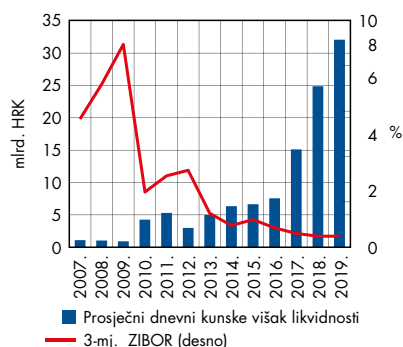


EUR/USD



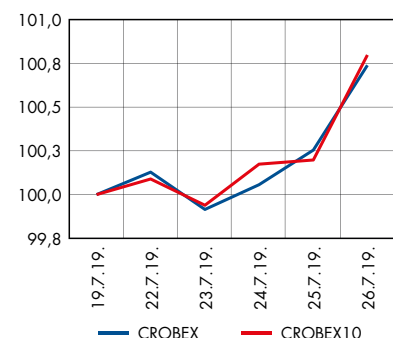
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Prosječni dnevni višak kunske likvidnosti



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Dionički indeksi



Izvori: ZSE, Raiffeisen istraživanja

- Ionako razmjerno siromašan, kalendar ekonomskih objava zasjenile su najave Vlade o skorim izmjenama u poreznom sustavu kroz četvrti krug poreznog rasterećenja. (str. 2)
- Na financijskim tržištima osjeća se ljetno raspoloženje s minimalnim prometima na obvezničkom tržištu te s tek malenim pomakom tečaja EUR/HRK koji se zadržavao ispod 7,39 kuna za euro. (str. 2)
- Nakon promjene i službene retorike ESB-a glede budućih odluka i kretanja referentnih kamatnih stopa fokus tržišnih sudionika u tjednu pred nama prebacuje na zasjedanje Fed-a gdje se očekuje rezanje kamatne stope za 25 bb. (str. 3)
- Otvaranje sezone objava poslovnih rezultata domaćih kompanija podržalo je daljnji rast CROBEX-a, koji je na tjednoj razini ojačao 0,7%. (str. 5)

Objave ekonomskih pokazatelja

	Pokazatelj	Vrijeme objave	Prognoza (RBI/RBA)	Konsenzus	Posljednja vrijednost
Hrvatska					
30.7.	Industrijska proizvodnja, god. promj. (lip)	11:00	0,1%		0,2%
30.7.	Trgovina na malo, god. promj. (lip)	11:00	0,9%		-2,0%
eurozona					
29.7.	Njemačka: Trgovina na malo, god. promj. (lip)			0,6%	4,0%
30.7.	Njemačka: GfK Povjerenje potrošača (kol)	8:00		9,7	9,8
30.7.	eurozona: Indikator poslovne klime (srp)	11:00			0,17
30.7.	eurozona: Povjerenje potrošača (srp)*	11:00			-6,6
30.7.	Njemačka: Potrošačke cijene, god. promj. (srp)**	14:00		1,5%	1,6%
30.7.	Njemačka: Harmon. indeks potroš. cijena, god. promj. (srp)**	14:00		1,3%	1,5%
31.7.	Njemačka: Stopa nezaposlenosti (srp)	9:55		5,0%	5,0%
31.7.	eurozona: Stopa nezaposlenosti (lip)	11:00		7,5%	7,5%
31.7.	eurozona: BDP, god. promj. (2. tr.)	11:00		1,0%	1,2%
31.7.	Italija: BDP, god. promj. (2.tr.)	11:00			-0,1%
1.8.	Njemačka: PMI prerađivačkog sektora (srp)*	9:55			43,1
1.8.	eurozona: PMI prerađivačkog sektora (srp)*	10:00			46,4
2.8.	eurozona: Indeks proizvođačkih cijena, god. promj. (lip)	11:00			1,6%
2.8.	eurozona: Trgovina na malo, god. promj. (lip)	11:00			1,3%
SAD					
30.7.	Osobni dohodak (lip)	14:30		0,3%	0,5%
30.7.	PCE deflator, god. promj. (lip)	14:30		1,5%	1,5%
1.8.	Zahitjevi za naknade za novonezaposl. (srp)	14:30			206tis.
1.8.	Zahitjevi za naknade za nezaposl. (srp)	14:30			1676tis.
1.8.	PMI prerađivačkog sektora (srp)*	15:45			50,0
1.8.	ISM prerađivačkog sektora (srp)	16:00	52,1	52,1	51,7
1.8.	ISM zaposlenost (srp)	16:00			54,5
2.8.	Zaposlenost (srp)	14:30		155tis.	224tis.
2.8.	Stopa nezaposlenosti (srp)	14:30		3,6%	3,7%
2.8.	Robna razmjena s inozemstvom (lip)	14:30		-54,0mlrd.	-55,5mlrd.
2.8.	Tvorničke narudžbe (lip)	16:00		0,4%	-0,7%
2.8.	Narudžbe trajnih dobara (lip)*	16:00			2,0%
2.8.	U. of Michigan indeks očekivanja (srp)*	16:00			90,1
Događanja					
31.7.	Sastanak FOMC-a	20:00		2,00%	2,25%

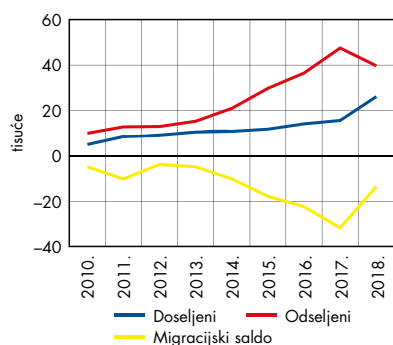
* konačni podaci; ** preliminarni podaci

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

Vlada najavila izmjene u poreznom sustavu

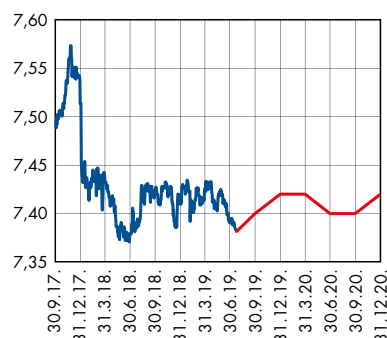
- U 2018. usporio snažan val iseljavanja iz Hrvatske
- Ljetno raspoloženje na financijskim tržištima

Vanjska migracija stanovništva RH



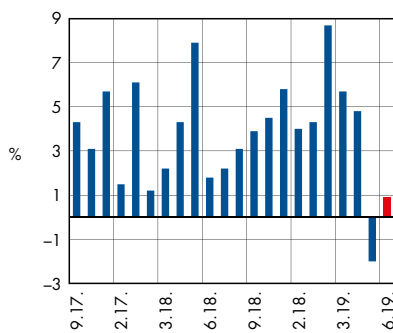
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Srednji tečaj EUR/HRK



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Promet u trgovini na malo, realna god. promjena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Tjedan na financijskim tržištima prošao je u sasvim mirnom tonu, s minimalnim prometima na obvezničkom tržištu te s tek malenim pomakom tečaja EUR/HRK koji se zadržavao ispod 7,39 kuna za euro. Kamatne stope na tržištu novca ostale su na povijesno niskim razinama već uobičajeno podržane visokom količinom likvidnosti u sustavu. Ni posljednji tjedan srpnja prema našim očekivanjima neće donijeti promjene. Ionako razmjerno siromašan, kalendar ekonomskih objava zasjenile su najave Vlade o skorim izmjenama u poreznom sustavu. Bit će to četvrti krug poreznog rasterećenja koji osim zadiranja u porez na dohodak kroz oslobađanje i olakšavanje poreznog tereta najmlađim zaposlenicima prema najavama donosi i smanjenje opće stope PDV-a od 1.siječnja 2020. te primjena tope od 13% i na hranu u ugostiteljstvu. Procjenjuje se da bi smanjenje PDV-a za 1 pb moglo po toj osnovi (uz ostale nepromijenjene parametre) smanjiti priljeve u proračun za preko 1,6 mlrd kuna. Nadalje, prema navodima medija porezne olakšice trebale bi obuhvatiti mala i srednja poduzeća – ona koja ostvare prihod do 7,5 mil. kuna imat će manji porez na isplatu dobiti. I dok rasterećenje dohotka vjerojatno za cilj ima utjecati na zapošljavanje mladih i ostanak u Republici Hrvatskoj, a porezne olakšice za mala i srednja poduzeća olakšati njihovo poslovanje. Smanjenje PDV-a u konačnici bi trebalo utjecati na pad cijena i povećanje raspoloživog dohotka. Međutim, teško je očekivati takav ishod pa se uvelike postavlja pitanje na koji način uz projicirani rast rashoda Vlada misli nadoknaditi gubitak prihoda od PDV-a. Predmjenjavamo da se očekuje snažniji rast potrošnje zbog rasta gospodarstva i povoljnih trendova na tržištu rada. Ipak ukoliko se struktura rashoda ne izmjeni, treba imati na umu da će u silaznoj fazi ekonomskog ciklusa proračun biti itekako osjetljiv i ranjiv na potencijalno i izgledno smanjenje potrošnje. Od ekonomskih objava proteklog tjedna vrijedno je spomenuti nastavak rasta obujma građevinskih radova (5,8% na godišnjoj razini) dok je osobit interes privukla objava statistike migracija RH u 2018. Tijekom 2018. godine u Hrvatsku je iz inozemstva doselilo ukupno 26.069 osoba što je 10.467 osoba ili 67,4% više u usporedbi s 2017. Istovremeno, usporio je snažan val iseljavanja iz Hrvatske. Naime tijekom 2018. godine iz Hrvatske je iselilo 39.515 osoba ili 16,6% (7.837) manje u usporedbi s 2017. Preko polovice iseljenih s namjerom promjene stanovanja dulje od godinu dana kao zemlju odredišta odabralo je Njemačku, nakon čega slijedi Bosna i Hercegovina (9,2%), Austrija (6,6%) te Irska (5,1%). Naposljetku struktura iseljenika i dalje potvrđuje da Hrvatska gubi najproduktivniji dio svog stanovništva budući da je gotovo 70% iseljenih mlađe od 44 godine. Ipak, negativan migracijski saldo se zbog nižeg broja iseljenih i većeg useljenih zamjetno smanjio te se nakon -31.799 u 2017. u prošloj godini spustio na 13.486. Međutim, uz nepovoljne demografske pokazatelje i strukturne probleme na tržištu rada, nastavak iseljavanja iz Hrvatske već sada umanjuje potencijale rasta i razvoja, a dugoročno može vršiti pritisak na javne financije, osobito kroz zdravstveni i mirovinski sustav. U tjednu pred nama svakako će fokus biti na potencijalnim efektima poreznih izmjena, ali će se s zanimanjem pratiti i pokazatelji obujma industrijske proizvodnje i trgovine na malo za lipanj. Oba pokazatelja trebala bi potvrditi rast, ali po skromnim stopama.

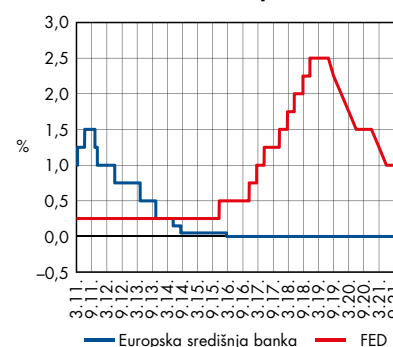
Zrinka Živković Matijević

Zasjedanje FOMC-a u fokusu

- ESB najavila daljnje labavljenje monetarne politike
- U očekivanju smanjenja kamatne stope FOMC-a za 25bb

Na svom prošlotjednom sastanku **Europska središnja banka promijenila je i službeno retoriku** glede budućih odluka i kretanja referentnih kamatnih stopa ohrabrujući pritom očekivanja glede smanjenje depozitne stope središnje banke u rujnu. Referentne kamatne stope ostaju nepromijenjene (depozitna stopa na $-0,4\%$, glavna stopa refinanciranja na $0,0\%$, granična stopa refinanciranja $0,25\%$) i trebale bi se zadržati na trenutnim ili nižim razinama barem do kraja lipnja 2020. Nadalje, obveznice u portfelju središnje banke stečene u okviru programa kvantitativnog puštanja (QE) bit će u potpunosti reinvestirane za dulje razdoblje i nakon početka ciklusa povećanja kamatnih stopa. ESB razmatra ponovno pokretanje programa kupnji obveznica kao i primjenu tzv. "sustava razvrstavanja kod primjene depozitne stope" (eng. *tiered deposit rate scheme*) što bi značilo da bi se primjena negativne depozitne stope trebale odnositi na dio viška likvidnosti kod središnje banke. Posljednji zaključci sa sastanka ESB-a predstavljaju već uobičajene instrumente monetarne politike tzv. smjernice monetarne politike (eng. *forward guidance*) koje su u primjeni od srpnja 2013. godine. Njihova primjena uslijedila je nakon što se u uvjetima izuzetno niske inflacije i povijesno niskih kamatnih stopa daljnje spuštanje kamatnih stopa činilo nedovoljno učinkovitim. Primjenom smjernica pojašnjavaju se namjere i budući potezi kreatora monetarne politike s ciljem da se kroz jasne informacije o namjerama monetarne politike utječe na odluke tržišnih sudionika i tržišta općenito. **Prognoze rasta euro područja izložene su negativnim rizicima** koji su uvelike određeni vanjskim čimbenicima poput trgovinskih napetosti i izlaska V. Britanije iz EU. Na sastanku u rujnu ESB će predstaviti nove prognoze rasta i inflacije. Kako su nove odluke monetarne politike uobičajeno pratile i nove prognoze upravo na sastanku u rujnu očekujemo spuštanje depozitne kamatne stope za 20 bb (na $-0,6\%$), detalje i odluku o primjeni tzv. "tiered deposit rate scheme" ne bi se ipak dio likvidnosti poslovnih banaka kod ESB-a oslobodio troška primjene negativne kamatne stope. Naposljetku očekujemo odluku o ponovnom pokretanju programa kupnji obveznica. U svom obraćanju nakon sastanka Draghi je upozorio na opasnosti usporavanja euro područja u uvjetima tvrdoglavo niske inflacije, podsjećajući da je monetarna politika već uvelike pomogla oporavku jedinstvenog euro područja. Naglasio je da su mjere i domet monetarne politike ograničene apelirajući na strukturne promjene i spremnost europskih vlada i fiskalnih politika na djelovanje, Ipak rizik recesije ostaje nizak. Iako odluke ESB-a nemaju direktnog utjecaja na Hrvatsku (barem za sada), sasvim je izgledno prelijevanje na hrvatsko tržište. Navedeno implicira visoku likvidnost i niske kamatne stope. Sve dok je inflacija niska, a tečaj EUR/HRK stabilan HNB će provoditi ekspanzivnu monetarnu politiku. Kao reakcija na sastanak ESB-a, EUR/USD skliznuo prema najnižim razinama u posljednje dvije godine. Ipak Draghijevo obraćanje medijima tržište je protumačilo kao nedovoljno "dovish" pa je vrijednost eura u odnosu na dolar je porasla, vrativši se na 1,175 dolara za euro. Stoga se **fokus tržišnih sudionika u tjednu pred nama prebacuje na zasjedanje Fed-a** gdje se očekuje rezanje kamatne stope za 25 bb. Očekujemo kako će Fed nastaviti s umjerenom dinamikom spuštanja kamate stope do drugog tromjesečja 2020. (za 25bb u svakom ciklusu) što će prinos na deseto-godišnju referentnu obveznicu gurnuti ispod 2% do kraja godine.

Referentne kamatne stope



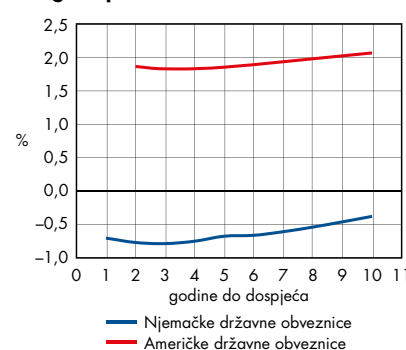
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Eurozona prognoze

	III.19.	IV.19.	II.20.	IV.20.
ESB – ref. stopa	0,00	0,00	0,00	0,00
Depozitna stopa	-0,60	-0,60	-0,60	-0,60
Euribor 3mj.	-0,50	-0,50	-0,50	-0,50
Euribor 12mj.	-0,35	-0,35	-0,35	-0,30
Njem. prinos na 2-god.	-0,80	-0,80	-0,80	-0,70
Njem. prinos na 10-god.	-0,30	-0,20	-0,20	0,20

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

10-god. prinos



Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Zrinka Živković Matijević

Državne obveznice na domaćem tržištu

Valutna klauzula	Kupon	Datum dospijeća	Cijena*		Prinos		Promjena**		Spread BUND	Spread EUROWAP
			Bid	Ask	Bid	Ask	Cijena-Bid	Prinos-Bid		
RHMF-O-19BA	5,375	29.11.2019.	101,80	102,20	0,16	-0,97	0,00	-0,27	58	36
RHMF-O-203E	6,500	5.3.2020.	103,90	104,35	0,14	-0,56	0,00	-0,18	68	43
RHMF-O-222EO	0,500	7.2.2022.	100,54	101,29	0,29	-0,01	-0,04	0,01	58	36
RHMF-O-227E	6,500	22.7.2022.	118,69	119,54	0,23	-0,03	-0,04	0,00	101	63
RHMF-O-247E	5,750	10.7.2024.	125,59	126,59	0,52	0,34	-0,04	0,01	122	43
RHMF-O-327A	3,250	10.7.2032.	110,24	111,64	2,33	2,21	-0,04	0,00	101	36
Kunska obveznica										
RHMF-O-203A	6,750	5.3.2020.	104,20	104,55	-0,09	-0,63	0,00	-0,20	-	-
RHMF-O-217A	2,750	8.7.2021.	104,95	105,55	0,21	-0,09	0,00	-0,02	-	-
RHMF-O-222A	2,250	7.2.2022.	105,20	106,00	0,19	-0,11	0,00	-0,02	-	-
RHMF-O-023A	1,750	27.11.2023.	106,60	107,50	0,22	0,02	0,00	-0,01	-	-
RHMF-O-257A	4,500	9.7.2025.	123,60	124,40	0,48	0,36	0,00	-0,01	-	-
RHMF-O-26CA	4,250	14.12.2026.	124,50	125,50	0,82	0,70	0,00	-0,01	-	-
RHMF-O-282A	2,875	7.2.2028.	114,80	115,80	1,06	0,94	0,00	0,00	-	-
RHMF-O-297A	2,375	9.7.2029.	111,50	112,80	1,15	1,02	0,00	0,00	-	-

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

Hrvatske euroobveznice

	Kupon	Datum dospijeća	Cijena*		Prinos		Promjena*		Spread BUND	Spread EUROWAP
			Bid	Ask	Bid	Ask	Cijena-Bid	Prinos-Bid		
CROATIA 2022	3,785	30.5.2022.	110,80	111,20	0,08	-0,05	-0,10	0,01	86	49
CROATIA 2025	3,000	11.3.2025.	114,90	115,30	0,32	0,26	0,30	-0,06	100	59
CROATIA 2027	3,000	20.3.2027.	117,40	117,90	0,66	0,60	0,30	-0,04	123	78
CROATIA 2028	2,700	15.6.2028.	116,90	117,30	0,73	0,69	1,00	-0,11	116	71
CROATIA 2029	1,125	19.6.2029.	101,90	102,40	0,92	0,87	0,90	-0,10	131	87
CROATIA 2030	2,750	21.1.2030.	118,00	118,50	0,94	0,89	1,00	-0,09	130	84
CROATIA 2019	6,750	5.11.2019.	101,00	101,75	3,10	0,48	0,00	-0,23	83	65
CROATIA 2020	6,625	14.7.2020.	103,70	104,40	2,73	2,02	0,00	-0,07	72	60
CROATIA 2021	6,375	24.3.2021.	105,90	106,65	2,69	2,28	0,00	-0,04	81	78
CROATIA 2023	5,500	4.4.2023.	110,10	110,65	2,61	2,46	0,10	-0,04	79	80
CROATIA 2024	6,000	26.1.2024.	114,20	114,70	2,63	2,53	0,10	-0,03	80	83

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

Njemačke državne obveznice

Godina do dospijeća	Kupon	Datum dospijeća	Cijena	Prinos	Promjena*	
					Cijena	Prinos
1	0,000	12.6.2020.	100,62	-0,71	-0,06	0,05
2	0,000	11.6.2021.	101,46	-0,77	-0,04	0,01
3	0,000	7.10.2022.	102,55	-0,79	-0,02	0,00
4	0,000	13.10.2023.	103,22	-0,75	0,01	-0,01
5	0,000	18.10.2024.	103,61	-0,68	0,06	-0,01
6	1,000	15.8.2025.	110,29	-0,66	0,11	-0,02
7	0,000	15.8.2026.	104,40	-0,61	0,25	-0,04
8	0,500	15.8.2027.	108,58	-0,54	0,33	-0,04
9	0,250	15.8.2028.	106,59	-0,46	0,45	-0,05
10	0,000	15.8.2029.	103,90	-0,38	0,56	-0,05
20	4,250	4.7.2039.	185,09	-0,01	1,60	-0,06
30	1,250	15.8.2048.	129,28	0,21	1,93	-0,06

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

Američke državne obveznice

Godina do dospijeća	Kupon	Datum dospijeća	Cijena	Prinos	Promjena*	
					Cijena	Prinos
2	1,750	31.7.2021.	99,78	1,86	n/a	n/a
3	1,750	15.7.2022.	99,77	1,83	-0,13	0,04
5	1,750	31.7.2024.	99,51	1,85	n/a	n/a
10	2,375	15.5.2029.	102,72	2,07	-0,11	0,01
30	2,875	15.5.2049.	106,05	2,58	-0,09	0,00

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

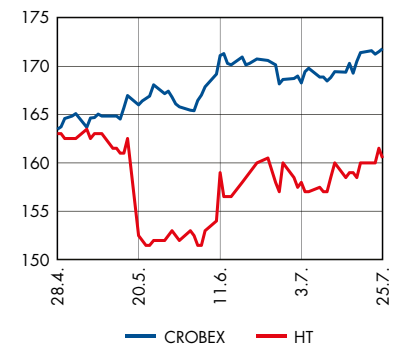
Otvaranje sezone objava poslovnih rezultata podržalo daljnji rast CROBEX-a

- Fokus investitora na objavama poslovnih rezultata domaćih kompanija
- Hrvatski Telekom nastavlja s rastom prihoda uz zadržavanje visoke EBITDA marže

Sukladno očekivanjima, protekli trgovinski tjedan obilježio je primjetno povećani obujam trgovanja uz istovremeno ostvareni daljnji rast vrijednosti CROBEX-a. Ukupni tjedni promet od 33 mil. kuna zamjetno je viši na tjednoj razini (+52,7%), a u istom razdoblju je CROBEX ojačao 0,7%. Istovremeno je zabilježena samo jedna blok transakcija i to dionicama **Propriusa** u vrijednosti 2,2 mil. kuna. Prosječni dnevni redovni promet dionicama iznosio je 6,2 mil. kuna, što je u prosjeku za 1,8 mil. kuna viši promet po trgovinskom danu nego tjedan prije. Rezultat je to objava poslovnih rezultata domaćih kompanija za drugo ovogodišnje tromjesečje, odnosno polugodišnjih financijskih izvještaja za 2019. godinu. U takvom ozračju je u redovnom dijelu trgovanja najlikvidnija bila dionica **Hrvatskog Telekom**a, kojom je ostvaren promet od 4,8 mil. kuna. Pozornost investitora privukli su solidni poslovni rezultati u prvom ovogodišnjem polugodištu u vidu daljnjeg blagog rasta prihoda od prodaje (+0,4%) u usporedbi s istim razdobljem prošle godine, ali je EBITDA prije jednokratnih stavki nakon najмова u iznosu od 1,4 mlrd. kuna manja za 1,3%. Pritom je marža EBITDA-e nakon najмова na razini od 38% u skladu s postavljenim ciljevima za 2019. godinu. S druge strane, **OT-Optima Telekom** ostvario je rast EBITDA-e prije jednokratnih stavki nakon najмова za 19,2% na godišnjoj razini, dok je marža iste, na krilima unapređenja poslovnih procesa i povećanja troškovne efikasnosti, porasla na 23,3%. Nastavljeni rekordni poslovni rezultati i u prvoj polovici 2019. godine, ipak nisu potaknuli značajnije trgovanje dionicama **Podravke** što upućuje na već prethodno ukalkulirana visoka očekivanja investitora u svezi trenda operativnog poslovanja. Dobre poslovne rezultate objavili su **Ericsson Nikola Tesla** i **AD Plastik**. Naime, ostvareni rast prihoda od prodaje prelio se i na višu polugodišnju neto dobit na godišnjoj razini. Rast prihoda od prodaje ostvarila je i **Adris grupa**, pri čemu se isti uspješni polugodišnji rezultati **Maistre**. Obzirom na službene objave fizičkih pokazatelja ostvarenih u turizmu tijekom prvog polugodišta i medijske objave istih za srpanj, fokus investitora u ovom tjednu bit će na objavama poslovnih rezultata domaćih turističkih kompanija.

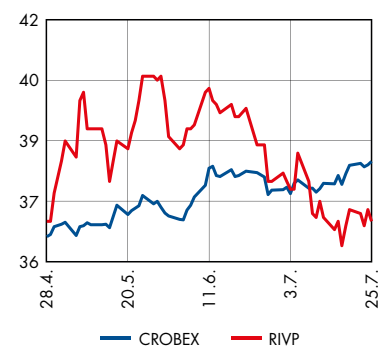
Silvija Kranjec

Hrvatski Telekom (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Valamar Riviera (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Regionalni indeksi

Indeks	1 tj. %	Početak god. %	Vrijednost*
26.7.2019.			
ATX (AT)	2,66	10,25	3.027
CROBEX (HR)	0,74	10,24	1.928
MOEX (RU)	0,68	14,76	2.719
PX (CZ)	0,30	8,52	1.071
SOFIX (BG)	0,25	-1,75	584
SBITOP (SI)	0,07	8,53	874
NTX (SEE,CE,EE)	-0,42	4,73	1.191
SASX10 (BH)	-1,37	13,61	712
BETI (RO)	-1,39	21,37	8.961
BELEX15 (RS)	-1,60	-3,18	737
WIG30 (PL)	-1,69	2,11	2.636
BUX (HU)	-1,78	4,67	40.965

* Zabilježeno u 16:30

Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Rast/pad – CROBEX indeks

Dionica	1 tj. %	Cijena*
26.7.2019.		
Dalekovod	8,04	6
Đuro Đaković Grupa	3,80	10
Zagrebačka banka	2,46	63
Podravka	2,44	419
OT-Optima T.	1,82	6
Ericsson NT	1,77	1.150
Valamar Riviera	1,61	38
Arena Hospitality Gr.	1,60	382

* Zabilježeno u 16:30.

Izvor: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Dionica	1 tj. %	Cijena*
26.7.2019.		
AD Plastik	1,36	186
Atlantic Grupa	0,83	1.220
Končar – Elektroind.	0,78	650
Adris grupa (P)	0,65	468
Hrvatski Telekom	0,00	160
Maistra	0,00	302
Jadran	-1,78	17
Atlantska plovidba	-9,49	410

Raiffeisen istraživanja

Ekonomska i financijska 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, financijski analitičar; tel: 01/61 74 335, e-adresa: silvija.kranjec@rba.hr

Financijska tržišta i investicijsko bankarstvo

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

Urednik

Zrinka Živković Matijević, direktorica Ekonomskih i financijskih 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 deficita

EFSF – Europski fond za financijsku stabilnost

ESB – European Central Bank (Europska središnja banka)

EK – Europska komisija

EUR – euro

F – konačni podaci

FED – Federal Reserve System (Američka središnja banka)

HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih 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 tromjesečje

kn, HRK – kuna

MF – Ministarstvo financija

MMF – Međunarodni monetarni fond

pp – postotni poeni

Q – tromjesečje

QoQ – tromjesečna promjena

RBA – Raiffeisenbank Austria d.d.

SE – središnja Europa

SNA – Sustav nacionalnih računa

TZ – trezorski zapis

UN – Ujedinjeni narodi

USD – dolar

WEF – World Economic Forum (Svjetski gospodarski forum)

Publikacija je dovršena 26. srpnja 2019.

Publikacija odobrena od strane urednika: 29. srpnja 2019. godine u 8:05 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 29. srpnja 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 financijskih 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 izdanje ili sekundarnu trgovinu financijskim 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 cjelovite 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 financijskih 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 i 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 financijski 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 financijske, 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. Investitori moraju sami donijeti odluku u pogledu primjerenosti ulaganja u bilo koji od ovdje spomenutih instrumenata, na temelju koristi i rizika koji iz njih proizlaze, vlastite investicijske strategije, te pravnog, fiskalnog i financijskog 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 obveze, niti se u nju smije pouzdati u vezi s takvim radnjama, niti se ona smije koristiti kao poticaj za takve radnje. Ulagачima 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 prihvaćaju 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 distribuira 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 nepotrebnog 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 financijskih instrumenata samostalno i u sklopu publikacija izrađenih i distribuiranih od strane RBI te Raiffeisen Centrobank, Austria ("RCB") pod imenom Raiffeisen ISTRAŽIVANJA. Analize se mogu odnositi na jednog izdavatelja ili više njih, te na financijske 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 stavljena 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 financijskog instrumenta. Informacije iznesene ovdje ne sačinjavaju potpunu analizu svih materijalnih činjenica vezanih za izdavatelja, industriju ili financijski 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 skladno tome podložne promjenama. U skladu s tim, nijedno jamstvo ili tvrdnja, iskazana ili implicirana, nisu stvarni i ne treba se oslanjati na pravičnost, točnost, cjelovitost ili ispravnost informacija i mišljenja iznesenih u ovoj publikaciji.

RBA analitičari sudjeluju u izradi redovitih analiza koje objavljuje i distribuira 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 sudjelele u izradi ove publikacije te s njima povezane osobe drže ili trguju financijskim 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 financijske 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, financijske 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 poštivanje prati Sukladnost (Compliance). Na sukobe 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 financijske 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. Kompenzacija 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: Financijska 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 financijski interes u jednom ili više financijskih 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 financijskih 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.