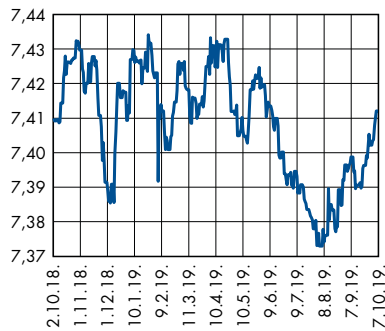


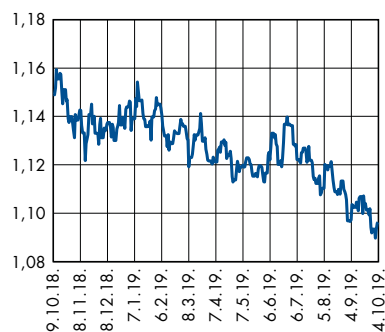


Srednji tečaj EUR/HRK



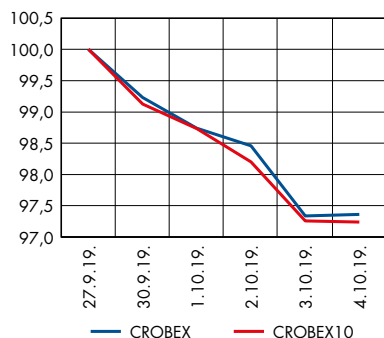
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

EUR/USD



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Dionički indeksi



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

- Trgovina na malo nastavala je s pozitivnim stopama rasta i u kolovozu, iako sporijom dinamikom, dok se obujam industrijske proizvodnje ponovo spustio u negativan teritorij. (str. 2)
- Objava statistike HNB-a potvrdila privremeni rast obveza središnje države prema domaćim i inozemnim vjerovnicima na kraju prvog polugodišta koji je u relativnom izrazu porastao na 76,4% BDP-a. (str. 2)
- Objava konačnih rujanskih podataka PMI pokazatelja prerađivačkog i uslužnog sektora diljem euro područja, a osobito u Njemačkoj, podupire sve snažnije bojazni da bi se pad u prerađivačkom sektoru mogao uskoro početi prelijevati na uslužni sektor. (str. 4)
- U skladu sa smanjenom aktivnosti investitora na Zagrebačkoj burzi prekinut je pozitivan niz te su glavni dionički indeksi zabilježili korekciju vrijednosti. (str. 6)

Objave ekonomskih pokazatelja

	Pokazatelj	Vrijeme objave	Prognoza (RBI/RBA)	Konsenzus	Posljednja vrijednost
Hrvatska					
9.10.	Robna razmjena s inozemstvom (srp)	11:00	–	–	–7432mil.
9.10.	Indeks proizvođačkih cijena, god. promj. (ruj)	11:00	–	–	–0,3%
eurozona					
7.10.	Njemačka: Tvorničke narudžbe, mj. promj. (kol)	8:00	–	–0,5%	–2,7%
8.10.	Njemačka: Industrijska proizvodnja, mj. promj. (kol)	8:00	–0,2%	–0,2%	–0,6%
10.10.	Njemačka: Robna razmj. s inozem. (kol)	8:00	–	–	21,6mlrd.
10.10.	Njemačka: Tekući račun platne bilance (kol)	8:00	–	–	22,1mlrd.
10.10.	Njemačka: Izvoz, mj.promj. (kol)	8:00	–	–	0,8%
10.10.	Njemačka: Uvoz, mj.promj. (kol)	8:00	–	–	–1,6%
11.10.	Njemačka: Indeks potrošačkih cijena, god. promj. (ruj)*	8:00	–	–	1,2%
SAD					
8.10.	Indeks proizvođačkih cijena, god.promj. (ruj)	14:30	–	–	1,8%
10.10.	Indeks potrošačkih cijena, god.promj. (ruj)	14:30	–	1,8%	1,7%
10.10.	Zahitjevi za naknade za novonezaposlene (5. lis)	14:30	–	215tis.	219tis.
10.10.	Zahitjevi za naknade za nezaposlene (28. ruj)	14:30	–	1651tis.	1650tis.
11.10.	Indeks uvoznih cijena, god.promj. (ruj)	14:30	–	–	–2,0%
11.10.	Indeks izvoznih cijena, god.promj. (ruj)	14:30	–	–	–1,4%
11.10.	U. of Mich. očekivanja (lis)**	16:00	–	–	83,4
Događanja					
9.10.	FOMC zapisnik sa sastanka (18. ruj)	20:00			

* konačni podaci; ** preliminarni podaci

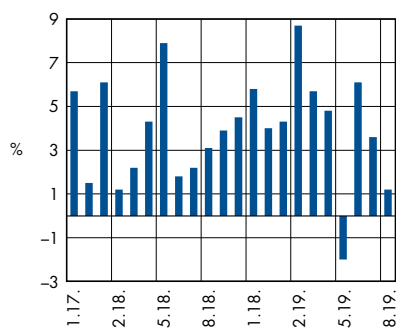
Izvori: www.raiffeisenresearch.com, Bloomberg, DZS, HNB, Min. financija, Zavod za zapošljavanje



Pad industrije, rast trgovine i revizija statistike s inozemstvom

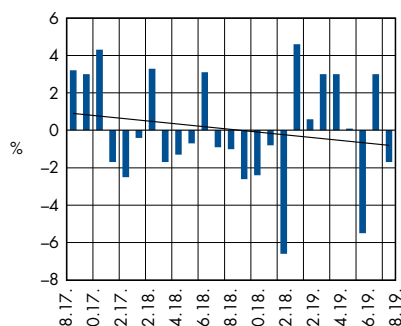
- Trgovina usporila, industrijska proizvodnja ponovo u negativnom teritoriju
- Na kraju prvog polugodišta udio javnog duga u BDP-u 76,4%

Trgovina na malo, godišnja realna promjena



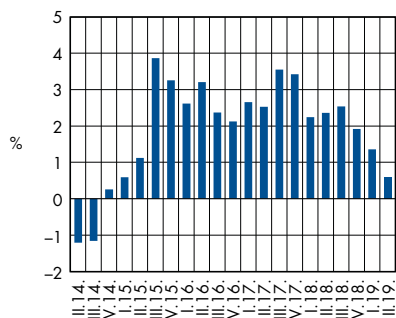
Izvor: DZS, Raiffeisen istraživanja

Industrijska proizvodnja, godišnja promjena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Udio salda tekućih transakcija u BDP-u



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Uz usporavanje godišnje stope rasta, promet u **trgovini na malo** bio je u kolovozu realno viši za 1,2%. Na nastavak relativno povoljnih godišnjih stopa rasta maloprodaje upućivali su i indeksi pouzdanja, očekivanja i raspoloženja potrošača koji su se u kolovozu zadržali na relativno visokim razinama. Uslijed povoljnih trendova na tržištu rada, rasta kreditne aktivnosti i povoljnih očekivanja (koja će ohrabriti i najavljena porezna rasterećenja) očekujemo nastavak pozitivnog trenda i u mjesecima pred nama, ali ipak uz nešto skromnije stope rasta. S druge strane, unatoč očekivanjima, kretanja u **industrijskoj proizvodnji** još su jedanput negativno iznenadila. Obujam industrijske proizvodnje je u kolovozu nastavio svoj volatilni obrazac kretanja uz povratak godišnje stope rasta u negativan teritorij (-1,7%). U razdoblju od siječnja do kolovoza, prema sezonski kalendarski prilagođenim indeksima, industrijska proizvodnja zabilježila je blagi rast od 0,9%, pri čemu, najznačajnija sastavnica, prerađivačka industrija bilježi skroman rast od tek 0,5%. Iako i u nastavku godine možemo očekivati sličan obrazac kretanja, ostajemo pri ocjeni da će obujam u 2019. zabilježiti, iako skromnu, pozitivnu stopu rasta. Pri tome će domaća potražnja ostati relativno snažna dok će usporavanje glavnih hrvatskih trgovinskih partnera i još uvijek niska konkurentnost ograničavati snažniji rast.

Hrvatska narodna banka objavila je revidirane povijesne podataka statistike odnosa s inozemstvom. Prema navodima središnje banke najvažnija unapređenja odnose se na novi izračun pokazatelja turističkih prihoda u platnoj bilanci, uključivanje trgovačkih kredita s originalnim dospijećem do šest mjeseci u inozemni dug, kako na strani obveza tako i na strani imovine, kao i na vrijednosti radničkih doznaka i uvoza rabljenih automobila iz EU-a. Objavom podataka HNB je potvrdio naša očekivanja o ostvarenom manjku na **tekućem računu platne bilance** u drugom ovogodišnjem tromjesečju dok je, kumulativno u posljednja četiri tromjesečja, zadržan suficitarni saldo od 0,6% BDP-a. Navedena kretanja poglavito su posljedica pogoršanja salda u međunarodnoj razmjeni robe, a pogoršan je i saldo na računu primarnog dohotka. S druge strane, nepovoljna su kretanja ublažena povećanjem viška na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija te, u manjoj mjeri, povećanjem neto izvoza usluga uslijed nastavka rasta prihoda od turizma. Rast viška na računima sekundarnog dohotka i kapitalnih transakcija rezultat je rasta neto prihoda od transakcija s proračunom EU-a. Na razini cijele 2019. očekujemo zadržavanje viška na tekućem računu bilance plaćanja na razini oko 1,5% BDP-a.

Objava statistike HNB-a potvrdila **privremeni rast obveza središnje države** prema domaćim i inozemnim vjerovnicima **na kraju prvog polugodišta**. Javni dug krajem lipnja (iskazan prema metodologiji ESA 2010) iznosio je 297,9 milijardi kuna ili 76,4% BDP-a. Povećanje javnog duga na kraju prvog polugodišta osim izdanja euroobveznice u lipnju (1,5 mlrd. eura) posljedica je i ostvarenih izdanja obveznica na domaćem tržištu kapitala u veljači ove godine. Do kraja godine, u studenom, dospijeva 1,5 mlrd. dolara duga po euroobveznici izdanoj 2009. te 1 mlrd eura po obveznici izdanoj 2004. na domaćem tržištu uz valutnu klauzulu. Stoga u posljednjem tromjesečju možemo očekivati pojačanu aktivnost

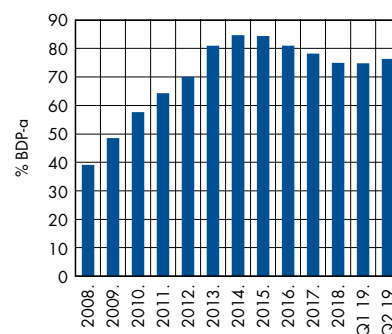
države na tržištu kapitala. Očekujemo još jedno lokalno izdanje s čime će biti zatvoreno (re)financiranje države za ovu godinu. U međuvremenu prema podacima i projekcijama središnje banke tijekom trećeg i četvrtog tromjesečja osim 6 mlrd kuna obveza po kratkoročnim vrijednosnicama (koje se obično zanavljaju), na dospjeću je i 7,7 mlrd obveza po kreditima. Namira tih obveza umanjit će privremeni rast stanja duga, a u uvjetima laganog jačanja kune, bitno smanjenih kamata za nova zaduženja i rast gospodarstva smatramo izglednim daljnje smanjenje omjera javnog duga i BDP-a.

Nadalje, prema revidiranim podacima **bruto inozemni dug RH** koji uključuje inozemni dug opće države, središnje banke, drugih monetarnih financijskih institucija, ostalih domaćih sektora te izravnih ulaganja, krajem lipnja 2019. iznosio je 44,6 mlrd eura ili 84,7% BDP-a (+1,8pb u odnosu na kraj 2018.). Prirast inozemnog duga u prvoj polovici ove godine generiran je povećanjem obveza javnog sektora čiji je ukupan bruto dug prema inozemnim vjerovnicima na kraju lipnja 2019. iznosio 18,3 mlrd eura što je 10% ili 1,65 mlrd više u odnosu na kraj prethodne godine. Povećanje obveza opće države dominantno je posljedica rasta obveza po izdanim dugoročnim vrijednosnim papirima.

U tjednu pred nama DZS je najavio objavu privremenih podataka o kretanju **robne razmjene RH** u srpnju koji će potvrditi visoku izvoznu ovisnost i nekonkurentnost domaćeg gospodarstva.

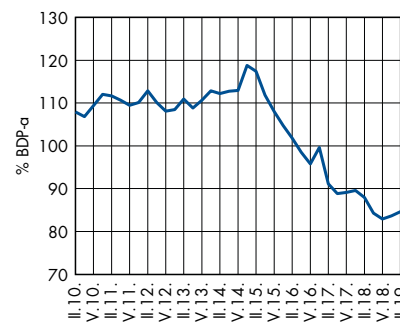
Na **domaćem financijskom tržištu** protekao je još jedan iznimno miran tjedan bez ikakvih iznenađenja. Kuna je u odnosu na euro nastavila blago kliziti prema višima razinama, preskočivši 7,42 kuna za euro. Kao što smo već navodili, završetkom središnjeg dijela turističke sezone pritisci na jačanje kune polako jenjavaju te s dolaskom jesenskih mjeseci očekujemo povratak tečaja prema blago višim razinama, ali i zadržavanje istog ispod 7,45 kuna za euro. Kretanja na međunarodnim tržištima obveznica prelila su se i na hrvatske euroobveznice gdje su, na tjednoj razini, prinosi u prosjeku bili niži za 0,15%. Na kotacijama lokalnih izdanja nisu zabilježene značajnije promjena, a slična kretanja očekujemo i u (skraćenom) radnom tjednu pred nama.

Dug opće države (ESA 2010)



Izvor: HNB, Raiffeisen istraživanja

Bruto inozemni dug RH



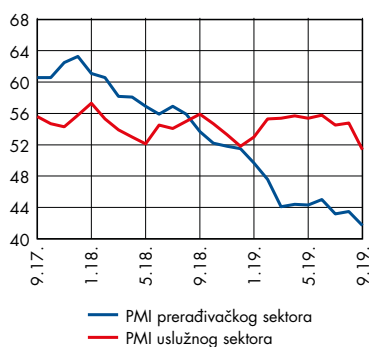
Izvor: HNB, Raiffeisen istraživanja

Elizabeta Sabolek Resanović

Sasvim izgledno usporavanje s obje strane Atlantika

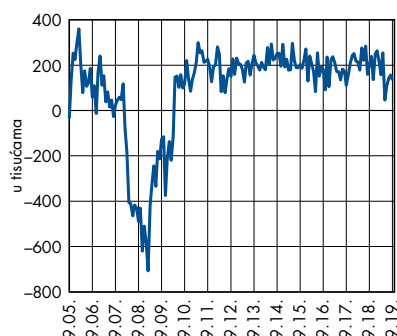
- Nastavak pada PMI pokazatelja u euro području
- Osobna potrošnja generator rasta BDP-a u SAD-u

PMI indeksi u Njemačkoj



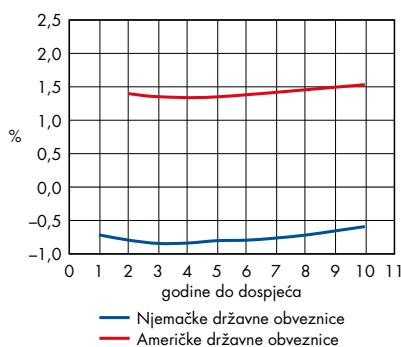
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

ADP zaposlenost u SAD-u



Izvor: ESB, RBl/Raiffeisen RESEARCH, Raiffeisen istraživanja

Krivulje prinosa



Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Objava konačnih rujanskih podataka **PMI pokazatelja prerađivačkog i uslužnog sektora** diljem euro područja, podupire sve snažnije bojazni da bi se pad u prerađivačkom sektoru mogao uskoro početi prelijevati na uslužni sektor. PMI pokazatelj prerađivačkog sektora nalazi na recesijskim razinama (ispod 50 bodova) još od siječnja ove godine, a u rujnu je potonuo na najnižu razinu u posljednjih sedam godina. S druge strane uslužni sektor unatoč nastavku rasta vidljivo usporava. Izražena negativna kretanja prisutnija su u Njemačkoj te ukazuju da bi podaci za treće tromjesečje mogli ponovno pokazati pad gospodarske aktivnosti čime bi najveće europsko gospodarstvo tehnički ušlo u recesiju. Ipak još uvijek solidno tržište rada, nastavak rasta prometa u trgovini na malo i niska inflaciju sugeriraju da će Njemačka 2019. godinu zaključiti s pozitivnom, ali ipak vrlo skromnom stopom rasta BDP-a od 0,5% uz daljnje usporavanje u 2020. (0,3% na godišnjoj razini). Ublažavanje određenih političkih rizika, poput trgovinskog sukoba SAD i Kine te *Brexita* (čiju odgodu očekujemo za proljeće 2020.), mogli bi pomoći gospodarstvu da se oporavi u drugoj polovici slijedeće godine. Za sada upravo političke razmirice ostaju glavi pokretač ekonomskog usporavanja diljem **euro područja** s najvećim negativnim utjecajem na proizvodnju kapitalnih i intermedijarnih proizvoda. Ipak uslužni sektor i građevinarstvo nastavljaju solidno rasti. Sa strane potražnje, osobna potrošnja i investicije u građevinarstvu pokretač su rasta dok je značajno usporavanje uočeno kod investicija u opremu i izvoza. U takvim uvjetima inflacija će ostati niska, pri čemu će se uz trenutne projekcije cijena sirove nafte i tečaja, rast cijena dobara zadržavati daleko ispod 1%, dok će snažnije inflatorne pritiske generirati usluge pod utjecajem domaće potražnje koja podršku nalazi i u rastućim plaćama. Stoga bi na razini cijele godine potrošačke cijene u euro području mogle porasti 1,3%, uz blago usporavanje na 1,2% u 2020.

U takvim okolnosti monetarna politika **Europske središnje banke** ostat će izrazito ekspanzivna, a uz korekciju svojih prognoza na sastanku u prosincu, ESB bi mogao ponovno spustiti depozitnu stopu za 10 bb odnosno na negativnih 0,6%. Posljedično kamatne stope na tržištu novca nemaju izgleda za rast, a uz program kupnji obveznica koji započinje u studenom pritisak na zadržavanje negativnih povrata *benchmark* vrijednosnica ostat će prisutni tijekom narednih tromjesečja.

Iako je gospodarska slika s druge strane Atlantika nešto povoljnija, ostaje činjenica da se gospodarstvo nalazi u kasnoj fazi najduljeg razdoblja rasta od polovice prošlog stoljeća. Naravno to implicira usporavanje rasta BDP-a, snažno tržište rada i umjeren rast korporativnih zarada. Ipak uslužni sektor koji čini tri četvrtine američkog gospodarstva unatoč usporavanju i dalje raste po solidnim stopama. S druge strane uslijed trgovinskih sukoba sve su jasnije naznake pada u prerađivačkom sektoru. To su potvrdile i prošlotjedne objave ISM indeksa prerađivačkog sektora koji je u rujnu drugi mjesec za redom ostao ispod 50 bodova. Uz to niz pokazatelja s tržišta rada podbacilo je očekivanja. Ipak, povjerenje potrošača i dalje je na visokoj razini potvrđujući da će osobna potrošnja i dalje biti generator pozitivnih trendova u **SAD-u**. Sve dok je osobna potrošnja jaka izgledi za ulazak SAD-a u recesiju su zaista minimalni, ali je osjetljivost na raspoloženje potrošača sve izraženije.

Zrinka Živković Matijević

Državne obveznice na domaćem tržištu

Valutna klauzula	Kupon	Datum dospijeća	Cijena*		Prinos		Promjena**		Spread BUND	Spread EUROSAP
			Bid	Ask	Bid	Ask	Cijena-Bid	Prinos-Bid		
RHMF-O-19BA	5,375	29.11.2019.	100,90	101,00	-0,52	-1,16	0,01	-0,78	-36	-58
RHMF-O-203E	6,500	5.3.2020.	102,73	102,98	0,00	-0,57	0,01	-0,07	49	22
RHMF-O-222EO	0,500	7.2.2022.	100,94	101,54	0,10	-0,16	0,04	-0,02	-36	-58
RHMF-O-227E	6,500	22.7.2022.	118,01	118,66	0,06	-0,15	0,04	-0,06	87	51
RHMF-O-247E	5,750	10.7.2024.	126,03	126,88	0,25	0,10	0,04	-0,03	105	22
RHMF-O-327A	3,250	10.7.2032.	120,78	122,08	1,46	1,36	0,24	-0,02	87	-58
Kunska obveznica										
RHMF-O-203A	6,750	5.3.2020.	102,83	102,98	0,02	-0,33	-0,12	0,00	-	-
RHMF-O-217A	2,750	8.7.2021.	104,72	105,07	0,07	-0,13	-0,03	0,00	-	-
RHMF-O-222A	2,250	7.2.2022.	105,00	105,50	0,11	-0,09	0,00	-0,02	-	-
RHMF-O-023A	1,750	27.11.2023.	106,50	107,20	0,18	0,01	0,00	-0,01	-	-
RHMF-O-257A	4,500	9.7.2025.	124,30	125,10	0,25	0,13	0,00	-0,01	-	-
RHMF-O-26CA	4,250	14.12.2026.	127,00	127,90	0,43	0,32	-0,10	0,00	-	-
RHMF-O-282A	2,875	7.2.2028.	119,20	120,20	0,52	0,41	-0,10	0,01	-	-
RHMF-O-297A	2,375	9.7.2029.	117,20	118,30	0,56	0,46	-0,10	0,01	-	-

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

Hrvatske euroobveznice

	Kupon	Datum dospijeća	Cijena*		Prinos		Promjena*		Spread BUND	Spread EUROSAP
			Bid	Ask	Bid	Ask	Cijena-Bid	Prinos-Bid		
CROATIA 2022	3,785	30.5.2022.	110,20	110,60	0,03	-0,11	-0,10	0,01	84	48
CROATIA 2025	3,000	11.3.2025.	115,00	115,40	0,22	0,15	0,00	-0,01	102	62
CROATIA 2027	3,000	20.3.2027.	119,20	119,80	0,38	0,31	0,10	-0,02	112	69
CROATIA 2028	2,700	15.6.2028.	119,20	119,80	0,44	0,38	-0,10	0,01	105	61
CROATIA 2029	1,125	19.6.2029.	106,20	106,80	0,47	0,41	0,20	-0,02	107	65
CROATIA 2030	2,750	21.1.2030.	121,90	122,60	0,56	0,49	0,30	-0,03	114	70
CROATIA 2019	6,750	5.11.2019.	100,40	101,15	2,08	-6,23	0,00	-0,90	-23	-68
CROATIA 2020	6,625	14.7.2020.	103,20	103,90	2,44	1,55	0,00	-0,11	78	62
CROATIA 2021	6,375	24.3.2021.	105,80	106,55	2,30	1,85	0,00	-0,06	83	78
CROATIA 2023	5,500	4.4.2023.	110,60	111,15	2,33	2,17	-0,10	0,01	97	98
CROATIA 2024	6,000	26.1.2024.	115,10	115,60	2,30	2,19	0,00	-0,02	95	96

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

Njemačke državne obveznice

Godina do dospijeća	Kupon	Datum dospijeća	Cijena	Prinos	Promjena*	
					Cijena	Prinos
1	0,000	11.9.2020.	100,67	-0,71	-0,05	0,04
2	0,000	10.9.2021.	101,54	-0,79	0,00	-0,01
3	0,000	7.10.2022.	102,57	-0,84	0,03	-0,02
4	0,000	13.10.2023.	103,43	-0,84	0,05	-0,02
5	0,000	18.10.2024.	104,13	-0,80	0,11	-0,02
6	1,000	15.8.2025.	110,79	-0,79	0,10	-0,02
7	0,000	15.8.2026.	105,38	-0,76	0,11	-0,02
8	0,500	15.8.2027.	109,87	-0,72	0,15	-0,02
9	0,250	15.8.2028.	108,27	-0,65	0,15	-0,02
10	0,000	15.8.2029.	106,01	-0,59	0,13	-0,01
20	4,250	4.7.2039.	193,27	-0,32	-0,18	0,00
30	0,000	15.8.2050.	102,75	-0,09	-0,13	0,00

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

Američke državne obveznice

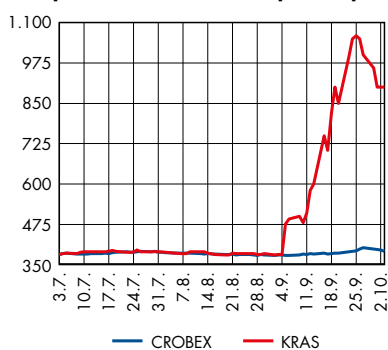
Godina do dospijeća	Kupon	Datum dospijeća	Cijena	Prinos	Promjena*	
					Cijena	Prinos
2	1,500	30.9.2021.	100,20	1,40	0,46	-0,23
3	1,500	15.9.2022.	100,42	1,35	0,63	-0,22
5	1,500	30.9.2024.	100,72	1,35	1,02	-0,21
10	1,625	15.8.2029.	100,84	1,53	1,34	-0,15
30	2,250	15.8.2049.	104,91	2,03	2,23	-0,10

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

Korekcija CROBEX-a uz znatno niže promete

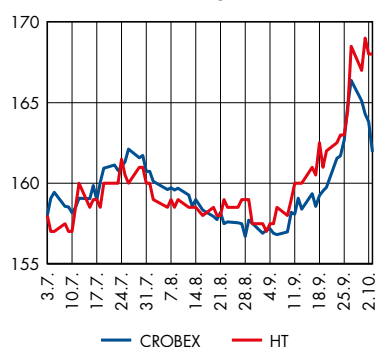
- **Kraš ESOP protiv sklapanja sporazuma s Mesnom industrijom Braća Pivac**
- **Dionice prehrambenog sektora i dalje u fokusu**

Kraš prehrambena industrija (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Hrvatski Telekom (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

U proteklom tjednu je u fokusu investitora i dalje bila dionica **Kraša** s ukupnim ostvarenim prometom od 28 mil. kuna, a na drugom mjestu se nalaze dionice **Podravke** i **HT-a** s protrovanjima 8,3 odnosno 8,2 mil. kuna. Ukupni tjedni promet je iznosio 95 mil. kuna odnosno u prosjeku 18 mil. kuna dnevno, što je znatno manje u odnosu na prethodni tjedan. U skladu sa smanjenom aktivnosti investitora prekinut je pozitivan niz te su glavni dionički indeksi Zagrebačke burze zabilježili korekciju vrijednosti. CROBEX je oslabio 2,6%, a među sektorskim indeksima najslabiju je izvedbu imao indeks sektora transporta. Negativno raspoloženje je prevladavalo i na svjetskim i regionalnim tržištima, zbog straha od usporavanja svjetskog gospodarstva. Ipak, kako je stopa nezaposlenosti u rujnu u SAD-u bila niža nego što se očekivalo kraj tjedna donio je pozitivno raspoloženje i oporavak vodećih dioničkih indeksa.

Skupština Kraš ESOP-a je u ponedjeljak glasala protiv Prijedloga odluke o sklapanju sporazuma o zajedničkom djelovanju s Mesnom industrijom Braća Pivac d.o.o., a nakon čega je cijena dionice Kraša oslabila 9,5% na tjednoj razini. Kappa Star Limited sa sjedištem na Cipru je izvijestio o prelasku praga od 20% glasačkih prava u društvu Kraš. Sindikat inozemnih banaka je prekinuo pregovore s **Uljanik plovibom** o restrukturiranju postojećih financijskih obveza pa su Uprava i Nadzorni odbor društva donijeli odluku o pokretanju predstečajnog postupka.

Ana Turudić

Regionalni indeksi

Indeks	1 tj. %	Početak god. %	Vrijednost*
4.10.2019.			
SASX10 (BH)	1,58	36,67	627
SBITOP (SI)	0,78	7,14	805
BELEX15 (RS)	-1,02	-1,84	762
BETI (RO)	-1,82	27,70	7.384
SOFIX (BG)	-2,02	-5,29	594
NTX (SEE,CE,EE)	-2,21	-1,00	1.137
BUX (HU)	-2,39	1,97	39.139
MOEX (RU)	-2,46	13,54	2.369
CROBEX (HR)	-2,64	10,16	1.749
PX (CZ)	-3,19	1,90	987
WIG30 (PL)	-3,23	-7,08	2.582
ATX (AT)	-3,40	6,29	2.746

* Zabilježeno u 16:30
Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Rast/pad – CROBEX indeks

Dionica	1 tj. %	Cijena*
4.10.2019.		
Maistra	1,99	308
Hrvatski Telekom	0,59	170
OT-Optima T.	0,00	6
Arena Hospitality Gr.	0,00	368
Valamar Riviera	-0,27	37
AD Plastik	-0,29	172
Zagrebačka banka	-0,84	59
Adris grupa (P)	-1,42	487

* Zabilježeno u 16:30
Izvor: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Dionica	1 tj. %	Cijena*
4.10.2019.		
Atlantska plovdba	-2,10	420
Đuro Đaković Grupa	-3,87	7
Končar – Elektroind.	-4,55	630
Ericsson NT	-4,60	1.140
Atlantic Grupa	-5,22	1.270
Dalekovod	-5,22	5
Podravka	-8,85	443

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

Ana Turudić, financijski analitičar; tel: 01/61 74 401, e-adresa: ana.turudic@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	EK – Europska komisija	kn, HRK – kuna
bb – bazni bodovi	EUR – euro	MF – Ministarstvo financija
BDP – bruto domaći proizvod	F – konačni podaci	MMF – Međunarodni monetarni fond
CES – Croatian Employment Service	FED – Federal Reserve System (Američka središnja banka)	pp – postotni poeni
CERP – Centar za restrukturiranje i prodaju	HANFA – Hrvatska agencija za nadzor finan- cijskih usluga	Q – tromjesečje
DZS – Državni zavod za statistiku	HBOR – Hrvatska banka za obnovu i razvoj	QoQ – tromjesečna promjena
ECB – European Central Bank (Europska središnja banka)	HICP – harmonizirani indeks potrošačkih cijena	RBA – Raiffeisenbank Austria d.d.
EDP – procedura prekomjernog deficita	HNB – Hrvatska narodna banka	SE – središnja Europa
EFSF – Europski fond za financijsku stabilnost	HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje	SNA – Sustav nacionalnih računa
ESB – European Central Bank (Europska središnja banka)	I., II., III., IV. – prvo, drugo, treće, četvrto tromjesečje	TZ – trezorski zapis
		UN – Ujedinjeni narodi
		USD – dolar
		WEF – World Economic Forum (Svjetski gospodarski forum)

Publikacija je dovršena 4. listopada 2019.

Publikacija odobrena od strane urednika: 7. listopada 2019. godine u 8:05 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 7. 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.

Ekonomski 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 pouzdanim, 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. Ulagateljima 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 diskontiranja 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 sukladno 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 sudjelovale 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.