

# RBA analize

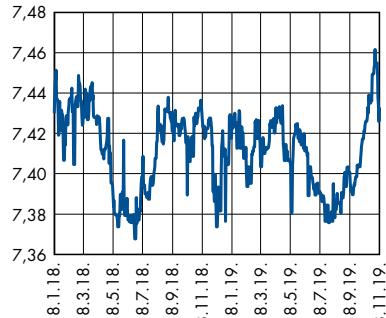
## Tjedni pregled

Broj 40

11. studenoga 2019.



### EUR/HRK



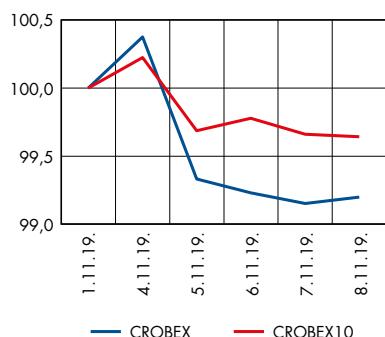
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

### EUR/USD



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

### Dionički indeksi



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

- Prošli tjedan zaustavljeno je slabljenje domaće valute u odnosu na euro te se tržišni tečaj EUR/HRK vratio na razine oko 7,43 kuna za euro. (str. 2)
- Statistika robne razmjene RH s inozemstvom potvrdila je produbljivanje robnog deficitu u kolovozu, pri čemu je kumulativno u prvih osam mjeseci manjak premašio 6,7 mlrd. eura (-7,5% na godišnjoj razini). (str. 2)
- Tržišna očekivanja o još jednom rezanju kamatnjaka Fed-a za 25bb u prosincu spustila su se na tek 18%, a naše trenutne prognoze stavljenе su pod reviziju. (str. 3)
- Vrlo dobri rezultati poslovanja Ericssona NT u prvih devet mjeseci 2019. (str. 5)

### Objave ekonomskih pokazatelja

| Pokazatelj   | Vrijeme objave | Prognoza (RBI/RBA) | Konsenzus | Posljednja vrijednost |
|--|----------------|--------------------|-----------|-----------------------|
| <b>Hrvatska</b>  |                |                    |           |                       |
| 12.11. Dolasci turista, god. promj. (ruj)                      | 11:00          | –                  | –         | 7,8%                  |
| 15.11. Indeks potrošačkih cijena, god. promj. (lis)            | 11:00          | 0,5%               | –         | 0,8%                  |
| <b>eurozona</b>  |                |                    |           |                       |
| 12.11. Njemačka: ZEW očekivanja (stu)                          | 11:00          | -4                 | -15       | -22,8                 |
| 12.11. eurozona: ZEW očekivanja (stu)                          | 11:00          | -6                 | –         | -23,5                 |
| 13.11. Njemačka: Indeks potrošačkih cijena, god. promj. (lis)* | 8:00           | –                  | 1,1%      | 1,1%                  |
| 13.11. eurozona: Industrijska proizvodnja, mj.promj. (ruj)     | 11:00          | 0,1%               | -0,3%     | 0,4%                  |
| 14.11. Njemačka: BDP, tromj. promj. (3. tr.)**                 | 8:00           | -0,1%              | -0,1%     | -0,1%                 |
| 14.11. eurozona: Zaposlenost, god. promj. (3. tr.)**           | 11:00          | 0,2%               | –         | 0,2%                  |
| 14.11. eurozona: BDP, tromj. promj. (3. tr.)**                 | 11:00          | –                  | 0,2%      | 0,2%                  |
| 15.11. eurozona: Robna razmjena s inozemstvom (ruj)            | 11:00          | –                  | –         | 14,7mlrd.             |
| 15.11. eurozona: Indeks potrošačkih cijena, god. promj. (lis)* | 11:00          | –                  | 0,7%      | 0,7%                  |
| <b>SAD</b>   |                |                    |           |                       |
| 13.11. Indeks potrošačkih cijena, god. promj. (lis)            | 14:30          | –                  | 1,7%      | 1,7%                  |
| 14.11. Indeks proizvođačkih cijena, god. promj. (lis)          | 14:30          | –                  | 0,9%      | 1,4%                  |
| 14.11. Zahtjevi za naknade za novonezaposlene (9. stu)         | 14:30          | –                  | –         | 211tis.               |
| 14.11. Zahtjevi za naknade za nezaposlene (2. stu)             | 14:30          | –                  | –         | 1689tis.              |
| 15.11. Empire preradivačkog sektora (stu)                      | 14:30          | –                  | 6,0       | 4,0                   |
| 15.11. Trgovina na malo, mj. promj. (lis)                      | 14:30          | –                  | 0,2%      | -0,3%                 |
| 15.11. Industrijska proizvodnja, mj. promj. (lis)              | 15:15          | –                  | -0,3%     | -0,4%                 |
| <b>Događanja</b>   |                |                    |           |                       |
| –  | –              | –                  | –         | –                     |

\* konačni podaci; \*\* preliminarni podaci

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

# Povratak EUR/HRK na 7,43 kuna za euro

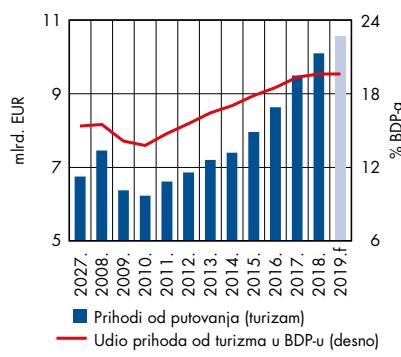
- U očekivanju obvezničkog izdanja na lokalnom tržištu
- U fokusu objava inflacije za listopad

## Robna razmjena s inozemstvom

| mil. EUR      | Robna razmjena u razdoblju od siječnja do kolovoza 2019. |               |               | god.promjena,% |            |
|---------------|--|---------------|---------------|----------------|------------|
|               | izvoz  | uvoz          | saldo         | izvoz          | uvoz       |
| EU            | 6.777  | 13.481        | -6.705        | 5,0            | 9,6        |
| EFTA          | 180  | 112           | 67            | 0,1            | -33,9      |
| CEFTA         | 1.803  | 935           | 868           | 14,6           | -1,4       |
| OPEC          | 113  | 267           | -154          | -23,6          | -31,3      |
| Ostale zemlje | 1.157  | 1.985         | -828          | 6,4            | 3,5        |
| <b>Ukupno</b> | <b>10.030</b>  | <b>16.781</b> | <b>-6.751</b> | <b>6,2</b>     | <b>6,7</b> |

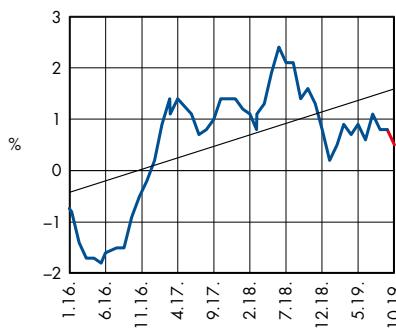
Izvor: DZS, Raiffeisen istraživanja

## Prihodi od turizma



Izvor: HNB, Raiffeisen istraživanja

## Potrošače cijene, godišnja promjena



Izvor: DZS, Raiffeisen istraživanja

Nakon što je krajem listopada tržišni tečaj **EUR/HRK** dosegnuo najvišu razinu još od prosinca 2017. (7,46 kuna za euro) uslijedila je korekcija. Tjedan iza nas obilježio je povratak EUR/HRK na niže razine. Uz uobičajena sezonska kretanja odnosno slabljene potražnje za domaćom valutom po završetku središnjeg dijela turističke sezone te nešto snažnije potražnje za devizama vjerovatno i uslijed pojačane uvozne aktivnosti, izraženiju potražnju za devizama tijekom listopada vjerovatno možemo pripisati i povećanim potrebama države za devizama zbog namirenja euroobveznice početkom ovog mjeseca. Do kraja godine projiciramo nastavak laganih deprecacijskih pritisaka, ali raspon trgovanja trebao bi se uglavnom zadržavati blago ispod i oko 7,45 kuna za euro. U slučaju većih pomaka moguće je očekivati intervenciju HNB-a na deviznom tržištu.

**Obvezničko tržište** već dugi niz mjeseci nastavlja na krilima niske likvidnosti žudititi za novim izdanjima koja su najavljena za posljednje tromjesečje. Dospijeće 1,5 mlrd dolara euroobveznice početkom mjeseca i 1 mlrd. eura obveznice uz valutnu komponentu krajem studenog 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 prinosa po novim izdanjima.

Tjedan je bio razmjeno siromašan **makroekonomskim objavama**. Statistika **robne razmjene RH** s inozemstvom potvrdila je produbljivanje robnog deficitu u kolovozu, pri čemu je kumulativno u prvih osam mjeseci izvezeno je robe u vrijednosti nešto iznad 10 mlrd. eura ili 6,2% više u usporedbi s istim razdobljem lani. Već uobičajeno 68% roba plasirano je na tržište EU. S druge strane uvoz dobara dosegnuo je 16,8 milijardi eura što je 6,7% više u odnosu na razdoblje siječanj – kolovoz 2018. Iz država članica Europske unije uvezeno je 80,3% ukupne vrijednosti uvezenih roba. Posljedično manjak robne razmjene u promatranoj razdoblju ove godine premašio je 6,7 mlrd. eura što predstavlja produbljivanje deficitu za 7,5% na godišnjoj razini. Pokrivenost uvoza izvozom iznosila 59,8%.

U tjednu pred nama DZS je najavio objavu **listopadskih podataka o kretanju potrošačkih cijena** gdje očekujemo skromnu godišnju stopu rasta oko 0,5%. Inflacija, mjerena indeksom potrošačkih cijena, zadržava se ispod 1% s tendencijom smanjivanja prema kraju godine. Posljedica je to izostanka snažnih inflatornih pritisaka kod dobara, osobito neprerađenih prehrambenih proizvoda. Očekivano poticaj rastu cijena odlazi od usluga koje ratu zbog pojačane potražnje, ali i konvergencije prema prosjeku cijena EU. Unatoč blago ubrzavanju, inflacija bi i tijekom 2020. godine trebala ostati umjerena, ispod 1,5%.

Elizabeta Sabolek Resanović, Zrinka Živković Matijević

## Povratak optimizma na tržišta

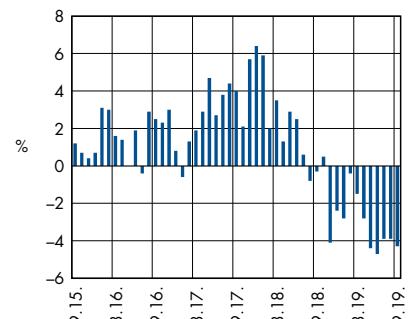
- Smanjenje političkih napetosti, rast prinosa i blago jačanje dolara u odnosu na euro
- U fokusu objave BDP-a u euro području za Q32019

Krajem listopada i treći puta u ovoj godini FED je korigirao raspon referente kamatne stope za 0,25 bb spustivši ga na 1,50% – 1,75%. Odluka je bila očekivana, ali i popraćena izmijenjenom retorikom središnje banke koja **implicira privremeno zaustavljanje daljnog monetarnog popuštanja** kako bi se sagledala primjerenošt trenutne razine referentne kamatne stope i ocjenio utjecaj monetarne politike na ekonomsku kretanja. Posljedice, tržišna očekivanja o još jednom rezanju kamatnjaka za 25bb u prosincu spuštala su se na tek 18%, a naše trenutne prognoze stavljene su pod reviziju. Naime posljednja politička događanja, kao i retorika pojedinih utjecajnih članova FOMC-a (poput predsjednika NY Williamsa) ohrabruje očekivanja da će FED na sastanku u prosincu kamatnu stopu zadržati na trenutnim razinama. U prilog takvim očekivanjima idu i makroekonomske objave koje potvrđuju tek umjerenou sporavanja gospodarstva. Štoviše, prošlostjedni iznadoečekivani povratak ISM indeksa uslužnog sektora prema razini od 55 potvrdio je da uslužni sektor i osobna potrošnja nastavljaju biti generatori rasta. Isto očekujemo i u ovotjednoj objavi trgovine na malo. S druge strane industrijska proizvodnja trebala bi potvrditi pad i u listopadu. Osim ekonomskih pokazatelja, optimizam finansijskih tržišta zrcalio je i pozitivne vijesti glede nastavka trgovinskih pregovora između SAD-a i Kine. Rastuća mogućnost postizanja privremenog sporazuma krajem ovog mjeseca kao i mogućnost napuštanja već uvedenih carina podržali su rast povjerenja na tržištima te lagani rast prinosa na obveznice s obje strane Atlantika. U takvim uvjetima jačala je potražnja i za američkom valutom pa se EUR/USD spustio prema 1,10 dolara za euro.

Od početka rujna kada je dotakao svoje povijesno najniže vrijednosti **prinos na desetogodišnjem njemačkom izdanju** porastao je za oko 50 bb. Takav snažan rast zabilježen je na prijelazu između 2017. i 2018 te u jesen 2016. Ipak, nagli rast u njemačkim prinosima uobičajeno je bio tek privremenog karaktera, a ni ovoga puta prema našim očekivanjima nastavak rasta nije održiv. Naime povratak optimizma na tržišta vjerojatno je posljedica nade da su politički rizici, poput trgovinskih napetosti i neurednog izlaska V. Britanije iz EU, trajno smanjeni što bi s odmakom moglo dovesti do ponovnog dinamiziranja ekonomske aktivnosti. Međutim, u takvoj ocjeni treba biti oprezan. Naime, potezi američke administracije teško su predvidivi dok se jednostavno rješenje odnosa V. Britanije i EU ne nazire. Naime, čak i ako V. Britanija napusti EU nakon izbora zakazanih za 12. prosinca, privremeni trgovinski sporazum na snazi je samo tijekom 2020. Navedeno podrazumijeva da će 2020. biti obilježena trgovinskim pregovorima između V. Britanije i EU. Nапослје, uz izazovno ekonomske i političko okruženje ograničavajući čimbenik rasta njemačkih prinosa svakako je i program kupnje obveznica od strane ESB-a.

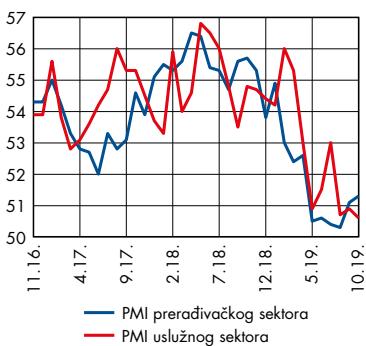
U fokusu tržišnih sudionika u euro području osim industrijske proizvodnje ovaj tjedan svakako su **objave BDP-a za treće tromjeseče u nizu država**. Dostupni podaci sugeriraju da je industrijska proizvodnja u euro području zabilježila blagi rast u rujnu, dok je BDP najvećeg europskog gospodarstva, Njemačke zabilježio stagnaciju ili blagi pad u odnosu na drugo tromjeseče.

### Industrijska proizvodnja u Njemačkoj, god. prom.



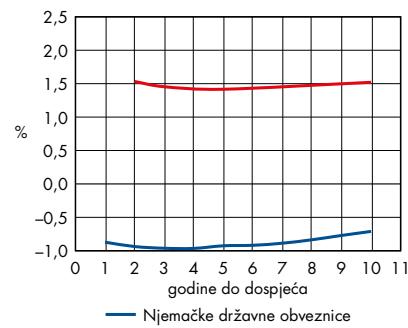
Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

### PMI pokazatelji u SAD-u



Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

### Krивulje prinosa



Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

## 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.     | 100,11  | 100,26 | 3,45   | 1,00  | -0,48      | 5,50       | 367         | 338             |
| RHMF-O-203E             | 6,500 | 5.3.2020.       | 101,90  | 102,15 | 0,67   | -0,07 | -0,49      | 1,06       | 109         | 81              |
| RHMF-O-222EO            | 0,500 | 7.2.2022.       | 100,70  | 101,30 | 0,19   | -0,08 | -0,34      | 0,15       | 82          | 51              |
| RHMF-O-227E             | 6,500 | 22.7.2022.      | 116,97  | 117,62 | 0,21   | -0,01 | -0,57      | 0,15       | 83          | 49              |
| RHMF-O-247E             | 5,750 | 10.7.2024.      | 125,15  | 126,00 | 0,32   | 0,16  | -0,84      | 0,14       | 87          | 52              |
| RHMF-O-327A             | 3,250 | 10.7.2032.      | 121,17  | 122,47 | 1,42   | 1,32  | -0,32      | 0,02       | 83          | -45             |
| <b>Kunska obveznica</b> |       |                 |         |        |        |       |            |            |             |                 |
| RHMF-O-203A             | 6,750 | 5.3.2020.       | 102,10  | 102,25 | 0,32   | -0,13 | -0,20      | 0,21       | -           | -               |
| RHMF-O-217A             | 2,750 | 8.7.2021.       | 104,35  | 104,70 | 0,14   | -0,06 | -0,10      | 0,03       | -           | -               |
| RHMF-O-222A             | 2,250 | 7.2.2022.       | 104,70  | 105,20 | 0,16   | -0,06 | -0,13      | 0,04       | -           | -               |
| RHMF-O-023A             | 1,750 | 27.11.2023.     | 106,35  | 107,05 | 0,18   | 0,01  | -0,03      | 0,00       | -           | -               |
| RHMF-O-257A             | 4,500 | 9.7.2025.       | 124,00  | 124,80 | 0,24   | 0,11  | 0,00       | -0,01      | -           | -               |
| RHMF-O-26CA             | 4,250 | 14.12.2026.     | 126,75  | 127,65 | 0,42   | 0,31  | -0,10      | 0,00       | -           | -               |
| RHMF-O-282A             | 2,875 | 7.2.2028.       | 119,25  | 120,25 | 0,49   | 0,38  | 0,00       | 0,00       | -           | -               |
| RHMF-O-297A             | 2,375 | 9.7.2029.       | 117,40  | 118,50 | 0,53   | 0,42  | 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.      | 109,80  | 110,00 | 0,04   | -0,03 | 0,10       | -0,06      | 67          | 34              |
| CROATIA 2025        | 3,000 | 11.3.2025.      | 114,00  | 114,30 | 0,35   | 0,30  | -0,50      | 0,08       | 88          | 51              |
| CROATIA 2027        | 3,000 | 20.3.2027.      | 117,90  | 118,30 | 0,52   | 0,47  | -0,60      | 0,07       | 96          | 55              |
| CROATIA 2028        | 2,700 | 15.6.2028.      | 117,90  | 118,40 | 0,56   | 0,51  | -0,60      | 0,06       | 88          | 47              |
| CROATIA 2029        | 1,125 | 19.6.2029.      | 103,90  | 104,40 | 0,70   | 0,65  | -0,90      | 0,09       | 100         | 60              |
| CROATIA 2030        | 2,750 | 21.1.2030.      | 119,90  | 120,50 | 0,72   | 0,67  | -0,90      | 0,08       | 99          | 58              |
| CROATIA 2019        | 6,625 | 14.7.2020.      | 102,90  | 103,60 | 2,33   | 1,32  | -0,10      | 0,03       | 68          | 41              |
| CROATIA 2020        | 6,375 | 24.3.2021.      | 105,50  | 106,25 | 2,26   | 1,77  | -0,20      | 0,09       | 66          | 53              |
| CROATIA 2021        | 5,500 | 4.4.2023.       | 110,40  | 110,95 | 2,31   | 2,15  | 0,00       | -0,02      | 64          | 64              |
| CROATIA 2023        | 6,000 | 26.1.2024.      | 114,80  | 115,30 | 2,30   | 2,18  | -0,10      | 0,01       | 62          | 63              |
| 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-Bid |        |        |
| 1                   | 0,000 | 11.9.2020.      | 100,90 | 100,90 | -0,87  | -0,87 | 0,32       | -0,20      |        |        |
| 2                   | 0,000 | 10.9.2021.      | 101,92 | 101,92 | -0,94  | -0,94 | 0,67       | -0,27      |        |        |
| 3                   | 0,000 | 7.10.2022.      | 103,04 | 103,04 | -0,96  | -0,96 | 0,96       | -0,26      |        |        |
| 4                   | 0,000 | 13.10.2023.     | 104,07 | 104,07 | -0,96  | -0,96 | 1,36       | -0,29      |        |        |
| 5                   | 0,000 | 18.10.2024.     | 104,88 | 104,88 | -0,93  | -0,93 | 1,74       | -0,30      |        |        |
| 6                   | 1,000 | 15.8.2025.      | 111,78 | 111,78 | -0,92  | -0,92 | 2,34       | -0,32      |        |        |
| 7                   | 0,000 | 15.8.2026.      | 106,39 | 106,39 | -0,89  | -0,89 | 2,46       | -0,32      |        |        |
| 8                   | 0,500 | 15.8.2027.      | 111,02 | 111,02 | -0,84  | -0,84 | 2,88       | -0,31      |        |        |
| 9                   | 0,250 | 15.8.2028.      | 109,50 | 109,50 | -0,77  | -0,77 | 3,18       | -0,32      |        |        |
| 10                  | 0,000 | 15.8.2029.      | 107,35 | 107,35 | -0,71  | -0,71 | 3,49       | -0,32      |        |        |
| 20                  | 4,250 | 4.7.2039.       | 196,82 | 196,82 | -0,42  | -0,42 | 10,47      | -0,32      |        |        |
| 30                  | 0,000 | 15.8.2050.      | 106,07 | 106,07 | -0,19  | -0,19 | 10,18      | -0,33      |        |        |

\* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

## Američke državne obveznice

| Godina do dospijeća | Kupon | Datum dospijeća | Cijena | Prinos | Promjena* |        |
|---------------------|-------|-----------------|--------|--------|-----------|--------|
|                     |       |                 |        |        | Cijena    | Prinos |
| 2                   | 1,500 | 31.10.2021.     | 99,94  | 1,53   | 0,04      | -0,02  |
| 3                   | 1,500 | 15.10.2022.     | 100,13 | 1,45   | -0,15     | -0,08  |
| 5                   | 1,500 | 31.10.2024.     | 99,20  | 1,42   | -0,59     | -0,13  |
| 10                  | 1,625 | 15.8.2029.      | 100,97 | 1,52   | n/a       | n/a    |
| 30                  | 2,250 | 15.8.2049.      | 105,95 | 1,99   | n/a       | n/a    |

\* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

## CROBEX u minusu

- Dionica Kraša s najvećim prometom
- Vrlo dobri rezultati poslovanja Ericsona NT u prvih devet mjeseci 2019.

Nakon završetka sezone objava tromjesečnih izvješća kompanija trgovanje na Zagrebačkoj burzi se vratilo svom uobičajenom ritmu. Redovni dionički promet je iznosio 9,6 mil. kuna dnevno u prosjeku, a CROBEX je tjedan zaključio uz pad od 0,8% na 1.976,01 bodova te je zauzeo dno ljestvice među regionalnim indeksima. Najviše se trgovalo dionicama **Kraša**, ukupno 10 mil. kuna, uz ne-promijenjenu cijenu od 1.050 kuna po dionici. Od sastavnica CROBEX-a najviši promet je zabilježila dionica **Valamar Riviere** (5 mil. kuna).

U skladu s očekivanjima, dobre devetomjesečne rezultate poslovanja ostvarile su kompanije prehrambenog sektora, **Podravka i Atlantic Grupa**, kako u smislu prihoda od prodaje tako i profitabilnosti. Rast prihoda zabilježile su i turističke kompanije, iako po nešto nižim stopama, s obzirom na stagnaciju rasta potražnje za Hrvatskom kao turističkom destinacijom. S druge strane, primjetan je i rast operativnih troškova u turističkom sektoru. Unatoč padu industrijske proizvodnje na izvoznim tržištima, **AD Plastik** i Ericsson NT zabilježili su dvoznamenkaste stope rasta prihoda od prodaje.

U prvih devet mjeseci 2019. prihodi od prodaje Ericsona NT porasli su 16% u odnosu na isto razdoblje 2018., pri čemu udio domaćeg tržišta čini 24,4%, usluge za Ericsson 60,6%, dok ostala izvozna tržišta sudjeluju s 15,0%. Unatoč padu bruto marže na 11,4%, uslijed intenzivnog angažmana radnog kapitala, operativna dobit bilježi porast od 9,9% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine (89,9 mil. kuna), kao rezultat zadržavanja prodajnih i administrativnih troškova na gotovo istoj razini. U istom razdoblju neto dobit je porasla 29,6% te iznosi 80,8 mil.kuna uslijed smanjenja porezne obveze temeljem poreznih olakšica ostvarenih zapošljavanjem.

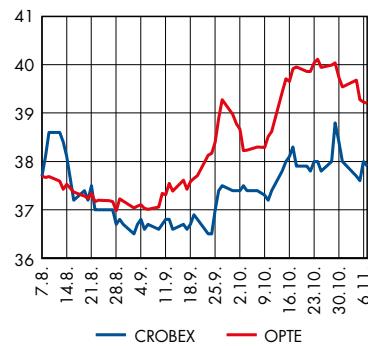
Ana Turudić i Silvija Kranjec

### Ericsson Nikola Tesla (3 mj.)



Izvor: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

### Valamar Riviera (3 mj.)



Izvor: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

### Regionalni indeksi

### Rast/pad – CROBEX indeks

| Indeks          | 1 t.j. % | Početak god. % | Vrijednost* | 8.11.2019. |
|-----------------|----------|----------------|-------------|------------|
| BUX (HU)        | 3,04     | 10,99          | 43.441      |            |
| WIG30 (PL)      | 2,69     | -1,16          | 2.552       |            |
| NTX (SEE,CE,EE) | 2,11     | 8,11           | 1.229       |            |
| ATX (AT)        | 1,96     | 17,51          | 3.227       |            |
| PX (CZ)         | 1,55     | 9,30           | 1.078       |            |
| MOEX (RU)       | 1,46     | 25,49          | 2.973       |            |
| SBITOP (SI)     | 1,32     | 7,42           | 865         |            |
| SOFIX (BG)      | 1,07     | -5,70          | 561         |            |
| BETI (RO)       | 0,85     | 31,23          | 9.690       |            |
| BELEX15 (RS)    | 0,18     | -1,28          | 752         |            |
| SASX10 (BH)     | -0,14    | 40,57          | 881         |            |
| CROBEX (HR)     | -0,80    | 12,99          | 1.976       |            |

\* Zabilježeno u 16:30.

Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

# 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](http://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 – fromjeseče  
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 8. studenoga 2019.

Publikacija odobrena od strane urednika: 11. studenoga 2019. godine u 8:05 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 11. studenoga 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 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 ovde 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 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.