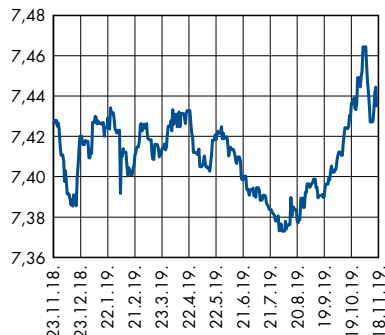




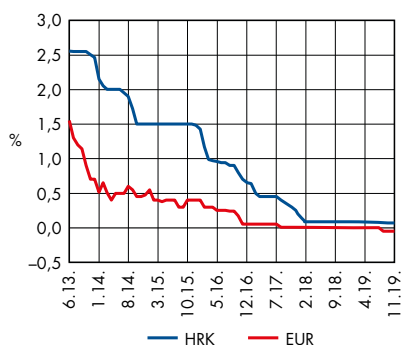
### EUR/HRK srednji tečaj



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

### Prinos na trezorske zapise

– dospijete 364 dana



Izvor: Ministarstvo financija, Raiffeisen istraživanja

### Dionički indeksi



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

- Godišnja stopa inflacije, mjerena indeksom potrošačkih cijena, usporila je u listopadu na 0,6%. Kumulativno, u razdoblju od siječnja do listopada potrošačke su cijene bile više za 0,7%. (str. 2)
- Tečaj EUR/HRK stabilizirao se u prošlom tjednu na razini oko 7,44 kuna za euro podržan uravnoteženom ponudom i potražnjom za devizama iako uz blago izraženiju volatilnost. (str. 2)
- Iako monetarna politika u euro području i SAD-u neupitno ostaje izrazito ekspanzivna, retorika središnjih bankara i ekonomski pokazatelji sve više daju naslutiti da promjena referentnih kamatnih stopa u prosincu neće biti. (str. 3)
- CROBEX se svrstao među regionalne dioničke indekse koji su tjedan zaključili s pozitivnim predznakom. (str. 5)

### Objave ekonomskih pokazatelja

|                  | Pokazatelj                                                 | Vrijeme objave | Prognoza (RBI/RBA) | Konsenzus | Posljednja vrijednost |
|------------------|------------------------------------------------------------|----------------|--------------------|-----------|-----------------------|
| <b>Hrvatska</b>  |                                                            |                |                    |           |                       |
| 21.11.           | Stopa nezaposlenosti (lis)                                 | 11:00          | 7,2%               | –         | 6,7%                  |
| 21.11.           | Realne plaće, god.promj. (ruj)                             | 11:00          | –                  | –         | 2,3%                  |
| <b>eurozona</b>  |                                                            |                |                    |           |                       |
| 19.11.           | eurozona: Tekući račun bilance plaćanja (ruj)              | 10:00          | –                  | –         | 26,6mlrd.             |
| 19.11.           | eurozona: Output u građevinskom sektoru, god. promj. (ruj) | 11:00          | –                  | –         | 1,2%                  |
| 20.11.           | Njemačka: Indeks proizvođačkih cijena, god. promj. (lis)   | 8:00           | –                  | –         | -0,1%                 |
| 21.11.           | eurozona: Povjerenje potrošača (stu)                       | 16:00          | -7,70%             | -7,3      | -7,6                  |
| 22.11.           | Njemačka: BDP, god.promj. (3. tr.)*                        | 8:00           | –                  | 0,5%      | 0,5%                  |
| 22.11.           | Njemačka: PMI prerađivačkog sektora (stu)**                | 9:30           | 43,5               | 43        | 42,1                  |
| 22.11.           | Njemačka: PMI uslužnog sektora (stu)**                     | 9:30           | 51,3%              | 51,8      | 51,6                  |
| 22.11.           | eurozona: PMI prerađivačkog sektora (stu)**                | 10:00          | 46,7%              | 46,3      | 45,9                  |
| 22.11.           | eurozona: PMI uslužnog sektora (stu)**                     | 10:00          | 52,0               | 52,4      | 52,2                  |
| <b>SAD</b>       |                                                            |                |                    |           |                       |
| 19.11.           | Izdane građevinske dozvole (lis)                           | 14:30          | –                  | 1381tis.  | 1391tis.              |
| 19.11.           | Započete gradnje stambenih objekata (lis)                  | 14:30          | –                  | 1318tis.  | 1256tis.              |
| 21.11.           | Zahitjevi za naknade za novonezaposlene (16. stu)          | 14:30          | –                  | –         | 225tis.               |
| 21.11.           | Zahitjevi za naknade za nezaposlene (9. stu)               | 14:30          | –                  | –         | 1683tis.              |
| 21.11.           | Prodaja postojećih stambenih objekata (lis)                | 16:00          | –                  | 5,49mil.  | 5,38mil.              |
| 22.11.           | U. of Mich. Očekivanja (stu)*                              | 16:00          | –                  | –         | 85,9                  |
| <b>Događanja</b> |                                                            |                |                    |           |                       |
| 20.11.           | Zapisnik sa sastanka FOMC-a                                | 20:00          | –                  | –         | –                     |

\* konačni podaci; \*\* preliminarni podaci

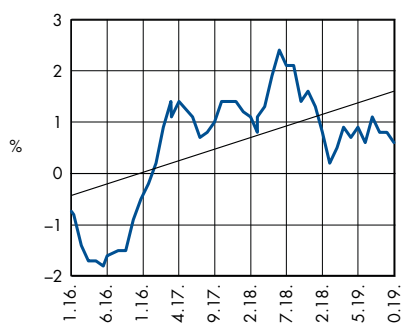
Izvori: www.raiffeisenresearch.com, Bloomberg, DZS, HNB, Min. financija, Zavod za zapošljavanje



# Inflacija i dalje potisnuta

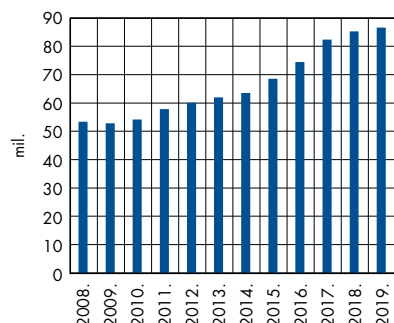
- U očekivanju obvezničkog izdanja na lokalnom tržištu
- EUR/HRK na 7,44 kuna za euro

## Potrošačke cijene, godišnja promjena



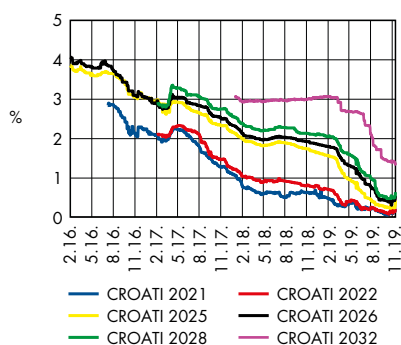
Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

## Broj turističkih noćenja u prvih 9 mjeseci



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

## Prinos na HRK obveznice



Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Rujanski podaci o kretanju **fizičkih pokazatelja u turizmu** potvrdili su nastavak povoljnih kretanja. Kumulativno, u prvih devet mjeseci 2019. u komercijalnim su objektima turisti ostvarili 17,7 milijuna dolazaka i 86,6 milijuna noćenja, što je na godišnjoj razini porast broja dolazaka turista za 4,4% te broja noćenja za 1,5%. Prema (neslužbenim) podacima iz sustava eVisitor, tijekom listopada zabilježene su nešto izraženije godišnje stope rasta ukupnog broja dolazaka i noćenja turista što potvrđuje očekivanja kako će glavni generator rasta fizičkih pokazatelja u turizmu u ovoj godini biti rezultati u turizmu ostvareni u pred i sezoni. Na razini cijele 2019. očekujemo godišnji rast ukupnog broja noćenja za 3,8%. U petak je DZS objavio **podatke o kretanju inflacije** koja je u listopadu, u skladu s našim očekivanjima, usporila na 0,6% godišnje. Inflacija, mjerena indeksom potrošačkih cijena, zadržava se ispod 1% s tendencijom smanjivanja prema kraju godine. Posljedica je to izostanka snažnih inflatornih pritiska 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 ubrzanju, **inflacija bi i tijekom 2020. godine trebala ostati umjerena**, ispod 1,5%. Podrška stabilnosti cijena trebala bi doći sa svjetskih robnih tržišta gdje prema našim očekivanjima unatoč znatnim geopolitičkim rizicima nema naznaka rasta. Štoviše u trenutnim projekcijama u prosjeku predviđamo pad cijena sirove nafte, što se primjećuje i s ulaskom u posljednje tromjesečje. Naime, kriza prerađivačke industrije u mnogim gospodarstvima uz globalni strah od recesije podržava očekivanja o smanjenoj potražnji za sirovom naftom što uz kontinuirani rast američke proizvodnje iz škrljevca omogućava zadržavanje prezasićenosti tržišta sirovom naftom. S druge strane niska baza 2018. te solidna domaća potražnja uz nastavak još jedne dobre turističke sezone stvarat će pritiske u suprotnom smjeru.

Nakon što je krajem listopada tečaj **EUR/HRK** dosegnuo najvišu razinu još od prosinca 2017. (7,46 kuna za euro), u prošlom se tjednu stabilizirao na razini oko 7,44 kuna za euro, podržan uravnoteženom ponudom i potražnjom za devizama iako uz blago izraženiju volatilnost. Do kraja godine očekujemo lagane deprecijacijske pritiske na domaću valutu, 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. **Niska likvidnost uz očekivanje novih izdanja** i prošli je tjedan bila osnovno obilježje kretanja na **obvezničkom tržištu**. Dospijee 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. Na **novčanom tržištu**, Ministarstvo financija najavilo je za utorak aukciju trezorskih zapisa na kojoj namjerava izdati 1.300 mil. kunskih trezorskih zapisa ročnosti godinu dana (189 mil. kuna manje od iznosa na dospijeću). Očekujemo zadržavanje prinosa na trenutnoj razini.

Elizabeta Sabolek Resanović, Zrinka Živković Matijević

## Bez promjena referentnih kamatnih stopa do kraja godine

- Njemačka izbjegla recesiju
- U fokusu objave PMI pokazatelja

U fokusu većine država prošli tjedan bile su objave **BDP-a za treće tromjesečje**, a koje su uglavnom potvrdile blago usporavanje gospodarske aktivnosti. Ipak, najveće europsko gospodarstvo, Njemačka, s tromjesečnom stopom rasta od 0,1% izbjeglo je recesiju. U većini država Srednje i istočne Europe osobna potrošnja predvodi rast unatoč činjenici da se slabosti njemačke industrije već polagano prilijevaju na prerađivački sektor ostalih država nove Europe. Iako će domaća potražnja i tijekom 2020. podržavati nastavak rasta poprilično je izvjesno da će dinamika gospodarske aktivnosti usporiti.

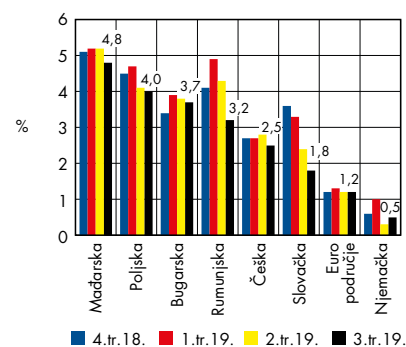
U tjednu pred nama u središtu interesa svakako će se naći objava **PMI pokazatelja** za euro područje i niz država članica. Razlog je činjenica da je ovaj pokazatelj jedan od najpouzdanijih indikatora kratkoročnih ekonomskih kretanja. Trenutna razina PMI pokazatelja pokazuje recesiju u industrijskom sektoru te robustan rast u uslužnom sektoru što u cijelini upućuje na blago usporavanje, ali nikako pad ekonomske aktivnosti i recesiju. Štoviše posljednji pokazatelji u realnom sektoru nešto su povoljniji pa je moguće da se silazni ciklus u industriji primakao svom kraju te da slijedi blagi oporavak i u ovom segmentu. Navedeno podmnijeva i blagi oporavak PMI pokazatelja u prerađivačkom sektoru, ali ne znači nužno snažniji rast ukupne gospodarske aktivnosti. Naime, prema našim očekivanjima slijedi blagi oporavak industrije, ali i blago posustajanje uslužnog sektora. **Povjerenje potrošača** u studenom koje je na kalendaru u utorak ne bi trebalo zabilježiti bitnije promjene.

Optimizam na financijskim tržištima kratko je trajao pa su prinosi referentnih državnih obveznica uglavnom do kraja tjedna bili izloženi pritiscima. Pad njemačkih prinosa slijedile su i druge države s izuzetkom periferije Europe. Pritisak na prinose dolazio je od ponovnog bijega u sigurnija utočišta zbog globalno slabih makroekonomskih pokazatelja te obnovljenih napetosti u trgovinskim odnosima SAD-a i Kine. Posljedično došlo je i do rasprodaje vrijednosnica europske periferije. Ipak sam kraj tjedna i ublažavanje retorike između SAD-a i Kine donijelo je blagi rast prinosa. Iako monetarna politika u euro području neupitno ostaje izrazito ekspanzivna, retorika čelnik ljudi **ESB** posljednjih tjedana sve više daje naslutiti da središnja banka u prosincu neće mijenjati razinu kamatnih stopa. Zadržavanje depozitne stope na trenutnih -0,5% do kraja godine zahtijeva i prilagodbu naših prognoza kamatnih stopa na tržištu novca (euribora), swap-ova i prinosa na njemačke obveznice koje su za kraj godine revidirane za više oko 10bb.

S druge strane pokazatelji u SAD-u i retorika čelnog čovjeka **FED-a** ohrabruju očekivanja da se daljnje popuštanje monetarne politike kroz smanjenje kamatne stope neće dogoditi do kraja godine. Smanjenje referentne kamatne stope moglo bi biti realizirano jedino u slučaju zamjetnog pogoršanja u gospodarstvu što se za sada ne očekuje. Promjena prognoza referentne kamatne stope zahtijevala je i prilagodbu očekivanja kretanja kamatnih stopa tržišta novca te u manjoj mjeri prinosa na američkoj krivulji obveznica.

Zrinka Živković Matijević

BDP, realne god. stope rasta\*



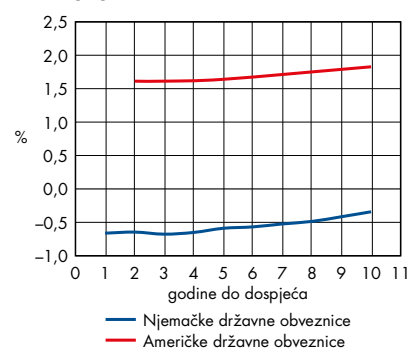
\*sezonski prilagođeni podaci  
Izvor: Bloomberg, Eurostat, Raiffeisen istraživanja

Prognoze kretanja kamatnih stopa

| Eurozona                     | trenutno* | 12.19. | 3.20.** |
|------------------------------|-----------|--------|---------|
| ESB referentna kamatna stopa | 0,00      | 0,00   | 0,00    |
| Euribor 3mj.                 | -0,40     | -0,40  | -0,40   |
| 2-god. prinos                | -0,65     | -0,75  | -0,75   |
| 10-god. prinos               | -0,33     | -0,45  | -0,60   |
| <b>SAD</b>                   |           |        |         |
| FED referentna kamatna stopa | 1,75      | 1,75   | 1,25    |
| Libor 3mj.                   | 1,90      | 1,65   | 1,20    |
| 2-god. prinos                | 1,61      | 1,50   | 1,30    |
| 10-god. prinos               | 1,85      | 1,70   | 1,50    |

\*na dan 15. studenog, 13:00h, \*\*pod revizijom  
Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Krivulje prinosa



Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

## Državne obveznice na domaćem tržištu

| Valutna klauzula        | Kupon | Datum dospijeća | Cijena* |        | Prinos |       | Promjena** |            | Spread BUND | Spread EUROWAP |
|-------------------------|-------|-----------------|---------|--------|--------|-------|------------|------------|-------------|----------------|
|                         |       |                 | Bid     | Ask    | Bid    | Ask   | Cijena-Bid | Prinos-Bid |             |                |
| RHMF-O-19BA             | 5,375 | 29.11.2019.     | 100,11  | 100,26 | 2,61   | -0,98 | 0,00       | -0,84      | 233         | 198            |
| RHMF-O-203E             | 6,500 | 5.3.2020.       | 101,83  | 102,08 | 0,54   | -0,25 | 0,01       | -0,13      | 94          | 65             |
| RHMF-O-222EO            | 0,500 | 7.2.2022.       | 100,46  | 101,06 | 0,29   | 0,02  | -0,24      | 0,11       | 94          | 63             |
| RHMF-O-227E             | 6,500 | 22.7.2022.      | 116,46  | 117,11 | 0,34   | 0,12  | -0,51      | 0,13       | 98          | 64             |
| RHMF-O-247E             | 5,750 | 10.7.2024.      | 124,36  | 125,21 | 0,46   | 0,29  | -0,79      | 0,13       | 104         | 68             |
| RHMF-O-327A             | 3,250 | 10.7.2032.      | 121,86  | 123,16 | 1,36   | 1,26  | 0,69       | -0,06      | 98          | -44            |
| <b>Kunska obveznica</b> |       |                 |         |        |        |       |            |            |             |                |
| RHMF-O-203A             | 6,750 | 5.3.2020.       | 101,95  | 102,10 | 0,40   | -0,07 | -0,15      | 0,08       | -           | -              |
| RHMF-O-217A             | 2,750 | 8.7.2021.       | 104,25  | 104,60 | 0,17   | -0,04 | -0,10      | 0,03       | -           | -              |
| RHMF-O-222A             | 2,250 | 7.2.2022.       | 104,60  | 105,10 | 0,18   | -0,03 | -0,10      | 0,03       | -           | -              |
| RHMF-O-023A             | 1,750 | 27.11.2023.     | 106,00  | 106,70 | 0,25   | 0,09  | -0,35      | 0,08       | -           | -              |
| RHMF-O-257A             | 4,500 | 9.7.2025.       | 122,70  | 123,50 | 0,43   | 0,30  | -1,30      | 0,19       | -           | -              |
| RHMF-O-26CA             | 4,250 | 14.12.2026.     | 125,70  | 126,60 | 0,55   | 0,43  | -1,05      | 0,12       | -           | -              |
| RHMF-O-282A             | 2,875 | 7.2.2028.       | 117,90  | 118,90 | 0,64   | 0,53  | -1,35      | 0,15       | -           | -              |
| RHMF-O-297A             | 2,375 | 9.7.2029.       | 115,90  | 117,00 | 0,67   | 0,56  | -1,50      | 0,14       | -           | -              |

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

## Hrvatske euroobveznice

|              | Kupon | Datum dospijeća | Cijena* |        | Prinos |       | Promjena*  |            | Spread BUND | Spread EUROWAP |
|--------------|-------|-----------------|---------|--------|--------|-------|------------|------------|-------------|----------------|
|              |       |                 | Bid     | Ask    | Bid    | Ask   | Cijena-Bid | Prinos-Bid |             |                |
| CROATIA 2022 | 3,785 | 30.5.2022.      | 109,70  | 109,90 | 0,05   | -0,02 | -0,10      | 0,01       | 70          | 36             |
| CROATIA 2025 | 3,000 | 11.3.2025.      | 113,50  | 113,90 | 0,43   | 0,36  | -0,50      | 0,08       | 99          | 63             |
| CROATIA 2027 | 3,000 | 20.3.2027.      | 117,20  | 117,60 | 0,60   | 0,55  | -0,70      | 0,08       | 109         | 68             |
| CROATIA 2028 | 2,700 | 15.6.2028.      | 117,10  | 117,50 | 0,65   | 0,60  | -0,80      | 0,08       | 101         | 60             |
| CROATIA 2029 | 1,125 | 19.6.2029.      | 102,90  | 103,40 | 0,81   | 0,76  | -1,00      | 0,11       | 115         | 75             |
| CROATIA 2030 | 2,750 | 21.1.2030.      | 119,20  | 119,80 | 0,78   | 0,73  | -0,70      | 0,06       | 110         | 69             |
| CROATIA 2019 | 6,625 | 14.7.2020.      | 102,70  | 103,40 | 2,50   | 1,47  | -0,20      | 0,18       | 88          | 62             |
| CROATIA 2020 | 6,375 | 24.3.2021.      | 105,40  | 106,15 | 2,28   | 1,78  | -0,10      | 0,02       | 72          | 59             |
| CROATIA 2021 | 5,500 | 4.4.2023.       | 110,20  | 110,75 | 2,35   | 2,19  | -0,20      | 0,04       | 72          | 74             |
| CROATIA 2023 | 6,000 | 26.1.2024.      | 114,60  | 115,10 | 2,33   | 2,21  | -0,20      | 0,03       | 69          | 72             |
| 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 |
| 1                   | 0,000 | 11.12.2020.     | 100,71 | -0,66  | 0,01      | -0,02  |
| 2                   | 0,000 | 10.12.2021.     | 101,34 | -0,65  | N/A       | N/A    |
| 3                   | 0,000 | 7.10.2022.      | 101,98 | -0,68  | 0,10      | -0,04  |
| 4                   | 0,000 | 13.10.2023.     | 102,58 | -0,65  | 0,17      | -0,05  |
| 5                   | 0,000 | 18.10.2024.     | 102,94 | -0,59  | 0,27      | -0,05  |
| 6                   | 1,000 | 15.8.2025.      | 109,17 | -0,57  | 0,33      | -0,06  |
| 7                   | 0,000 | 15.8.2026.      | 103,59 | -0,52  | 0,41      | -0,06  |
| 8                   | 0,500 | 15.8.2027.      | 107,78 | -0,49  | 0,58      | -0,07  |
| 9                   | 0,250 | 15.8.2028.      | 105,93 | -0,42  | 0,68      | -0,08  |
| 10                  | 0,000 | 15.8.2029.      | 103,39 | -0,34  | 0,77      | -0,08  |
| 20                  | 4,250 | 4.7.2039.       | 185,21 | -0,06  | 2,45      | -0,09  |
| 30                  | 0,000 | 15.8.2050.      | 94,98  | 0,17   | 2,72      | -0,09  |

\* 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.     | 99,79  | 1,61   | 0,12      | -0,06  |
| 3                   | 1,500 | 15.11.2022.     | 100,04 | 1,61   | 0,27      | -0,09  |
| 5                   | 1,500 | 31.10.2024.     | 99,34  | 1,64   | 0,50      | -0,11  |
| 10                  | 1,625 | 15.11.2029.     | 99,30  | 1,83   | 1,03      | -0,12  |
| 30                  | 2,250 | 15.11.2049.     | 101,50 | 2,31   | 2,55      | -0,12  |

\* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

## Visok promet dionicom Arena Hospitality Group

- Regionalni indeksi u minusu
- Đuro Đaković Grupa s najvećim padom među sastavnicama CROBEX-a

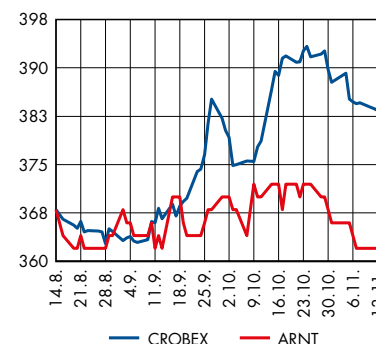
Regionalna i zapadnoeuropska dionička tržišta su uglavnom bilježila negativna kretanja u tjednu iza nas, dok su američki vodeći indeksi nastavili pozitivan niz. U fokusu investitora bile su vijesti o trgovinskom sukobu SAD-a i Kine, kao i vijesti iz realnog sektora koje sugeriraju da bi uskoro moglo doći do oporavka industrijske proizvodnje.

CROBEX je tjedan zaključio u blagom plusu, a među sastavnicama indeksa uvjerljivi gubitnik tjedna bila je dionica **Đuro Đaković Grupe** s minusom od 9,01%, nakon objave da je račun kompanije ponovno u blokadi. S druge strane najviši tjedni rast imala je dionica **Arena Hospitality Group**. Prometi su bili relativno niski oko 6 mil. kuna dnevno, izuzev četvrtka kada je redovni dionički promet iznosio visokih 24,6 mil. kuna. Najveći doprinos došao je upravo od dionice Arena Hospitality Group koja je ostvarila 19 mil. kuna prometa pretežito kroz dvije transakcije u kojima je ukupno 50.021 dionica promijenilo vlasnika pri cijeni od 372 kune.

Mogući razlog povećanog interesa investitora je najava plana investicija od 500 mil. kuna. Repozicioniranje hotela Brioni započet će početkom 2020. godine te će biti ponovno otvoren u ljeto 2021. godine. Hotel Brioni bit će repozicioniran u luksuzni hotel sa 227 soba. Grupa nastavlja s drugom fazom ulaganja u Arena Kažela Campsite, a također se nastavlja s investicijskim ciklusom u turističko naselje Verudela Beach.

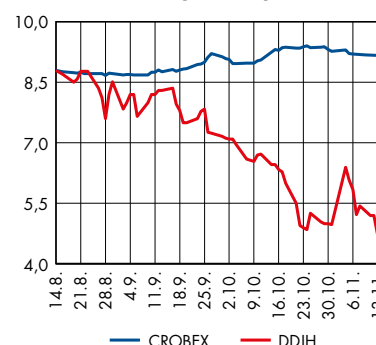
Ana Turudić, Silvija Kranjec

Arena Hospitality Group (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Đuro Đaković Grupa (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

### Regionalni indeksi

| Indeks          | 1 tj. % | Početak god. % | Vrijednost* |
|-----------------|---------|----------------|-------------|
| 15.11.2019.     |         |                |             |
| BELEX15 (RS)    | 2,31    | 1,00           | 769         |
| SBITOP (SI)     | 1,84    | 9,39           | 881         |
| PX (CZ)         | 0,45    | 9,79           | 1.083       |
| CROBEX (HR)     | 0,07    | 13,08          | 1.977       |
| BETI (RO)       | 0,03    | 31,27          | 9.693       |
| BUX (HU)        | -0,13   | 10,85          | 43.385      |
| WIG30 (PL)      | -0,79   | -1,94          | 2.531       |
| SASX10 (BH)     | -0,89   | 39,32          | 874         |
| SOFIX (BG)      | -1,20   | -6,83          | 554         |
| MOEX (RU)       | -1,29   | 23,87          | 2.935       |
| ATX (AT)        | -1,19   | 16,03          | 3.186       |
| NTX (SEE,CE,EE) | -1,29   | 6,67           | 1.213       |

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

### Rast/pad – CROBEX indeks

| Dionica               | 1 tj. % | Cijena* |
|-----------------------|---------|---------|
| 15.11.2019.           |         |         |
| Arena Hospitality Gr. | 2,76    | 372     |
| AD Plastik            | 2,74    | 188     |
| Ericsson NT           | 1,56    | 1.300   |
| Atlantska plovdba     | 1,02    | 398     |
| Maistra               | 0,66    | 304     |
| Dalekovod             | 0,00    | 5       |
| Zagrebačka banka      | 0,00    | 61      |
| Adris grupa (P)       | 0,00    | 497     |

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

| Dionica              | 1 tj. % | Cijena* |
|----------------------|---------|---------|
| 15.11.2019.          |         |         |
| Končar – Elektroind. | 0,00    | 635     |
| Podravka             | -0,21   | 470     |
| Hrvatski Telekom     | -0,30   | 169     |
| Valamar Riviera      | -1,31   | 38      |
| Atlantic Grupa       | -2,26   | 1.300   |
| OT-Optima T.         | -3,08   | 6       |
| Đuro Đaković Grupa   | -9,01   | 5       |

## 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

bb – bazni bodovi

BDP – bruto domaći proizvod

CES – Croatian Employment Service

CERP – Centar za restrukturiranje i prodaju

DZS – Državni zavod za statistiku

ECB – European Central Bank (Europska  
središnja banka)

EDP – procedura prekomjernog deficita

EFSF – Europski fond za financijsku  
stabilnost

ESB – European Central Bank (Europska  
središnja banka)

EK – Europska komisija

EUR – euro

F – konačni podaci

FED – Federal Reserve System (Američka  
središnja banka)

HANFA – Hrvatska agencija za nadzor finan-  
cijskih usluga

HBOR – Hrvatska banka za obnovu i razvoj

HICP – harmonizirani indeks potrošačkih  
cijena

HNB – Hrvatska narodna banka

HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje

I., II., III., IV. – prvo, drugo, treće, četvrto  
tromjesečje

kn, HRK – kuna

MF – Ministarstvo financija

MMF – Međunarodni monetarni fond

pp – postotni poeni

Q – tromjesečje

QoQ – tromjesečna promjena

RBA – Raiffeisenbank Austria d.d.

SE – središnja Europa

SNA – Sustav nacionalnih računa

TZ – trezorski zapis

UN – Ujedinjeni narodi

USD – dolar

WEF – World Economic Forum (Svjetski  
gospodarski forum)

Publikacija je dovršena 15. studenoga 2019.

Publikacija odobrena od strane urednika: 18. studenoga 2019. godine u 8:05 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 18. 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.

*Ekonomska istraživanja i Financijsko savjetovanje* su organizacijske jedinice RBA.

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

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

Ova publikacija temelji se na javno dostupnim informacijama, koje smatramo 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.