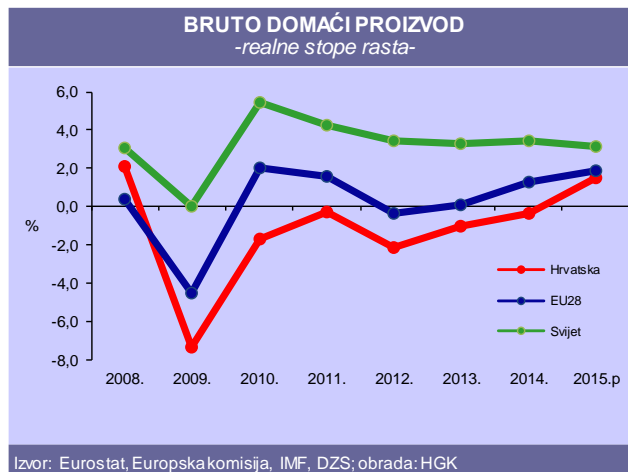




# Hrvatsko gospodarstvo **krajem 2015.** godine - *kratki osvrt*

## ***lako (napokon) pozitivan pomak gospodarske aktivnosti, Hrvatska udaljenija od prosjeka razvijenosti EU***

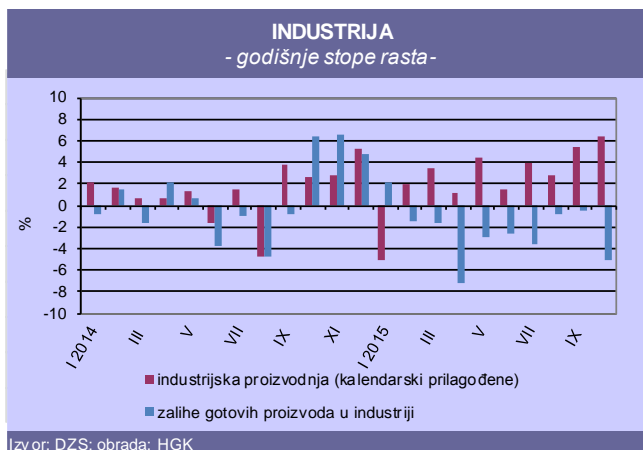
Nakon šest uzastopnih godina pada zbog kojeg će BDP u ovoj godini realno biti na 11,1 % nižoj razini nego u pretkriznoj 2008., u prvih devet mjeseci ove godine ostvaren je njegov rast od 1,6 %. Rast je najviše potaknut izvozom roba i usluga, osobito robnim izvozom, ali za razliku od prethodne godine, bilježi se i rast domaće potražnje. Zahvaljujući izmjenama u porezu na dohodak koje se primjenjuju od početka godine, najviše je povećana osobna potrošnja, blago raste i državna potrošnja, a bilježi se i lagani oporavak investicija u fiksni kapital. Kod investicija je značajan pozitivan trend kako se godina približava kraju, ali je njihova vrijednost nažalost i dalje na izrazito niskoj razini: u prva tri kvartala na 33,4 % nižoj nego u istom razdoblju 2008. godine. Povećana potražnja utjecala je na povećanje proizvodnje roba i usluga, pri čemu je najviše povećana bruto dodana vrijednost u grupi djelatnosti koja objedinjuje trgovinu, prijevoz, skladištenje i ugostiteljstvo te u prerađivačkoj industriji. Za cijelu ovu godinu očekuje se rast BDP-a od 1,5 % koji Hrvatsku smješta na nešto bolju poziciju u odnosu na ostale članice EU nego u prethodnim godinama, ali je i dalje manji od rasta na razini cijele EU. Drugim riječima, takav rast i nadalje znači pad u odnosu na prosječnu razinu razvijenosti Europske unije. Za iduću godinu očekivanja su relativno pesimistična jer se procjenjuje da bi rast mogao biti manji od ovogodišnjeg. Najveći razlog takvih očekivanja jest iscrpljivanje efekata izmjena poreza na dohodak te očekivano usporavanje dinamike rasta izvoza roba i usluga. Međutim, treba uzeti u obzir i procjene o laganom dinamiziranju rasta EU i rasta na globalnoj razini u odnosu na ovu godinu te izmjene u sklonosti potrošnji i investiranju na domaćem tržištu koje će izazvati pozitivna kretanja u ovoj godini. Tako je uz niz nepoznanica, među kojima je i pitanje sastava nove Vlade i mogućih reformi, kretanja cijene nafte ili nastavka geopolitičkih napetosti, prognoziranje za narednu godinu izrazito nezahvalno.



## ***Industrija: dvije godine rasta, ali razina i dalje niska***

Nakon petogodišnjeg trenda pada, u prošloj je godini ostvaren rast industrijske proizvodnje, a ove godine se taj rast nastavlja i to bržom dinamikom. U prvih deset mjeseci ove godine industrijska proizvodnja bila je 2,7 % veća u odnosu na isto razdoblje prošle godine, a u odnosu na isto razdoblje 2008. godine manja za oko 15 %.

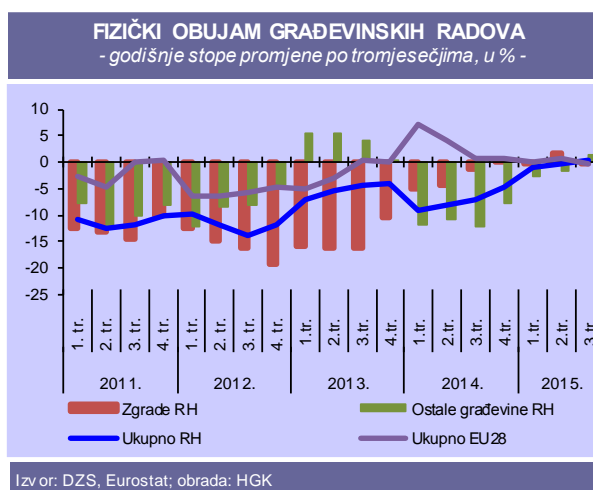
Kao rezultat povećane proizvodnje i nastavka silaznog trenda broja zaposlenih u



industriji, proizvodnost rada u industriji u promatranom razdoblju veća je za 3,2 %. Spomenuti rast industrijske proizvodnje djelomično je rezultat povoljnijih kretanja robnog izvoza, a strukturno je rezultat pozitivnih kretanja u rudarstvu i vađenju te prerađivačkoj industriji. Na razini cijele 2015. godine očekujemo rast industrijske proizvodnje (2,7 %), i to značajnim dijelom kao rezultat povoljnije inozemne potražnje.

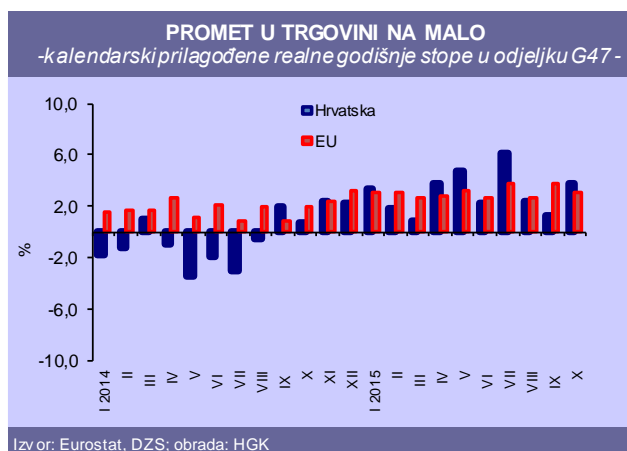
### **Građevinarstvo: zaustavljen pad, ali oporavak i dalje neizvjestan**

Kriza građevinarstva koja u kontinuitetu traje od prvoga kvartala 2009. godine ove godine pokazuje naznake zaustavljanja, ali i dalje bez jasnijih znakova održivog oporavka. Tako je građevinska aktivnost u trećem kvartalu ove godine zabilježila rast od 0,3 % u odnosu na treći kvartal prošle godine, što je prvi kvartalni rast nakon zadnjega kvartala 2008. godine. Ipak, kumulativno je u prvih devet mjeseci ove godine fizički obujam građevinske aktivnosti i dalje 0,3 % niži nego u istom razdoblju prošle godine, pri čemu je razina građevinske aktivnosti 45,2 % niža nego na početku krize. Održivost pozitivnijih tendencija u građevinarstvu i dalje je upitna s obzirom na to da je broj izdanih građevinskih dozvola u prvih deset mjeseci ove godine 6,1 % manji nego u istom razdoblju prošle godine, a istodobno je i predviđena vrijednost radova niža za jedan posto. U okolnostima provedbe fiskalne konsolidacije i stoga ograničene mogućnosti investiranja javnog sektora, poslovi za građevinski sektor bit će prvenstveno povezani s ostvarenjem europskih razvojnih inicijativa, investicijama sufinanciranim iz sredstava europskih fondova te projektima energetske učinkovitosti i obnove zgrada, čemu se građevinske tvrtke trebaju prilagoditi.



### **Maloprodaja: veća dinamika rasta, ali dalje niske razine**

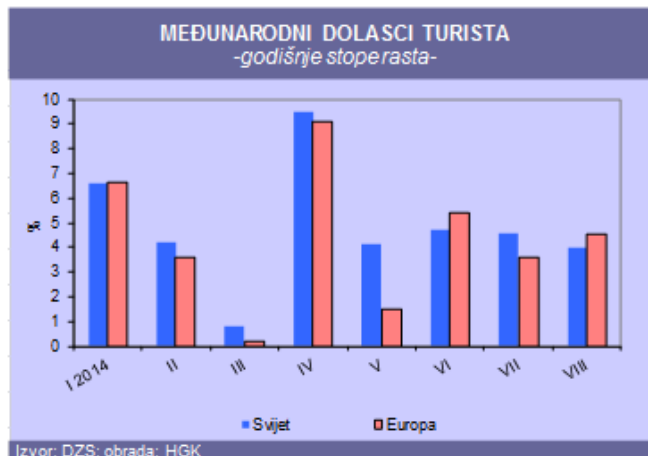
Nakon dvije godine pada, u prošloj godini ostvaren je rast od 0,4 %. Ove godine ponovno se bilježi rast, i to bržom dinamikom u odnosu na prošlogodišnju. Tako je u prvih deset mjeseci ove godine realni promet u trgovini na malo u prosjeku bio veći za oko 2,1 % u odnosu na isto razdoblje prošle godine, što je djelomično rezultat realnog rasta neto plaća. Ipak, kao rezultat višegodišnjih nepovoljnih kretanja na tržištu rada, njegova je razina i dalje za oko 15 % manja u odnosu na isto razdoblje 2008. godine. Do kraja ove godine ne bi trebalo doći do znatnijih



promjena, pa tako za cijelu 2015. godinu očekujemo da će promet realno biti veći oko 2 %.

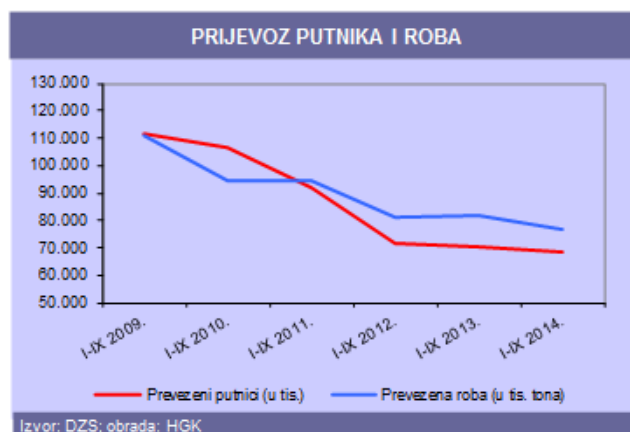
### **Turizam kao glavna uzdanica: prvi put više od 70 milijuna noćenja**

U turizmu se i ove godine bilježi rast fizičkih pokazatelja, što znači nastavak višegodišnjih pozitivnih kretanja. Tako je u prvih deset mjeseci ove godine ostvareno 7,7 % više noćenja u odnosu na isto razdoblje prošle godine. Pritom je kod domaćih turista zabilježen godišnji rast od oko 11,3 %, a kod stranih turista rast od oko 7,4 %. Ovogodišnje rekordne brojke djelomično su rezultat povoljnijih gospodarskih prilika u većini, nama turistički najznačajnijih, zemalja EU i povoljnijih sigurnosnih prilika u odnosu na mediteransku konkurenciju. Na razini cijele 2015. godine očekujemo da će biti ostvaren rast broja turističkih noćenja oko 7,7 % Uz spomenute fizičke pokazatelje izvjesno je i da će biti zabilježena bolja turistička potrošnja u ovoj godini (očekivani iznos od oko 7,8 milijardi eura), a s time i nastavak pozitivnih kretanja započetih 2011. godine.



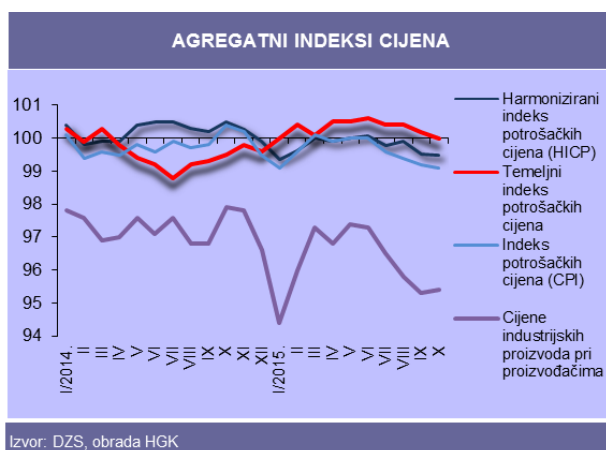
### **I dalje negativni trend u prijevozu putnika**

U prvih devet mjeseci ove godine ukupno je prevezeno 3,3 % manje putnika i 2,6 % više roba, u odnosu na isto razdoblje prošle godine. Negativna kretanja broja prevezenih putnika bilježe se u najzastupljenijim segmentima, odnosno u cestovnom i željezničkom prijevozu, a pozitivna kretanja količine transportirane robe bilježe se kod cestovnog prijevoza, prijevoza unutarnjim vodenim putovima i cjevovodnog transporta. Na pozitivan trend kretanja transportirane robe djelomično utječe povećana inozemna potražnja, odnosno povoljna kretanja robnog izvoza. Za ovu godinu očekujemo pad kada je riječ o prijevozu putnika (oko -3,3 %), a za prijevoz roba očekujemo porast (oko 2,6 %), dok će sljedeće godine razina obaju pokazatelja okvirno stagnirati.



### **Nisu stvoreni preduvjeti za rast cijena**

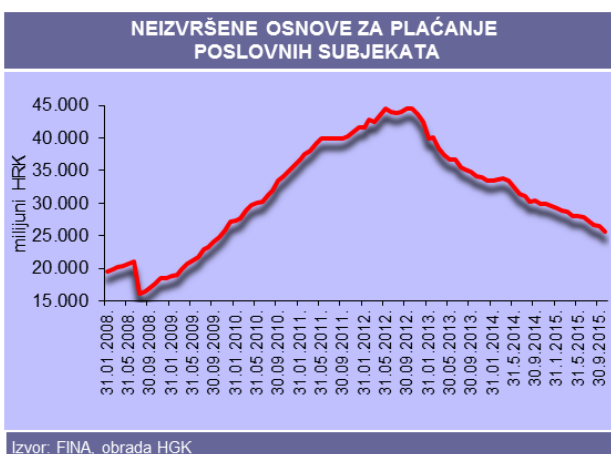
Promjene potrošačkih cijena ove se godine oblikuju unutar okvira koje



određuje nekoliko osnovnih značajki: prepolovljene cijene sirove nafte na svjetskom tržištu u općem stanju slabe domaće potražnje (uzrokovane i nadalje lošim stanjem na tržištu rada) te pojačane konkurencije na domaćem tržištu uslijed liberalizacije uvoza pristupanjem Hrvatske Europskoj uniji. U takvom kontekstu, godišnji rast potrošačkih cijena u većem dijelu se ove (kao i prošle) godine ostvaruje ispod nule (I-X -0,4 %), što očekujemo i na razini prosjeka cijele godine. Tako će 2015. godina biti druga uzastopna godina deflacije odnosno blagog pada opće razine cijena.

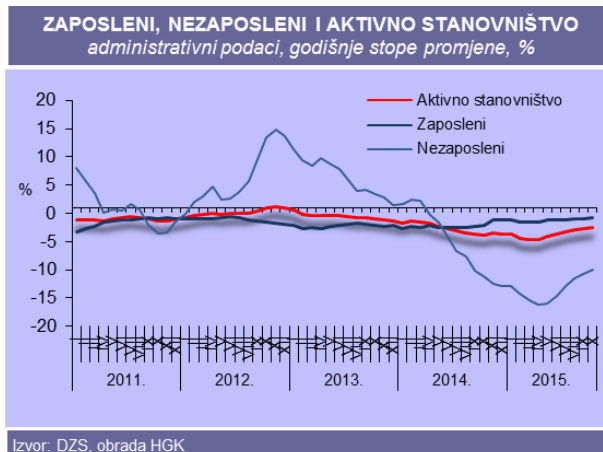
### **Novi Stečajni zakon – nova “uzdanica” rješavanja nelikvidnosti**

Vrijednost neizvršenih osnova za plaćanje ove se godine (kao i prošle) nastavila kretati blago položenom krivuljom, sugerirajući ponovnu odgodu pravog rješenja problema međusobnih neplaćanja koji je jedan od snažnih ograničavajućih faktora oporavka poslovnog sektora. Nakon što je instrument predstečajnih nagodbi, kao glavna “uzdanica” rješavanja problema nelikvidnosti, pokazao manjkavosti u provedbi, donesen je novi Stečajni zakon (koji je objedinio predstečajni i stečajni instrument) koji je stupio na snagu u rujnu ove godine. Ostajemo skeptični oko pozitivne ocjene pomaka kojeg bi novi Zakon trebao donijeti u provedbi, u kontekstu izostanka kvalitativnih reformi u području sudstva, procedura i administracije. Zasad (podaci za listopad) vrijednost neizvršenih osnova ostaje visoka (25,6 milijardi kuna ili 37 % vrijednosti novca u optjecaju), a prosječno se dvjema tisućama poslovnih subjekata blokiraju računi svakog mjeseca.



### **Sedma godina pada zaposlenosti**

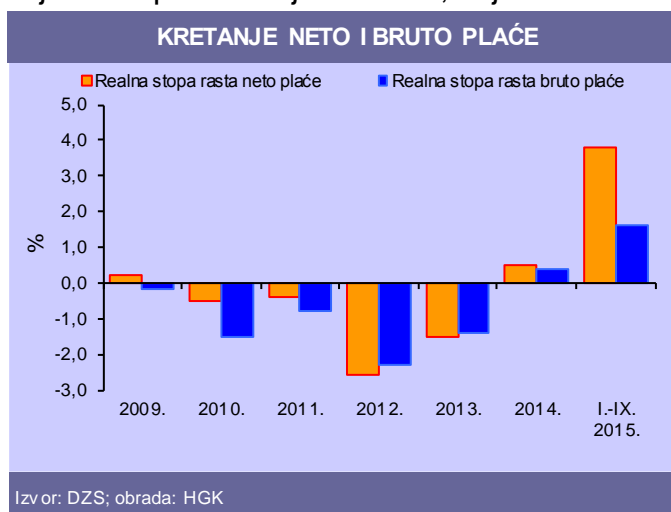
Iako se drugu uzastopnu godinu ostvaruje pad administrativne nezaposlenosti i stope nezaposlenosti, to ujedno ne znači da se može konstatirati poboljšanje stanja na tržištu rada, budući da su njegove najslabije točke, administrativna zaposlenost i aktivnost, i dalje lošije nego prošle godine. Naime, kretanje nezaposlenosti događa se pod utjecajem više faktora (pri čemu su značajni oni koji nisu povezani sa zapošljavanjem, već su rezultanta postroženja uvjeta kojima se dobiva status nezaposlene osobe pri HZZ-u ili ekonomske emigracije) što relativizira taj podatak, ali ujedno i sugerira kako se loša bazična stanja na tržištu rada ne mijenjaju, što je zapravo i sasvim očekivano pri ovako niskim i nesigurnim razinama dinamike oporavka gospodarske aktivnosti. Stoga, iako će ova godina donijeti nešto nižu nezaposlenost, istodobno očekujemo i pad registrirane zaposlenosti sedmu uzastopnu godinu te razine radno





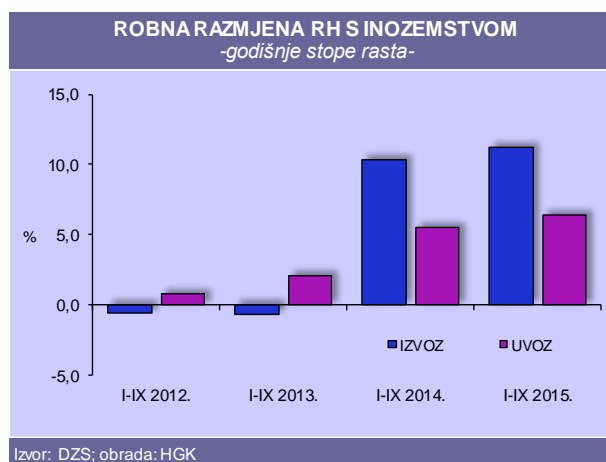
aktivnog stanovništva. Tako procjenjujemo da će u prosjeku 2015. godine registrirana zaposlenost biti na 85 %, a aktivno stanovništvo na 90 % razine iz 2008. godine, dok će nezaposlenost biti viša za oko 20 %.

**Visok rast neto plaća na temelju izmjena poreza na dohodak** Nakon stagnantnoga kretanja realnih plaća u 2009. godini te njihova pada u naredne četiri godine, u posljednje se dvije godine bilježi blagi rast plaća. Pritom prvih devet mjeseci ove godine obilježava nešto dinamičnije kretanje bruto plaća nego u istom razdoblju prošle godine (povećane nominalno za 1,2 %, a realno za 1,6 %) popraćeno sa znatno izraženijim rastom neto plaće (3,4 % nominalno, odnosno 3,8 % realno). Viši rast neto plaće u odnosu na bruto plaću i u odnosu na prošlogodišnja ostvarenja prvenstveno je rezultat promjena u oporezivanju dohotka, koje su na snazi od početka ove godine, a odnose se na povećani osobni odbitak i korigirane razrede oporezivanja. Relativno visok rast neto plaće omogućio je povećanu potrošnju stanovništva s pozitivnim utjecajem na kretanje gospodarske aktivnosti. S druge strane, razina bruto plaće, koja aproksimira trošak rada, relativno je visoka s obzirom na nisku konkurentnost zemlje i razinu plaća u sličnim zemljama. Stoga kretanje plaća u Hrvatskoj ostaje u procjepu između potrebe usklađivanja razine bruto plaće s produktivnošću rada i situacijom u konkurentskim zemljama te potrebe podupiranja rasta potrošnje putem rasta neto plaća. U tom kontekstu treba tražiti prostor za daljnje smanjenje troškovnog opterećenja rada, što je težak zadatak pri ograničenom fiskalnom prostoru.



### **Dinamični rast izvoza: oporavak brodogradnje, rast trgovine uvoznom robom kao efekt pristupanja EU, oporavak inozemne potražnje**

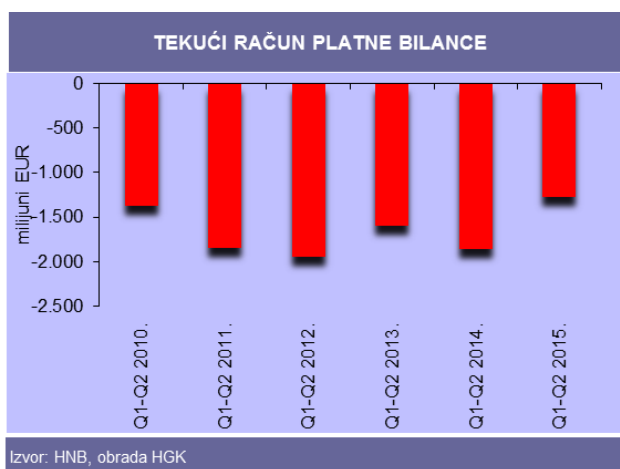
Premda je i prošla godina obilježena visokom stopom rasta izvoza, znatan utjecaj na takva kretanja imala je usporedba s prvih šest mjeseci 2013. godine u kojima Hrvatska još nije bila članica EU. U prvih devet mjeseci ove godine vrijednost izvoza je u kunama povećana za 11,2 %, primarno pod utjecajem oporavka brodogradnje, odnosno izvoza brodova, nastavka oporavka Europske unije te učinaka pristupanja EU. Naime, pristupanje je dovelo do potpuno slobodne trgovine, ali je otvorilo i neke nove trgovinske tokove, odnosno dovelo je do



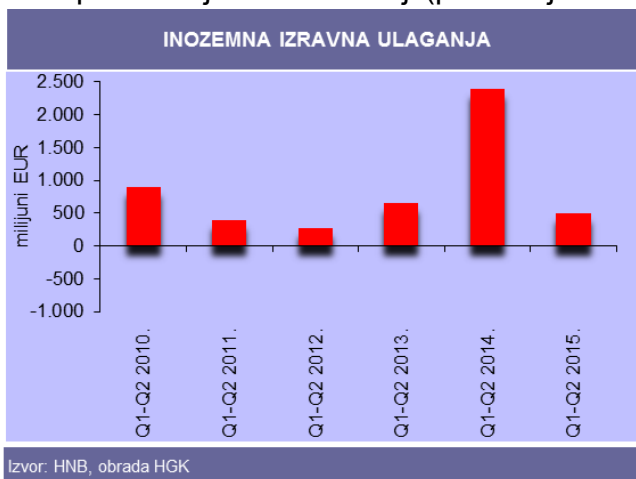
povećanja trgovine robama inozemnog podrijetla. Tako je, npr., značajno povećan izvoz automobila, i to pretežno prema članicama EU. Zbog svega navedenog, najveći rast od 16,0 % ostvaren je upravo kod izvoza u ostale članice, dok je prema članicama CEFTA-e, koje i dalje apsorbiraju oko 18 % hrvatskog izvoza, njegova vrijednost lagano smanjena. Uvoz pod utjecajem laganog oporavka domaće potražnje i opisane trgovine također osjetno raste, tako da je uz gotovo upola manju stopu rasta njegova vrijednost povećana približno kao i kod izvoza. Uslijed toga je robni deficit na godišnjoj razini smanjen tek za neznatnih 0,3 %. Očekujemo da će se isti trendovi nastaviti do kraja godine, odnosno da će deficit približno biti na razini prošlogodišnjeg.

### **Suficit eksterne pozicije u okolnostima minimalnoga gospodarskog rasta nakon šest godina pada**

Pod utjecajem ograničenog rasta robnog deficita (dinamičnijeg rasta izvoza te ograničenog rasta uvoza uslijed nižih cijena nafte i izostanka značajnijeg oporavka osobne i investicijske potrošnje) te bolje financijske realizacije od međunarodnog turizma, treću uzastopnu godinu Hrvatska će imati suficit na tekućem računu platne bilance koji procjenjujemo na oko 1 % vrijednosti BDP-a. Naime, u okolnostima višegodišnjih otežanih tijekova robe i kapitala, Hrvatska je, kao neto uvoznica s prethodno visokim i ustrajnim deficitom, prilagodila svoju eksternu poziciju smanjenjem deficita na tekućem računu platne bilance koji se u 2014. godini pretvorio u suficit, prvi put nakon 19 godina.



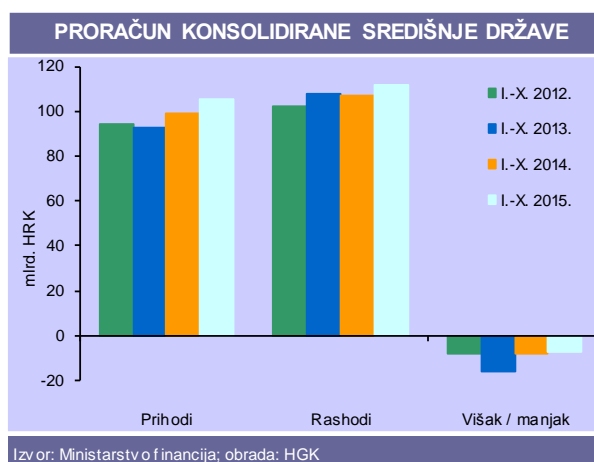
**Nema oporavka inozemnih izravnih ulaganja niti u ovoj godini**, što i nije neočekivano u kontekstu skromnoga globalnoga gospodarskog oporavka, ali i nedostatnih pomaka u unapređenju lakoće poslovanja u Hrvatskoj (prema ljestvici Svjetske banke Doing Business, Hrvatska je na 40. mjestu među 189 zemalja, lošija nego prethodne godine, kada je bila na 39. mjestu) i podinvesticijskoga kreditnog rejtinga zemlje. U zadnjem kvartalu očekuju se nešto veći iznosi inozemnih ulaganja jer bi se trebala registrirati BAT-ova akvizicija TDR-a koja je realizirana na razini vrijednosti od oko pola milijarde eura (akvizicija je završena u listopadu), što, procjenjujemo, ipak neće donijeti ostvarenje ukupne vrijednosti FDI-a u



ovoj godini više od 1,5 milijardi eura te će ona biti upola manja nego prošle godine (i to kada se isključi efekt kružnih ulaganja koja su bila značajna prošle godine).

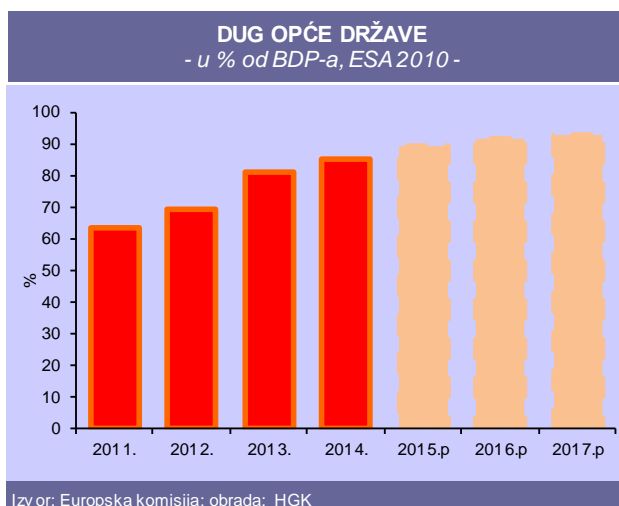
### **Državni proračun: gospodarski rast donio blago povoljnija kretanja**

Tijekom ove godine nastavljen je kontinuitet nedostatne fiskalne konsolidacije i stoga ostvarivanja visokoga proračunskog manjka, ali je proračunska situacija ipak povoljnija od prvotno planirane zbog nešto višega gospodarskog rasta od očekivanog. Uspješna turistička sezona i promjene u oporezivanju dohotka koje su povećale neto plaću u znatnoj su mjeri doprinijeli rastu poreznih, a time i ukupnih prihoda državnog proračuna. U takvim su okolnostima ukupni prihodi konsolidiranog proračuna središnje države u prvih deset mjeseci ove godine povećani u odnosu na isto razdoblje prošle godine za 6,0 %, ukupni rashodi za 4,4 %, dok je proračunski deficit smanjen za 679,5 milijuna kuna. Time se nastavlja suboptimalna politika fiskalne konsolidacije koja se većim dijelom oslanja na povećanje proračunskih prihoda, a tek manjim dijelom na obuzdavanje proračunskih rashoda. Na rashodnoj strani proračuna središnje države uštede još nisu dovoljno vidljive pa se, od glavnih stavki, na godišnjoj razini bilježi tek pad naknada zaposlenima (za 15,1 %) i smanjenje rashoda za socijalne naknade (za 5,6 %). Nespremnost na provedbu snažnijih strukturnih reformi koje bi omogućile održivo smanjenje državne potrošnje zadržava proračunski deficit visoko iznad Maastrichtski dopuštenih 3 % BDP-a te uvrštava Hrvatsku među



članice EU na koje se primjenjuje procedura uklanjanja prekomjernoga proračunskog manjka. Štoviše, prema zadnjim projekcijama Europske komisije, Hrvatska će se ove i u naredne dvije godine pozicionirati kao zemlja s najvišom razinom proračunskog deficita unutar zemalja Europske unije. Stoga se nameće potreba hitne provedbe dubljih strukturnih reformi koje bi, s jedne strane, omogućile obuzdavanje rasta državne potrošnje i smanjenje deficita, a s druge strane, otvorile prostor za porezno rasterećenje poduzetništva i stanovništva.

**Javni dug raste prebrzo** Pod pritiskom kontinuirano visokoga proračunskog deficita javni dug nastavlja s dugoročno neodrživom dinamikom rasta pa je krajem kolovoza dosegao iznos od 287,3 milijarde kuna. Nakon što je između 2008. i 2014. godine iznos duga više nego udvostručen (povećan za 144,4 milijarde kuna) u prvih osam mjeseci ove godine narastao je za daljnjih 7,7 milijardi kuna. Nastavkom takvih tendencija

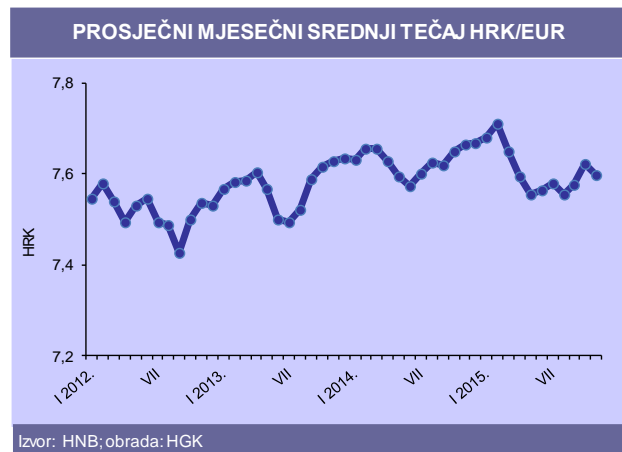




udio javnog duga u BDP-u približit će se krajem godine alarmantnoj razini od 90 % s prijetnjom utjecaja na daljnje smanjivanje ionako niskoga neinvesticijskog rejtinga zemlje. Prema procjenama Europske komisije s razinom udjela javnog duga u BDP-u od 89,2 % na kraju ove godine, Hrvatska se prvi put pozicionira iznad prosjeka EU, a u daleko je lošijoj poziciji od drugih sličnih tranzicijskih zemalja. Stoga je nužno usporavanje i zaustavljanje rasta javnog duga, za što je preduvjet smanjivanje proračunskog deficita i ostvarivanje znatnijega primarnog suficita te efikasnije upravljanje javnim dugom. Europska komisija predviđa njegov daljnji rast do 2017. godine, kada će javni dug dosegnuti 92,9 % BDP-a. Očito je da visoka razina duga i visok iznos plaćanja kamata na dug koji se približava razini od 4 % BDP-a negativno utječu na mogućnost dinamiziranja gospodarskog rasta zemlje.

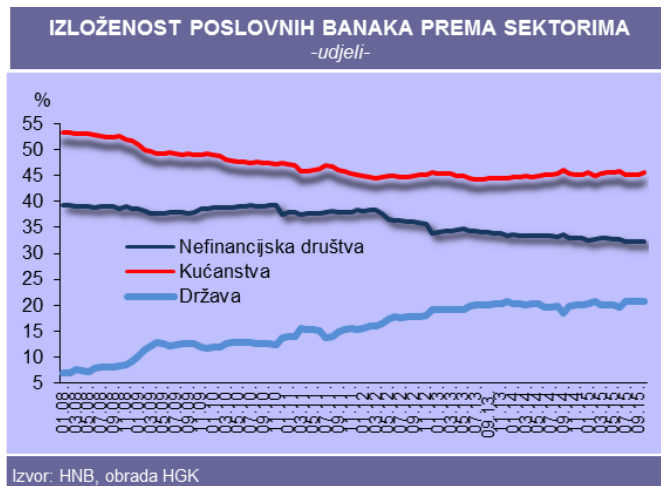
### **Promjena trenda: aprecijacija kune prema euru**

Nakon četiri godine lagane deprecijacije kune prema euru na godišnjoj razini, kuna u ovoj godine neznatno aprecira. Točnije, njezina je prosječna vrijednost u prvih jedanaest mjeseci bila 0,3 % veća od prošlogodišnje. S obzirom na to da je kunska likvidnost bila i ostala visoka, na tečaj je prvenstveno utjecalo uravnoteženje ponude i potražnje za devizama. Najizraženije poremećaje u kretanju tečaja izazvalo je očekivanje efekata konverzije kredita u švicarskim francima, zbog čega je HNB krajem rujna provela svoju treću i najveću deviznu intervenciju u ovoj godini te nakon šest godina ponovo počela s obrnutim repo aukcijama kao instrumentom reguliranja kunske likvidnosti. Godina je ipak znatno više obilježena naglim skokom vrijednosti švicarskog franka u siječnju, nakon odluke švicarske narodne banke da više neće ograničavati njegovu vrijednost, te jačanje američkog dolara prema euru, a time i prema kuni. Takvo jačanje dolara prvenstveno je izazvala razlika u monetarnim politikama ECB-a i FED-a koje su odraz stanja u gospodarstvima eurozone i SAD-a. Prema tečajnoj listi HNB-a prosječna je vrijednost dolara prema kuni u prvih jedanaest mjeseci povećana gotovo 20 %.



**Banke: visok udio neprihodovnih kredita, gubici zbog konverzije, četvrta godina razduživanja privatnog sektora, rekordna izloženost prema državi**

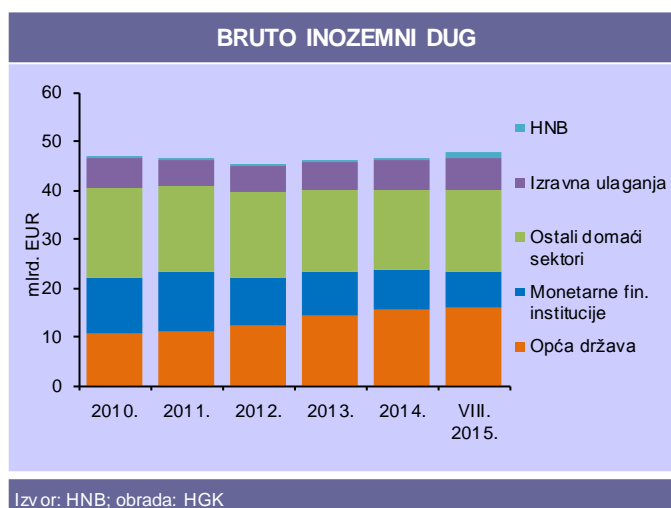
Primjena Zakona o kreditnim institucijama i Izmjene Zakona o potrošačkom kreditiranju (stupile na snagu 30. rujna) koji propisuju konverziju kredita denominiranih u



CHF i denominiranih u kunama s valutnom klauzulom u CHF, gurnulo je financijski sektor odnosno poslovne banke u gubitak. Tako je na razini prvih devet mjeseci od 28 banaka, gubitak prije poreza iskazalo njih 15, među kojima su sve najveće banke, što je generiralo i iskazani gubitak na razini cijeloga bankarskog sektora od 4,5 milijardi kuna. Kada se tome pridoda problem visokog udjela neprihodonosnih kredita (17,05 %) te okolnosti iscrpljenosti privatnog sektora šestogodišnjom krizom koji je značajno reducirao solidne zajmotražioce, sasvim očekivano niti ove godine nije "proradio" transmisijski mehanizam prema privatnom sektoru, koji se nastavio razduživati četvrtu uzastopnu godinu. Jedini sektor kojem i dalje raste kreditni dug prema bankama jest država, prema kojoj su banke značajno povećale svoju izloženost tijekom krize, do rekordnih oko 20 %.

### **Bruto inozemni dug: rast duga države uz razduživanje banaka**

Kretanje bruto inozemnog duga već je dulje determinirano tendencijama rasta duga opće države (na godišnjoj razini posljednjih 76 mjeseci) te kontinuitetom razduživanja bankarskog sektora (sada već 40 mjeseci zaredom). Identična je situacija nastavljena i tijekom prvih osam mjeseci ove godine s obzirom na potrebu države za financiranjem visokog proračunskog manjka te na znatna slobodna sredstva u bankarskom sektoru pri zakočenoj kreditnoj transmisiji prema poduzetništvu i stanovništvu. U takvim je okolnostima u prvih osam mjeseci ove godine razina bruto inozemnog duga povećana za 1,2 milijarde eura na razinu od 47,8 milijardi eura. Uz opću državu, prirast duga zabilježen je kod središnje banke, ostalih domaćih sektora i izravnih ulaganja kao rezultat ulaganja dijela međunarodnih pričuva u repo ugovore te zaduživanja velikih privatnih tvrtki i tvrtki vlasnički povezanih s inozemnim



investitorima koje imaju mogućnost uporabe povoljnijih uvjeta kreditiranja na inozemnim financijskim tržištima. Bruto inozemni dug zemlje trenutno se kreće na razini od oko 110 % BDP-a čime Hrvatska spada u red visoko zaduženih zemalja sa snažnim rizicima povezanim s financiranjem i refinanciranjem obveza, a posebno rizicima promjena tečajeva i kamatnih stopa na svjetskim financijskim tržištima. Da bi se izbjegli problemi sa servisiranjem obveza pri vjerojatnom podizanju trenutno povijesno niskih kamatnih stopa na svjetskom tržištu, neophodno je snažnom fiskalnom konsolidacijom smanjiti potrebu zaduživanja države jer je razina duga opće države u ukupnom bruto inozemnom dugu izuzetno visoka i porasla je s 21,1 % na kraju 2008. godine na čak 33,2 % na kraju kolovoza ove godine.

### **Tržište kapitala: nizak promet i potisnute cijene**

Kretanja na svjetskim tržištima kapitala ove godine obilježava volatilitnost povezana s različitom dinamikom oporavka gospodarskog rasta u SAD-u, Europskoj uniji i tržištima u razvoju, a dodatan oprez investitora povezan je s naraslim geo-političkim

tenzijama te očekivanjima poteza američkih (povećanje kamatne stope) i europskih monetarnih vlasti (mjere daljnega monetarnog popuštanja). U takvim su okolnostima umjeren rast ostvarili indeksi na američkim burzama, nešto je viši rast obilježio europske burze, dok je najvolatilnija situacija bila na kineskom tržištu opterećenom usporavanjem gospodarskog rasta kineskoga gospodarstva. Pri sporom gospodarskom oporavku, na domaćem se tržištu kapitala nastavlja već dulje prisutno razdoblje izrazito niskog prometa i stagnantnoga kretanja cijena. Tako je u prvih jedanaest mjeseci ove godine ukupan promet na Zagrebačkoj burzi iznosio 3,2 milijarde kuna što je 11,4 % manje nego u istom razdoblju prošle godine. Istodobno i cijene stagniraju ili padaju pa je tako Crobex na kraju studenoga ove godine bio 3,7 % manji nego na kraju prošle godine, dok je indeks najlikvidnijih dionica Crobex10 smanjen za 1,2 %. Nešto je svjetlija točka kretanje sektorskog indeksa Crobexturist koji je u tom razdoblju porastao za 18,9 % kao refleksija uspješne turističke sezone. Domaće se tržište kapitala ni ove godine nije uspjelo nametnuti kao mjesto prikupljanja dodatnoga kapitala i tako narušiti dominantan bankocentrični financijski sustav. Stagnaciju bi mogao prekinuti samo dinamičniji gospodarski rast potpomognut mjerama domaće i europske politike, usmjerenima na uspostavu snažnije uloge tržišta kapitala u ukupnom financijskom sustavu.

