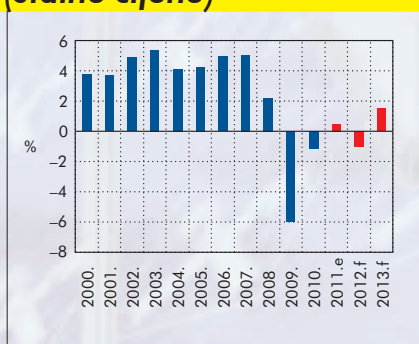


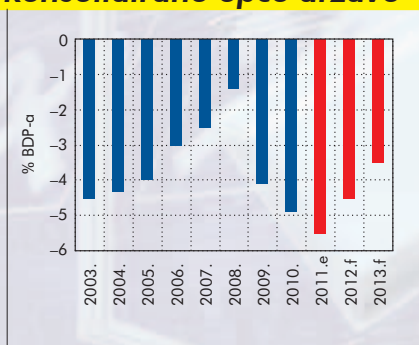
Uravnotežen proračun za očuvanje kreditnog rejtinga

Bruto domaći proizvod, % (stalne cijene)



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

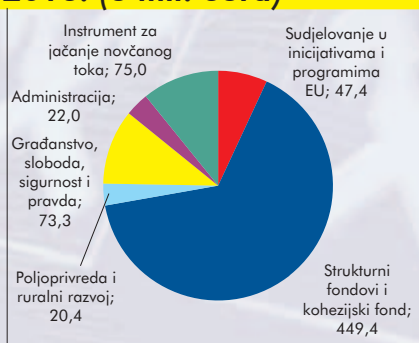
Deficit proračuna konsolidirane opće države*



*ESA 95

Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Odobrena sredstva RH, H2 2013. (u mil. eura)



Izvori: MVEP, Financijski paket

Dana 9. prosinca 2011. potpisan je Ugovor o pristupanju Hrvatske Europskoj uniji. Na referendumu, koji će se održati 22. siječnja 2012., očekujemo da će većina građana iskazati potporu integraciji. U razdoblju do 1. srpnja 2013. sve članice EU ratificirat će Ugovor, a nakon toga Hrvatska će konačno postati članica. U razdoblju od završetka pregovora o pridruživanju (30. lipnja 2011.) do učlanjenja Hrvatska nastavlja usklade s pravnom stečevinom EU. Istodobno u EU se odvija proces ubrzane integracije, koji je nužan za očuvanje monetarne unije. Dogovara se zajednička fiskalna politika, a preko uravnoteženog proračuna postavljaju se temelji za održiv rast i očuvanje stabilnosti financijskog sustava. To je imperativ za održanje i razvoj EU, a za buduću članicu dodatna obveza uz već prihvaćena pravila iz Ugovora o pristupanju.

U Hrvatskoj je nakon pobjede na parlamentarnim izborima 4. prosinca lijeva koalicija formirala Vladu nakon osam godina provedenih u oporbi. Pred novom Vladom težak je zadatak pokretanja gospodarskog oporavka u uvjetima nepovoljnih kretanja na vanjskim tržištima. Eurozona se kreće prema drugom valu recesije s dvostrukim dnom. Ujedno se zaoštavaju uvjeti poslovanja europskih financijskih institucija s posljedičnim smanjenjem ponude kapitala za tržišta višeg rizika. Mogućnost pada kreditnog rejtinga Hrvatske u razred ispod investicijskog (*junk*) odražava se na manju dostupnost kapitala i povećanje cijene zaduživanja. Proračun za 2012. godinu usvojiti će se najranije u veljači. Tek tad mogu započeti pripreme za izdavanje državnih obveznica. Dotad se i dospjeli dugovi i tekući deficit središnje države mogu financirati samo kratkoročnim zaduživanjem na domaćem tržištu. Time se pojačava potražnja države od domaćih banaka, što u uvjetima smanjene ponude kapitala iz inozemstva i ograničenih domaćih izvora financiranja povećava cijenu zaduživanja. Vraćanje ravnoteže na lokalno financijsko tržište očekujemo u drugom tromjesečju ako ne padne kreditni rejting države. Struktura proračuna i visina deficita koje će predložiti Vlada ključni su za očuvanje rejtinga i za dokaz opredjeljenja u provedbi neophodnih reformi. U protivnome uravnoteženje javnih financija tražit će se u monetarnom popuštanju s izvjesnim smanjenjem financijske stabilnosti. Ako se očuva rejting, sljedeći Vladin izazov je priprema poduzetnika i institucija za učinkovito korištenje sredstava iz strukturnih fondova i kohezijskog fonda EU. Uz napeta financijska tržišta kapital iz tih fondova mogao bi imati ključan doprinos za oživljavanje investicijske aktivnosti. O mogućnostima financiranja iz fondova EU govorimo u temi broja.



Sadržaj

POKAZATELJI

Pregled odabranih makroekonomskih pokazatelja 3

BDP I INFLACIJA

Povratak recesiji uz umjeren rast cijena..... 4

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA I ZAPOSLENOST

I dalje bez oporavka tržišta rada..... 5

TRGOVINA I TURIZAM

Rast prihoda od turizma 6

KAMATNE STOPE

Razdoblje visoke likvidnosti se nastavlja 7

TEČAJ

Rast tečaja EUR/HRK se nastavlja i u 2012. 8

PLATNA BILANCA I VANJSKI DUG

Tekući račun u suficitu, inozemni dug stagnira 9

DRŽAVNI PRORAČUN

U iščekivanju proračuna nove Vlade.....10

FINANCIJSKI SUSTAV

Usporavanje rasta kredita 11

SVJETSKI TRENDOVI

Razvoj Europske sigurnosne mreže..... 12

EU – HRVATSKA

Europska unija – cilj koji je sve bliže 13

TRŽIŠTE OBVEZNICA

Niska likvidnost, ali i rast premije rizika..... 16

TRŽIŠTE DIONICA

Raslojavanje među sastavnicama CROBEX-a..... 17

Najavljeno uvođenje poreza na dividendu..... 18

Bez oporavka u 1. tromjesečju 2012..... 19

Pregled odabраних makroekonomskih pokazatelja

	2004.	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.e	2012.f	2013.f
BDP i proizvodnja										
Bruto domaći proizvod, u % (stalne cijene)	4,1	4,3	4,9	5,1	2,2	-6,0	-1,2	0,5	-1,0	1,5
BDP u tekućim cijenama (u mil. eura)	33.009	36.034	39.745	43.390	47.766	45.667	45.920	46.295	46.312	48.224
BDP po stanovniku u tekućim cijenama (EUR)	7.436	8.112	8.951	9.781	10.773	10.311	10.380	10.789	10.793	11.238
Trgovina na malo, % promjena, realno	2,6	2,8	2,1	5,3	-0,5	-15,3	-1,8	1,3	-0,2	2,5
Industrijska proizvodnja, % promjena	3,7	5,1	4,5	5,6	1,6	-9,2	-1,5	-1,6	-2,0	3,8
Cijene, nezaposlenost i proračun										
Potrošačke cijene, u %, kraj razdoblja	2,7	3,6	2,0	5,8	2,9	1,9	1,8	2,1	2,8	2,9
u %, prosjek	2,1	3,3	3,2	2,9	6,1	2,4	1,1	2,3	2,5	3,0
Proizvođačke cijene, u %, kraj razdoblja	4,8	2,7	1,9	5,8	4,7	1,6	5,7	5,8	3,2	3,0
u %, prosjek	3,5	3,0	2,9	3,4	8,4	-0,4	4,3	6,4	3,8	3,3
Stopa nezaposlenosti ¹ (HZZ, pr)	18,0	17,9	16,6	14,8	13,2	14,9	17,4	18,0	18,5	17,5
Stopa nezaposlenosti (ILO, pr)	13,8	12,7	11,2	9,6	8,4	9,1	11,8	13,3	13,9	13,5
Prosječna neto plaća, u kunama, pr	3.939	4.375	4.602	4.840	5.177	5.311	5.342	5.405	5.464	5.500
Ukupni državni proračun ¹ , u % BDP-a	-4,3	-4,0	-3,0	-2,5	-1,4	-4,1	-4,9	-5,5	-4,5	-3,5
Bilanca plaćanja i dug										
Izvoz roba i usluga, u mil. eura	14.243	15.273	16.990	18.307	19.905	16.157	17.589	18.154	18.752	19.310
% promjena	8,4	7,2	11,2	7,8	8,7	-18,8	8,9	3,2	3,3	3,0
Uvoz roba i usluga, u mil. eura	16.199	17.473	19.632	21.375	23.624	17.774	17.648	17.542	17.118	17.512
% promjena	6,7	7,9	12,4	9,4	10,5	-24,8	-0,7	-0,6	-2,4	2,3
Tekući račun platne bilance, u % BDP-a ²	-4,1	-5,3	-6,6	-7,2	-8,8	-5,2	-1,1	-0,5	0,0	0,5
Međunarodne pričuve, u mil. eura, kr	6.436	7.438	8.725	9.307	9.121	10.376	10.660	11.650	11.950	12.250
Međunarodne pričuve, u mjesecima uvoza roba i usluga, kr	4,8	5,1	5,3	5,2	4,6	7,0	7,2	8,0	8,4	8,4
Izravne inozemne investicije, u mil. eura	950	1.468	2.768	3.679	4.219	2.065	233	800	650	1.350
Noćenja turista, % promjena	2,5	7,6	3,1	5,7	2,0	-1,3	2,6	7,0	2,5	3,2
Inozemni dug, u mlrd. eura	22,9	26,0	29,7	33,7	40,6	45,2	46,5	47,0	47,7	48,3
Inozemni dug, kao % BDP-a ²	69,5	72,1	74,8	77,7	85,0	99,1	101,3	101,5	103,0	100,2
Inozemni dug, kao % izvoza roba i usluga ²	161,0	168,6	172,3	179,9	199,8	266,8	260,2	258,9	254,4	250,1
Financijski pokazatelji										
Devizni tečaj, kr, USD/HRK	5,64	6,23	5,58	4,99	5,16	5,09	5,57	5,82	5,59	5,82
pr, USD/HRK	6,03	5,95	5,84	5,37	4,93	5,28	5,50	5,39	5,66	5,79
Devizni tečaj, kr, EUR/HRK	7,67	7,38	7,35	7,33	7,32	7,31	7,39	7,53	7,55	7,57
pr, EUR/HRK	7,50	7,40	7,32	7,34	7,22	7,34	7,29	7,43	7,50	7,53
Novčana masa (M1), u mlrd. kuna, kr	34,6	38,8	48,5	57,9	55,2	47,2	49,2	53,0	56,4	60,5
% promjena	2,0	12,3	25,0	19,3	-4,6	-14,6	4,2	7,8	6,5	7,2
Ukupna novčana sredstva (M4), u mlrd. kuna, kr	139,9	154,6	182,5	215,8	225,0	223,1	232,9	244,0	262,3	285,9
% promjena	8,6	10,5	18,0	18,3	4,3	-0,9	4,4	4,8	7,5	9,0
Plasmani, u mlrd. kuna, kr	127,3	149,2	183,4	210,8	233,0	231,7	247,6	262,4	284,7	311,7
% promjena	14,0	17,2	22,9	15,0	10,5	-0,6	6,9	6,0	8,5	9,5
ZIBOR 3m, u %, pr	7,3	6,2	4,3	5,7	7,2	8,9	2,4	3,1	4,9	4,3
Kamatna st. na trezorske zapise 12m, u %, pr	6,5	5,0	3,9	4,2	6,0	6,7	4,0	3,8	5,0	4,3

¹ ESA 95

² U eurima

e – procjena

f – prognoza

kr – kraj razdoblja

pr – prosjek razdoblja

Prognoze: Samostalna direkcija ekonomskih istraživanja

Izvori: HNB, DZS, MF



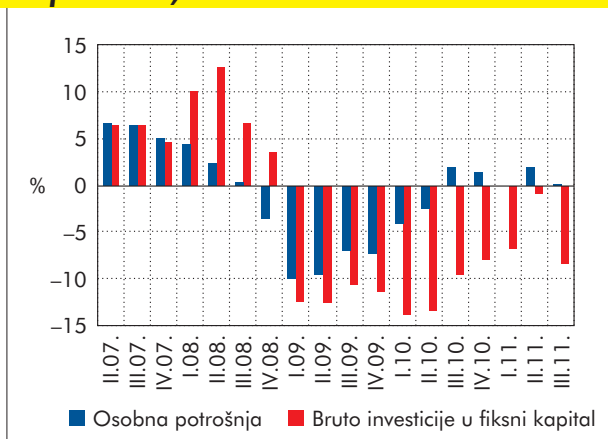
Povratak recesiji uz umjeren rast cijena

BDP, godišnje stope rasta, realno

Godina	2010.	2011.f	2012.f	2013.f
Hrvatska	-1,2%	0,5%	-1,0%	1,5%
Bugarska	0,2%	2,0%	1,2%	2,5%
Slovačka	4,0%	3,3%	-0,5%	2,5%
Poljska	3,8%	3,9%	2,2%	3,3%
Mađarska	1,3%	1,5%	-2,0%	1,5%
Slovenija	1,4%	0,4%	-1,5%	1,5%
Češka	2,7%	1,9%	-1,2%	1,2%
Rumunjska	-1,9%	2,5%	0,5%	2,5%
EMU	1,8%	1,5%	-1,0%	1,1%
SAD	3,0%	1,7%	1,5%	1,0%

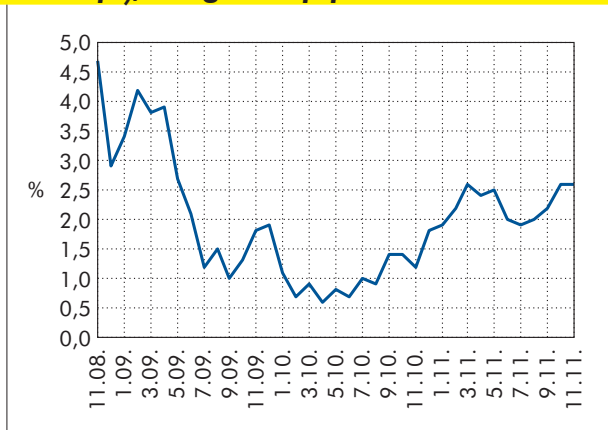
Izvori: WIW, Raiffeisen istraživanja, Bloomberg

Osobna potrošnja i bruto investicije, stope rasta, realno



Izvor: DZS

Indeks potrošačkih cijena (stopa inflacije), na godišnjoj razini



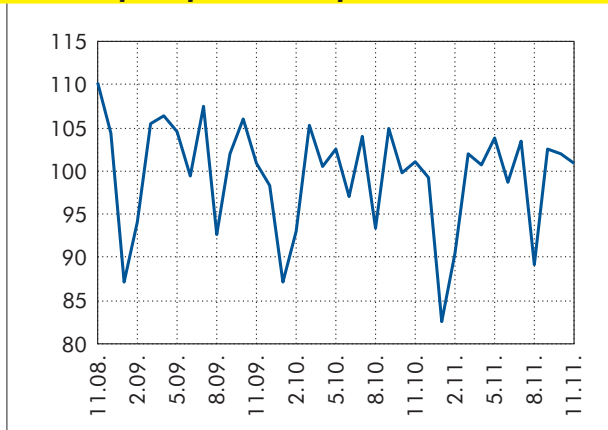
Izvor: DZS

Hrvatski je BDP u trećem tromjesečju realno porastao za 0,7% godišnje, što je razmjerno slabo i ispod očekivanja. Doprinos domaće potražnje rastu bio je vrlo skroman, a nastavio se i snažan pad investicija u dugotrajnu imovinu, koji traje od prvog tromjesečja 2009. Prvi podaci iz realnog sektora u posljednjem tromjesečju podržavaju očekivanja o stagnaciji, čemu uz slabu domaću potražnju pridonose i nepovoljni impulsi iz eurozone. Blaga stopa rasta BDP-a u 2011. daleko je od oporavka, posebno uzmemo li u obzir povratak negativnim stopama u 2012. Promatrajući komponente BDP-a, rast mogu potaknuti jedino investicije. Naime, zbog teške situacije na tržištu rada osobna potrošnja neće biti generator rasta. Fiskalna konsolidacija istodobno onemogućava rast potrošnje države, a usporevanje gospodarstva eurozone i niska vrijednost robnog izvoza ograničavaju pozitivan doprinos neto izvoza. Inozemni priljev kapitala ne treba očekivati u idućoj godini, a zbog visoke razine zaduženosti, upitan je i na duži rok. Dakle, rast investicija morao bi doći od domaćih sektora, preko smanjenja potrošnje države i stanovništva, odnosno rasta agregatne štednje te povećanja profitabilnosti poduzeća. Godinu 2012. stoga treba gledati kao priliku za osiguranje dobre nove startne pozicije. Fiskalna konsolidacija i provedba strukturnih reformi inicijalno iziskuju troškove te nepovoljno djeluju na gospodarski rast, no nužni su za osiguranje održivog rasta. Provedu li se potrebne strukturne reforme, 2013. bi mogla donijeti rast BDP-a.

Slaba domaća potražnja bila je razlog blagih godišnjih stopa rasta potrošačkih cijena tijekom cijele 2011. Izvor inflatornih pritisaka bile su uglavnom cijene nafte te cijene povezanih proizvoda i usluga (kao što su promet i stanovanje), kao i rast cijena prehrambenih proizvoda, što se na domaće cijene reflektiralo preko uvoza. S druge strane, i dalje ostaje velika razlika između cijena proizvođača i potrošača, što svjedoči o slaboj potražnji. U 2012. pritisak potražnje na rast cijena bit će slab. Zbog usporevanja svjetskoga gospodarstva ne očekujemo pritisak na rast cijena nafte s te strane, no one značajno ovise i o geopolitičkim prilikama, što smatramo rizikom za jače inflatorne pritiske. Nadalje, najavljena poskupljenja komunalnih usluga (električna energija, plin, gradski prijevoz) i podizanje stope PDV-a zasigurno će utjecati na rast opće razine cijena, a time i na standard stanovništva.

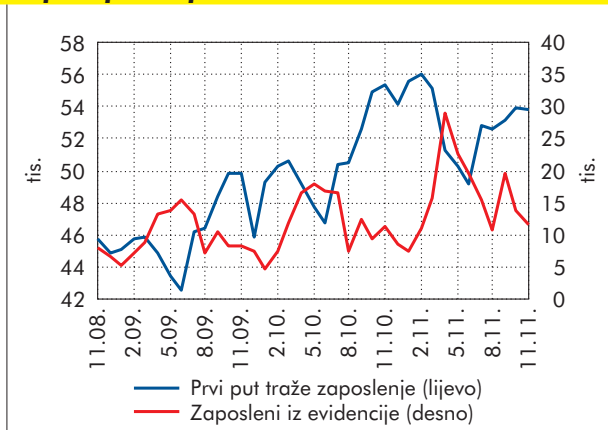
I dalje bez oporavka tržišta rada

Izvorni indeks fizičkog obujma industrijske proizvodnje, 2005. = 100



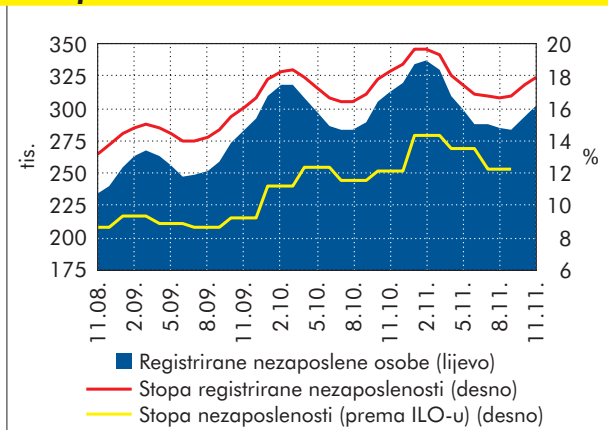
Izvor: DZS

Zapošljavanje



Izvor: HZZ

Registrirane nezaposlene osobe, stope nezaposlenosti



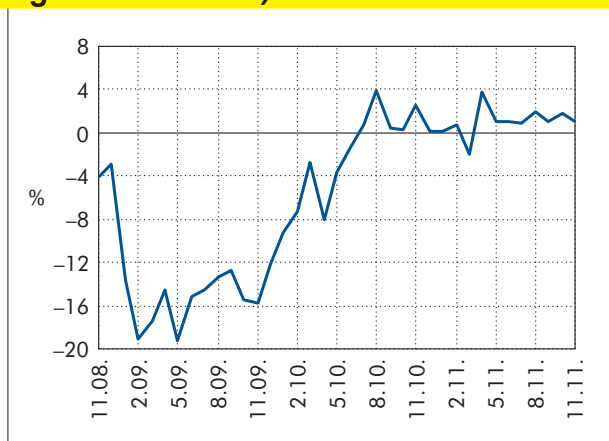
Izvori: DZS, HZZ

Treću godinu zaredom industrijska je proizvodnja ostvarila pad. Razloge za to treba tražiti uglavnom u slaboj domaćoj potražnji i niskoj konkurentnosti. U 2012. očekujemo pad industrijske proizvodnje od oko 2% godišnje, pod utjecajem slabe domaće potražnje, ali i očekivanog pada narudžbi iz inozemstva. Povećanje PDV-a s jedne strane negativno utječe na konkurentnost hrvatskih proizvoda, no s druge strane najavljeno smanjenje parafiskalnih davanja i smanjenje troškova rada trebali bi imati pozitivan utjecaj na konkurentnost. Naravno, treba tek vidjeti koje će od najavljenih mjera biti realizirane. Restrukturiranje i usmjeravanje industrije na specijalizirane proizvode i proizvode visoke dodane vrijednosti, uz istodobno rasterećenje privatnog sektora, ključni su za povećanje konkurentnosti i pripremu hrvatskih poduzeća za nastup na jedinstvenom europskom tržištu.

Nakon završetka središnje turističke sezone broj nezaposlenih je očekivano ponovno počeo rasti te se krajem godine vratio na razinu iznad 300 tisuća. Naizgled pozitivna kretanja na godišnjoj razini, u smislu blagog pada broja nezaposlenih, zapravo su uglavnom posljedica brisanja iz evidencije zbog ostalih razloga, kao što su neredovito javljanje, umirovljenje, uključanje u obrazovanje i slično, a ne zapošljavanja. Pretpostavka oporavka tržišta rada oporavak je realnog sektora i stvaranje novih radnih mjesta, što ne očekujemo u 2012. Štoviše, tri godine gospodarske krize, visoka nelikvidnost i izostanak investicija odrazili su se na poduzeća, koja uglavnom ne zapošljavaju nove radnike, a dio poduzeća neće preživjeti 2012. Otpuštanja zaposlenih moguća su u državnim poduzećima, na primjer u sektoru brodogradnje, a u državnoj i javnoj upravi najavljena je racionalizacija i povećanje učinkovitosti, koji bi trebali rezultirati i smanjenjem masa plaća. Međutim, riječ je o procesu koji zahtijeva zadiranje u tzv. stečena prava i izmjenu rigidnoga radnog zakonodavstva, koji neće proći bez snažnog otpora sindikata. Zbog svega toga očekujemo rast stope nezaposlenosti u 2012. Uz visoki broj nezaposlenih osoba, ključan problem tržišta rada jest participacija radno sposobnih osoba te stopa zaposlenosti, koji su među najnižima u Europi. Prema anketi o radnoj snazi, stopa zaposlenosti iznosi tek 40,4%, pri čemu se broj zaposlenih u posljednje tri godine smanjio za više od 137 tisuća. Angažiranje ljudskoga kapitala u povećanju domaćeg proizvoda trebao bi biti jedan od glavnih zadataka nositelja ekonomskih politika.

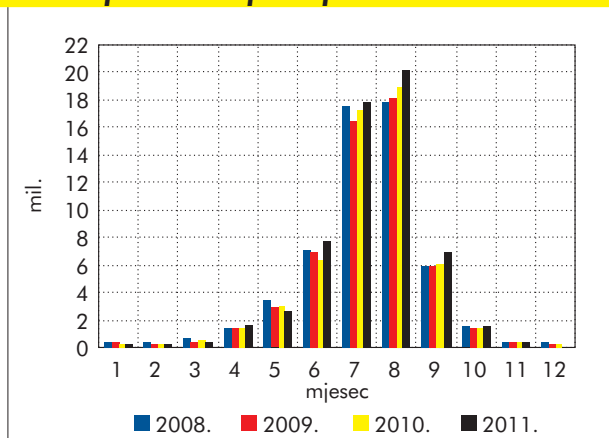
Rast prihoda od turizma

Godišnja stopa rasta prometa od trgovine na malo, realno



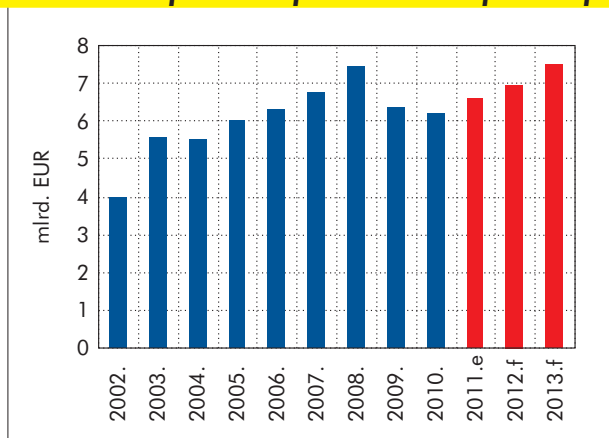
Izvor: DZS

Noćenja turista po mjesecima



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Prihodi od putovanja iz bilance plaćanja



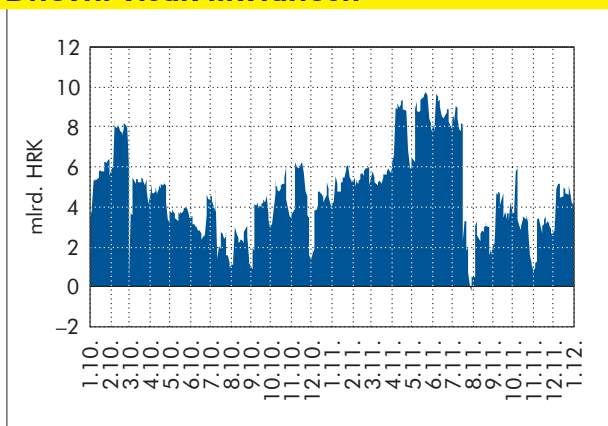
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Vrlo blag rast trgovine na malo u 2011. daleko je od oporavka s obzirom na to da je maloprodaja u prethodne tri godine ostvarivala pad. Tijekom cijele 2011. realne stope rasta bile su vrlo blage uglavnom zbog neizvjesnosti u vezi s oporavkom, visinom dohodaka i budućim primanjima. Budući da u ovoj godini ne očekujemo rast gospodarstva ni rast zapošljavanja, ne očekujemo ni realni rast dohodaka. S druge strane, vjerojatni rast PDV-a i najavljena poskupljenja komunalnih usluga smanjit će raspoloživi dohodak. Osim toga, zbog visoke zaduženosti kućanstava, ona će se u ovoj godini uglavnom razduživati. Tako u 2012. očekujemo blagu stopu pada trgovine na malo, a oporavak tek u 2013., kad bi se i optimizam potrošača trebao oporaviti, pa bi se i neke odgođene kupovine, kao što je kupnja nekretnina ili automobila, mogle realizirati. Međutim, u srednjem roku ne očekujemo da će trgovina na malo odnosno osobna potrošnja predvoditi gospodarski oporavak, nego da će slijediti njegov rast.

Iza nas je dobra turistička godina. U razdoblju od siječnja do studenoga broj turističkih dolazaka je porastao za 7,1% godišnje, a broj turističkih noćenja za 4,8% godišnje. Za razliku od 2010., u 2011. je ostvaren i rast prihoda od turizma. Naime, tekući račun bilance plaćanja pokazuje da su u trećem tromjesečju prihodi od putovanja iznosili 4,2 mlrd. eura, a u prva tri tromjesečja 6,1 mlrd. eura, što je za 6,8% više nego u istom razdoblju 2010. Povoljni učinci prelili su se i na druga područja gospodarstva – turistička je sezona zasigurno pridonijela rastu maloprodaje i intenzivnijem zapošljavanju. Nadalje, prošlu je godinu obilježila i nešto duža sezona pa su vrlo dobri rezultati zabilježeni u predsezoni i postsezoni. Godina pred nama bit će puna izazova s obzirom na očekivanu recesiju u eurozoni, našem najvažnijem emitivnom tržištu. Najava uvođenja niže stope PDV-a u turizmu mogla bi potaknuti snažniji razvoj tog sektora. Niža stopa PDV-a svakako je ohrabrujuća za investitore, ali morala bi biti praćena i drugim mjerama za privlačenje investicija (ukidanjem administrativnih prepreka, donošenjem prostornih planova, pravnom sigurnošću). S druge strane, ne očekujemo da će niža stopa PDV-a utjecati na bitnije smanjenje cijena hotelskog smještaja u središnjem dijelu sezone s obzirom na dobru popunjenost pri sadašnjim cijenama. Prostor za sniženje cijena vidimo u predsezoni i postsezoni, što bi moglo pozitivno utjecati na produljenje sezone.

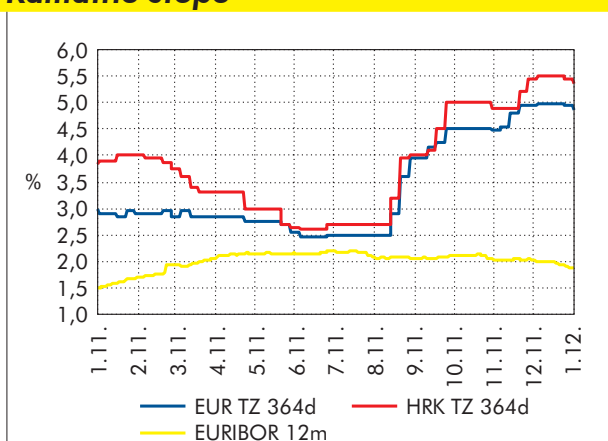
Razdoblje visoke likvidnosti se nastavlja

Dnevni višak likvidnosti



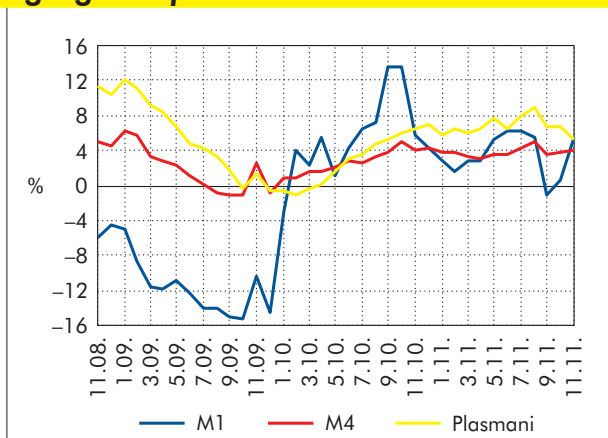
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Kamatne stope



Izvori: reuters.hr, HNB, MF

Međugodišnje stope rasta monetarnih agregata i plasmana



Izvor: HNB

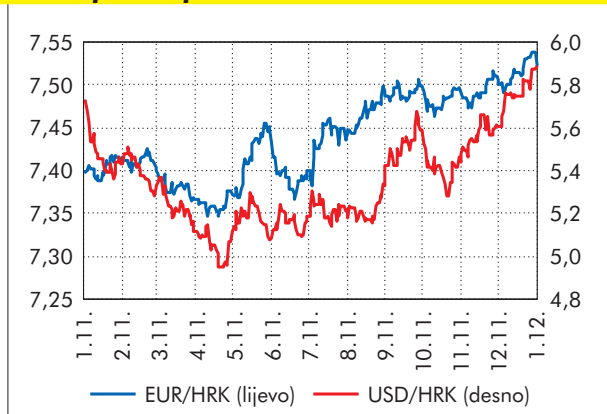
S početkom posljednjeg tromjesečja viša stopa obvezne pričuve banka povećala je potražnju za novcem i potaknula rast kamatnih stopa na tržištu novca. Vrlo brzo, u uvjetima nedostatka potražnje za kreditima, tržište je preplavila izdašna likvidnost. Međutim kamatne stope duljih dospeljeća (iznad 3 mjeseca) zadržale su se na relativno visokim razinama odražavajući tako neizvjesnost i opreznost investitora. Posljedično, uz rast premije rizika, povišeni su prinosi na trezorske zapise. U prvoj polovini godine nastavit će se nepovoljni utjecaji na cijenu kratkoročnog duga. Država se tehnički do drugog tromjesečja ne može zaduživati na vanjskim tržištima, čemu dodatno pridonosi nastavak krize u Europi. U isto vrijeme sezonski se povećavaju potrebe za financiranjem proračunskog deficita. Stoga će rasti ponuda kratkoročnog duga iznad obujma potražnje financijskog sektora pa ne isključujemo nastavak rasta prinosa. Dodatni pritisak na rast prinosa dolaziti će zbog potrebe refinanciranja više od 12,5 mlrd. kuna trezorskih zapisa do kraja lipnja 2012. Ujedno će zbog smanjenog priljeva kapitala iz inozemstva jačati pritisci na tečaj kune pa bi realizacija mjera za stabilizaciju tečaja (poput stope obvezne pričuve) povratno mogla djelovati na rast kamatnih stopa za kratkoročno zaduživanje države. Stablnost prinosa i kamatnih stopa mogla bi biti očuvana tek nedvojbenom porukom Vlade (proračunom) da će bez odgađanja početi strukturne reforme.

Preljevanje rasta kamatnih stopa s državnog duga na privatni sektor usporava niska razina potražnje za kreditima. Pad kamatnih stopa, osobito kod kratkoročnih kredita, zaustavljen je, što će vrlo vjerojatno slijediti i kamatne stope na dugoročne kredite. Štoviše sve su snažniji pritisci u smjeru rasta aktivnih kamatnih stopa. Naime, uz cijenu financiranja banaka visina kamatnih stopa za kredite ovisi o rizičnosti zajmoprimca i cijeni regulacije. Na polju cijene regulacije u RH ne očekujemo promjenu propisa. Međutim regulacija se unutar EU mijenja (povećanje kapitalnih zahtjeva za banke, uvođenje viših omjera likvidnosti i očekivani nameti na financijske transakcije), što će posredno utjecati na cijenu financiranja hrvatskih banaka. Povećana naplata plasmana može neutralizirati rast cijene financiranja banaka. Nažalost, naplata plasmana banaka odvija se u uvjetima produljene recesije gospodarstva i neminovnog čišćenja tržišta od insolventnih poduzeća. Stoga će i s te strane izostati pozitivan utjecaj na visinu kamatnih stopa.



Rast tečaja EUR/HRK se nastavlja i u 2012.

Srednji tečaj HNB-a



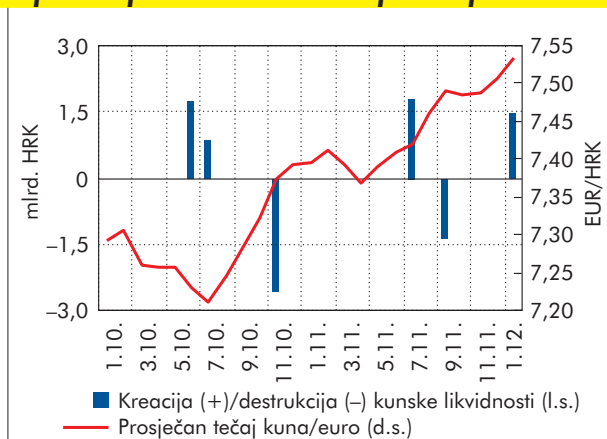
Izvor: HNB

Srednji tečaj HNB-a

Valuta	Srednji tečaj 31.12.2011.	Promjena u odnosu na: 31.12.2010.		
		Tečaj	Kretanje	%
EUR	7,5304	7,3852	↑	1,97
USD	5,8199	5,5683	↑	4,52
CHF	6,1948	5,9300	↑	4,47
GBP	8,9862	8,6084	↑	4,39

Izvor: HNB

Operacije HNB-a i srednji tečaj*



* Ukupan učinak deviznih intervencija i obratnih repo aukcija na kretanje novčane mase

Izvor: HNB

Prognoza tečaja

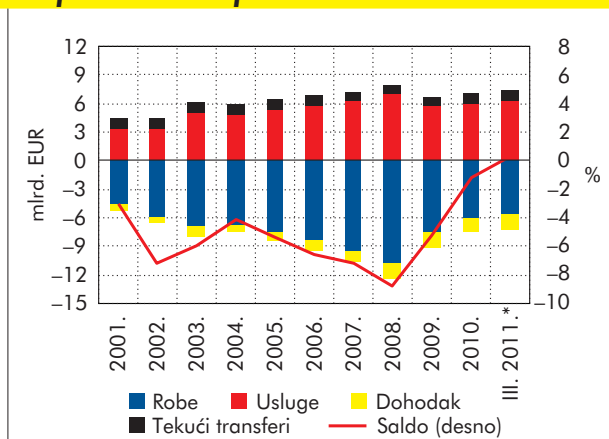
	2012.e	2013.f
EUR/HRK, pr	7,50	7,53
EUR/HRK, kr	7,55	7,57
USD/HRK, pr	5,66	5,79
USD/HRK, kr	5,59	5,82

Kraj godine nije donio promjene na deviznom tržištu. Postojana potražnja za devizama, osobito od strane korporativnog sektora radi podmirivanja dospijuća inozemnih obveza, u uvjetima visoke kunske likvidnosti te skromnog priljeva kapitala iz inozemstva nastavila je stvarati deprecijacijske pritiske na kunu. Dodatno, uz izostanak priljeva deviza na osnovi novog zaduživanja i inozemnih izravnih investicija, na izvoz je počelo utjecati usporavanje oporavaka naših najvažnijih trgovinskih partnera. U 2012. ušli smo sa srednjim tečajem HNB-a iznad 7,53 kune za euro, razinom koja je posljednji put zabilježena početkom 2005. Već u prvom tjednu siječnja HNB je intervenirao na deviznom tržištu prodavši bankama nešto manje od 200 mil. eura, izražavajući spremnost da ostane dosljedan u očuvanju stabilnosti tečaja. Tržište se posljednjom intervencijom tek privremeno primirilo.

U uvjetima neprekidnoga niskog priljeva inozemnoga kapitala tečaj kune prema euru nastavit će biti pod stalnim deprecijacijskim pritiscima, a oni neće oslabjeti do turističke sezone. Priljev kapitala iz inozemstva u privatni sektor umanjit će i učinci regulacije banaka u EU. Financiranje proračunskog deficita iz inozemstva također će biti otežano zbog povećane neizvjesnosti na vanjskim tržištima, kao i zbog mogućeg pada rejtinga države. Još uvijek je nepoznanica koliko će uspješno nova Vlada provoditi fiskalnu konsolidaciju. Načelno možemo prognozirati da će uspješnost u rezanju javnih rashoda pratiti dostupnost kapitala iz inozemstva i obrnuto. A o priljevu kapitala ovisi i način stabiliziranja tečaja. Iako su devizne rezerve središnje banke dovoljne za obranu tečaja u srednjem roku, tečaj EUR/HRK u 2012. mogao bi se kretati iznad prošlogodišnje prosječne razine. Središnja banka na raspolaganju ima i druge administrativne mjere poput dizanja obvezne pričuve i/ili smanjivanja stope minimalno potrebnih deviznih potraživanja. Naime, uz visoku potrebu za refinanciranjem inozemnih obveza prva polovina godine uobičajeno je razdoblje većeg odljeva od priljeva deviza na domaćem tržištu. Osim toga očekivani ulazak eurozone u recesiju (realan godišnji pad od -1% u 2012.) uz fiskalne probleme u rubnim članicama eurozone utjecat će na povećanu averziju prema riziku. U drugom polugodištu tečaj bi se mogao stabilizirati, ali će prosječan tečaj u 2012. biti zamjetno viši no prethodnih godina (blago iznad 7,50 kuna za euro).

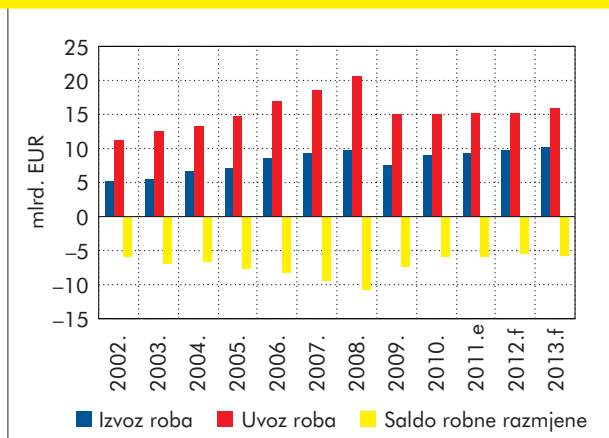
Tekući račun u suficitu, inozemni dug stagnira

Saldo tekućeg računa platne bilance, krajem razdoblja



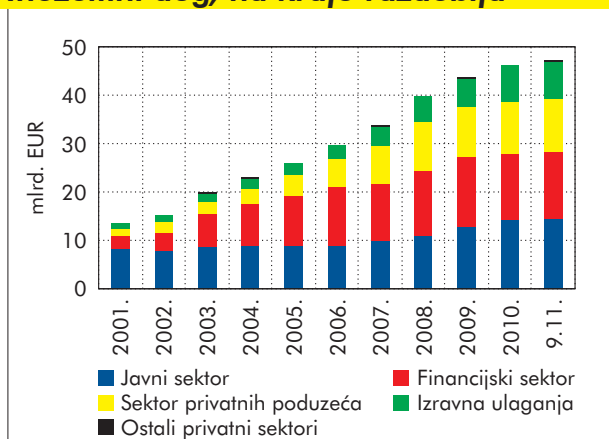
* Kumulativno od IV. tromjesečja 2010. do III. tromjesečja 2011.
Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

Izvoz i uvoz roba



Izvori: DZS, Raiffeisen istraživanja

Inozemni dug, na kraju razdoblja



Izvori: HNB, Raiffeisen istraživanja

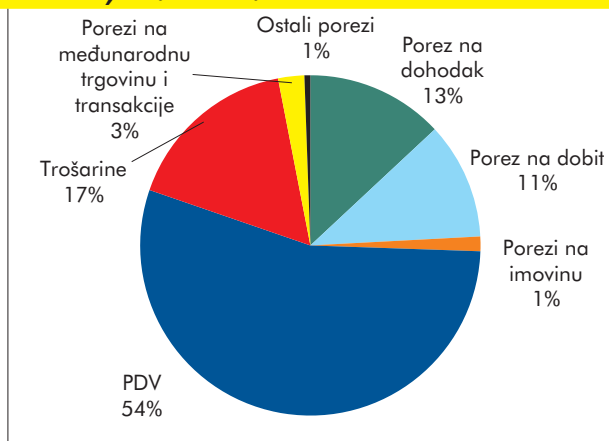
Uobičajeno, u trećem je tromjesečju ostvaren suficit na tekućem računu bilance plaćanja, no zamjetno viši nego u istom tromjesečju prošle godine (+36,9%). Tako je kumulativni saldo tekućeg računa u posljednja četiri tromjesečja pozitivan i iznosi 0,3% BDP-a. Razmjerno visok saldo u trećem tromjesečju (najviši otkad je dostupna statistika) rezultat je rasta prihoda od putovanja i smanjenja deficita na računu roba. Dobri fizički pokazatelji u turizmu dali su naslutiti da bi prihodi od turizma mogli biti veći nego 2010., dok su u vanjskotrgovinskoj razmjeni u trećem tromjesečju još uvijek bila izražena pozitivna kretanja (rast izvoza i pad uvoza na godišnjoj razini). Godina 2011. mogla bi biti prva godina u kojoj je Hrvatska imala uravnotežen tekući račun. Iako su se kretanja u robnoj razmjeni u posljednjem tromjesečju 2011. počela pogoršavati, u ovoj godini ipak očekujemo blagi suficit tekućeg računa s obzirom na to da će uvoz i dalje ograničavati slaba domaća potražnja. S druge strane, izvoz je pri postojećoj strukturi blizu maksimalnoga kapaciteta. Izravna inozemna ulaganja u prva su tri tromjesečja iznosila nešto više od milijardu eura, što je malo više nego u istom razdoblju 2010., ali su i dalje znatno ispod pretkriznih razina. Uz stare probleme kao što su administrativne barijere, visoki troškovi rada i parafiskalna davanja, slab priljev inozemnih investicija posljedica je visoke averzije prema riziku. Ona će i u ovoj godini sprečavati veći priljev investicija, posebno s obzirom na dužničku krizu u eurozoni i vjerojatni ponovni ulazak u recesiju.

Inozemno zaduživanje nastavlja gotovo stagnirati. Stanje duga na kraju rujna pokazuje rast od svega 0,2% u odnosu na kraj 2010. U trećem tromjesečju banke su se uobičajeno razduživale prema inozemstvu, inozemni dug privatnih poduzeća je stagnirao, kao i dug javnih poduzeća, koja su se za vrijeme krize intenzivno zaduživala u inozemstvu. Blagom rastu duga države pridonijelo je izdavanje euroobveznice u srpnju. S obzirom na visoku averziju prema riziku, koja poskupljuje inozemno financiranje, izostanak oporavka domaćega gospodarstva i činjenicu da ne očekujemo značajniji rast kredita banaka, i u ovoj godini očekujemo vrlo umjerenu dinamiku rasta inozemnog duga. U prvoj polovini godine ne očekujemo ni izlazak države na inozemna tržišta, ali ne isključujemo mogućnost priljeva inozemnoga kapitala kroz međunarodne institucije i razvojne banke.



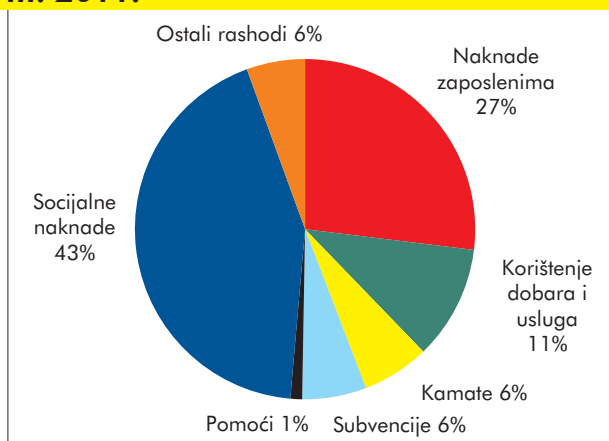
U iščekivanju proračuna nove Vlade

Struktura poreznih prihoda opće države, III. 2011.



Izvor: MF

Struktura rashoda opće države, III. 2011.



Izvor: MF

Javni dug

mil. HRK	Dug opće države	Udio u BDP-u bez jamstava i HBOR-a, u %	Jamstva	Ukupan javni dug*	Udio u BDP-u
2002.	72.604	34,8	16.079	92.508	44,3
2003.	81.114	35,4	15.419	101.459	44,3
2004.	93.127	37,6	12.262	111.230	45,0
2005.	101.739	38,2	12.455	121.333	45,5
2006.	103.037	35,4	14.188	124.911	42,9
2007.	104.660	32,9	17.399	131.622	41,4
2008.	100.622	29,2	33.836	145.236	42,1
2009.	117.733	35,1	38.576	168.656	50,3
2010.	138.003	41,2	44.828	197.353	59,0
2011.e	154.786	45,0	46.000	213.086	61,9
2012.f	181.869	52,4	33.961	228.430	65,8
2013.f	194.579	53,6	30.000	238.579	65,7

* Sa HBOR-om i jamstvima

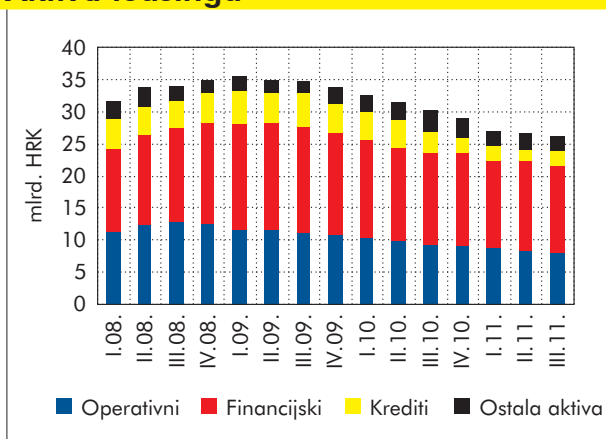
Izvori: MF, DZS, Raiffeisen istraživanja

Produljena recesija opterećena dubokim strukturnim problemima hrvatskoga gospodarstva, pogoršanje vanjskog okruženja i prijetnja pada kreditnog rejtinga tri su osnovna čimbenika koja opisuju okruženje u kojem Vlada mora donijeti državni proračun za 2012. On će se usvojiti najranije u veljači, a već sad je jasno da bi prvi rebalans mogao biti tijekom ljeta. Osim načelnog stava o nužnosti rezanja rashoda detalji su nepoznati, i u pogledu visine i u pogledu strukture. Ostaje nejasno na koji način i kojim intenzitetom će fiskalna konsolidacija zahvatiti rashodnu stranu, što svi priželjkujemo. Barem zasad izglednije je zadiranje u prihodnu stranu proračuna, poput povećanja PDV-a (koliko još uvijek je nepoznanica) i uvođenje više međustopa kako bi se zaštitile socijalno ugrožene kategorije građana i rasteretio dio gospodarstva poput turizma. Nulta stopa PDV-a na kruh, mlijeko i lijekove neće se mijenjati do ulaska u EU 2013. Viši PDV donijet će snažnije pritiske na rast cijena unatoč izostanku potražnje, što dodatno može stvoriti prociklični učinak, ali i motivirati ponovnu praksu prekogranične kupnje. Najavu privatizacije preostalog državnog portfelja (HPB, Croatia osiguranje) i prepuštanje tržišnoj utakmici treba promatrati kao sastavni dio tranzicijskog procesa. Problem se javlja ako se prihodi od privatizacije koriste za tekuću potrošnju umjesto za smanjivanje duga i/ili produktivne investicije. U uvjetima smanjenih priljeva u državni proračun postoji upravo ta opasnost, a postavlja se i pitanje cijene društava obuhvaćenih privatizacijom. Najavljeno rasterećenje najnižih dohodaka (do 3.000 kuna) odnosno njihovo neporezivanje za sobom povlači nekoliko činjenica. Kratkoročno ova mjera ispunjava redistribucijsku i socijalnu ulogu fiskalne politike, ali istodobno potiče poreznu evaziju i sivu ekonomiju. S druge strane nema najave jasnih mjera za racionalizaciju i podizanje učinkovitosti socijalnih izdataka proračuna, koji uz naknade zaposlenicima čine gotovo 70% ukupnih rashoda proračuna opće države.

Naposlijetku, ključno je zapitati se u kojem vremenskom horizontu promišljaju kreatori ekonomske politike. Kratkoročno i statički gledano sve navedeno, mjere mogu poboljšati sliku državnih financija, ali bez fiskalne konsolidacije na rashodnoj strani srednjoročno do dugoročno to znači gašenje požara i nastavljanje starog obrasca, kojim se pritiscima na porezni sustav pokriva manjak u državnoj blagajni.

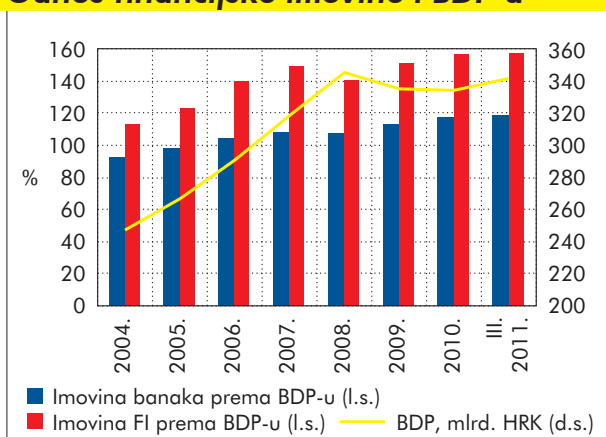
Usporavanje rasta kredita

Aktiva leasinga



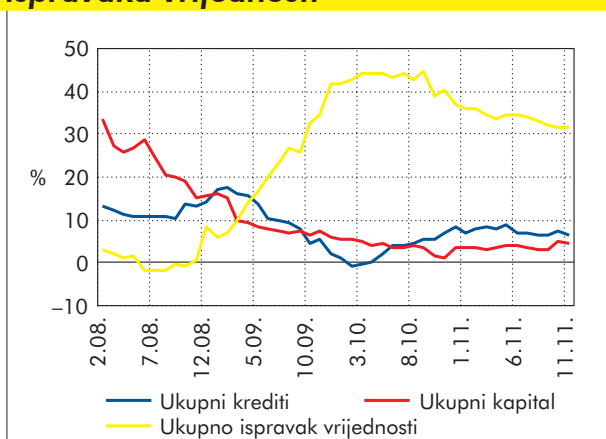
Izvor: HANFA

Odnos financijske imovine i BDP-a



Izvori: HNB, HANFA

Godišnje stope rasta kredita, kapitala i ispravaka vrijednosti



Izvor: HNB

Nakon što su u prvom polugodištu 2011. državni poticaji za kreditiranje poduzeća rezultirali rastom potražnje za kreditima, usporavanje kreditnog rasta u drugoj polovini godine posljedica je rastućeg pesimizma utemeljenog na unutarnjim i vanjskim tržišnim kretanjima. Smanjenje potražnje za kreditima u segmentu kućanstava temelji se na ostvarenom porastu cijene inozemnoga kapitala za domaće financijske posrednike i očekivanom porastu kamatnih stopa na kredite. Dugoročno zaduživanje odgađa i nedovršeni proces ispuhivanja cjenovnog balona na tržištu nekretnina, kao i neugodna iskustva dužnika s posljedicama ugrađenoga valutnog rizika u kreditima vezanima uz švicarski franak. Nakon isteka ljetne turističke sezone uobičajeno se povećava strah zajmoprimaca od pada zaposlenosti i realnih plaća. Uz najavu novog vala recesije domaćega gospodarstva u 2012., smanjena potražnja kućanstava za kreditima ne iznenađuje.

Optimizam u prvom dijelu godine temeljio se u sektoru poduzeća na očekivanom rastu prodaje u inozemstvu, a ne na povećanju prodaje na domaćem tržištu. Razvoj dužničke krize u Italiji i opće usporavanje rasta na europskom tržištu dovodi u drugom polugodištu do pada narudžbi s europskog tržišta. Poduzeća očekuju pad prodaje pa smanjuju potražnju za obrtnim kapitalom. Privatne investicije u padu su još od 2009., a zbog imperativa provedbe fiskalne konsolidacije ne očekujemo ni skori oporavak državnih investicija. Stoga će se potražnja za kreditima poduzeća nastaviti smanjivati. No, dok god je zaduženost sektora poduzeća veća na vanjskom tržištu nego na domaćem, postoji mogućnost povećanja potražnje za kreditima kod domaćih banaka radi refinanciranja dospjelih obveza prema inozemstvu. Pad cijena dužničkih instrumenata u drugom polugodištu 2011. iskaz je povećanja premija hrvatskog rizika. Posljedica je smanjivanje ukupne vrijednosti imovine investicijskih i mirovinskih fondova. Niža investicijska aktivnost poduzeća odrazila se na pad vrijednosti imovine i u leasingu. U prvom polugodištu 2012. ne možemo očekivati jačanje potražnje za uslugama financijskog sektora. Izgledna je jača aktivnost države na kratkoročnom zaduživanju. Stoga predviđamo daljnji rast zaduženosti države kod domaćih banaka. Tek kad država bude u mogućnosti izdati obveznicu na inozemnom tržištu, doći će do smanjivanja potražnje za kreditima kod banaka. Zbog niske razine potražnje privatnog sektora za kreditima ne predviđamo istiskivanje privatnog sektora iz kreditnog potencijala banaka.

Razvoj Europske sigurnosne mreže

Nakon što je grčka dužnička kriza eskalirala u proljeće 2010. postala je jasna očita nužnost formiranja trajnoga održivog mehanizma za stabiliziranje stanja i smanjenje neizvjesnosti na europskim financijskim tržištima. Prelijevanje krize i mogućnost potencijalne nesolventnosti pojedinih država članica postali su ozbiljna prijetnja stabilnosti financijskih tržišta. Financijska tržišta za Grčku su se zatvorila, a akcija spašavanja rezultirala je posebnim financijskim paketom za Grčku EU, MMF-a i ESB-a, koji omogućava premošćivanje financijskog jaza do ponovnog izlaska na tržišta. U međuvremenu postalo je jasno da Grčka neće izaći iz krize bez nepodmirivanja svojih obveza (barem ne u cijelosti). Zabrinutost vezana za solventnost drugih perifernih članica i širenje financijske krize u lipnju 2010. rezultirala je i osnivanjem privremenih mehanizama za stabilizaciju tržišta i pomoć europskim državama u teškoćama preko Europskog fonda za financijsku stabilnost (EFSF) i Europskog financijskog stabilizacijskog mehanizma (EFSM). Oba fonda su privremenog karaktera, operativna prema prvom nacrtu do sredine 2013. ili najkasnije do podmirivanja preuzetih obveza, kad će ih zamijeniti trajni mehanizam, ESM. Ipak, prema posljednjim informacijama ratifikacija izmijenjenih

ugovora EU u nacionalnim parlamentima, koji daju pravnu osnovu za funkcioniranje ESM-a, očekuje se do srpnja ove godine, pa bi ESM postao operativan već ove godine.

EFSM omogućuje Europskoj komisiji da se zaduži na financijskom tržištu u ime EU i na račun proračuna EU do 60 mlrd. eura nakon čega Europska komisija sredstva posuđuje zemljama članicama, koja ta sredstva vraćaju s kamatama. EFSF ima mogućnost emisije obveznica na temelju garantnog fonda država članica eurozone koje u njemu sudjeluju na temelju kapitalnoga ključa ESB-a. Dosad je EFSF na tržište plasirao pet obveznica. Sredstva dobivena izdanjima koriste se kao zajmovi u državama članicama eurozone. Prvotni garancijski fond EFSF-a od 440 mlrd. eura krajem listopada 2011. povećan je na 780 mlrd. eura pa je efektivni kapacitet pozajmljivanja 440 mlrd. eura. Zasad su u program s EFSF-om uključeni Irska (od studenoga 2010.) i Portugal (od svibnja 2011.). Vrijednost programa je 85 mlrd. za Irsku odnosno 78 mlrd. eura za Portugal. Zajedničko u oba programa jest usmjerenost na fiskalnu konsolidaciju i strukturne reforme. Naknadnim izmjenama EFSF-u je omogućeno sudjelovanje u dokapitalizacijama banaka, intervencijama na primarnom tržištu obveznica, ali u posebnim slučajevima i na sekundarnom tržištu obveznica.

EFSF – garantni fond

	Jamstveni ulog, mil. EUR	Ključ raspodjele
Austrija	21.639	2,78
Belgija	27.032	3,47
Cipar	1.526	0,20
Estonija	1.995	0,26
Finska	13.974	1,79
Francuska	158.488	20,31
Njemačka	211.046	27,06
Grčka	21.898	2,81
Irska	12.378	1,59
Italija	139.268	17,86
Luksemburg	1.947	0,25
Malta	704	0,09
Nizozemska	44.446	5,70
Portugal	19.507	2,50
Slovačka	7.728	0,99
Slovenija	3.664	0,47
Španjolska	92.544	11,87
Ukupno	779.784	100,00

Izvor: EFSF

Trajni mehanizam za stabiliziranje eura, tzv. Europski stabilizacijski mehanizam (ESM) trebao bi zamijeniti spomenute privremene mehanizme. Zajmodavni kapacitet ESM-a iznosit će 500 mlrd. eura i osiguravat će financijsku pomoć članicama ako stabilnost eurozone bude ugrožena, na način da države osiguravaju jamstva u vrijednosti od 620 mlrd. eura i 80 mlrd. eura u gotovini (uplate će se izvršavati u pet faza, u razdoblju od 2013. do 2017.). Obveznice koje će izdati novi fond neće uključivati status kreditora s prvenstvom naplate. Time bi se zemljama koje dobiju pomoć olakšao povratak na tržišta jer su prvenstvo naplate obično imali državni ulagači, pa je privatni sektor zbog toga možda zazirao od njihove kupovine. Najvažnija i najdalekosežnija odredba novog mehanizma sastojat će se od toga da će privatni vjerovnici snositi dio tereta ako neka država bude prisiljena restrukturirati svoje dugove.

Europska unija

– cilj koji je sve bliže

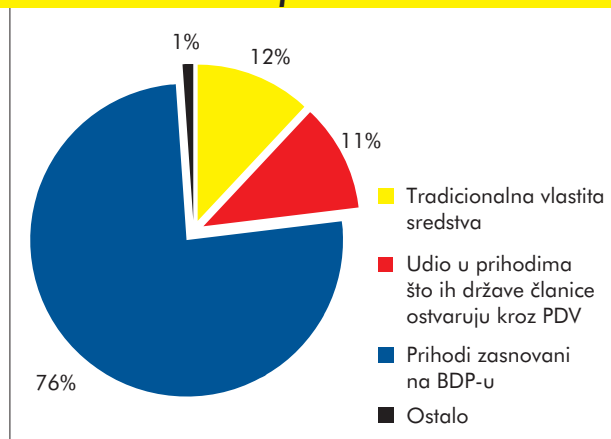
Nakon dugog i iscrpnog procesa pregovora, započetih u listopadu 2005., o pristupanju Hrvatske Europskoj uniji Hrvatska bi trebala 1. srpnja 2013. postati njezina 28. članica. Kao i u posljednja dva kruga proširenja, Hrvatskoj će na raspolaganju biti sredstva iz europskih fondova namijenjena usklađivanju standarda zemlje pristupnice s Europskom unijom. S druge strane, članstvo u Uniji znači i određene financijske obveze za Hrvatsku.

Europska unija je jedinstvena međunacionalna i međuvladina zajednica europskih država (njih 27), koja je nastala kao rezultat suradnje i integracije njezinih članica. Financijski okvir u sklopu kojeg djeluje Unija jest proračun koji se donosi na razdoblje od sedam godina, što znači da se unaprijed određuju granice planiranih izdataka. Proračun

utvrđen za razdoblje od 2007. do 2013. nakon dvije revizije iznosi 864,3 mlrd. eura, a izglasani proračun za 2012. godinu iznosi 147,2 mlrd. eura. Proračun EU financira se vlastitim sredstvima Unije, koja nisu podložna međuvladinim pregovorima. Najveći izvori sredstava su:

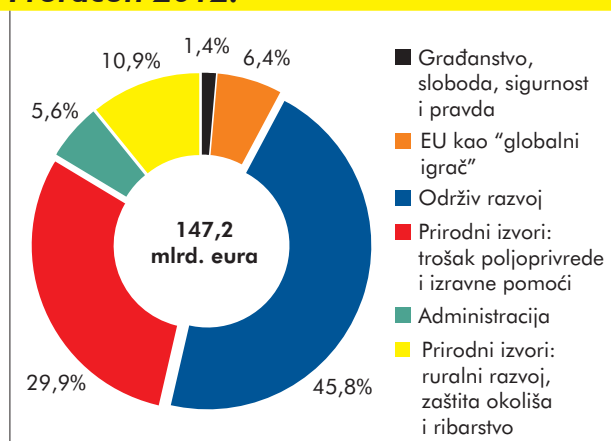
1. Prihodi zasnovani na BDP-u zemalja članica (ta sredstva čine najveći udio u proračunskim prihodima, 76%)
2. Tradicionalna vlastita sredstva koja se odnose na carine koje se naplaćuju na proizvode koji dolaze iz država nečlanica (ta sredstva čine oko 12% proračunskih prihoda)
3. Udio u prihodima od poreza na dodanu vrijednost koji ostvaruju države članice (ta sredstva čine 11% proračunskih prihoda)
4. Ostali prihodi koji se većinom odnose na sredstva prenesena iz prijašnjih godina, doprinose zaposlenika EU te prihode od naplaćenih kazni kompanijama koje su prekršile Zakon o tržišnom natjecanju (ta sredstva čine 1% proračunskih prihoda).

Kako se financira proračun EU



Izvor: EU

Proračun 2012.



Izvor: EU

Prema zaključcima Europskog Vijeća iz Kopenhaga 1993., države iz Srednje i Istočne Europe, ako to žele, mogu postati članice EU. Međutim moraju zadovoljavati tri glavna kriterija: politički kriterij, ekonomski kriterij i kriterij mogućnosti ispunjavanja obveza članstva u EU. Politički kriterij obuhvaća stabilne institucije koje jamče demokraciju, vladavinu prava, ljudska prava te poštovanje i zaštitu nacionalnih manjina. Ekonomski kriterij se odnosi na stabilno i konkurentno tržišno gospodarstvo, a obveze članstva u EU podrazumijevaju prihvaćanje ciljeva političke, gospodarske i monetarne unije. Lisabonskim ugovorom, između ostalog, utvrđeno je da države članice moraju poštivati načela stabilnih cijena, zdravih javnih financija i monetarnih uvjeta te održive platne bilance. Uz obveze koje zemlje članice moraju ispunjavati, EU donosi mogućnost financiranja preko europskih fondova, kako bi zemlje članice održale i pojačale razvoj i konkurentnost svojih gospodarstava. Fondovi čija sredstva će biti namijenjena Hrvatskoj su Strukturni fondovi i Kohezijski fond, koji su u službi provedbe kohezijske politike EU. Ciljevi koje EU želi ostvariti kroz europske fondove odnose se na konvergencije regija čiji je BDP po stanovniku ispod 75% europskog



prosjeka (gotovo polovina proračuna namijenjena je tim regijama), razvijenijih regija čiji je BDP iznad 90% europskog prosjeka te tranzicijskih regija čiji je BDP između 75 i 90% europskog prosjeka. Na razini NUTS II Hrvatska se dijeli na tri regije: Sjeverozapadnu Hrvatsku, Središnju i istočnu (Panonsku) Hrvatsku i Jadransku Hrvatsku. Sve tri regije nalaze se ispod 75% prosjeka EU.

Kohezijska politika EU osmišljena je kako bi se umanjile društveno-ekonomske razlike između zemalja članica EU i neujednačenost razvoja njezinih regija. Osim razlika u visini BDP-a po stanovniku, razlike se očituju i u kvaliteti infrastrukture, kvaliteti okoliša, nezaposlenosti, obrazovanosti i stručnosti radne snage, razini razvoja poslovne infrastrukture, razini ulaganja u istraživanje i razvoj te stupnju korištenja tehnologije u poslovnim procesima. Uspješnom provedbom kohezijske politike EU smanjuju se navedene razlike između zemalja članica te se ostvaruju tri najbitnija cilja koja EU želi ostvariti njezinom provedbom. To su konvergencija, regionalna konkurentnost i zapošljavanje te europska teritorijalna suradnja (jačanje prekogranične, transnacionalne i međuregionalne suradnje). Vođeća načela kohezijske politike odnose se na programski pristup, sufinanciranje (Strukturni fondovi i Kohezijski fond sufinanciraju se uglavnom uz pomoć javnih nacionalnih ili regionalnih sredstava) te partnerstvo (između Europske komisije i Vlade

zemlje članice, između širokoga kruga društveno-ekonomskih sudionika zemlje te između vladinih i nevladinih organizacija).

Instrumenti, odnosno fondovi, pomoću kojih će sredstva biti dostupna zemljama koje ispunjavaju uvjete jesu Kohezijski fond i Strukturni fondovi – Europski fond za regionalni razvoj (EFRR) i Europski socijalni fond (ESF). Fondovi nadopunjuju nacionalne i regionalne strategije zemalja članica EU. U razdoblju od 2007. do 2013. za kohezijsku politiku Unije namijenjeno je 308 mlrd. eura od 864,3 mlrd. eura ukupnog proračuna EU, a u razdoblju od 2014. do 2020. godine namijenjeno je 376 mlrd. eura. Najveći dio novca namijenjen je izravnoj potpori i razvoju konkurentnosti europskih regija (nešto više od 89% sredstava), a ostatak je namijenjen budućem fondu, iz kojega će se financirati prometna, energetska i telekomunikacijska infrastruktura. Stoga će najveći poticaj u idućem proračunskom razdoblju biti u jačanju rasta i konkurentnosti.

EU je sredinom listopada prošle godine prihvatio tzv. paket o proširenju, koji sadrži izvješća o napretku Hrvatske u pogledu provedenih reformi te povoljno mišljenje za pristupanje Hrvatske EU. Naposljetku, 9. prosinca 2011. u Bruxellesu potpisan je Ugovor o pristupanju Hrvatske EU. Iako Hrvatsku očekuje daljnja provedba reformi pravosuđa,

Financijski pregled pretpristupnog programa IPA, komponente I – V na dan 30. 6. 2011. (u 000 EUR)

	IPA I 2007.*	IPA I 2008.*	IPA I 2009.*	IPA II 2007.–2008.	IPA II 2009.	IPA III 2007.–2011.	IPA IV 2007.–2011.	IPA V 2007.–2011.
Dodijeljena sredstva	44.554	41.347,	42.101	5.359	2.760	257.350	69.977	129.400
Ugovorena sredstva	41.101	23.108	5.685	4.998	133	53.681	33.592	11.094
Ugovoreno/dodijeljeno	92,3%	55,9%	13,5%	93,3%	4,8%	20,9%	48,0%	8,6%
Primljena sredstva od EK	28.390	16.003	8.786	1.977	0	54.198	16.353	11.603
Plaćeno krajnjim korisnicima	27.951	10.754	5.197	3.069	107	11.911	18.901	428
Plaćeno/ugovoreno	68,0%	46,5%	91,4%	61,4%	80,0%	22,2%	56,3%	3,9%

* Ukupno ugovorena i isplaćena sredstva obuhvaćaju i članarine za Programe EU.
Izvor: MF

IPA 2009. – 2013. (dodijeljena sredstva, u 000 EUR)

IPA komponenta	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	Ukupno (2007.–2013.)
Pomoć u tranziciji i izgradnja institucija	45,6	39,5	40,0	40,0	19,3	279,4
Prekogranična suradnja	15,9	15,6	15,9	16,4	8,5	96,7
Regionalni razvoj	49,7	56,8	58,2	57,6	31,0	345,9
Razvoj ljudskih potencijala	14,2	15,7	16,0	16,0	9,0	95,0
Ruralni razvoj	25,8	26,0	26,5	26,2	27,7	183,3
UKUPNO	151,2	153,6	156,5	156,2	95,5	1.000,3

Izvor: Europska komisija, Multi-annual indicative financial framework for 2012–2013 (12.10.2011.)

Financijski paket za pristupanje RH EU (prema datumu pristupanja 1. srpnja 2013.)

Odobrena sredstva Hrvatskoj za razdoblje 1.7. – 31.12. 2013. (u mil. eura, u tekućim cijenama)	
Sudjelovanje u inicijativama i programima EU	47,4
Strukturni fondovi i kohezijski fond	449,4
Kohezijski fond	149,8
Strukturni fondovi	299,6
Poljoprivreda i ruralni razvoj	20,40*
Tržišne mjere	9,0
Potpora sektoru vina	3,2
Izravna plaćanja poljoprivrenicima	93,3
Tzv. minska omotnica	2,4
Potpora ruralnom razvoju (IPARD)	13,9
Europski fond za ribarstvo	8,7
Ostale mjere, inicijative i programi EU na ovom području	2,7
Građanstvo, sloboda, sigurnost i pravda	73,3
Schengenski instrument	40,0
Prijelazni instrument	29,0
Ostale mjere, inicijative i programi EU na ovom području	4,3
Administracija	22,0
Instrument za jačanje novčanog toka	75,0
Ukupno	687,5
Ukupno (uključujući izdatke u kurzivu)	800,2
Procjena uplata RH u proračun EU	267,7

* Stavke u kurzivu unatoč raspodijeljenim sredstvima koristiti će se u 2014. godini, izuzev IPARD, koji je već uključen u paket 2007.–2013.

Izvor: Ministarstvo vanjskih i europskih poslova, Financijski paket

borba protiv korupcije i zaštita ljudskih prava te niz zadaća koje treba ostvariti (ponajprije reforma javnih financija), čije će se provođenje pratiti do ulaska u punopravno članstvo, Hrvatska je uspješno završila dugogodišnje pregovore. U tijeku pregovora Hrvatskoj kao državi sa statusom kandidata za članstvo EU odobrena su sredstva u sklopu Instrumenta pretpristupne pomoći (IPA). On je namijenjen zemljama prije pristupanja EU kako bi im se omogućila pomoć za provedbu političkih, ekonomskih i institucionalnih reformi te kako bi ih one uskladile sa standardima EU, što omogućuje kvalitetnu pripremu za korištenje strukturnih fondova. Financijska vrijednost za razdoblje od 2007. do 2013. za Hrvatsku iznosi 1 mlrd. eura te se sastoji od pet komponenti: jačanja kapaciteta i izgradnje institucija (IPA I), prekogranične suradnje (IPA II), regionalnog razvoja (IPA III), razvoja ljudskih potencijala (IPA IV) i ruralnog razvoja (IPA V). Nadalje, prema Financijskom paketu za pristupanje Hrvatske EU (prema datumu pristupanja 1. srpnja 2013.) ukupno odobrena sredstva za Republiku Hrvatsku

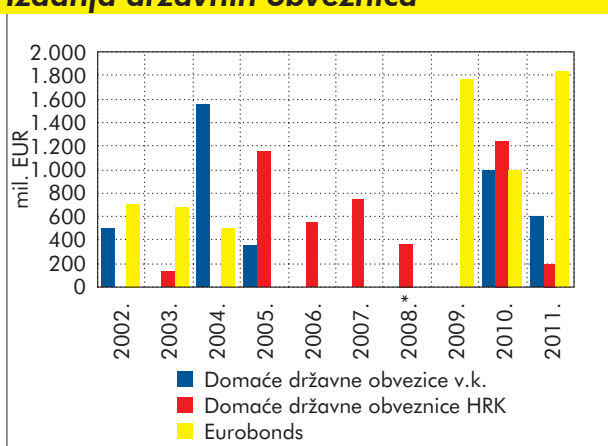
iznose 687,5 mil. eura. Stavljena su na raspolaganje, a Hrvatska ih može iskoristiti u drugoj polovini iduće godine (znači u prvih šest mjeseci članstva). Najveći dio tog iznosa (više od 65%) odnosi se na sredstva obuhvaćena Strukturnim fondovima i Kohezijskim fondom, dok se značajan dio sredstava (5,8%) odnosi na tzv. Schengenski instrument, koji je predviđen u sklopu privremenih instrumenata za nove članice, a služi za financiranje mjera na novim vanjskim granicama Unije. Za poboljšanje neto proračunske pozicije Hrvatske u prvoj godini članstva izdvojeno je oko 10% ukupno odobrenih sredstava u sklopu instrumenta za jačanje novčanog toka. Prema procjenama Europske komisije, u drugoj polovini 2013. Hrvatskoj bi moglo biti isplaćeno oko 374,3 mil. eura, a dinamika preostalog dijela sredstava najvećim će dijelom ovisiti o Hrvatskoj i provedenim reformama i usklađenjima. Pritom treba uzeti u obzir da je krajnji rok za povlačenje sredstava iz Kohezijskog fonda i Strukturnih fondova 31. prosinca 2016. S druge strane, procjenjuje se da bi Hrvatska u prvih šest mjeseci članstva trebala uplatiti u proračun EU oko 267,7 mil. eura, što bi u odnosu na odobreni iznos trebalo značiti da bi Hrvatska mogla u drugoj polovini iduće godine povući znatno veći iznos iz proračuna EU u odnosu na svoju obvezu.

Naposljetku sredstva iz fondova zapravo su povoljan način financiranja nužnih promjena, koje će domaće gospodarstvo učiniti konkurentnijim. Sredstva su nepovratna, ali iziskuju i financijske napore druge strane (jedinica lokalne samouprave, poduzetnika i slično) kroz sufinanciranje, što osigurava određenu ozbiljnost u predlaganju projekata i njihovoj provedbi. Sredstvima će moći biti financirani brojni strukturni projekti, kao što je izgradnja ili osuvremenjivanje cestovne i željezničke mreže te projekti u energetici i zaštiti okoliša (primjerice pogoni za zbrinjavanje otpada). Brojne su mogućnosti za to da povlačenjem sredstava iz fondova EU osiguramo sredstva za projekte koji mogu bitno ubrzati gospodarski napredak Hrvatske i poboljšati kvalitetu života. To je posebno važno iz perspektive trogodišnjeg pada investicija i visoke averzije prema riziku, koja čini izvore financiranja skupima. S obzirom na dugogodišnje korištenje sredstava iz različitih pretpristupnih programa (IPARD, SAPARD, IPA), potrebnog iskustva ne bi trebalo nedostajati. Nadalje, jedan od ključnih čimbenika jest motivacija i priprema kvalitetnih projekata, čiji će pozitivni učinci biti dugoročni.



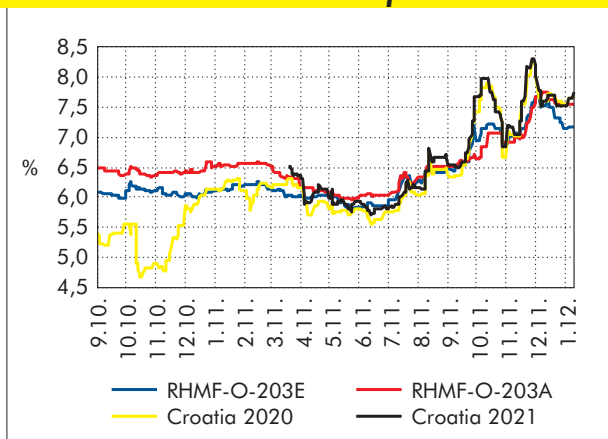
Niska likvidnost, ali i rast premije rizika

Izdanja državnih obveznica



* 2-godišnji trezorski zapis MF-a
Izvori: MF, Raiffeisen istraživanja

Prinosi na hrvatska izdanja



Izvor: Raiffeisen istraživanja

Rejting Hrvatske i zemalja regije*

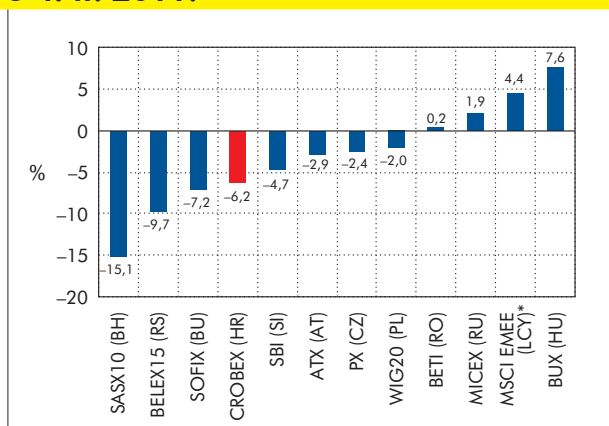
	S&P	Moody's	Fitch
Hrvatska	BBB-	Baa3	BBB-
Bugarska	BBB	Baa2	BBB-
Slovačka	A	A1	A+
Poljska	A-	A2	A-
Mađarska	BB+	Ba1	BB+
Slovenija	A+	A1	AA-
Češka	AA-	A1	A+
Rumunjska	BB+	Baa3	BBB-

* Dugoročno, strana valuta, od 13.1.2012.
Izvori: Rejtinške agencije, Raiffeisen istraživanja

Iako u nešto skromnijem obujmu, aktivnosti države na tržištima kapitala nastavile su se i u 2011. Nakon dolarskog izdanja u ožujku (1,5 mlrd. dolara) država je osobito bila aktivna tijekom ljeta (izdajući 750 mil. eura na inozemnim tržištima, 600 mil. eura obveznica uz valutnu klauzulu i 1,5 mlrd. kuna čistih kunskih izdanja na lokalnom tržištu). Potom je uslijedilo razdoblje volatilnosti, nesigurnosti i neizvjesnosti. Uz vrlo slabo gospodarstvo i nagomilane probleme iz prethodnih razdoblja, dužnička kriza u Europi i visoka averzija prema rizičnijoj imovini prelila se i na hrvatske dužničke vrijednosnice. Dodatni negativni čimbenik krajem prošle i početkom ove godine došao je s regionalnog tržišta, odnosno iz Mađarske, čiji je investicijski rejting smješten u špekulativnu kategoriju. Premija rizika od kolovoza 2011. ima tendenciju rasta i vrlo vjerojatno će se zadržati na visokim razinama i tijekom prve polovine 2012. Zahtijevani prinosi na desetogodišnja domaća kunska i valutna izdanja kao i na euroobveznice zadržavaju se na oko 7,5%. Umjerena likvidnost i dalje će dominirati hrvatskim izdanjima s obzirom na to da je fokus tržišnih sudionika uglavnom usmjeren prema kratkoročnom dugu odnosno trezorskim zapisima Ministarstva financija. Dospijeca euroobveznica nema do travnja 2014., ali već u svibnju dopijeva državno desetogodišnje izdanje uz valutnu klauzulu (500 mil. eura). Ne treba zaboraviti ni obveze po kuponima od prethodnih izdanja, koje zajedno s spomenutim obvezama po dospelju premašuju 9 mlrd. kuna. Prema našim očekivanjima ovogodišnje potrebe središnje države namirit će se i na domaćem i na inozemnom tržištu, pri čemu je izlazak na inozemna tržišta nerealno očekivati u prvoj polovini godine, što zbog krize u Europi, što zbog unutarnjih čimbenika. Proračun za 2012. godinu usvojiti će se najranije u veljači. Tek tad mogu započeti pripreme za izdavanje državnih obveznica. Dotad se i dospjeli dugovi i tekući deficit središnje države mogu financirati samo kratkoročnim zaduživanjem na domaćem tržištu. Time se pojačava potražnja države od domaćih banaka, što u uvjetima smanjene ponude kapitala iz inozemstva i ograničenih domaćih izvora financiranja povećava cijenu zaduživanja. Vraćanje ravnoteže na lokalno financijsko tržište očekujemo u drugom tromjesečju ako ne padne kreditni rejting države. Pad rejtinga neminovno podrazumijeva zamjetno više troškove zaduživanja, produblivanje recesije i daljnji pad životnog standarda. U takvom scenariju razvoja događaja ne isključujemo početak pregovora s MMF-om radi stabilizacije situacije.

Raslojavanje među sastavnicama CROBEX-a

Regionalni indeksi – prinosi u 4. tr. 2011.

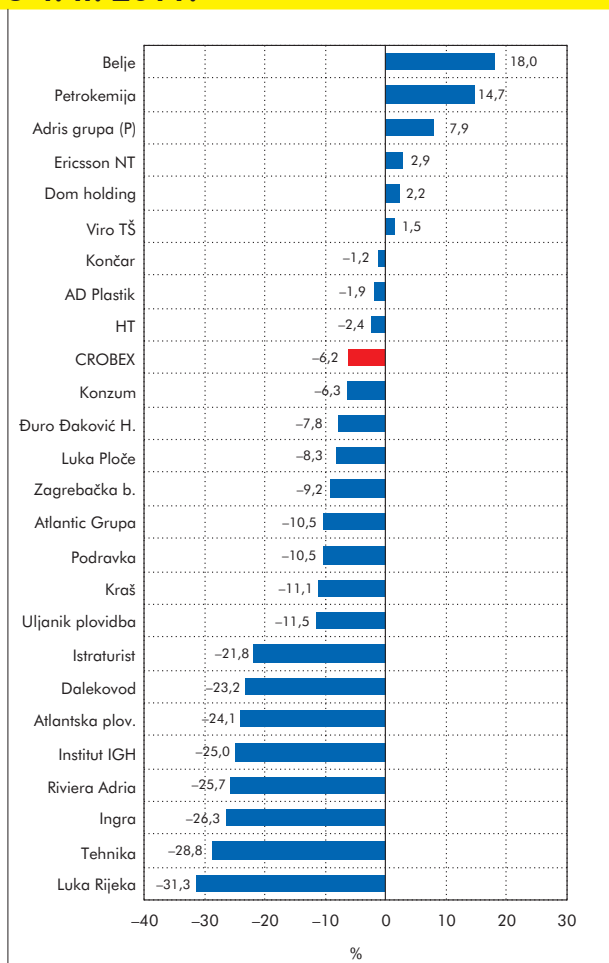


* MSCI Emerging Market Eastern Europe

Napomena: U lokalnoj valuti na dan 31.12.2011.

Izvori: Bloomberg, Raiffeisen istraživanja

Povrati sastavnica CROBEX-a u 4. tr. 2011.



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Regionalni povrati. Posljednje tromjesečje u 2011. dionički indeksi u regiji SIE zaključili su s različitim predznacima. Unutar ove skupine najveći pad ostvarile su burze Jugoistočne Europe, s izuzetkom Rumunjske. Manji pad indeksa imale su dionice u Srednjoj Europi. Ruski indeks MICEX ipak je imao pozitivno tromjesečje, a mađarski je BUX ostvario rast od odličnih 7,6%. Rast MICEX-a je bio potaknut još uvijek visokim cijenama nafte i slabijom povezanošću s glavnim razlozima pada ostalih indeksa, dužničkom krizom u eurozoni i sudbinom eura. Rast mađarskog indeksa proistekao je ponajprije iz rasta dionice MOL-a od 16,4%, koja ima značajan udio u indeksu, ali i iz rasta dionica defanzivnih industrija, konkretno, farmaceutskih dionica te dionica nacionalnog telekoma, koje su u sastavu indeksa. Na godišnjoj razini najviše su ipak pali indeksi Srednje Europe predvođeni austrijskim ATX-om, koji je ostvario pad od 35% u odnosu na 2010., dok su ostali indeksi iz ove regije pali između 20% i 30%. Indeksi Jugoistočne Europe 2011. su zaključili s padom od 10% do 20% u odnosu na godinu prije.

Povrati i prometi sastavnica CROBEX-a. Povrati sastavnica CROBEX-a u posljednjem tromjesečju 2011. također bi se mogli svrstati u razrede. Najviše su porasle dionice Belja i Petrokemije, koje su ostvarile dobre operativne rezultate poslovanja tijekom devet mjeseci. Rast veći od indeksa ostvarile su i dionice kompanija koje imaju i prinos od dividende (HT, Ericsson NT, AD Plastik, Končar i Viro). Južnije od CROBEX-a našle su se uglavnom dionice defanzivnih sektora, a najgore su prošle dionice cikličnih industrija poput brodarstva i građevinarstva. Povrat dionica brodarskih kompanija bio je slabiji u odnosu na vodeće indekse tog sektora: indeks BDI pao je za 8,5%, dok su tankerski indeksi ostvarili rast od 25% i 33% tijekom promatranog tromjesečja. U ovoj skupini našle su se i dionice turističkih kompanija unatoč dobroj sezoni. Na zaustavljanje pada redovnog prometa nije utjecao ni povratak u trgovanje dionica lne krajem četvrtog tromjesečja 2011. Na razini tromjesečja redovni promet dionicama pao je za 36% u odnosu na prethodno razdoblje. Na godišnjoj razini pad iznosi 9,4% u odnosu na 2010. Tržišna kapitalizacija dionica na burzi tijekom 2011. pala je za 10 mlrd. kuna te iznosi 130,6 mlrd. kuna.



Najavljeno uvođenje poreza na dividendu

Pokazatelji sastavnica CROBEX-a

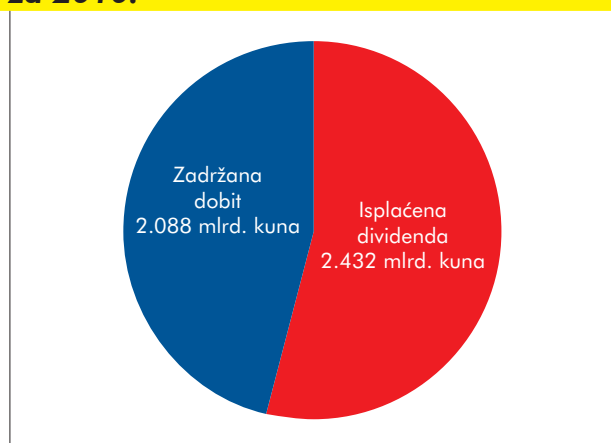
Izdavatelj dionice u CROBEX-u	Trž.kap. (mlrd. HRK)	P/E	EV/EBIT	Free float
HT	19.817,0	10,8	7,7	36,7%
Zagrebačka banka*	12.975,9	8,7	n.p.	3,8%
Konzum	3.722,6	8,8	4,6	6,0%
Adris grupa (P)	3.546,9	6,1	1,3	79,6%
Atlantic Grupa	1.667,2	57,5	14,4	17,6%
Ericsson NT	1.428,4	19,8	30,4	41,8%
Končar	1.322,1	8,9	25,7	32,7%
Podravka	1.211,0	11,8	10,6	35,2%
Riviera Adria	1.001,5	155,5	26,5	29,0%
Istraturist	836,8	46,0	15,1	12,5%
Belje	698,2	neg.	13,1	24,3%
Petrokemija	651,5	6,2	5,9	43,8%
Luka Rijeka	615,9	391,6	neg.	16,3%
Kraš	582,3	22,9	71,3	73,4%
Viro TŠ	544,8	10,1	14,0	23,9%
Valamar Adria Holding	504,6	neg.	61,0	41,1%
Atlantska plov.	456,3	14,0	13,3	79,3%
AD Plastik	426,2	6,6	9,1	64,8%
Luka Ploče	303,7	15,3	33,9	52,3%
Dalekovod	290,2	neg.	neg.	77,2%
Đuro Đaković Holding	161,7	neg.	neg.	39,5%
Tehnika	122,4	107,8	189,3	65,6%
Institut IGH	118,9	36,9	12,6	87,3%
Ingra	90,9	neg.	neg.	94,3%
Uljanik plovidba	45,5	14,0	neg.	88,3%

* Na temelju nekonsolidiranih izvještaja

Napomena: Cijene dionica na dan 31.12.2011., a fundamenti na temelju poslovanja tijekom 12 mjeseci zaključno s 30.9.2011.

Izvori: Zagrebačka burza, SKDD, Raiffeisen istraživanja

Raspodjela dobiti sastavnica CROBEX-a za 2010.



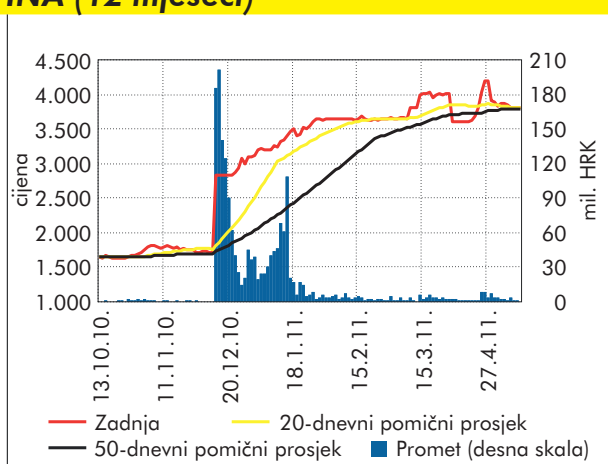
Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

Usporedni pokazatelji poduzeća. Na temelju cijena na kraju 2011. i fundamentalnih pokazatelja sastavnica CROBEX-a za razdoblje poslovanja od 12 mjeseci, koje završava 30. rujna 2011., izračunali smo vrednovanje dionica u sastavu indeksa. Medijan omjera P/E sastavnica indeksa CROBEX iznosi 13,98x, a gotovo isti je i omjer EV/EBIT, 13,97x. U usporedbi s tim srednjim vrijednostima prema objema multiplama uvjerljivo najatraktivnije je vrednovana povlaštena dionica Adrisa, a slijedi dionica Petrokemije. Prema operativnim rezultatima poslovanja (mjereno multiplom EV/EBIT) ispod srednje vrijednosti se nalazi i dionica Belja, dok je zbog visokih financijskih troškova neto dobit negativna. Ukupno gledano, niže od medijana su multiple dionica kompanija koje su (uz rast ili manji pad cijene) ostvarile dobre rezultate poslovanja u prethodnoj godini, a većina ih je iz defanzivnih sektora. S druge pak strane većina dionica koje su relativno visoko vrednovane su dionice cikličkih sektora, koje su i najviše izgubile na vrijednosti. Ipak, usporedno vrednovanje prema multiplama EV/EBIT i P/E nije moguće primijeniti na sve dionice, odnosno primjenjivo je samo na one kompanije koje su ostvarile pozitivnu operativnu dobit odnosno neto dobit.

Uvođenje poreza na dividendu. Od najavljenih mjera nove Vlade za tržište kapitala najvažnije je uvođenje poreza na dividendu i uvođenje olakšica za reinvestiranu ili zadržanu dobit. U tom smislu smo napravili presjek sastavnica CROBEX-a. Od 25 sastavnica indeksa, devet kompanija je isplatilo dividende za 2010. godinu, isto toliko ih je zadržalo ostvarene dobiti, a njih sedam je poslovalo s gubitkom. Od ukupne dobiti kompanija s pozitivnim neto rezultatom za dividendu je ukupno isplaćeno 54%, odnosno oko 2,4 mlrd. kuna, a ostatak je raspoređen u zadržanu dobit. Ipak, isplata dividendi za 2011. mogla bi biti u smanjenom iznosu, što zbog slabijih rezultata nekih kompanija u odnosu na 2010., što zbog činjenice da su neke od isplaćenih dividendi bile isplaćivane iz zadržanih dobiti prethodnih godina, a dodatno bi se mogle smanjiti i zbog najave oporezivanja. Naposljetku, procjenjujemo da će za 2011. prinos od dividende za CROBEX iznositi 3,6%, nešto manje u odnosu na prinos od 3,7%, koliko je iznosio 2010. godine.

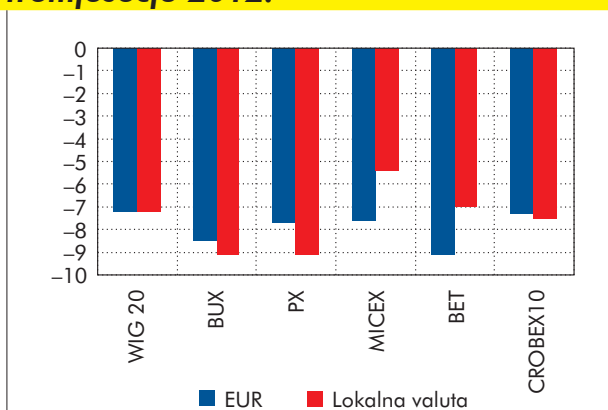
Bez oporavka u 1. tromjesečju 2012.

INA (12 mjeseci)



Izvori: Zagrebačka burza, Raiffeisen istraživanja

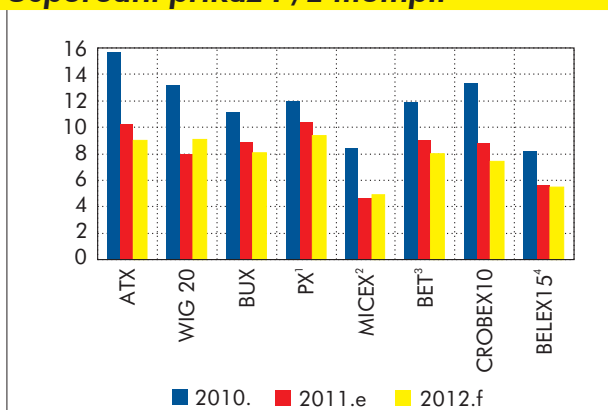
Očekivano kretanje indeksa u 1. tromjesečju 2012.



* U 23:59 sati

Izvor: Raiffeisen istraživanja

Usporedni prikaz P/E multipli



¹ Češka (PX): bez Erste Group i Vienna Insurance Group; ² Rusija (MICEX): bez Inter RAO, Sberbank Pref. i Surgutneftegaz Pref.; ³ Rumunjska (BET): bez SSIF Broker; ⁴ Srbija (BELEX 15): bez Alfa Plam, Aerodrom, Imlek, Jubmes banka i Veterinarski

Izvori: Thomson Reuters, IBES, Raiffeisen istraživanja

Vrednovanje tržišta i očekivanja. Slično kao i u prethodnom razdoblju, u prvom tromjesečju 2012. očekujemo da će se investitori ponajprije fokusirati na vijesti s ekonomsko-političke scene, konkretno na razvoj događaja u eurozoni, a u manjoj mjeri na fundamente kompanija. Makroekonomska očekivanja za većinu zemalja regije SIE nisu optimistična (osim za Poljsku) zbog visoke izvozne ovisnosti o tržištima eurozone, tako da s te strane teško možemo očekivati potporu dioničkim tržištima. Unatoč relativno povoljnim unutarnjim faktorima na pojedinih tržištima smatramo da će vanjski utjecaji prevladati te očekujemo pad svih indeksa u regiji. Ruski indeks MICEX najatraktivnije je vrednovan, s očekivanim omjerom P/E u 2012. od tek 4,9x. Relativno otpornijim u odnosu na ostale indekse čini ga značajan udio dionica energetskog sektora i očekivani rast BDP-a od 3,2% u 2012. Ipak, zbog globalno nepovoljnog sentimenta i ruski indeks bi mogao ostvariti pad u prvom tromjesečju 2012. U skladu s povećanom averzijom prema riziku smatramo da će investitori biti usmjereniji na manje rizične klase imovine. Na dioničkim tržištima fokus bi i dalje mogao biti na dionicama defanzivnih sektora. Averziju prema riziku dodatno pojačava moguće smanjenje rejtinga mnogim zemljama regije u prvom tromjesečju 2012. Oporavak većine indeksa očekujemo u drugoj polovini godine.

Na domaćem tržištu u 2012. također očekujemo nastavak averzije prema riziku i rezerviranosti investitora zbog neizvjesnosti oko europske dužničke krize. Neke značajnije promjene i povećanje likvidnosti ne očekujemo prije poboljšanja ekonomske situacije, a investitori će svakako pratiti poteze nove Vlade. Živost i dozu optimizma u 2012. na Zagrebačku burzu bi mogle donijeti moguće privatizacije državnih kompanija zbog stanja u javnim financijama, naravno u slučaju da budu provedene putem burze. Iz Vlade se kao mogući kandidati spominju Croatia osiguranje (za koje je interes već potvrdio Adris) i HPB. Vrijednost državnih udjela u ovim kompanijama, prema trenutačnim cijenama na burzi, iznosi oko 2 mlrd. kuna. Kao i na ostalim tržištima regije najatraktivnijima smatramo defanzivne dionice. Relativno vrednovanje indeksa CROBEX10 je vrlo atraktivno (očekivani P/E za 2012. od 7,4x), međutim naša je dugoročna prognoza rasta indeksa smanjena s 8,3% na 7,8%. Sve u svemu, konkretnije pozitivne pomake indeksa očekujemo tek pred kraj godine.



Raiffeisenbank Austria

mr. sc. Anton Starčević, glavni ekonomist

Samostalna direkcija ekonomskih istraživanja

mr. sc. Zrinka Živković Matijević, v.d. direktorica Direkcije; tržište kapitala, makroekonomija, politika, tržište novca i tečaj; tel.: 01/61 74 338, e-adresa: zrinka.zivkovic-matijevic@rba.hr

Ivana Jurić, ekonomski analitičar; makroekonomija, tržište novca i tečaj; tel.: 01/61 74 349, e-adresa: ivana.juric@rba.hr
mr. sc. Marijana Cigić, ekonomski analitičar za tržište nekretnina; tel.: 01/61 74 359, e-adresa: marijana.cigic@rba.hr

Samostalna direkcija poslova financijskog savjetovanja

mr. sc. Nada Harambašić Nereau, glavni financijski analitičar; tržište vrijednosnica; tel.: 01/61 74 870, e-adresa: nada.harambasic-nereau@rba.hr

Ana Franin, financijski analitičar; tržište vrijednosnica; tel.: 01/61 74 388, e-adresa: ana.franin@rba.hr

Sektor riznice i investicijskog bankarstva

Ivan Žižić, izvršni direktor; tel.: 01/46 95 076, e-adresa: ivan.zizic@rba.hr

Kratice

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

BDP – bruto domaći proizvod

CHF – švicarski franak

d.s. – desna skala

DZS – Državni zavod za statistiku

e – procjena (*estimate*)

EFRR – Europski fond za ruralni razvoj (engl. European Fund for Rural Development)

EFSS – Europski fond za financijsku stabilnost (engl. European Financial Stability Facility)

EFSM – Europski financijski stabilizacijski mehanizam (engl. European Financial Stabilisation Mechanism)

EK – Europska komisija

EMU – Ekonomska i monetarna unija

ESA – European System of Accounts

ESB – Europska središnja banka

ESF – Europski socijalni fond (engl. European Social Fund)

ESM – Europski stabilizacijski mehanizam (engl. European Stability Mechanism)

EU – Europska unija

EUR – euro

FI – Financijske institucije

f – prognoza (*forecast*)

GBP – funta sterlinga

HANFA – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga

HBOR – Hrvatska banka za obnovu i razvitak

HNB – Hrvatska narodna banka

HPB – Hrvatska poštanska banka

HRK – kuna

HTZ – Hrvatska turistička zajednica

HZZ – Hrvatski zavod za zapošljavanje

ILO – *International Labour Organisation*

IPA – Instrument pretprijetne pomoći

IPARD – Instrument pretprijetne pomoći za ruralni razvoj (engl. Instrument for Pre-Accession Assistance for

Rural Development)

kr – kraj razdoblja

l.s. – lijeva skala

m – mjesec

MF – Ministarstvo financija

mil. – milijun

mlrd. – milijarda

MMF – Međunarodni monetarni fond

MVEP – Ministarstvo vanjskih i europskih poslova

PDV – porez na dodanu vrijednost

pr – prosjek razdoblja

RH – Republika Hrvatska

SAD – Sjedinjene Američke Države

SIE – države Srednje i Istočne Europe

st. – stopa

tis. – tisuća

tr. – tromjesečje

USD – američki dolar

v.k. – valutna klauzula

ZSE – Zagrebačka burza (engl. Zagreb Stock Exchange)

Nakladnik

Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb, Petrinjska 59, 10000 Zagreb
www.rba.hr, tel. 01/45 66 466, telefaks: 01/48 11 626

Publikacija je dovršena 10. siječnja 2012.

OPĆE NAPOMENE

Ovu publikaciju izrađuje i za nju je odgovorna Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb. Ova publikacija ili bilo koji njezin dio ne može se smatrati ponudom ili pozivom na kupnju bilo koje imovine ili prava. Informacije, mišljenja, analize, zaključci, prognoze i projekcije koji se iznose temelje se na javnim statističkim i ostalim informacijama što potječu iz izvora u čiju se potpunost i točnost Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb pouzdaje, ali za koje ne jamči. Utoliko su informacije, mišljenja, zaključci, prognoze i projekcije iznesene u ovoj publikaciji podložne promjenama koje ovise o promjenama izvora informacija, kao i o promjenama koje nastupe od trenutka pisanja teksta do njegovog čitanja. Svi vrijednosni papiri i ostale imovine što se spominju u ovom dokumentu mogu biti predmetom zauzimanja pozicije od strane Raiffeisenbank Austria d.d. Zagreb. Sve takve imovine i prava mogu nositi rizik na čiju procjenu stavovi izneseni u ovom dokumentu ne mogu utjecati. Dokument ili njegovi dijelovi ne mogu se kopirati ili na bilo koji drugi način reproducirati bez navođenja izvora.

