

RBA analize

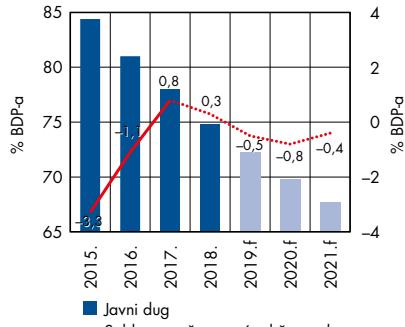
Tjedni pregled

Broj 39

28. listopada 2019.



Javne financije



Izvori: HNB, MFIN, DZS; Raiffeisen istraživanja

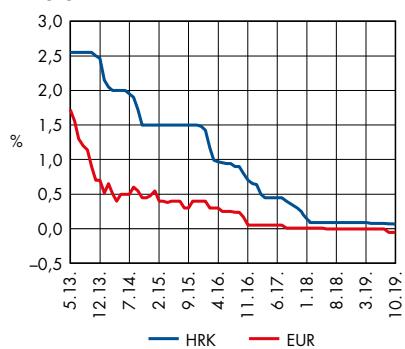
Prognoze tečajeva na kraju razdoblja*

	trenutno*	12.19.	3.20.	6.20.
EUR/USD	1,11	1,11	1,11	1,13
EUR/CHF	1,10	1,08	1,09	1,10
EUR/HRK	7,45	7,42	7,42	7,40

*na dan 25. listopada 2019.

Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na trezorske zapise – dospijeće 364 dana



Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

- Na tržištu novca tek malo uzbudnja donijela je posljednja aukcija trezorskih zapisu, prva nakon gotovo dva mjeseca, uz simboličnu korekciju prinosa na kunskim vrijednosnicama. (str. 2)
- U tjednu pred nama u fokusu je svakako Vladina sjednica i prijedlog rebalansa proračuna za 2019., prijedlog proračuna za 2020. te paket poreznih izmjena. (str. 2)
- Na svom prošlotjednom zasjedanju Europska središnja banka ostavila je splet mjera monetarne politike i plan budućih koraka nepromijenjenim. (str. 4)
- U tjednu pred nama na rasporedu je zasjedanje FED-a na kojem će vodeći čelnici potvrditi ekspanzivni karakter monetarne politike i najvjerojatnije daljnje sniziti gornju razinu kamatne stope za 25bb na 1,75%. (str. 4)

Objave ekonomskih pokazatelja

Pokazatelj	Vrijeme objave	Prognoza (RBI/RBA)	Konsenzus	Posljednja vrijednost
Hrvatska				
30.10. Industrijska proizvodnja, god.promj. (ruj)	11:00	2,2%	–	-1,7%
30.10. Trgovina na malo, god.promj. (ruj)	11:00	3%	–	1,2%
eurozona				
21.10. Njemačka: Indeks proizvođačkih cijena, god.promj. (ruj)	8:00	–	-0,2%	0,3%
27.10. Njemačka: Trgovina na malo, god.promj. (ruj)	–	3,3%	3,2%	
30.10. Njemačka: Stopa nezaposlenosti (lis)	9:55	–	5,0%	5,0%
30.10. eurozona: Indikator poslovne klime (lis)	11:00	–	–	-0,22
30.10. eurozona: Povjerenje potrošača (lis)*	11:00	–	-7,6	-7,6
30.10. Njemačka: Indeks potrošačkih cijena, god.promj. (lis)	14:00	–	1,1%	1,2%
31.10. eurozona: Stopa nezaposlenosti (ruj)	11:00	7,40%	7,4%	7,4%
31.10. eurozona: BDP, god.promj. (3.tr.)	11:00	–	1,0%	1,2%
31.10. eurozona: Indeks potrošačkih cijena, god.promj. (lis)	11:00	0,60%	0,7/	0,8%
SAD				
28.10. Robna razmjena s inozemstvom (ruj)	13:30	–	-73,5mlrd.\$	-72,8mlrd.\$
29.10. Prodaja postojećih stambenih objekata, god.promj. (ruj)	15:00	–	–	1,1%
30.10. Zaposlenost (lis)	13:15	–	132tis.	135tis.
30.10. BDP, tromjesečna promjena (3.tr.)	13:30	–	1,6%	2,0%
30.10. Osobna potrošnja (3.tr.)	13:30	–	2,5%	4,6%
31.10. PCE deflator, god.promj. (ruj)	13:30	–	1,4%	1,4%
31.10. Zahajevi za naknade za novonezaposlene (26. lis)	13:30	–	–	212tis.
31.10. Zahajevi za naknade za nezaposlene (19. lis)	13:30	–	–	1682tis.
1.11. Zaposlenost (lis)	13:30	–	95tis.	136tis.
1.11. Stopa nezaposlenosti (lis)	13:30	–	3,6%	3,5%
1.11. PMI prerađivačkog sektora (lis)*	14:45	–	–	51,5
1.11. ISM prerađivačkog sektora	15:00	–	–	47,8
1.11. ISM zaposlenost	15:00	–	–	46,3
Događanja				
30.10. Sastanak FOMC-a	19:00	–	–	–

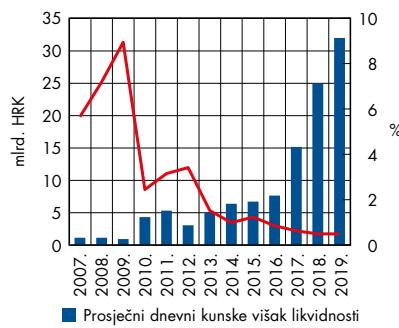
* konačni podaci; ** preliminarni podaci

Izvori: www.raiffeisenresearch.com, Bloomberg, DZS, HNB, Min. financija, Žavod za zapošljavanje

U fokusu prijedlog proračuna 2020.

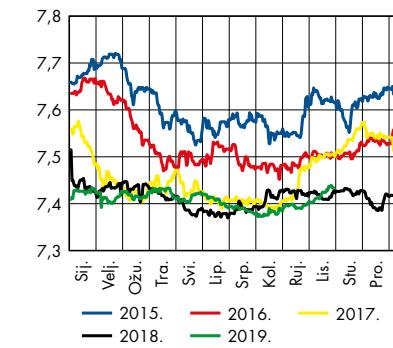
- Simboličan pad prinosa na trezorskim zapisima u uvjetima visoke likvidnosti
- U fokusu prijedlog proračuna za 2020.

Prosječni dnevni višak kunske likvidnosti



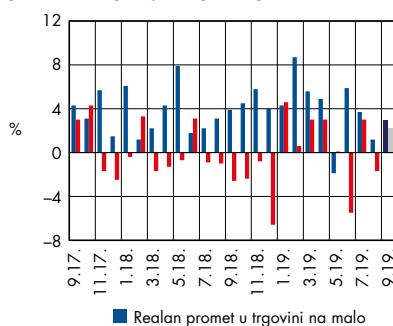
do 22. listopada 2019.
Izvor: HNB, Raiffeisen istraživanja

EUR/HRK, srednji tečaj



Izvor: HNB, Raiffeisen istraživanja

Trgovina na malo, industrijska proizvodnja, god. promj.



Izvor: DZS, Raiffeisen istraživanja

Tek lagani pritisci u smjeru slabljenja kune u odnosu na euro ostali su prisutni i tijekom proteklog tjedna u kojem je srednji tečaj na tečajnici HNB-a preskočio 7,44 kune za euro što je najviša razina još od sredine siječnja 2018. Nešto slabija potražnja za kunama uz istovremeni rast potražnje za devizama i dalje će zadržavati **EUR/HRK** oko trenutnih razina s tendencijom laganog rasta. Ipak ne predviđamo značajni odmak tečaja iznad 7,45 kuna za euro s obzirom i na visoku deviznu likvidnost. Uz to središnja banka će u slučaju većih pomaka tečaja zasigurno intervenirati na tržištu.

U međuvremenu, na **tržištu novca** tek malo uzbuđenja donijela je posljednja aukcija trezorskih zapisata, prva nakon gotovo dva mjeseca. Prikupljeni iznos u eurima (58 mil. eura) nadmašio je i plan i dospijeće, pri čemu su ove jednogodišnje vrijednosnice plasirane uz negativan prinos od -0,05%. Trezorce uz valutnu klauzulu uglavnom su upisale poslovne banke (preko 90%). Na aukciji kunske trezorskih zapisata prinos se spustio na novi povijesni minimum od 0,06%, također uz veći plaman (711 tisuća kuna) i od dospijeća i od plana. Navedno ne iznenađuje s obzir oda je dnevni višak kunske likvidnosti gotovo dosegnuo 35 mlrd. kuna ili 8% BDP-a što su dvostruko više razine u odnosu na 2018. Nadalje makroekonomski pokazatelji, usporavanje rasta, skromna inflacija i stabilan tečaj sugeriraju nastavak istog smjera monetarne politike što implicira nastavak razdoblja niskih kamatnih stopa duboko u 2020. Tome u prilog ide i globalno okruženje, osobito ono u euro području. Sljedeća aukcija trezorskih zapisata održat će se tek 19. studenog budući da u međuvremenu nema dospijeća vrijednosnica.

Obvezničko tržište već dugi niz mjeseci nastavlja na krilima niske likvidnosti žudititi za novim izdanjima koja su najavljena za posljednje tromjesečje. Sredinom studenog dospijeva međunarodna obveznica denominirana u dolarima u vrijednosti 1,5 mld dolara što sugerira izdašnost slijedećeg izlaska države na tržišta kapitala. Ne sumnjamo u solidnu potražnju što uz smanjeni rizični profil države i stabilne javne financije omogućava ostvarenje niskih prinaosa po novim izdanjima.

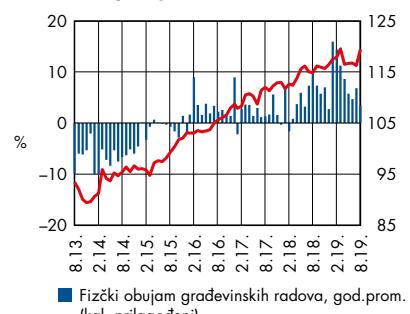
Tjedan je bio razmjeno siromašan makroekonomskim objavama. Revidirana je vremenska serija podataka o BDP-u za razdoblje 1995. – 2017. u prosjeku za 0,04% prema dolje, a listopadska notifikacija (Izvješće o proceduri prekomjernoga proračunskog manjka i razini duga opće države u RH) potvrdila je, pa čak revidirala blago na više (za 0,1pb), suficit državnog proračuna u posljednje dvije godine. Omjer javnog duga u odnosu na BDP prema novim podacima blago su na višim razinama.

U tjednu pred nama u fokusu je svakako Vladina sjednica i prijedlog **rebalansa proračuna za 2019.**, prijedlog proračuna za 2020. te paket poreznih izmjena za koje je završeno javno savjetovanje. U skladu s najavljenim Vlada će odustati od smanjenja PDV-a s ciljem zadovoljavanja zahtjeva sindikata u javnim službama za povećanjem plaća, a kako bi se zadržao proračunski saldo oko ravnotežnog, a udio javnog duga u BDP nastavio smanjivati. Međutim, sasvim je jasno da

samo zadržavanje proračunske metrike u planiranim okvirima ne jamči održivost javnih financija, a za navedeno je zaista potrebno provesti reforme velikih javnih sustava koje bi tako povećale konkurentnost gospodarstva.

Uz to DZS je najavio objavu rujanskih podataka **obujma industrijske proizvodnje i prometa trgovine na malo** kojim će se zaokružiti statistika trećeg tromjesečja za ova dva pokazatelja. Obujam industrijske proizvodnje pruža mješovitu izvedbu iz mjeseca u mjesec. Niska baza, topljenje zaliha u prethodnom razdoblju, ali i nastavak rasta izvoza ipak će bit blagonakloni prema rujanskim podacima. Stoga očekujemo pozitivne godišnje stope rasta. Trgovina će već uobičajeno (s izuzetkom iznenadenja u srpnju) zabilježiti nastavak rasta podržana s nekoliko čimbenika poput tržišta rada, solidnom postsezonom, niskom inflacijom i nastavkom kreditiranja. Ipak stope rasta trebale bi blago usporiti. Ipak ostaje činjenica će trgovina i djelatnosti vezane uz turizam, građevinarstvo i IT aktivnosti biti predvodnici ovogodišnjeg rasta bruto dodane vrijednosti.

Pokazatelji u građevinarstvu



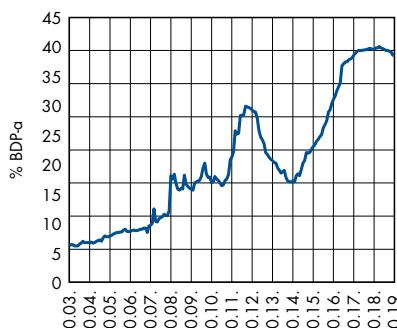
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Zrinka Živković Matijević

ESB s nepromijenjenim stavom

- Ponovo neizvjestan izlazak V. Britanije iz Europske unije
- Zasjedanje Fed-a u fokusu tržišta

Bilanca ESB-a



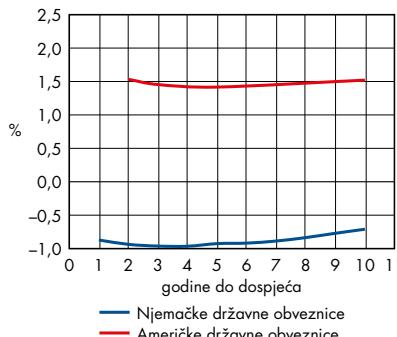
Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

EUR/USD



Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Krivulje prinosa



Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Na prošlotjednom zasjedanju **Europska središnja banka ostavila je splet mjera monetarne politike i plan budućih koraka nepromijenjenim**. Depozitna kamatna stopa zadržana je na $-0,5\%$, glavna stopa refinanciranja na $0,0\%$ te granična stopa refinanciranja na $0,25\%$ te se očekuje da će na tim razinama ostati koliko god bude potrebno da se stopa inflacije ustabili prema ciljanoj razini ESB-a (2%). Program otkupa obveznica (APP) nastaviti će se od studenog te će trajati do prvog podizanja kamatnih stopa. Na mjesечноj razini ESB planira u prosjeku otkupiti 20 mld. eura vrijednosti obveznica. Nadalje, potpuno reinvestiranje dospjelih glavnica vrijednosnica nastaviti će se još dugo vremena i nakon prvog podizanja kamatnih stopa. Prema našem mišljenju, posljednja konferencija za novinare prije odlaska predsjednika M. Draghija donijela je malo vijesti što je bilo i za očekivati. Uostalom, tek su početkom rujna donesene sveobuhvatne mjere monetarnog popuštanja. Štoviše, bilo bi neprimjereni nepotrebno ograničavati manevarski prostor za dolazeću predsjednicu C. Lagarde. U svakom slučaju, službena retorika ESB-a već je postavila snažni smjer monetarne politike. S jedne strane, monetarna politika trebala bi ostati ekspanzivna još dugo vremena dok su vrata otvorena i za daljnje monetarno popuštanje. Nakon što su posljednjih tjedana porasla tržišna očekivanja za buduće kretanje kamatnih stopa, smatramo to vrlo realnim. Tržište naime sada očekuje dodatno smanjenje depozitne stope za 10 baznih bodova u sljedećih šest mjeseci, što je u skladu s našom procjenom. Ukoliko smjer daljnje monetarne politike ESB-a bude u skladu s našim i tržišnim očekivanjima, nedavni rast stopa na novčanom tržištu smatramo privremenim, a pomak njemačkih prinosa prema višim razinama ne smatramo početkom održivog uzlaznog trenda. Čak i u slučaju da pozitivno ozračje na tržištima potraje, zbog možebitnih povoljnih političkih vijesti, skri početak programa kupnji obveznica u studenom stvarat će pritisak na prinose.

Iako se nekoliko dana činilo kako bi Velika Britanija uskoro mogla napustiti EU, trenutno to ne izgleda izvedivo. Premijer Johnson želi završiti pravnu dokumentaciju o Brexitu do 8 . studenog, a zatim održati nove izbore 12 . prosinca. Time namjerava spriječiti Parlament da usvoji dodatne amandmane u zakonodavnom postupku koji bi umanjili njegov sporazum ili značajno ograničili njegov budući manevarski prostor. EU će se zasigurno složiti s novim odgađanjem, a budući da **Brexit bez dogovora trenutno nije opcija**, laburisti bi mogli podržati Johnsonove nove zahtjeve za izbore. Međutim, oporba vjerojatno neće prihvati Johnsonov raspored za provođenje Brexita. Igra oko Brexit-a i neizvjesnost koju ona nosi vjerojatno će se nastaviti u sljedećoj godini.

U tijednu pred nama na rasporedu je **zasjedanje FED-a** na kojem će vodeći čelnici potvrditi ekspanzivni karakter monetarne politike i najvjerojatnije daljnje sniziti goruću razinu kamatne stope za $25bb$ na $1,75\%$. Ovaj korak već je u cijelosti ugrađen u cijene instrumenata na novčanom tržištu. Sastanak bi s druge strane trebao imati malo utjecaja na prinose na američke državne obveznice. I dalje smo mišljenja da će potencijal porasta američkih prinosa u srednjoročnom razdoblju ostati ograničen. U uvjetima geopolitičkih i trgovinskih tenzija i upornih strahova od recesije potražnja za sigurnim utočištima neće se smanjivati.

Elizabeta Sabolek Resanović

Državne obveznice na domaćem tržištu

Valutna klausula	Kupon	Datum dospijeća	Cijena*		Prinos		Promjena**		Spread BUND	Spread EUROSWAP
			Bid	Ask	Bid	Ask	Cijena-Bid	Prinos-Bid		
RHMF-O-19BA	5,375	29.11.2019.	100,66	100,81	-1,33	-2,82	0,00	-1,07	48	16
RHMF-O-203E	6,500	5.3.2020.	102,45	102,70	-0,20	-0,86	0,01	-0,25	74	45
RHMF-O-222EO	0,500	7.2.2022.	101,05	101,65	0,04	-0,22	0,07	-0,03	48	16
RHMF-O-227E	6,500	22.7.2022.	117,70	118,35	0,05	-0,17	0,07	-0,06	79	44
RHMF-O-247E	5,750	10.7.2024.	126,25	127,10	0,16	0,00	0,07	-0,03	83	45
RHMF-O-327A	3,250	10.7.2032.	121,40	122,70	1,40	1,31	0,07	-0,01	79	16
Kunska obveznica										
RHMF-O-203A	6,750	5.3.2020.	102,40	102,55	0,18	-0,22	-0,10	0,01	-	-
RHMF-O-217A	2,750	8.7.2021.	104,50	104,85	0,11	-0,09	-0,10	0,03	-	-
RHMF-O-222A	2,250	7.2.2022.	104,85	105,35	0,13	-0,09	-0,15	0,05	-	-
RHMF-O-023A	1,750	27.11.2023.	106,50	107,20	0,16	-0,01	0,00	-0,01	-	-
RHMF-O-257A	4,500	9.7.2025.	124,20	125,00	0,23	0,11	0,00	-0,01	-	-
RHMF-O-26CA	4,250	14.12.2026.	127,25	128,15	0,38	0,27	0,00	-0,01	-	-
RHMF-O-282A	2,875	7.2.2028.	119,50	120,50	0,47	0,36	0,00	0,00	-	-
RHMF-O-297A	2,375	9.7.2029.	117,60	118,70	0,51	0,41	0,00	0,00	-	-

* Raiffeisen istraživanja; ** u odnosu na kraj prethodnog tjedna

Hrvatske euroobveznice

Godina do dospijeća	Kupon	Datum dospijeća	Cijena*		Prinos		Promjena*		Spread BUND	Spread EUROSWAP
			Bid	Ask	Bid	Ask	Cijena-Bid	Prinos-Bid		
CROATIA 2022	3,785	30.5.2022.	109,90	110,20	0,06	-0,05	-0,10	0,01	74	40
CROATIA 2025	3,000	11.3.2025.	114,70	115,00	0,25	0,19	-0,10	0,01	86	49
CROATIA 2027	3,000	20.3.2027.	118,60	119,10	0,44	0,38	-0,10	0,01	99	58
CROATIA 2028	2,700	15.6.2028.	118,60	119,10	0,50	0,44	-0,10	0,01	92	51
CROATIA 2029	1,125	19.6.2029.	105,10	105,60	0,58	0,53	-0,50	0,05	99	59
CROATIA 2030	2,750	21.1.2030.	121,00	121,60	0,63	0,57	-0,40	0,03	101	60
CROATIA 2019	6,750	5.11.2019.	100,10	100,85	3,57	-18,57	-0,10	0,78	-17	-38
CROATIA 2020	6,625	14.7.2020.	103,00	103,70	2,41	1,46	-0,10	0,03	74	53
CROATIA 2021	6,375	24.3.2021.	105,60	106,35	2,30	1,82	-0,10	0,02	73	63
CROATIA 2023	5,500	4.4.2023.	110,50	111,05	2,31	2,15	0,00	-0,02	74	75
CROATIA 2024	6,000	26.1.2024.	114,90	115,40	2,30	2,19	0,00	-0,01	73	75

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

Njemačke državne obveznice

Godina do dospijeća	Kupon	Datum dospijeća	Cijena		Prinos		Promjena*		Cijena	Prinos
			Bid	Ask	Bid	Ask	Cijena-Bid	Prinos		
1	0,000	11.9.2020.	100,90	100,90	-0,87	-0,87	0,30	-0,21		
2	0,000	10.9.2021.	101,92	101,92	-0,94	-0,94	0,62	-0,25		
3	0,000	7.10.2022.	103,04	103,04	-0,96	-0,96	0,90	-0,25		
4	0,000	13.10.2023.	104,07	104,07	-0,96	-0,96	1,28	-0,27		
5	0,000	18.10.2024.	104,88	104,88	-0,93	-0,93	1,69	-0,30		
6	1,000	15.8.2025.	111,78	111,78	-0,92	-0,92	2,20	-0,30		
7	0,000	15.8.2026.	106,39	106,39	-0,89	-0,89	2,39	-0,31		
8	0,500	15.8.2027.	111,02	111,02	-0,84	-0,84	2,84	-0,31		
9	0,250	15.8.2028.	109,50	109,50	-0,77	-0,77	3,14	-0,32		
10	0,000	15.8.2029.	107,35	107,35	-0,71	-0,71	3,48	-0,32		
20	4,250	4.7.2039.	196,82	196,82	-0,42	-0,42	10,43	-0,33		
30	0,000	15.8.2050.	106,07	106,07	-0,19	-0,19	10,37	-0,33		

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

Američke državne obveznice

Godina do dospijeća	Kupon	Datum dospijeća	Cijena		Prinos		Promjena*		Cijena	Prinos
			Bid	Ask	Bid	Ask	Cijena-Bid	Prinos		
2	1,500	31.10.2021.	99,94	99,94	1,53	1,53	n/a	n/a		
3	1,500	15.10.2022.	100,13	100,13	1,45	1,45	0,66	-0,10		
5	1,500	31.10.2024.	99,20	99,20	1,42	1,42	n/a	n/a		
10	1,625	15.8.2029.	100,97	100,97	1,52	1,52	2,13	-0,23		
30	2,250	15.8.2049.	105,95	105,95	1,99	1,99	5,94	-0,26		

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

Raiffeisen istraživanja

Ekonomska i finansijska istraživanja

Zrinka Živković Matijević, direktorica; tel.: 01/61 74 338, e-adresa: zrinka.zivkovic-matijevic@rba.hr
Elizabeta Sabolek Resanović, ekonomski analitičar; tel.: 01/46 95 099, e-adresa: elizabeta.sabolek-resanovic@rba.hr
Silvija Kranjec, finansijski analitičar; tel.: 01/61 74 335, e-adresa: silvija.kranjec@rba.hr
Ana Turudić, finansijski analitičar; tel.: 01/61 74 401, e-adresa: ana.turudic@rba.hr

Finansijska tržišta i investicijsko bankarstvo

Robert Mamić, izvršni direktor; tel.: 01/46 95 076, e-adresa: robert.mamic@rba.hr

Urednik

Zrinka Živković Matijević, direktorica Ekonomske i finansijske istraživanja

Grafička priprema

SIBI; OIB: 62606715155; I.B. Mažuranić 70, 10090 Zagreb

Nakladnik

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb
Magazinska cesta 69, 10000 Zagreb
www.rba.hr
tel.: 01/45 66 466
telefaks: 01/48 11 626

Kratice

AZTN – Agencija za zaštitu tržišnog natjecanja
bb – bazni bodovi
BDP – bruto domaći proizvod
CES – Croatian Employment Service
CERP – Centar za restrukturiranje i prodaju
DZS – Državni zavod za statistiku
ECB – European Central Bank (Europska središnja banka)
EDP – procedura prekomjernog deficit-a
EFSF – Europski fond za finansijsku stabilnost
ESB – European Central Bank (Europska središnja banka)

EK – Evropska komisija
EUR – euro
F – konačni podaci
FED – Federal Reserve System (Američka središnja banka)
HANFA – Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga
HBOR – Hrvatska banka za obnovu i razvoj
HICP – harmonizirani indeks potrošačkih cijena
HNB – Hrvatska narodna banka
HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje
I., II., III., IV. – prvo, drugo, treće, četvrto tromjeseče

kn, HRK – kuna
MF – Ministarstvo financija
MMF – Međunarodni monetarni fond
pp – postotni poeni
Q – fromjeseće
QoQ – tromjesečna promjena
RBA – Raiffeisenbank Austria d.d.
SE – središnja Europa
SNA – Sustav nacionalnih računa
TZ – rezorski zapis
UN – Ujedinjeni narodi
USD – dolar
WEF – World Economic Forum (Svjetski gospodarski forum)

Publikacija je dovršena 25. listopada 2019.

Publikacija odobrena od strane urednika: 28. listopada 2019. godine u 8:05 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 28. listopada 2019. godine u 8:15 sati

Izjava o odricanju odgovornosti

Izdavatelj publikacije: Raiffeisenbank Austria d.d. Magazinska cesta 69, 10000 Zagreb, Hrvatska ("RBA"). RBA je kreditna institucija osnovana u skladu sa odredbama Zakona o kreditnim institucijama.

Ekonomska istraživanja i Financijsko savjetovanje su organizacijske jedinice RBA.

Nadzorno tijelo: Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga, Miramarska 24b, 10000 Zagreb i Hrvatska narodna banka, Trg hrvatskih velikana 3, 10002 Zagreb.

Ova publikacija izrađena je isključivo u informativne svrhe i ne smije se reproducirati, prevoditi ili činiti dostupnom trećim osobama osim namjeravanog korisnika, u cijelosti ili djelomice, bez prethodne pisane suglasnosti RBA u svakom pojedinom slučaju. Ova publikacija ne predstavlja investicijski savjet ili osobnu preporuku glede kupovanja, držanja ili prodaje vrijednosnih papira, niti ponudu ili poziv na davanje ponude, te ne zamjenjuje niti dopunjuje bilo kakav pravni dokument koji je po propisima bilo koje države, uključujući i Republiku Hrvatsku, potreban za primarno izdanie ili sekundarnu trgovinu finansijskim instrumentima, bez obzira radi li se o malim ili profesionalnim ulagateljima te bez obzira radi li se o subjektima ili rezidentima Republike Hrvatske ili koje druge jurisdikcije.

Ova publikacija temelji se na javno dostupnim informacijama, koje smatramo pouzdanima, ali za čiju potpunost i točnost ne preuzimamo nikakvu odgovornost. Sve analize sadržane u ovoj publikaciji utemeljene su jedino na javno dostupnim informacijama i pod pretpostavkom da su te informacije cijelovite i točne, a što ne mora biti slučaj i za korisnika predstavlja rizik, kako izdavatelja, tako i tržišta kapitala i općih gospodarskih ili političkih okolnosti i izgleda. Procjene, projekcije, preporuke ili predviđanja budućih događaja te mišljenja iznesena u ovoj publikaciji predstavljaju neovisne prosudbe analitičara na dan objavljivanja, ako nije drugačije navedeno. Za izradu ove publikacije značajni su bili sljedeći materijalni izvori: Državni zavod za statistiku, Hrvatska narodna banka, Vlada Republike Hrvatske, Hrvatski zavod za zapošljavanje, Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje, Ministarstvo financija, Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga, Zagrebačka burza, Ekonomski institut, Bloomberg, Eurostat, The Vienna Institute for International Economic Studies i ostali izvori izričito navedeni u analizi.

RBA zadržava pravo ne ažurirati informacije iznesene u ovoj publikaciji ili ih potpuno ukinuti. Objava ažurirane analize, ako je i bude, ostaje diskrecijska odluka analitičara u RBA. U slučaju izmjena ili ukidanja informacija iznesenih u ovoj publikaciji, RBA će obavijest o izmjenama ili ukidanju kao i razloge koji su doveli do izmjena ili ukidanja publikacije objaviti na isti način kao i ovu publikaciju uz jasno upućivanje da se izmjene ili ukidanje odnosi na ovu publikaciju.

Ova publikacija ne može predstavljati i ne predstavlja temelj za donošenje investicijske odluke, već se svi korisnici pozivaju da se prije donošenja investicijske odluke informiraju dodatno i u mjeri koju drže potrebnom.

Cijene vrijednosnih papira koje se navode u ovoj publikaciji su zadnje cijene dostupne u 16:30 CET na dan koji prethodi ovoj publikaciji, osim ako u samoj publikaciji nije drugačije navedeno.

Investicijske mogućnosti o kojima se raspravlja u ovoj publikaciji mogu biti neprikladne za neke investitore, ovisno o njihovim konkretnim investicijskim ciljevima i investicijskom horizontu, te uzimajući u obzir njihov ukupan finansijski položaj. Investicije koje su predmet ove publikacije mogu varirati s obzirom na cijenu ili vrijednost. Investitori mogu ostvariti povrat manji od početnog ulaganja. Promjene deviznog tečaja mogu imati negativan utjecaj na vrijednost investicija. Osim toga, rezultati ostvareni u prošlosti ne moraju nužno implicirati rezultate u budućnosti. Rizici povezani s ulaganjem u finansijske, novčane ili investicijske instrumente koji su predmet ove publikacije nisu objašnjeni u potpunosti. Informacije su iznesene bez jamstva, u zatečenom stanju, te se ne smiju smatrati zamjenom za investicijski savjet. Investitor moraju sami donijeti odluku u pogledu primjerenosti ulaganja u bilo koji od ovđe spomenutih instrumenata, na temelju koristi i rizika koji iz njih proizlaze, vlastite investicijske strategije, te pravnog, fiskalnog i finansijskog položaja. Budući da ova publikacija ne predstavlja osobnu preporuku za ulaganje, ona, niti bilo koji njezin dio, ne predstavlja osnovu za sklapanje bilo kakvog ugovora ili preuzimanje bilo kakve obvezе, niti se u nju smije pouzdati u vezi s takvim radnjama, niti se ona smije koristiti kao poticaj za takve radnje. Ulagačima se savjetuje da stupe u kontakt s ovlaštenim investicijskim savjetnikom za pojedinačna objašnjenja i savjete.

RBA, Raiffeisen Bank International AG ("RBI"), te bilo koje s njima povezano društvo kao ni njihovi direktori, ovlaštene osobe ili zaposlenici, te bilo koja druga osoba, ne prihvaju nikakvu odgovornost (iz nemara ili drugog razloga) za bilo kakve gubitke prouzročene na bilo koji način zbog korištenja ove publikacije ili njezinog sadržaja, odnosno na drugi način prouzročene s njom u vezi.

Ova se publikacija distribuirala ulagačima od kojih se očekuje donošenje samostalnih investicijskih odluka i procjene rizika ulaganja, kako rizika samog izdavatelja tako i tržišta kapitala i općih gospodarskih ili političkih okolnosti i izgleda, bez nepotrebнog oslanjanja na ovu publikaciju, te se, bez prethodnog odobrenja RBA, ne smije distribuirati, umnažati ili objavljivati u cijelosti ili djelomično ni u koju svrhu.

RBA objavljuje analize i vrednovanja finansijskih instrumenata samostalno i u sklopu publikacija izrađenih od strane RBI te Raiffeisen Centrobank, Austria ("RCB") pod imenom Raiffeisen ISTRAŽIVANJA. Analize se mogu odnositi na jednog izdavatelja ili više njih, te na finansijske instrumente u njihovom izdanju.

Jedinstveni kriteriji za izdavanje preporuka i klasifikaciju rizika za dioničko tržište definirani su na način:

"Kupiti"/(Buy): za dionice koje imaju očekivani ukupni povrat od najmanje 10% (15% za dionice s visokim rizikom volatilnosti) i predstavljaju najatraktivnije dionice među svim našim dionicama koje analiziramo i vrednujemo za razdoblje od sljedećih 12 mjeseci.

"Držati"/(Hold): za dionice za koje očekujemo pozitivni povrat do 10% (do 15% za dionice s visokim rizikom volatilnosti) u razdoblju od sljedećih 12 mjeseci.

"Smanjiti"/(Reduce): za dionice za koje očekujemo negativni povrat do -10% u razdoblju od sljedećih 12 mjeseci.

"Prodati"/(Sell): za dionice za koje očekujemo negativni povrat od preko -10% u razdoblju od sljedećih 12 mjeseci.

Ciljane cijene se temelje na izračunatoj fer vrijednosti dobivenoj pomoću metode usporednog vrednovanja ("peer" analize) i/ili metodom diskontiranog novčanog tijeka (DCF metodom). Detaljna pojašnjenja korištenih metodologija dostupna su na: <https://www.rcb.at/en/the-bank/business-segments/cr-concept-and-methods/>

Prilikom objave analize, preporuka je određena koristeći gore definirane raspone. Privremena odstupanja od gore navedenih raspona ne dovode do automatske promjene preporuke nego će preporuka biti stavlјena u razmatranje.

Mišljenja glede kretanja kamatnih stopa na tržištu novca Republike Hrvatske i kretanja cijena državnih obveznica izdanih u Republici Hrvatskoj temelje se na analizi kretanja tržišnih pokazatelja.

Ova publikacija nije ponuda ili osobna preporuka za kupnju ili prodaju finansijskog instrumenta. Informacije iznesene ovdje ne sačinjavaju potpunu analizu svih materijalnih činjenica vezanih za izdavatelja, industriju ili finansijski instrument. Ova publikacija može sadržavati očekivanja i izjave u pogledu budućeg razdoblja što uključuje rizike i neizvjesnosti, ali time ne jamči ostvarivanje budućih rezultata u bilo kojem pogledu koje su sukladno tome podložne promjenama. U skladu s tim, nijedno jamstvo ili tvrdnja, iskazana ili implicirana, nisu stvarni i ne treba se oslanjati na pravčност, točnost, cijelovitost ili ispravnost informacija i mišljenja iznesenih u ovoj publikaciji.

Izjava o odricanju odgovornosti

RBA analitičari sudjeluju u izradi redovitih analiza koje objavljuje i distribuiru RCB, a tiču se kompanija navedenih u nastavku zajedno s datumom objave inicijalne analize:

– Atlantic Grupa d.d. (8.6.2015.), Hrvatski Telekom d.d. (11.12.2007.), Podravka d.d. (3.3.2003.) i Valamar Riviera d.d. (17.12.2015.).

Pregled Raiffeisen preporuka:

	Kupiti	Držati	Smanjiti	Prodati	Ukinuto	Pod razmatranjem
Broj preporuka	1	3	0	0	0	0
% svih preporuka	25%	75%	0%	0%	0%	0%
Usluge invest. bankarstva	0	0	0	0	0	0
% svih usl. invest. bankar.	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Popis povijesnih preporuka za dionička tržišta, kamatne stope tržišta novca RH, hrvatske obveznice izdane na lokalnom tržištu i ostale preporuke dostupan je na linku: <http://www.rba.hr/istrazivanja/povijest-preporuka>

Napominjemo da RBA, s njom povezana društva i zaposlenici ili članovi organa upravljanja, kao i osobe koje su sudjelovale u izradi ove publikacije te s njima povezane osobe drže ili trguju finansijskim instrumentima u iznosima koji premašuju 0,5% udjela u temeljnom kapitalu izdavatelja ili posluju sa subjektima iz sektora na koje se ova publikacija odnosi. Međutim, RBA je primjenom mjera zaštite povjerljivosti i sprečavanja sukoba interesa u razumnoj mjeri osigurala da takva okolnost ni na koji način nije utjecala na bilo što navedeno u ovoj publikaciji.

RBA je dio grupacije RBI. RBI je poslovna investicijska banka i ima sjedište u Austriji. Već 25 godina RBI djeluje u Srednjoj i Istočnoj Europi (SIE regiji) gdje ima mrežu banaka podružnica, leasing društava i brojnih drugih društava koja pružaju finansijske usluge na 17 tržišta. Kao rezultat ovog položaja u Austriji i SIE regiji, RBI je uspostavio odnose i proširio ih u nekim slučajevima s kompanijama u sljedećim sektorima: nafta&plin, tehnologije, energija, nekretnine, telekomunikacije, finansijske usluge, osnovni materijali, ciklični i ne-ciklični potrošački proizvodi, briga o zdravlju i industrija. RBI i/ili njegova povezana društva provodili su transakcije u vezi s proizvodima i uslugama (uključujući, ali ne isključivo, usluge investicijskog bankarstva) s izdavateljem iz analize, u proteklih 12 mjeseci. RBI i povezana društva uspostavili su organizacijske mjere koje su potrebne s pravnog stajališta i stajališta nadzora, a čije poštiwanje prati Sukladnost (Compliance). Na sukobu interesa primjenjuju se pravna, fizička i druga ograničenja (koja se zajednički nazivaju "Kineski zidovi"), a njihova je svrha je ograničiti protok informacija između poslovnog područja/organizacijske jedinice unutar RBI, RBA, RCB te ostalih društava unutar grupe. Tako je npr. Investicijsko bankarstvo, koje obuhvaća aktivnosti korporativnog financiranja putem tržišta kapitala, odvojeno fizičkim i drugim barijerama od jedinica trgovanja te jedinica za istraživanje i analizu.

Potencijalni sukobi interesa navedeni niže primjenjuju se u slučaju vrijednosnih papira navedenih u analizi ako su pripadajući redni brojevi navedeni na kraju odlomka:

1. RBA ili bilo koje povezano društvo ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije posjeduje neto dugu ili kratku poziciju koja premašuje prag od 0,5 % ukupnog izdanog dioničkog kapitala izdavatelja.
2. Izdavatelj drži više od 5 % ukupnog izdanog dioničkog kapitala RBA ili bilo kojeg povezanog društva.
3. RBA ili bilo koje povezano društvo ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije ima značajne finansijske interese u odnosu na izdavatelja.
4. RBA ili bilo koje povezano društvo djeluje kao održavatelj tržišta (ili specijalist) ili drugi održavatelj likvidnosti za vrijednosne papire izdavatelja, kada je to primjenjivo.
5. RBA ili bilo koje povezano društvo je bilo tijekom prethodnih dvanaest mjeseci glavni voditelj ili suvoditelj postupka bilo koje objavljene ponude vrijednosnih papira izdavatelja u smislu usluge provedbe ponude odnosno prodaje vrijednosnih papira izdavatelja sa i bez obveze otkupa, kada je to primjenjivo.
6. RBA ili bilo koje povezano društvo je u bilo kojem drugom sporazumu s izdavateljem koji se odnosi na pružanje usluga investicijskog bankarstva, osim ako bi to značilo objavljivanje povjerljivih poslovnih informacija i da je sporazum bio na snazi prethodnih dvanaest mjeseci ili je tijekom istog razdoblja doveo do plaćanja naknade ili obećanja da će naknada biti plaćena, kada je to primjenjivo.
7. RBA ili bilo koje povezano društvo ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je stranka sporazuma s izdavateljem koji se odnosi na izradu preporuke, kada je to primjenjivo.
8. Analitičar ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije posjeduje vrijednosne papire izdavatelja koje je analizirao.
9. Analitičar ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je u Nadzornom odboru/Odboru direktora izdavatelja čije je poslovanje analizirao.
10. Analitičar ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je primio ili stekao vrijednosni papir izdavatelja prije javne ponude izdanja. U tom slučaju zahtijeva se pred-odobrenje transakcije s istaknutim datumom i kupovnom ili prodajnom cijenom.
11. Kompenzacijacija analitičara ili bilo koja fizička osoba uključena u objavu publikacije je povezana s davanjem usluga investicijskih usluga od strane RBA ili bilo kojeg povezanog društva.

Primjenjive napomene: Napomena br. 3, 4 i 5.

Portfelji analitičara i drugih fizičkih osoba koji su sudjelovali u izradi ove analize dostupni su na: <http://www.rba.hr/istrazivanja/portfelj-rba-analiticara>

Izjava analitičara: Finansijska naknada autoru analize nije i neće biti povezana, izravno ili posredno, s preporukama ili stajalištima iznesenim u ovoj publikaciji niti ista ovisi o provedenim transakcijama.

RBA zaposlenici koji nisu sudjelovali u pripremi ove publikacije, ali su imali pristup istoj prije distribucije, nemaju značajan finansijski interes u jednom ili više finansijskih instrumenata izdavatelja koji su analizirani u publikaciji. RBA zaposlenici koji nisu sudjelovali u pripremi ove publikacije, a imaju pristup istoj prije distribucije, nisu u sukobu interesa u odnosu na izdavatelja koji su analizirani u publikaciji.

RBA ima odobrenje Hrvatske agencije za nadzor finansijskih usluga ("HANFA") za obavljanje svih poslova propisanih važećim Zakonom o tržištu kapitala i drugim važećim zakonima i podzakonskim propisima. Međutim, RBA je ovlaštena obavljati te poslove samo na teritoriju Republike Hrvatske, ne i drugdje. Ukoliko bi ova publikacija, u cijelosti ili djelomično, bila dostupna u bilo kojoj jurisdikciji osim Republike Hrvatske, treba je smatrati nepostojećom.

Ovaj dokument se ne smije distribuirati u UK, Japanu, Hong Kongu, Kanadi i SAD-u.