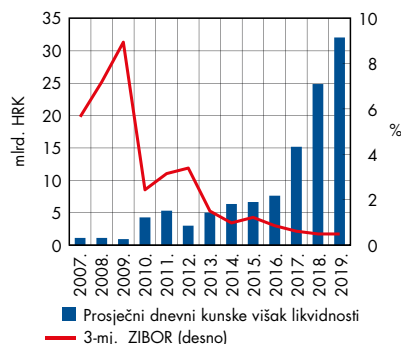


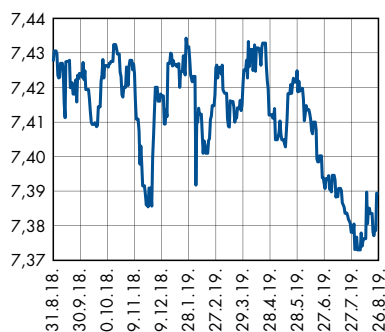


Prosječni dnevni višak kunske likvidnosti*



*do 9.8.
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Srednji tečaj EUR/HRK



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Dionički indeksi



Izvori: ZSE, Raiffeisen istraživanja

- Iako se tečaj EUR/HRK posljednjih mjesec dana zadržavao na razini oko 7,38 kuna za euro uz izostanak volatilnosti i značajnije sezonalnosti tek minimalni pomak prema nižim razinama bio je dovoljan da HNB tijekom kolovoza dva puta intervenira na deviznom tržištu. (str. 2)
- Očekujemo kako će objava BDP-a za drugo tromjesečje ukazati na blago usporavanje u odnosu na prvo tromjesečje iako će dinamika rasta ostati solidna. (str. 2)
- Strah od recesije pojačan i prisutnim trgovinskim napetostima, daljnje labavljenje monetarnih politika, izostanak inflacije i političke napetosti pogurale su njemačke prinose na povijesno najniže razine. (str. 4)
- Izostankom važnijih gospodarskih i korporativnih vijesti, nastavljen ljetni ritam trgovanja na Zagrebačkoj burzi. (str. 6)

Objave ekonomskih pokazatelja

	Pokazatelj	Vrijeme objave	Prognoza (RBI/RBA)	Konsenzus	Posljednja vrijednost
Hrvatska					
28.8.	BDP, god. promj. (2.tr.)	11:00	3,0%	–	3,9%
30.8.	Trgovina na malo, god. promj. (lip)	11:00	5,5%	–	6,1%
eurozona					
26.8.	Njemačka: IFO indikator poslovne klime (kol)	10:00	94,8	95,3	95,7
26.8.	Njemačka: IFO očekivanja (kol)	10:00	91,2	91,8	92,2
28.8.	Njemačka: BDP, god. promj. (2.tr.)*	8:00	–	–	0,4%
28.8.	Njemačka: GfK povjerenje potrošača (ruj)	8:00	–	–	9,7
29.8.	eurozona: Ekonomsko povjerenje (kol)*	11:00	102,3	102,4	102,7
29.8.	Njemačka: Potrošačke cijene, god. promj. (kol)**	14:00	–	1,2%	1,1%
30.8.	eurozona: Stopa nezaposlenosti (srp)	11:00	7,5%	7,5%	7,5%
30.8.	eurozona: Potrošačke cijene, god. promj. (kol)**	11:00	1,0%	1,0%	1,0%
SAD					
26.8.	Narudžbe trajnih dobara (srp)*	14:30	–	1,1%	1,9%
27.8.	Richmond Fed prerađivačkog sek. (kol)	14:30	–	2	–12
29.8.	BDP, anualizirana stopa (2.tr.)	14:30	–	2,0%	2,1%
29.8.	Zahjevi za naknade za novonezaposl. (3. tj. kol)	14:30	–	–	206tis.
29.8.	Zahjevi za naknade za nezaposl. (2. tj. kol.)	14:30	–	–	1676tis.
29.8.	Prodaja postojećih stamb. obj. (srp)	16:00	–	–	–0,6%
30.8.	U. of Michigan indeks očekivanja (kol)*	16:00	–	–	82,3
Događanja					
–	–	–	–	–	–

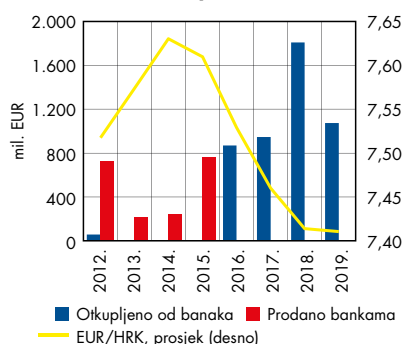
* konačni podaci; ** preliminarni podaci
Izvori: www.raiffeisenresearch.com, Bloomberg, DZS, HNB, Min. financija, Zavod za zapošljavanje



Objava BDP-a za drugo tromjesečje u fokusu

- U kolovozu održane dvije devizne intervencije HNB-a
- Niska likvidnost i pad prinosa na obvezničkom tržištu

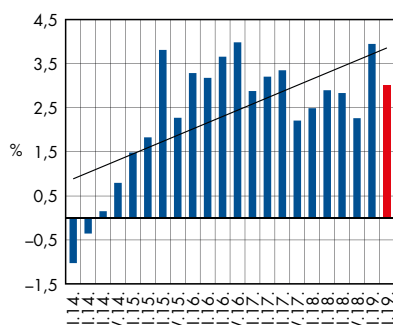
Devizne intervencije HNB-a*



* do 26.8.

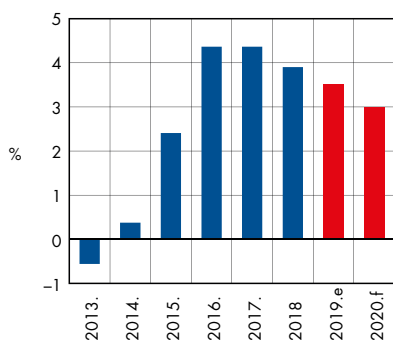
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

BDP, godišnje realne promjene



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Promet u trgovini na malo, realna god. promjena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

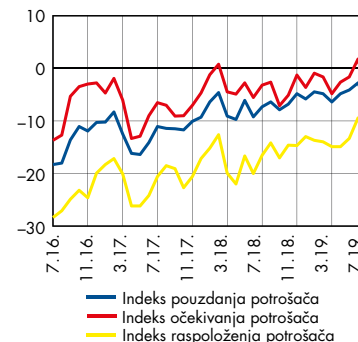
Iako se tečaj EUR/HRK posljednjih mjesec dana zadržavao na razini oko 7,38 kuna za euro uz izostanak volatilnosti i značajnije sezonalnosti tek minimalni pomak prema nižim razinama bio je dovoljan da **središnja banka tijekom kolovoza čak dva puta intervenira na deviznom tržištu**. HNB je od domaćih banaka kroz dvije aukcije otkupio 624,6 milijuna eura povećavajući dodatno kunsku likvidnost koja trenutno premašuje 32 mlrd. kuna što će kamatne stope na novčanom tržištu i dalje zadržavati na povijesno niskim razinama. Stoga očekujemo da će i na ovojednoj **aukciji trezorskih zapisa** Ministarstva financija na kojoj je najavljeno izdavanje 200 milijuna kunskih te 40 milijuna trezorskih zapisa uz valutnu klauzulu ročnosti godinu dana (na dospeljeću je 199 milijuna kunskih i 50 milijuna vk trezoraca) prinos na kunska izdanja ostati nepromijenjen dok bi prinos na trezorice uz valutnu klauzulu mogao zabilježiti korekciju na niže. Uz to, otkup deviza od banaka putem devizne intervencije utjecat će na daljnji rast međunarodnih pričuva koje prema posljednjim podacima HNB-a na dan 16. kolovoza iznose 19,99 mlrd eura (u bruto izrazu) što će istodobno potvrditi poboljšanje percepcije rizika Hrvatske. Krajem tjedna EUR/HRK se vratio na razine blago iznad 7,39 kuna za euro. Završetkom središnjeg dijela turističke sezone pritisci na jačanje domaće valute polako će jenjavati dok s dolaskom jesenskih mjeseci očekujemo povratak tečaja prema blago višim razinama, ali i zadržavanje istog ispod 7,45 kuna za euro. Iako, ne isključujemo mogućnost sporadičnih pritisa u smjeru jačanja kune podržanih pojačanim priljevom deviza, ali i izdavanjem obveznica na domaćem tržištu. **Domaće tržište obveznica** i dalje karakteriziraju potisnuti volumeni trgovanja i minimalne promjene na kotacijama. Povratkom tržišnih sudionika s godišnjih odmora očekujemo i porast aktivnosti na domaćem tržištu kapitala. Nadalje, prema *Strategiji upravljanja javnim dugom*, treće i četvrto tromjesečje rezervirano je za izdavanja na domaćem tržištu kojim će Vlada zatvoriti (re)financiranje za 2019. S obzirom na ekonomsko okruženje, solidna fiskalna poboljšanja i podizanje rejtinga, nije isključeno daljnje blago sužavanje spreadova – osobito na duljem kraju krivulje. Osim toga, investitori, uglavnom institucionalni, kao i obično, željni su novih lokalnih izdanja kako bi plasirali visoku likvidnost akumuliranu u svojim bilancama. Za Vladu zaduživanje pod takvim uvjetima znači značajne uštede na kamatnim troškovima koji su u posljednje tri godine smanjeni za gotovo 3 mlrd. kuna ili 25% te su u 2018. bili na razini 2,3% BDP-a.

Uz razmjerno siromašan tjedan ekonomskim objavama u kojem je potvrđen nastavak (naizgled) povoljnih kretanja na tržištu rada (zadržavanje registrirane stope nezaposlenosti u srpnju na 7,2% te nastavak rasta bruto i neto plaća u lipnju) pažnju je **privukla najava Vlade o povećanju mirovina i plaća u javnom sektoru**, za 2,4%, odnosno 2%. To nije iznenadilo jer se povećavanje mirovina odnosi na redovito prilagođavanje prema rastućim plaćama i inflaciji, dok su plaće u javnom sektoru dio kolektivnog ugovora potpisanog u studenom prošle godine. Konačno, prvi val procesa privatizacije (od tri) na koji se Vlada obvezala u akcijskom planu za ulazak u ERMII započet će u rujnu prodajom manjinskih udjela u velikom broju turističkih poduzeća. Pri tome valja naglasiti kako će Vlada tražiti kupce samo za državne udjele manje od 15%.

U tjednu pred nama očekuje nas objava o **kretanju gospodarstva u drugom tromjesečju 2019.** Iako očekujemo blago usporavanje u odnosu na prvo tromjesečje, dinamika rasta će ostati solidna. Visokofrekventni pokazatelji ukazuju da su potrošnja kućanstava i investicije (poglavito javne) ostali glavni pokretači rasta i u drugom tromjesečju. Stoga struktura rasta ostaje ista, snažno podržana kretanjima na tržištu rada, okruženjem niskih kamatnih stopa i turizmom koji izravno utječe na raspoloživi dohodak kućanstava. Uz to, podaci iz građevinskog sektora jasno odražavaju snažnije investicijske aktivnosti koje su najvjerojatnije potpomognute projektima koje financira EU i predizbornom aktivnosti uoči izborne 2020. godine. Očekujemo realnu godišnju stopu rasta BDP-a oko 3%. Konačno, unatoč nešto slabijoj izvedbi indeksa pouzdanja, očekivanja i raspoloženja potrošača u srpnju očekujemo kako će srpanjski podaci o kretanju trgovine na malo donijeti nastavak relativno visoke godišnje stope rasta podržane u najvećoj mjeri turističkom potrošnjom.

Elizabeta Sabolek Resanović

Indeksi pouzdanja, očekivanja i raspoloženja potrošača

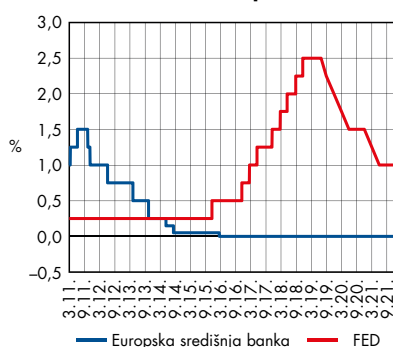


Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Strah od recesije dominira tržištem

- **Europski prinosi na povijesnom minimumu**
- **Politička kriza u Italiji, UK još bez jasne slike o načinu izlaska iz EU**

Referentne kamatne stope



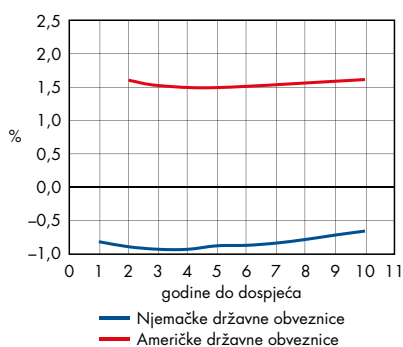
Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Realni BDP (% yoy)

	2019.e	2020.f	2021.f
Poljska	4,4	3,3	2,3
Mađarska	4,2	3,1	2,5
Češka	2,4	2,2	1,7
Slovačka	3,5	2,8	1,9
Slovenija	3,3	2,3	1,0
Srednja Europa	3,8	2,9	2,1
Rumunjska	3,5	3,0	2
Bugarska	3,0	2,5	1,9
Hrvatska	2,8	2,5	1,8
Srbija	3,0	2,5	2,0
BiH	2,7	2,5	2,0
Albanija	3,6	2,5	2,0
Jugoistočna Europa	3,3	2,8	2,0
Kina	6,2	6,2	6
Austrija	1,3	1,2	0,8
Njemačka	1,0	1,0	0,5
Euro područje	1,1	1,0	0,6
SAD	2,3	1,5	1,0

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Krivulja prinosa



Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Ljeto je donijelo poprilično uzbuđenja na financijskim tržištima u kojem dominira strah od recesije budući da s obje strane Atlantika ekonomski fundamenti sve češće ukazuju ne samo na usporavanje već i na mogućnost nastupa recesije. Slabost industrijskog sektora u euro području, osobito Njemačkoj, potvrdila se i s objavom BDP-a za drugo tromjesečje budući da je na tromjesečnoj razini najveće europsko gospodarstvo zabilježilo blagi pad ekonomske aktivnosti (-0,1%). Osim uobičajenog poslovnog ciklusa, posljedica je to i rastućih trgovinskih tenzija između SAD-a i Kine, ali i ostalih vanjskotrgovinskih partnera SAD-a. Iako uslužni sektor podržava rast gospodarstava sasvim je izgledno da će se nepovoljna kretanja polako početi prelijevati i na tržište rada. U međuvremenu inflacija potrošačkih cijena ostaje potisnuta bez izgleda da bi jačala i ometala smjer monetarnih politika. Stoga monetarne politike ostaju izrazito ekspanzivne i sklone daljnjem labavljenju kroz rezanje referentnih kamatnih stopa, ali kod Europske središnje banke i obnovom programa kupnji obveznica. Detalje će nam donijeti rujanska sjednica Vijeća ESB-a. U takvim uvjetima prinosi se nalaze pod pritiskom pa njemački desetogodišnji *bund* oscilira blizu povijesno najniže vrijednosti od 0,7%, dok američka krivulja sve češe poprima inverzni oblik koji za mnoge analitičare predstavlja vidljiv znak nadolazećeg pada ekonomske aktivnosti.

Izvešće s posljednjeg sastanka FOMC-a, objavljeno sredinom tjedna, nije donijelo iznenađenja potvrdivši da je smanjenje referentne kamatne stope više priprema i odgovor monetarne politike na možebitni negativan utjecaj trgovinskih razmirica na rast signalizirajući tako izostanak snažnije dinamike rezanja referentne kamatne stope. Kretanje američkih prinosa u tjednu pred nama zasigurno će biti pod utjecajem obraćanja J. Powela na susretu srednjih banakara u J. Holeu (od prošlog petka do nedjelje).

I dok "tweetovi" predsjednika Trumpa pomiču financijska tržišta, političke teme poput krize u Italiji i izlaska Velike Britanije iz EU dodatno unose nemir na europsko tržište. Naime, pomaka oko načina izlaska Ujedinjenog Kraljevstva iz EU nema i sve je izgledniji scenarij da će 31. listopada 2019. UK napustiti EU bez dogovora što potencijalno može značiti deprecijaciju britanske funte, recesiju i spuštanje referentne kamatne stope središnje banke (Bank of England) za dodatnih 50bb. Izgledi za dogovor sve su manji, ali još uvijek postoji opcija da se sam izlazak ponovno odgodi.

Naposlijetku u prošlom tjednu došlo je do raspada talijanske vlade što je ishod sukoba dvaju koalicijskih partnera, Lige i Pokreta pet zvjezdica. Njihov savez raskinut je prije dva i pol tjedna, a Liga je tražila glasovanje povjerenja premijeru. Naposljetku premijer je dao ostavku a talijanski predsjednik Mattarella započeo pregovore oko sastavljanja nove vlade. Ishod će se znati najdalje u utorak do kada bi Pokret pet zvjezdica i Socijal Demokrati trebali dogovoriti novu koaliciju i vladu. Neuspjeh pregovora oko sastavljanja nove vlade značiti će nove parlamentarne izbore.

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.	101,47	101,77	-0,09	-1,17	0,03	-0,50	33	11
RHMF-O-203E	6,500	5.3.2020.	103,45	103,90	0,08	-0,72	0,06	-0,34	67	38
RHMF-O-222EO	0,500	7.2.2022.	100,55	101,30	0,27	-0,03	0,06	-0,03	33	11
RHMF-O-227E	6,500	22.7.2022.	118,06	118,91	0,28	0,01	0,02	-0,05	116	75
RHMF-O-247E	5,750	10.7.2024.	125,65	126,65	0,44	0,25	0,06	-0,03	130	38
RHMF-O-327A	3,250	10.7.2032.	116,70	118,10	1,79	1,68	0,30	-0,03	116	11
Kunska obveznica										
RHMF-O-203A	6,750	5.3.2020.	103,50	103,80	0,24	-0,30	-0,15	0,02	-	-
RHMF-O-217A	2,750	8.7.2021.	104,85	105,35	0,16	-0,10	0,05	-0,05	-	-
RHMF-O-222A	2,250	7.2.2022.	105,05	105,75	0,19	-0,09	0,05	-0,04	-	-
RHMF-O-023A	1,750	27.11.2023.	106,60	107,35	0,19	0,03	0,15	-0,04	-	-
RHMF-O-257A	4,500	9.7.2025.	124,40	125,20	0,31	0,19	0,40	-0,07	-	-
RHMF-O-26CA	4,250	14.12.2026.	125,95	126,85	0,61	0,50	0,75	-0,10	-	-
RHMF-O-282A	2,875	7.2.2028.	117,50	118,50	0,74	0,63	1,70	-0,20	-	-
RHMF-O-297A	2,375	9.7.2029.	115,00	116,10	0,79	0,69	2,00	-0,20	-	-

* 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.	110,80	111,10	-0,02	-0,12	0,00	-0,03	86	46
CROATIA 2025	3,000	11.3.2025.	115,30	115,60	0,22	0,17	0,30	-0,06	107	64
CROATIA 2027	3,000	20.3.2027.	118,70	119,20	0,48	0,42	0,60	-0,08	127	81
CROATIA 2028	2,700	15.6.2028.	118,70	119,20	0,52	0,47	0,50	-0,06	119	73
CROATIA 2029	1,125	19.6.2029.	105,40	105,90	0,56	0,51	1,50	-0,15	121	76
CROATIA 2030	2,750	21.1.2030.	120,90	121,50	0,67	0,61	1,60	-0,15	130	84
CROATIA 2019	6,750	5.11.2019.	100,70	101,45	3,23	-0,35	-0,20	0,54	103	86
CROATIA 2020	6,625	14.7.2020.	103,60	104,30	2,52	1,75	0,00	-0,09	68	62
CROATIA 2021	6,375	24.3.2021.	106,00	106,75	2,46	2,04	0,10	-0,11	82	81
CROATIA 2023	5,500	4.4.2023.	110,80	111,35	2,37	2,22	0,40	-0,13	86	89
CROATIA 2024	6,000	26.1.2024.	115,20	115,70	2,36	2,25	0,60	-0,15	86	91

* 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.	100,65	-0,82	-0,05	0,04
2	0,000	11.6.2021.	101,62	-0,89	-0,08	0,04
3	0,000	7.10.2022.	102,95	-0,93	-0,15	0,04
4	0,000	13.10.2023.	103,93	-0,93	-0,14	0,03
5	0,000	18.10.2024.	104,63	-0,88	-0,14	0,02
6	1,000	15.8.2025.	111,50	-0,87	-0,22	0,03
7	0,000	15.8.2026.	106,02	-0,84	-0,25	0,03
8	0,500	15.8.2027.	110,58	-0,78	-0,32	0,03
9	0,250	15.8.2028.	108,98	-0,72	-0,37	0,04
10	0,000	15.8.2029.	106,78	-0,66	-0,37	0,03
20	4,250	4.7.2039.	194,37	-0,34	-2,63	0,08
30	1,250	15.8.2050.	103,14	-0,10	n/a	n/a

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

Američke državne obveznice

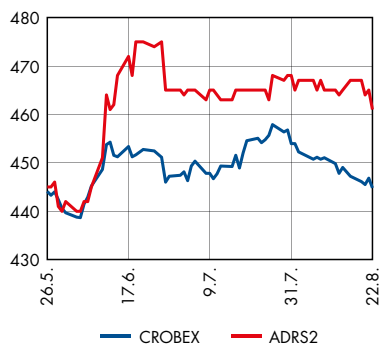
Godina do dospijeća	Kupon	Datum dospijeća	Cijena	Prinos	Promjena*	
					Cijena	Prinos
2	1,750	31.7.2021.	100,28	1,60	-0,25	0,13
3	1,750	15.8.2022.	99,93	1,52	-0,27	0,09
5	1,750	31.7.2024.	101,22	1,49	-0,37	0,08
10	2,375	15.8.2029.	100,11	1,61	-0,55	0,06
30	2,875	15.8.2049.	103,05	2,11	-1,77	0,08

* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

Izostankom važnijih gospodarskih i korporativnih vijesti, nastavljen ljetni ritam trgovanja na Zagrebačkoj burzi

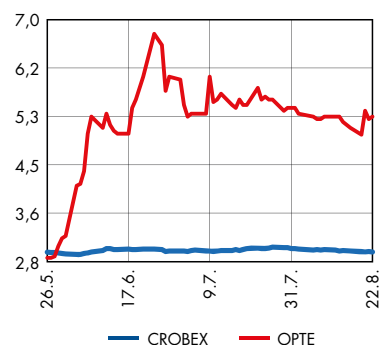
- Skromni tjedni volumen trgovanja na domaćem dioničkom tržištu
- Fokus investitora na povlaštenim dionicama Adris grupe

Adris grupa (P) (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

OT-Optima Telekom (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Protekli trgovinski tjedan obilježio je, a u okruženju ljetnog ritma trgovanja na domaćem dioničkom tržištu, nizak obujam trgovanja uz istovremeno ostvareni pad vrijednosti CROBEX-a. Ukupni tjedni promet od svega 29,9 mil. kuna viši je na tjednoj razini za 25,5%, ali je zabilježeno povećanje tjednog prometa pritom ipak potrebno promatrati s određenim analitičkim oprezom obzirom na usporedbu sa skraćenim trgovinskim tjednom. U istom razdoblju je CROBEX oslabio 0,5%. Istovremeno je zabilježena samo jedna blok transakcija i to povlaštenim dionicama **Adris grupe** u vrijednosti 2,1 mil. kuna. Prosječni dnevni redovni promet dionicama iznosio je 5,6 mil. kuna, što je u prosjeku za 125 tis. kuna viši promet po trgovinskom danu nego tjedan prije. Rezultat je to izostanka objava važnijih gospodarskih i korporativnih vijesti, koje bi mogle u ovom razdoblju godišnjih odmora potaknuti dinamiku trgovanja. U takvom ozračju je u redovnom dijelu trgovanja najlikvidnija bila povlaštena dionica Adris grupe, kojom je ostvaren promet od 4,3 mil. kuna. Nastavno na dobre operative rezultate turističkog segmenta poslovanja u prvom polugodištu, osnove za daljnji optimizam daju recentno objavljeni pokazatelji broja turističkih dolazaka i noćenja. Hrvatsku je u razdoblju od početka godine do 10. kolovoza posjetilo 13,3 milijuna turista te su isti ostvarili 68,3 milijuna noćenja. Navedeno predstavlja povećanje od 5% u dolascima, odnosno 1% u ostvarenim noćenjima u odnosu na prethodnu godinu. Pritom ističemo da se radi o prvim i nepotpunim podacima iz sustava eVisitor, ali isti upućuju da su realna očekivanja o ponavljanju prošlogodišnjih turističkih rezultata na razini cijele 2019. godine. Visinom ostvarenog prometa zatim slijede dionice **OT-Optima Telekoma**, kojima je protrgovano u vrijednosti od gotovo 4 mil. kuna. Od važnijih korporativnih vijesti, Društvo je investicijsku javnost izvijestilo o urednom izvršavanju svih obveza preuzetih predstečajnim nagodbama. Od ostalih važnijih korporativnih vijesti, istaknuli bismo obavijest **Valamar Riviere** o zaključenju hotel management ugovora s društvom Helios Faros. U ovom tjednu očekujemo nastavak mirnog trgovanja na Zagrebačkoj burzi uz i nadalje skromne volumene.

Silvija Kranjec

Regionalni indeksi

Indeks	1 tj. %	Početak god. %	Vrijednost*
23.8.2019.			
IMOEX Index	1,74	12,30	2.661
WIG30 Index	1,71	-6,79	2.406
ATX Index	1,60	5,49	2.897
SASX10 Index	1,09	30,20	816
PX Index	0,97	5,98	1.046
BELEX15 Index	0,86	-1,39	751
BET Index	0,66	23,18	9.095
NTX Index	0,49	-2,30	1.111
SOFIX Index	0,23	-3,03	576
SBITOP Index	-0,19	7,02	862
CRO Index	-0,46	7,17	1.874
BUX Index	-1,22	0,97	39.520

* Zabilježeno u 16:30

Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Rast/pad – CROBEX indeksi

Dionica	1 tj. %	Cijena*
23.8.2019.		
Atlantska plovdba	7,67	449
OT-Optima T.	4,90	5
Đuro Đaković Grupa	0,92	9
Ericsson NT	0,88	1.140
Maistra	0,67	302
Hrvatski Telekom	0,32	159
Zagrebačka banka	0,00	61
Končar – Elektroind.	0,00	605

* Zabilježeno u 16:30.

Izvor: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Dionica	1 tj. %	Cijena*
23.8.2019.		
Adris grupa (P)	-0,43	465
Valamar Riviera	-0,54	37
Arena Hospitality Gr.	-0,55	362
AD Plastik	-0,58	172
Atlantic Grupa	-1,64	1.200
Podravka	-2,18	403
Dalekovod	-2,28	6
Jadran	-8,90	15

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	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 financijskih 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 23. kolovoza 2019.

Publikacija odobrena od strane urednika: 26. kolovoza 2019. godine u 8:05 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 26. kolovoza 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 izdavanje 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. 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 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.