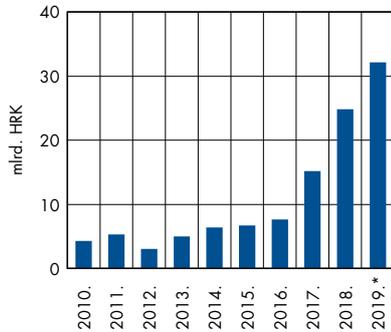


### Prosječni dnevni višak kunske likvidnosti



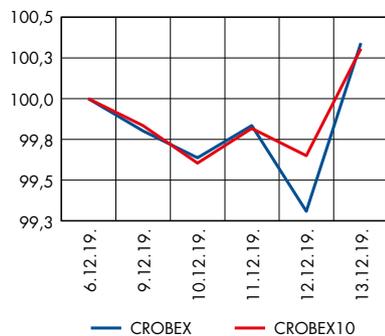
\*do 5. prosinca 2019.  
 Izvori: HNB, rejting agencije, Raiffeisen istraživanja

### Srednji tečaj EUR/HRK



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

### Dionički indeksi



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

- Solidni rezultati fizičkih pokazatelja u turizmu za listopad potvrdili su naša očekivanja kako će glavni generator rasta u turizmu u ovoj godini biti rezultati ostvareni u pred i posezoni. (str. 2)
- Unatoč relativno dinamičnom rastu uvoza i izvoza roba u prva tri tromjesečja robni deficit u prvih devet mjeseci ove godine produbljen je na 7,5 mlrd. eura (7,2% više u odnosu na isto razdoblje 2018.). (str. 2)
- Prošlotjedni sastanci vodećih svjetskih središnjih banaka (ESB i Fed) potvrdili su "čekati i vidjeti" stav središnjih bankara. (str. 3)
- Nadzorni odbor INA-e odobrio projekt obrade teških ostataka u Raf. nafte Rijeka vrijedan oko 4 mlrd. kuna. (str. 5)

### Objave ekonomskih pokazatelja

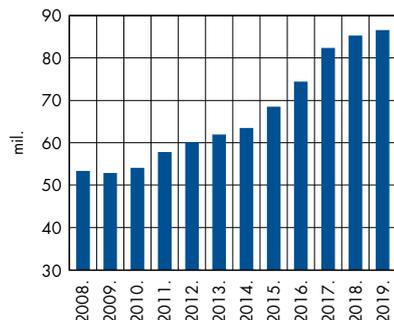
	Pokazatelj	Vrijeme objave	Prognoza (RBI/RBA)	Konsenzus	Posljednja vrijednost
<b>Hrvatska</b>					
16.12.	Indeks potrošačkih cijena, god.promj. (stu)	11:00	0,9%	-	0,6%
20.12.	Stopa nezaposlenosti (stu)	11:00	7,8%	-	7,2%
20.12.	Realne plaće, god.promj. (lis)	11:00	-	-	3,2%
<b>eurozona</b>					
16.12.	Njemačka: PMI prerađivačkog sektora (pro)**	9:30	45,1	44,6	44,1
16.12.	Njemačka: PMI uslužnog sektora (pro)**	9:30	52,0	52,0	51,7
16.12.	eurozona: PMI prerađivačkog sektora (pro)**	10:00	47,5	47,2	46,9
16.12.	eurozona: PMI uslužnog sektora (pro)**	10:00	52,0	52,0	51,9
17.12.	eurozona: Robna razmjerna s inozemstvom (lis)	11:00	-	-	18,7mlrd.
18.12.	Njemačka: Indeks proizvođačkih cijena, god. promj. (stu)	8:00	-	-	-0,6%
18.12.	Njemačka: IFO poslovne klime (pro)	10:00	95,6	95,5	95,0
18.12.	Njemačka: IFO očekivanja (pro)	10:00	93,0	93,0	92,1
18.12.	eurozona: Output u građevinskom sektoru, god. promj. (lis)	11:00	-	-	-0,7%
18.12.	eurozona: Indeks potrošačkih cijena, god.promj. (stu)*	11:00	-	-	0,7%
20.12.	Njemačka: GfK povjerenje potrošača (sij)	8:00	-	-	9,7
20.12.	eurozona: Tekući račun bilance plaćanja (lis)	10:00	-	-	28,2mlrd.
20.12.	eurozona: Povjerenje potrošača (pro)	16:00	-	-	-7,2
<b>SAD</b>					
16.12.	Empire prerađivačkog sektora (pro)	14:30	-	4,5	2,9
16.12.	PMI prerađivačkog sektora (pro)**	15:45	-	52,8	52,6
16.12.	PMI uslužnog sektora (pro)**	15:45	-	52,0	51,6
17.12.	Započete građnje stambenih objekata (stu)	14:30	-	1340tis.	1314tis.
17.12.	Izdane građevinske dozvole (stu)	14:30	-	1405tis.	1461tis.
17.12.	Industrijska proizvodnja, mj.promj. (stu)	15:15	-	0,9%	-0,8%
19.12.	Tekući račun platne bilance (3.tr.)	14:30	-	-121,0mlrd.\$	-128,2mlrd.\$
19.12.	Zahtjevi za naknade za novonezaposlene (14. pro)	14:30	-	-	-
19.12.	Zahtjevi za naknade za nezaposlene (7. pro)	14:30	-	-	-
19.12.	Prodaja postojećih stambenih objekata (stu)	16:00	-	5,43mil.	5,46mil.
20.12.	BDP, tromjesečna promjena (3.tr.)	14:30	-	2,1%	2,1%
20.12.	PCE deflator, god.promj. (stu)	16:00	-	-	1,3%
20.12.	U. of Mich. očekivanja (pro)*	16:00	-	-	88,9
<b>Događanja</b>					
-	-	-	-	-	-

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

## EUR/HRK stabilan

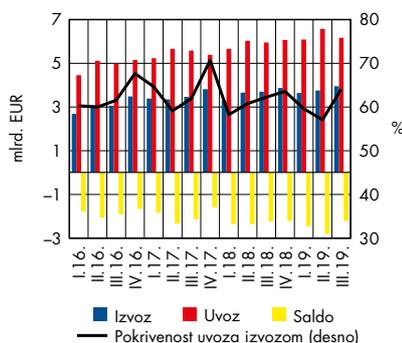
- Povoljna kretanja u turizmu, robni deficit produbljen u prvih 9 mjeseci
- Nastavak mirnog razdoblja na domaćem financijskom tržištu

### Broj turističkih noćenja u prvih 10 mjeseci



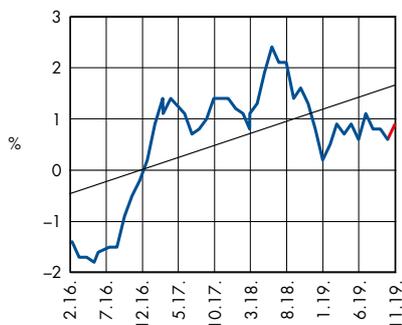
Izvor: DZS, Raiffeisen istraživanja

### Robna razmjena RH



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

### Potrošačke cijene, godišnja promjena



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Solidni rezultati fizičkih pokazatelja u **turizmu** za listopad potvrdili su naša očekivanja kako će glavni generator rasta u turizmu u ovoj godini biti rezultati ostvareni u pred i posezoni. Navedeno će se pozitivno odraziti na kretanje osobne potrošnje koje će ostati snažan generator gospodarskog rasta i u narednim tromjesečjima. S druge strane, unatoč relativno dinamičnom rastu uvoza i izvoza roba u prva tri tromjesečja (+6,2% izvoz, +6,6% uvoz) **robni deficit u prvih devet mjeseci ove godine produbljen** je na 7,5 mlrd. eura što je 7,2% više u odnosu na isto razdoblje 2018. Na rast vrijednosti robnog izvoza je u velikoj mjeri utjecao izvoz brodova (kumulativno +40,1% na godišnjoj razini), ali i povećana vrijednost izvoza niza drugih djelatnosti. Na rast vrijednosti uvoza svakako utječe nastavak oporavka domaće potražnje pri čemu je i kod uvoza zabilježen rast kod niza djelatnosti i proizvoda pri čemu se najviše isticao povećani uvoz naftnih derivata, prehrambenih proizvoda te motornih vozila. I pokazatelji iz **građevinarskog sektora** potvrdili su nastavak solidnih godišnjih stopa rasta. Naime, prema kalendarski prilagođenim indeksima obujam građevinskih radova u rujnu 2019. u odnosu na rujnu 2018. veći je za 7,4%. Nastavku godišnjih stopa rasta obujma građevinskih radova pridonijelo je povećanje radova na izgradnji zgrada (+7,4%) kao i rast obujma građevinskih radova na izgradnji ostalih građevina (+7,6%) koji od početka ove godine bilježi pozitivne stope rasta. Pozitivne godišnje stope rasta u segmentu izgradnje zgrada datiraju od studenog 2015. od kada i započinje lagani oporavak na tržištu nekretnina. Međutim, naglašavamo da se radi o vrlo segmentiranom i neujednačeno rastu ovisnom prije svega o lokaciji samih stambenih objekata. Rast obujma na ostalim građevinama povezujemo s početkom ciklusa javnih investicija koji su oslonjene i na korištenje sredstava iz EU fondova.

**Devizno tržište** ostalo je mirno uz trgovanje oko 7,44 kune za euro, a slična kretanja očekujemo i u tjednu pred nama dok će slab promet na obvezničkim tržištima zadržavati prinose na trenutnim razinama.

U ponedjeljak je na rasporedu DZS-a **objava o kretanju potrošačkih cijena u studenom**. Inflacija, mjerena indeksom potrošačkih cijena, zadržava se na razinama blago ispod 1%. Posljedica je to izostanka snažnih inflatornih pritiska kod dobara, osobito neprerađenih prehrambenih proizvoda. Očekivano poticaj rastu cijena odlazi od usluga koje rastu 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. 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 škripljevca omogućava zadržavanje prezasićenosti tržišta sirovom naftom. S druge strane niska baza 2019. te solidna domaća potražnja uz nastavak još jedne dobre turističke sezone stvarat će pritiske u suprotnom smjeru.

Elizabeta Sabolek Resanović

## Središnje banke bez promjena u monetarnoj politici

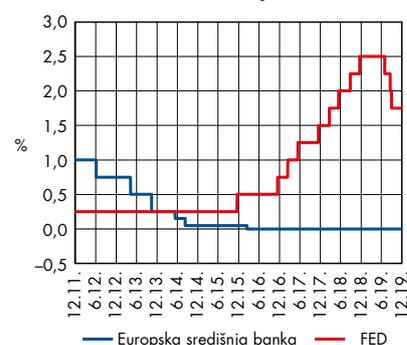
- **Otvoren put za Brexit 31. siječnja**
- **Retorika Trumpa glavni čimbenik kretanja tržišta**

Na prošlotjednom zasjedanju, prvom pod vodstvom C. Lagarde, **Europska centralna banka** zadržala je referentne kamatne stope nepromijenjenima te se očekuje da će kamatne stope ostati na trenutnoj ili nižoj razini dok se inflacija ne bude održivo zadržavala na ciljanoj razini ESB-a (2%). Program mjesečnog otkupa obveznica, u prosjeku 20 mlrd. eura mjesečno, završit će malo prije nego što ESB namjerava započeti s povećanjem referentnih kamatnih stopa. Obveznice u portfelju središnje banke stečene u okviru programa otkupa obveznica bit će u potpunosti reinvestirane još dulje razdoblje i nakon početka ciklusa povećanja kamatnih stopa. Na konferenciji za novinare **Lagarde je stavila veliki naglasak** na predstojeću reviziju strategije, koja bi trebala započeti u siječnju 2020. te biti završena krajem 2020. Retorika nove čelnice ESB-a nije donijela puno novoga. Blaga revizija ekonomskih prognoza bila je uglavnom očekivana. Središnja banka očekuje da će gospodarski rast ostati prigušen te će svoj zamah dobiti tijekom 2020. Nadalje, ESB očekuje da će stopa inflacije ostati ispod ciljane razine čak do kraja 2022. Procjene ESB-a u skladu su s našim očekivanjima. Navedena orijentacija ESB-a odražava se i u kretanju kamatnih stopa. Prema OIS (*Overnight Index Swap*) krivulji kretanja, nepromijenjena stopa depozita vrlo je vjerojatna tijekom naredne godine, s određenom mogućnošću daljnjeg smanjenja. Očekivana kretanja ugrađena su u cijene instrumenata na financijskim tržištima. Slijedom toga, gotovo da i nema prostora za značajnije kretanje kamatnih stopa na novčanom tržištu u narednim mjesecima.

U SAD-u čelnici **Fed-a** zaključili su da je tržište rada i dalje snažno i da gospodarska aktivnost raste umjerenom brzinom. Uz zadržanu namjeru poticanja maksimalne zaposlenosti i stabilnosti cijena Fed je zadržao raspon referentne kamatne stope 1,50%–1,75%. Pri tome je ocijenjeno kako je trenutna pozicija monetarne politike prikladna za podupiranje kontinuiranog rasta gospodarskih aktivnosti. Budući koraci u monetarnoj politici ovisit će o procjeni ostvarenih i očekivanih ekonomskih kretanja. Očekivanja da će Fed u ožujku spustiti referentnu kamatnu stopu uz blago usporavanje sugeriraju da američki prinosi imaju potencijala za lagani pad.

**Na parlamentarnim izborima u V. Britaniji** konzervativci, pod vodstvom B. Johnsona, ostvarili su povijesnu pobjedu, s čvrstom većinom od gotovo 40 mjesta. Sada ništa ne stoji na putu usvajanja sporazuma o Brexitu koji je Johnson pregovarao. Nakon povlačenja Britanaca iz EU 31. siječnja 2020., slijede pregovori o slobodnoj trgovini. Čak i uz jasnu potporu parlamenta, bit će to vrlo zahtjevan zadatak koji će biti teško izvršiti do kraja 2020. Konačno, posljednja objava **D. Trumpa o stanju pregovora SAD-a i Kine** o reorganizaciji njihovih trgovinskih odnosa jasno ukazuje na skorašnji dogovor. Odustajanje od povećanja carina na kinesku robu najavljeno za 15. prosinca također bi moglo smanjiti prepreke u međusobnoj trgovini.

### Referentne kamatne stope



Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

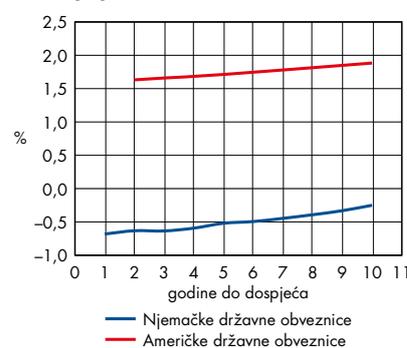
### Ekonomske prognoze

	2018.	2019.e	2020.f	2021.f
Realni BDP, god. prom. (%)	1,9	1,2	0,8	1,2
Potrošačke cijene, god. prom. (%)	1,8	1,2	1,2	1,3
Stopa nezaposlenosti (%)	8,2	7,6	7,9	8,0
Zaposlenost, god. prom. (%)	1,5	1,2	0,5	0,5
Proračun opće države*	-0,5	-0,9	-1,2	-1,0
Javni dug*	85,9	83,9	83,5	81,8

\* % od BDP-a

Izvor: Thomson Reuters, EU Commission, RBI/Raiffeisen RESEARCH

### Krivulje prinosa



Izvor: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Elizabeta Sabolek Resanović

## 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-203E	6,500	5.3.2020.	101,48	101,73	0,08	-0,96	-0,10	0,01	44	11
RHMF-O-222EO	0,500	7.2.2022.	100,75	101,35	0,15	-0,13	0,04	-0,02	81	48
RHMF-O-227E	6,500	22.7.2022.	116,48	117,13	0,17	-0,05	-0,03	0,01	82	46
RHMF-O-247E	5,750	10.7.2024.	124,43	125,28	0,36	0,20	-0,03	0,01	96	59
RHMF-O-327A	3,250	10.7.2032.	125,30	126,30	1,09	1,02	0,09	-0,01	82	-70
<b>Kunska obveznica</b>										
RHMF-O-203A	6,750	5.3.2020.	101,50	101,65	0,24	-0,39	0,02	-0,17	-	-
RHMF-O-217A	2,750	8.7.2021.	104,00	104,35	0,20	-0,01	-0,10	0,03	-	-
RHMF-O-222A	2,250	7.2.2022.	104,35	104,85	0,23	0,00	-0,10	0,03	-	-
RHMF-O-023A	1,750	27.11.2023.	106,00	106,60	0,23	0,08	0,00	-0,01	-	-
RHMF-O-257A	4,500	9.7.2025.	122,65	123,45	0,39	0,26	0,00	-0,01	-	-
RHMF-O-26CA	4,250	14.12.2026.	125,90	126,80	0,49	0,37	0,00	-0,01	-	-
RHMF-O-282A	2,875	7.2.2028.	118,20	119,20	0,59	0,47	0,00	0,00	-	-
RHMF-O-297A	2,375	9.7.2029.	116,15	117,15	0,63	0,54	-0,05	0,00	-	-

\* 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.	109,40	109,60	0,06	-0,02	-0,10	0,01	115	76
CROATIA 2025	3,000	11.3.2025.	113,10	113,50	0,47	0,39	-0,10	0,01	71	36
CROATIA 2027	3,000	20.3.2027.	116,60	117,10	0,65	0,59	-0,10	0,01	104	66
CROATIA 2028	2,700	15.6.2028.	116,70	117,20	0,67	0,62	-0,10	0,01	114	74
CROATIA 2029	1,125	19.6.2029.	102,90	103,40	0,81	0,75	0,10	-0,01	104	63
CROATIA 2030	2,750	21.1.2030.	119,00	119,60	0,79	0,73	0,20	-0,02	115	76
CROATIA 2020	6,625	14.7.2020.	102,50	103,20	2,33	1,16	0,00	-0,13	69	42
CROATIA 2021	6,375	24.3.2021.	105,30	106,05	2,13	1,59	-0,10	0,02	57	44
CROATIA 2023	5,500	4.4.2023.	110,10	110,65	2,31	2,15	-0,10	0,01	69	71
CROATIA 2024	6,000	26.1.2024.	114,50	115,00	2,29	2,18	-0,10	0,01	66	69

\* 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.	100,67	-0,68	0,00	-0,02
2	0,000	10.12.2021.	101,26	-0,63	-0,03	0,01
3	0,000	7.10.2022.	101,80	-0,63	-0,06	0,02
4	0,000	13.10.2023.	102,30	-0,59	-0,11	0,03
5	0,000	18.10.2024.	102,55	-0,52	-0,16	0,03
6	1,000	15.8.2025.	108,59	-0,49	-0,22	0,03
7	0,000	15.8.2026.	103,01	-0,45	-0,25	0,04
8	0,500	15.8.2027.	106,94	-0,39	-0,35	0,04
9	0,250	15.8.2028.	105,10	-0,33	-0,37	0,04
10	0,000	15.8.2029.	102,44	-0,25	-0,42	0,04
20	4,250	4.7.2039.	181,80	0,05	-1,29	0,04
30	0,000	15.8.2050.	91,99	0,27	-1,27	0,05

\* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

## Američke državne obveznice

Godina do dospijeća	Kupon	Datum dospijeća	Cijena	Prinos	Promjena*	
					Cijena	Prinos
2	1,500	30.11.2021.	99,75	1,63	-0,03	0,02
3	1,500	15.12.2022.	99,90	1,66	n/a	n/a
5	1,500	30.11.2024.	98,99	1,71	-0,23	0,05
10	1,625	15.11.2029.	98,80	1,88	-0,42	0,05
30	2,250	15.11.2049.	101,52	2,31	-0,59	0,03

\* u odnosu na prošli tjedan; Izvor: Bloomberg

## Miran tjedan na Zagrebačkoj burzi

- Rast CROBEX-a na kraju tjedna
- Odobren projekt obrade teških ostataka u Raf. nafte Rijeka

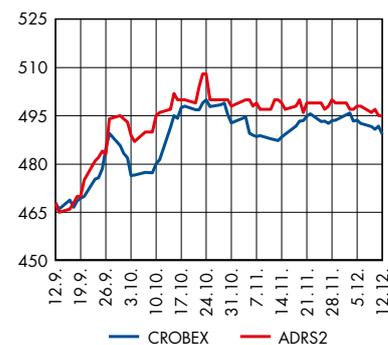
U tjednu iza nas na Zagrebačkoj burzi je nastavljeno mirno trgovanje, u skladu s blagdanskim raspoloženjem te bez važnijih gospodarskih i korporativnih vijesti. U redovnom trgovanju ukupno je protrgovano 34,6 mil. kuna, a pritom su najviši promet ostvarile dionice onih kompanija koje su nastavile stjecati vlastite dionice, predvođene povlaštenom dionicom **Adris grupe**. U blok trgovanju protrgovano je ukupno 21 mil. kuna. Nakon slabijeg početka tjedna CROBEX je u petak solidno porastao te je na tjednoj razini ojačao 0,34%. Rast vrijednosti je zabilježila i većina regionalnih indeksa.

NO **INA**-e dao je suglasnost na projekt obrade teških ostataka u Rafineriji nafte Rijeka. Ukupan iznos investicije iznosi oko 4 mlrd. kuna te uključuje postrojenje za obradu teških ostataka, rekonstrukciju postojećih jedinica u rafineriji kao i novu luku sa zatvorenim skladištem koksa. Postrojenje za obradu teških ostataka, koristeći tehnologiju komornog (odgođenog) koksiranja, će poboljšati strukturu proizvoda riječke rafinerije na način da će se povećati udio profitabilnih bijelih proizvoda, to jest motornih goriva, a početak rada postrojenja se očekuje u 2023.

U ovom tjednu očekujemo nastavak pozitivnog raspoloženja na svjetskim dioničkim tržištima nakon postizanja dogovora između SAD-a i Kine o odgodi uvođenja novih carina (planiranih za 15. prosinca). Ipak, ne očekujemo prelijevanje sentimenta sa stranih na domaće dioničko tržište.

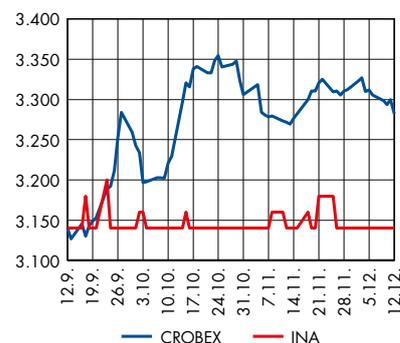
Ana Turudić

### Adris grupa (P) (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

### INA (3 mj.)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

### Regionalni indeksi

Indeks	1 tj. %	Početak god. %	Vrijednost*
<b>13.12.2019.</b>			
BUX (HU)	3,51	16,92	45.760
MOEX (RU)	2,32	26,48	2.997
SBITOP (SI)	2,16	14,92	925
NTX (SEE,CE,EE)	1,68	5,29	1.197
WIG30 (PL)	1,44	-6,45	2.415
ATX (AT)	0,75	15,38	3.168
CROBEX (HR)	0,34	14,26	1.998
PX (CZ)	0,20	10,83	1.093
BELEX15 (RS)	-0,17	1,92	776
SOFIX (BG)	-0,49	-8,50	544
SASX10 (BH)	-0,60	35,58	850
BETI (RO)	-0,97	33,81	9.880

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

### Rast/pad – CROBEX indeks

Dionica	1 tj. %	Cijena*
<b>13.12.2019.</b>		
Đuro Đaković Grupa	5,41	5
Dalekovod	3,85	5
Končar – Elektroind.	3,17	650
OT–Optima T.	2,22	7
Ericsson NT	1,49	1.360
Hrvatski Telekom	1,47	172
Arena Hospitality Gr.	1,10	368
Zagrebačka banka	0,82	62

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

Dionica	1 tj. %	Cijena*
<b>13.12.2019.</b>		
Atlantic Grupa	0,77	1.310
Adris grupa (P)	0,00	498
Maistra	0,00	300
Valamar Riviera	-0,78	38
Podravka	-1,86	474
Atlantska plovdba	-2,60	375
AD Plastik	-3,09	188

# 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  
najecanja

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 13. prosinca 2019.

Publikacija odobrena od strane urednika: 16. prosinca 2019. godine u 8:05 sati

Predviđeno vrijeme prve objave: 16. prosinca 2019. godine u 8:15 sati

## Izjava o odricanju odgovornosti

Izdavatelj publikacije: Raiffeisenbank Austria d.d. Magazinska cesta 69, 10000 Zagreb, Hrvatska ("RBA"). RBA je kreditna institucija osnovana u skladu sa odredbama Zakona o kreditnim institucijama.

Ekonomska istraživanja i Financijsko savjetovanje su organizacijske jedinice RBA.

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

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

Ova publikacija temelji se na javno dostupnim informacijama, koje smatramo pouzdanima, ali za čiju potpunost i točnost ne preuzimamo nikakvu odgovornost. Sve analize sadržane u ovoj publikaciji utemeljene su jedino na javno dostupnim informacijama i pod pretpostavkom da su te informacije cjelovite i točne, a što ne mora biti slučaj i za korisnika predstavlja rizik, kako izdavatelja, tako i tržišta kapitala i općih gospodarskih ili političkih okolnosti i izgleda. Procjene, projekcije, preporuke ili predviđanja budućih događaja te mišljenja iznesena u ovoj publikaciji predstavljaju neovisne prosudbe analitičara na dan objavljivanja, ako nije drugačije navedeno. Za izradu ove publikacije značajni su bili sljedeći materijalni izvori: Državni zavod za statistiku, Hrvatska narodna banka, Vlada Republike Hrvatske, Hrvatski zavod za zapošljavanje, Hrvatski zavod za mirovinsko osiguranje, Ministarstvo financija, Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, Zagrebačka burza, Ekonomski institut, Bloomberg, Eurostat, The Vienna Institute for International Economic Studies i ostali izvori izričito navedeni u analizi.

RBA zadržava pravo ne ažurirati informacije iznesene u ovoj publikaciji ili ih potpuno ukinuti. Objava ažurirane analize, ako je i bude, ostaje diskrecijska odluka analitičara i RBA. U slučaju izmjena ili ukidanja informacija iznesenih u ovoj publikaciji, RBA će obavijest o izmjenama ili ukidanju kao i razloge koji su doveli do izmjena ili ukidanja publikacije objaviti na isti način kao i ovu publikaciju uz jasno upućivanje da se izmjene ili ukidanje odnosi na ovu publikaciju.

Ova publikacija ne može predstavljati i ne predstavlja temelj za donošenje investicijske odluke, već se svi korisnici pozivaju da se prije donošenja investicijske odluke informiraju dodatno i u mjeri koju drže potrebnom.

Cijene vrijednosnih papira koje se navode u ovoj publikaciji su zadnje cijene dostupne u 16:30 CET na dan koji prethodi ovoj publikaciji, osim ako u samoj publikaciji nije drugačije navedeno.

Investicijske mogućnosti o kojima se raspravlja u ovoj publikaciji mogu biti neprikladne za neke investitore, ovisno o njihovim konkretnim investicijskim ciljevima i investicijskom horizontu, te uzimajući u obzir njihov ukupan financijski položaj. Investicije koje su predmet ove publikacije mogu varirati s obzirom na cijenu ili vrijednost. Investitori mogu ostvariti povrat manji od početnog ulaganja. Promjene deviznog tečaja mogu imati negativan utjecaj na vrijednost investicija. Osim toga, rezultati ostvareni u prošlosti ne moraju nužno implicirati rezultate u budućnosti. Rizici povezani s ulaganjem u financijske, novčane ili investicijske instrumente koji su predmet ove publikacije nisu objašnjeni u potpunosti. Informacije su iznesene bez jamstva, u zatečenom stanju, te se ne smiju smatrati zamjenom za investicijski savjet. Investitori moraju sami donijeti odluku u pogledu primjerenosti ulaganja u bilo koji od ovdje spomenutih instrumenata, na temelju koristi i rizika koji iz njih proizlaze, vlastite investicijske strategije, te pravnog, fiskalnog i financijskog položaja. Budući da ova publikacija ne predstavlja osobnu preporuku za ulaganje, ona, niti bilo koji njezin dio, ne predstavlja osnovu za sklapanje bilo kakvog ugovora ili preuzimanje bilo kakve obveze, niti se u nju smije pouzdati u vezi s takvim radnjama, niti se ona smije koristiti kao poticaj za takve radnje. Ulagачima se savjetuje da stupe u kontakt s ovlaštenim investicijskim savjetnikom za pojedinačna objašnjenja i savjete.

RBA, Raiffeisen Bank International AG ("RBI"), te bilo koje s njima povezano društvo kao ni njihovi direktori, ovlaštene osobe ili zaposlenici, te bilo koja druga osoba, ne prihvaćaju nikakvu odgovornost (iz nemara ili drugog razloga) za bilo kakve gubitke prouzročene na bilo koji način zbog korištenja ove publikacije ili njezinog sadržaja, odnosno na drugi način prouzročene s njom u vezi.

Ova se publikacija distribuira ulagačima od kojih se očekuje donošenje samostalnih investicijskih odluka i procjene rizika ulaganja, kako rizika samog izdavatelja tako i tržišta kapitala i općih gospodarskih ili političkih okolnosti i izgleda, bez nepotrebnog oslanjanja na ovu publikaciju, te se, bez prethodnog odobrenja RBA, ne smije distribuirati, umnažati ili objavljivati u cijelosti ili djelomično ni u koju svrhu.

RBA objavljuje analize i vrednovanja financijskih instrumenata samostalno i u sklopu publikacija izrađenih i distribuiranih od strane RBI te Raiffeisen Centrobank, Austria ("RCB") pod imenom Raiffeisen ISTRAŽIVANJA. Analize se mogu odnositi na jednog izdavatelja ili više njih, te na financijske instrumente u njihovom izdanju.

Jedinstveni kriteriji za izdavanje preporuka i klasifikaciju rizika za dioničko tržište definirani su na način:

"Kupiti"/(Buy): za dionice koje imaju očekivani ukupni povrat od najmanje 10% (15% za dionice s visokim rizikom volatilnosti) i predstavljaju najatraktivnije dionice među svim našim dionicama koje analiziramo i vrednujemo za razdoblje od sljedećih 12 mjeseci.

"Držati"/(Hold): za dionice za koje očekujemo pozitivni povrat do 10% (do 15% za dionice s visokim rizikom volatilnosti) u razdoblju od sljedećih 12 mjeseci.

"Smanjiti"/(Reduce): za dionice za koje očekujemo negativni povrat do -10% u razdoblju od sljedećih 12 mjeseci.

"Prodati"/(Sell): za dionice za koje očekujemo negativni povrat od preko -10% u razdoblju od sljedećih 12 mjeseci.

Ciljane cijene se temelje na izračunatoj fer vrijednosti dobivenoj pomoću metode usporednog vrednovanja ("peer" analize) i/ili metodom diskontiranog novčanog tijeka (DCF metodom). Detaljna pojašnjenja korištenih metodologija dostupna su na: <https://www.rcb.at/en/the-bank/business-segments/cr/concept-and-methods/>

Prilikom objave analize, preporuka je određena koristeći gore definirane raspone. Privremena odstupanja od gore navedenih raspona ne dovode do automatske promjene preporuke nego će preporuka biti stavljena u razmatranje.

Mišljenja glede kretanja kamatnih stopa na tržištu novca Republike Hrvatske i kretanja cijena državnih obveznica izdanih u Republici Hrvatskoj temelje se na analizi kretanja tržišnih pokazatelja.

Ova publikacija nije ponuda ili osobna preporuka za kupnju ili prodaju financijskog instrumenta. Informacije iznesene ovdje ne sačinjavaju potpunu analizu svih materijalnih činjenica vezanih za izdavatelja, industriju ili financijski instrument. Ova publikacija može sadržavati očekivanja i izjave u pogledu budućeg razdoblja što uključuje rizike i neizvjesnosti, ali time ne jamči ostvarivanje budućih rezultata u bilo kojem pogledu koje su skladno tome podložne promjenama. U skladu s tim, nijedno jamstvo ili tvrdnja, iskazana ili implicirana, nisu stvarni i ne treba se oslanjati na pravičnost, točnost, cjelovitost ili ispravnost informacija i mišljenja iznesenih u ovoj publikaciji.

RBA analitičari sudjeluju u izradi redovitih analiza koje objavljuje i distribuira RCB, a tiču se kompanija navedenih u nastavku zajedno s datumom objave inicijalne analize:

– Atlantic Grupa d.d. (8.6.2015.), Hrvatski Telekom d.d. (11.12.2007.), Podravka d.d. (3.3.2003.) i Valamar Riviera d.d. (17.12.2015.).

Pregled Raiffeisen preporuka:

	Kupiti	Držati	Smanjiti	Prodati	Ukinuto	Pod razmatranjem
Broj preporuka	1	3	0	0	0	0
% svih preporuka	25%	75%	0%	0%	0%	0%
Usluge invest. bankarstva	0	0	0	0	0	0
% svih usl. invest. bankar.	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Popis povijesnih preporuka za dionička tržišta, kamatne stope tržišta novca RH, hrvatske obveznice izdane na lokalnom tržištu i ostale preporuke dostupan je na linku: <http://www.rba.hr/istrazivanja/povijest-preporuka>

Napominjemo da RBA, s njom povezana društva i zaposlenici ili članovi organa upravljanja, kao i osobe koje su sudjele 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.