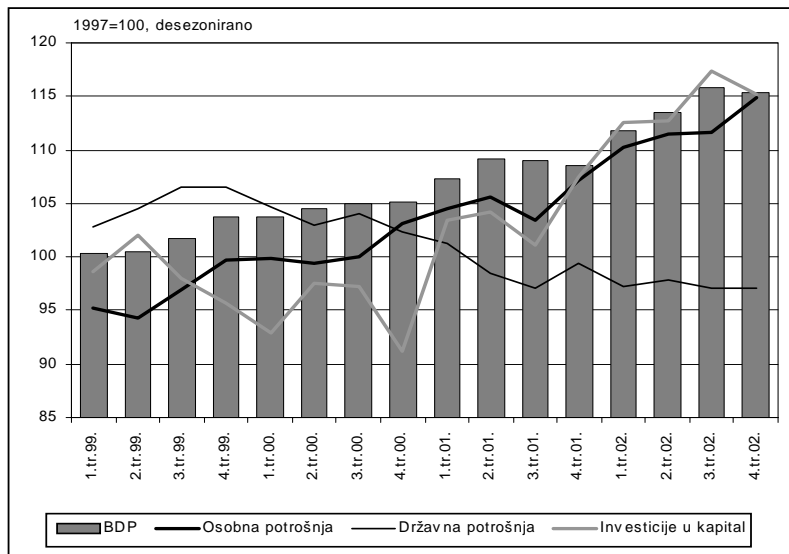


I. EKSPANZIJA KREDITA I POTROŠNJE

Hrvatsko je gospodarstvo u 2002. godini ostvarilo stopu rasta BDP-a od 5,2 posto, što je najviša stopa rasta od 1997. godine. Osobna potrošnja i investicije u kapitalna dobra bili su glavni pokretači ubrzane ekspanzije, dok je potrošnja države zabilježila umjereni pad. Značajan negativan doprinos rastu BDP-a došao je od strane neto izvoza i to zbog povećanja deficita u međunarodnoj razmjeni roba i usluga. Javne financije i prošle su godine završile s deficitom, što zajedno s povećanjem deficita tekućeg računa platne bilance potiče pitanje održivosti gospodarskog rasta zasnovanog na ekspanziji domaće potražnje.

Četvrto tromjesečje 2002. godine bilo je obilježeno snažnom gospodarskom aktivnošću i rastom realnog BDP-a za 5,9 posto na međugodišnjoj razini. Ukupna ekonomska aktivnost bila je ponovno potaknuta snažnim rastom osobne potrošnje (7,3 posto na međugodišnjoj razini) i investicija (6,5 posto). Takav razvoj događaja u području domaće potražnje uzrokovao je porast uvoza za 11,3 posto, mjereno u stalnim cijenama. Desezonirani podaci o kretanju BDP-a ipak ukazuju na određeno usporavanje rasta krajem prošle godine i to uglavnom zbog slabljenja investicijske aktivnosti. Treba tek vidjeti je li takav razvoj događaja samo privremen ili on nagovještava da su se sektori povezani s građevinarstvom približili gornjoj granici svojih kapaciteta. Ako je posljednja pretpostavka točna, tada bi moglo doći do zastoja u sadašnjoj ekspanziji gospodarstva, jer je ubrzavanje investicija kroz velike infrastrukturne projekte jedan od kamena temeljaca ekonomske politike sadašnje Vlade od kojeg se očekuje snažna potpora visokim stopama rasta. Također treba primijetiti da su promjene u zalihama, uključujući statističku pogrešku, imale značajan utjecaj na rast BDP-a. Pozitivan doprinos ukupnom rastu BDP-a od 3,5 posto u 2002. pokazuje važnost ove komponente.

Slika 1.

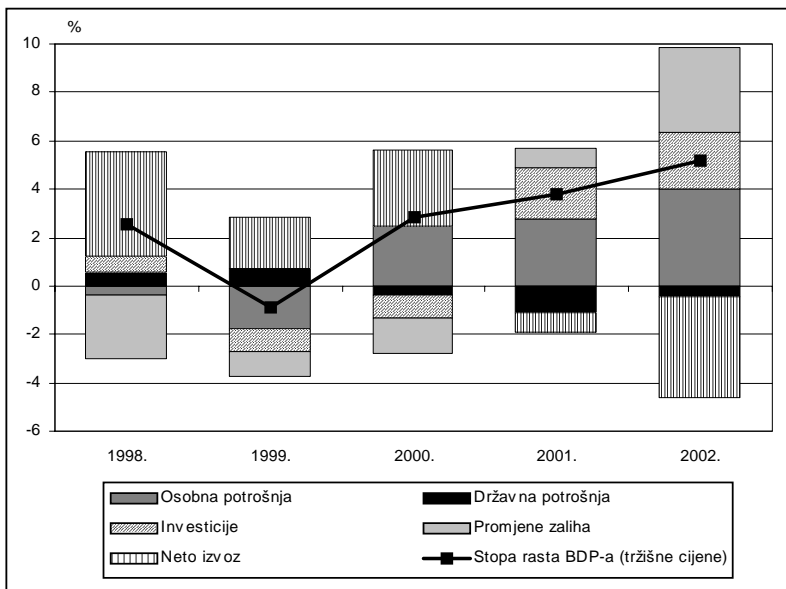
**BRUTO
DOMAĆI
PROIZVOD**

Izvor za originalne podatke: Državni zavod za statistiku.

Osobna je potrošnja nastavila snažno rasti i u četvrtom tromjesečju 2002., te je njezin godišnji rast od 6,6 posto doprinio 4,0 posto ukupnom rastu BDP-a. Ubrzani rast mase kredita potaknuo je potrošnju, ali i uvoz. Rast osobne potrošnje imao je pozitivan utjecaj i na domaću proizvodnju roba široke potrošnje. U četvrtom tromjesečju 2002., u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, proizvodnja trajnih dobara za široku potrošnju povećana je za 12,9 posto, a proizvodnja netrajnih dobara za široku potrošnju 8,1 posto. Iako pouzdani podaci o raspoloživom dohotku kućanstava nisu dostupni, na osnovi podataka o rastu prosječne neto plaće od 5,0 posto i 0,8-postotnom rastu zaposlenosti, može se zaključiti da je i blagi rast raspoloživog dohotka podržavao povećanu potrošnju.

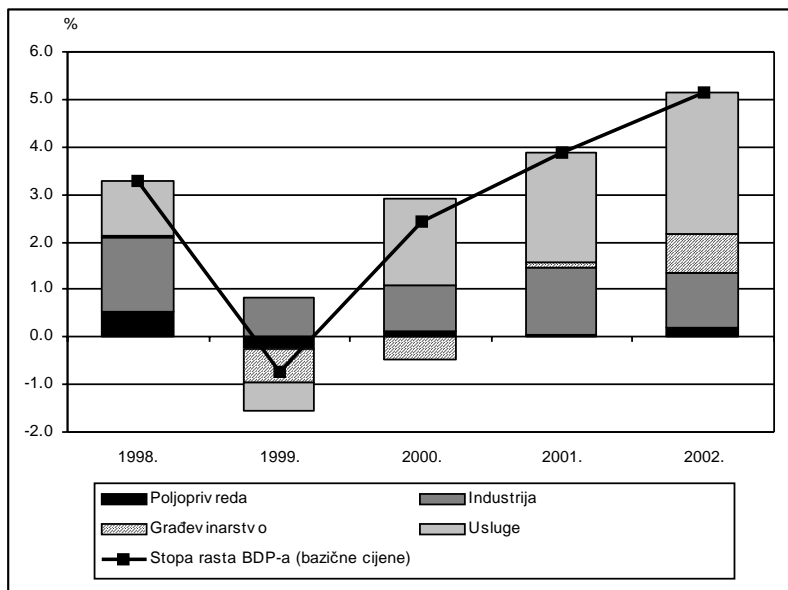
Već treću godinu za redom Vlada uspijeva smanjiti svoju potrošnju mjerenu u stalnim cijenama. Nakon snažnog pada od 4,3 posto u 2001. godini, prošla godina je donijela smanjenje od 1,8 posto. Međutim, treba uočiti da je silazni trend u realnoj državnoj potrošnji gotovo potpuno zaustavljen na samom kraju 2002. godine.

Neznatni porast realnog izvoza roba i usluga od 1,3 posto i snažan rast uvoza od 8,8 posto doveli su u 2002. do povećanja deficita tekućeg računa platne bilance. Dok se suficitom u razmjeni usluga prijašnjih godina pokrivaio najveći dio deficita u razmjeni roba, prošlogodišnja



Slika 2.

Izvor za originalne podatke: Državni zavod za statistiku.



Slika 3.

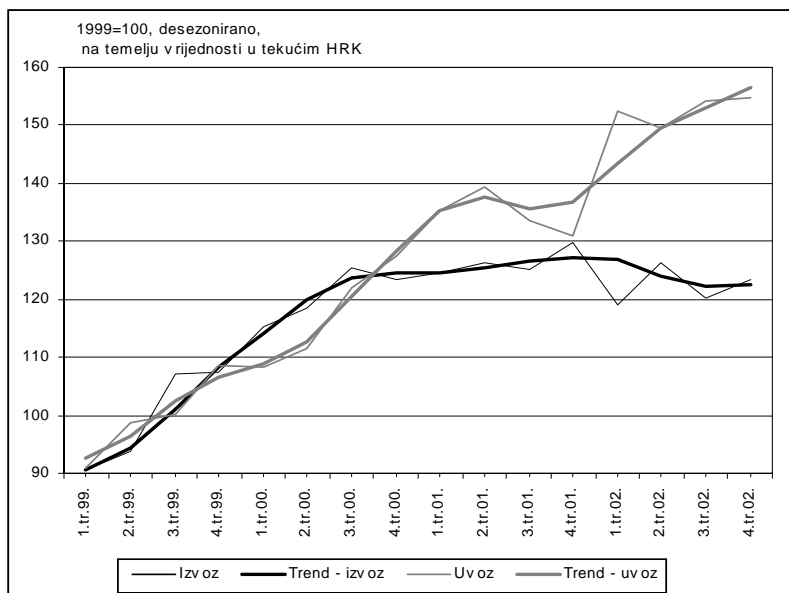
Izvor za originalne podatke: Državni zavod za statistiku.

ekspanzija uvoza roba bila je prevelika da bi izvoz usluga mogao premostiti deficit u robnoj razmjeni. Deficit tekućeg računa bilance plaćanja u 2002. godini iznosio je 6,9 posto BDP-a, što je osjetno više nego 2001. kada je iznosio 3,7 posto BDP-a. Može se zaključiti da je rast domaće potražnje potaknut kreditnom ekspanzijom zajedno sa slabim izvoznim rezultatima doveo do povećanja deficita tekućih transakcija s inozemstvom.

Promatrajući samo međunarodnu trgovinu robama, može se ustvrditi da se u 2002. godini hrvatska izvozna konkurentnost pogoršala. Vrijednost izvoza roba izražena u kunama pala je za 3,3 posto u usporedbi s prethodnom godinom, dok je vrijednost uvoza roba povećana za 13,3 posto. Siječanj i veljača 2003. godine donijeli su porast izvoza za 22,9 posto na međugodišnjoj razini, dok je uvoz porastao 12,1 posto. Poboljšana slika izvoza u ovoj godini je rezultat aktivnosti u brodograđevnoj i naftnoj industriji. Međutim, obje djelatnosti uobičajeno karakteriziraju snažne oscilacije zbog čega ovakav razvoj događaja još uvijek ne omogućuje donošenje zaključaka o pozitivnim pomacima u vanjskoj trgovini.

Iz podataka o vrijednosti izvoza u kunama promatranih prema odredištu može se uočiti da se gubitak konkurentnosti u prošloj godini odvijao na nama najznačajnijem tržištu - tržištu Europske unije. Izvoz u EU se smanjio za 3,6 posto, dok je uvoz iz EU-a povećan 7,2 posto. Izvozna pozicija prema zemljama CEFTE ostala je nepromijenjena tijekom prošle godine, iako se ukupni obujam trgovine s CEFTA-om povećao zahvaljujući povećanom izvozu članica CEFTE u Hrvatsku. Sivu sliku hrvatskog izvoza u prošloj godini djelomično uljepšava pojačani izvoz na tržišta Srbije, Crne Gore te Bosne i Hercegovine, gdje su - čini se - hrvatski proizvodi dobro pozicionirani.

Uspjeh nadolazeće turističke sezone je neizvjestan zbog depresije koja je pogodila svjetsko turističko tržište zbog rata u Iraku. Domaća očekivanja vezana za uspješnost turističke sezone kreću se od vrlo optimističnih do onih zabrinutih za njezin ishod. Optimistična očekivanja se zasnivaju na pretpostavci da će turisti koji su zabrinuti za svoju sigurnost u turističkim destinacijama poput Španjolske i Turske izabrati Hrvatsku kao svoje alternativno odredište na Mediteranu. Umjerenija očekivanja o nadolazećoj sezoni zasnivaju se na argumentu da struktura hrvatskih smještajnih kapaciteta ne odgovara preferencijama turista koji oklijevaju putovati u druge mediteranske zemlje.



Slika 4.

**IZVOZ
I UVOZ
ROBA**

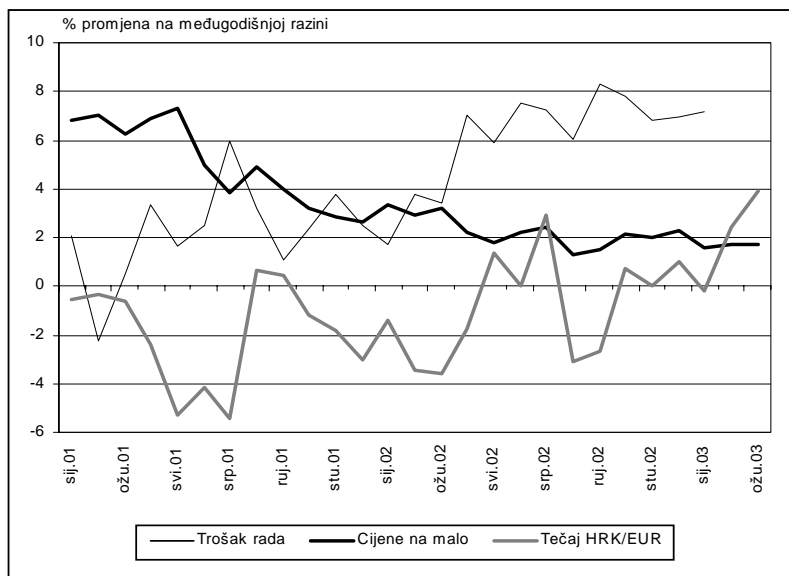
Izvor: Hrvatska narodna banka.

Podaci o industrijskoj proizvodnji početkom svake godine opetovano potvrđuju da nisu pouzdan pokazatelj stvarne aktivnosti industrijskog sektora. Niti ova godina nije u tom pogledu bila iznimka. Desezonirana industrijska proizvodnja u siječnju je pala za 5,6 posto u odnosu na prosinac, da bi se u veljači povećala za 6,0 posto u odnosu na siječanj. Dio nestabilnosti industrijske proizvodnje može se objasniti činjenicom da se na prijelazu godine mijenjaju ponderi pojedinih industrijskih grana u izračunavanju ukupne industrijske aktivnosti, što zauzvrat čini usporedbu s prethodnim mjesecima težom. Nadalje, sezonski faktori za siječanj su prilično nestabilni zbog brojnih blagdana koji se često spajaju s vikendima te dodatnog uzimanja slobodnih dana u tom mjesecu. Pa ipak, industrijska aktivnost se povećala za 3,4 posto u prva dva mjeseca 2003. na međugodišnjoj razini. Opskrba energijom, proizvodnja intermedijarnih proizvoda i proizvodnja netrajne robe široke potrošnje zabilježile su snažan rast početkom godine. Porast proizvodnje ovih sektora djelomično je neutraliziran padom proizvodnje kapitalnih dobara te trajnih potrošnih dobara.

Nakon uvođenja strožih pravila pri registriranju nezaposlenih kod Zavoda za zapošljavanje, broj službeno evidentiranih

nezaposlenih počeo je opadati. Tako je krajem ožujka 2003. bilo registrirano 356 tisuća nezaposlenih, što je značajno manje od rekordnih 415 tisuća nezaposlenih godinu dana ranije. S obzirom da je 2003. izborna godina, vladajućoj koaliciji pogoduje ovakav razvoj događaja. On, naime, pomaže popravljaju ukupne makroekonomske slike zemlje, jer je službena stopa nezaposlenosti smanjena s 23,8 posto u veljači 2002. godine na 21,3 posto u veljači ove godine. Nova procedura registriranja nezaposlenih ima i drugih praktičnih prednosti. S obzirom da je u prethodnom razdoblju anketna stopa nezaposlenosti (prema metodologiji Međunarodne organizacije rada) bila niža nego stopa registrirane nezaposlenosti, očito je da su neki od službeno nezaposlenih ipak bili zaposleni, ali da nisu bili prijavljeni kako bi izbjegli porezna davanja te kako bi mogli primati naknadu za nezaposlene. Do uvođenja novih procedura, nezaposleni u Hrvatskoj su primali novčanu naknadu za nezaposlene koja je bila vremenski ograničena, te su ostvarivali pravo na zdravstveno osiguranje koje nije bilo vremenski ograničeno. Stoga bi izračunavanje stvarnog broja nezaposlenih moglo smanjiti državne izdatke za ovu namjenu.

Slika 5.

**TROŠAK
RADA,
INFLACIJA
I TEČAJ**


Napomena: Povećanje znači deprecijaciju.

Izvor: Hrvatska narodna banka i Državni zavod za statistiku.

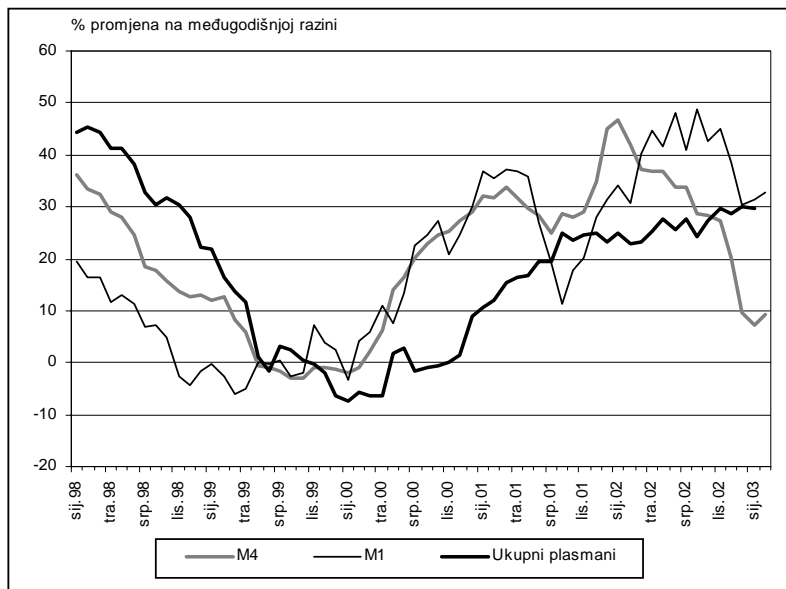
Novi način registriranja nezaposlenih predstavlja određeni problem analitičarima koji pokušavaju razotkriti što se zapravo zbiva na tržištu rada u Hrvatskoj. Razmatranjem vremenskog niza podataka o novoregistriranim nezaposlenim osobama i izdvajanjem utjecaja novih pravila još uvijek se ne može sa sigurnošću potvrditi da je došlo do značajnijih stvarnih promjena u nezaposlenosti. Međutim, novi podaci, na temelju ankete, koji se objavljuju u svibnju mogli bi dati jasnije odgovore na to pitanje.

Novi Zakon o radu ušao je u redovitu Saborsku proceduru. Čini se kako su sindikati pristali samo na manje promjene predloženog zakona, umjesto inzistiranja na sasvim novom Zakonu. Iako je nemoguće predvidjeti krajnji ishod, prema dostupnim informacijama, Vlada bi mogla ponuditi veću socijalnu zaštitu za nezaposlene u zamjenu za jednostavnije procedure pri zapošljavanju i otkazima.

Iako bi se rast plaća u zadnjem tromjesečju 2002. mogao objasniti tradicionalnim božićnicama, rast prosječnih plaća početkom 2003. godine po stopi od 7 posto realno na međugodišnjoj razini zasigurno nije bio pod utjecajem takvih iregularnih utjecaja. Međutim, početak ove godine donio je i promjene u porezu na dohodak, preciznije u poreznoj osnovici na temelju koje se računaju socijalni doprinosi, kao i u sustavu poreznih olakšica. Te su promjene doprinijele većoj razlici između bruto i neto plaće, dok se učinak ovih promjena na povećanje neto plaće ne može precizno utvrditi, jer ovisi o vrsti ugovora o radu. Ako je ugovor zasnovan na neto plaći, tada će zahvaljujući poreznim promjenama poslodavci uz nepromijenjene neto plaće smanjiti svoje ukupne troškove za plaće. Međutim, većina ugovora ipak se temelji na bruto plaći, što znači da će koristiti od manjeg oporezivanja plaća imati zaposlenici.

Ukupni domaći krediti porasli su u 2002. godini za 30 posto. Kreditna ekspanzija inicijalno je bila zasnovana na rastu domaćih depozita krajem 2001. godine, nakon čega je u drugoj polovici 2002. uslijedio snažan porast zaduživanja banaka u inozemstvu. Potrebno je naglasiti kako su krediti sektoru stanovništva pritom rasli brže no krediti sektoru poduzeća. Rast kredita stanovništvu dostigao je stopu od 43 posto godišnje, a poduzećima 23 posto, čime se krajem 2002. ukupan obujam kredita u oba sektora izjednačio. Trend porasta kredita sektorima stanovništva i poduzeća nastavljen je i u siječnju 2003. godine. Samo u siječnju krediti stanovništvu porasli su za 3,5 posto, a krediti poduzećima za 2,2 posto, što je iznad mjesečnog prosjeka za prošlu godinu. Procjenjujući kako bi takav razvoj događaja mogao ozbiljno ugroziti međunarodnu likvidnost i makroekonomsku stabilnost, Hrvatska narodna banka uvela je početkom 2003. godine restriktivne mjere s ciljem obuzdavanja rasta kredita.

Slika 6.

**MONETARNI
I KREDITNI
AGREGATI**

Izvor: Hrvatska narodna banka.

Ukupna likvidna sredstva M4 rasla su mnogo sporije u 2002. nego godinu dana ranije. Rast depozita u stranim valutama iscrpljen je tijekom konverzije u euro početkom 2002., nakon koje je uslijedilo očekivano, ali ipak prilično skromno povlačenje depozita koji su namijenjeni za čuvanje "u čarapama". Povlačenje deviznih depozita nešto je povećano nakon krize u Riječkoj banci. Povjerenje štediša naposljetku se ipak oporavilo, devizni depoziti opet su počeli rasti, potražnja za novcem se tijekom turističke sezone povećala, a rast ukupnih likvidnih sredstava težio je prema jednoznamenkastim stopama. Krajem godine porast novčanog agregata M4 iznosio je 9,5 posto na međugodišnjoj razini. U međuvremenu je rast novčane mase M1 bio znatno veći. Uzrok tomu, velikim dijelom, bila je sterilizacija viška ponude deviza, koju je provodila Hrvatska narodna banka, a nastala je zbog konverzije u euro, uspješne turističke sezone i priljeva zajmova iz inozemstva. Rast ponude novca usporen je u drugoj polovici godine, a stopa rasta smanjena je s 48 posto u srpnju na 30 posto u prosincu. Intervencije Hrvatske narodne banke na deviznom tržištu dovele su do snažnog rasta međunarodnih pričuva, koje su narasle na 5,9 milijardi USD krajem 2002. godine.

Obilje likvidnosti rezultiralo je padom kamatnih stopa tijekom 2002. godine. Kamatna stopa na tržištu novca kretala se između 0,8 i 2,5 posto, dok je kamatna stopa na kredite stanovništvu i poduzećima zadržala blagi silazni trend. U prosincu 2002. inflacija mjerena indeksom cijena na malo iznosila je 2,3 posto na međugodišnjoj razini, a temeljna inflacija 1,2 posto. Između siječnja i ožujka inflacija mjerena indeksom cijena na malo ostala je na niskoj razini od 1,7 posto, dok se temeljna inflacija postepeno smanjila na samo 0,2 posto. U 2002. godini tečaj kune se kretao unutar razmjerno uskih granica od 7,31 i 7,58 kuna za euro. Početak 2003. godine donio je deprecijaciju veću od uobičajenih sezonskih oscilacija. Do kraja ožujka, kuna je bila u nominalnom iznosu 3,4 posto slabija nego na kraju prosinca 2002. Deprecijacija je većinom izazvana velikom potražnjom za stranom valutom zbog servisiranja stranog duga. Manjim dijelom deprecijacija je rezultat mjera središnje banke usmjerenih na sprečavanje rasta plasmana banaka. Zbog tih mjera veći dio kredita uzetih u stranoj valuti morao je biti redeponiran u inozemstvu. Monetarne vlasti intervenirale su na međuvalutnom tržištu u prvom tromjesečju prodajući 316 milijuna eura, što je pomoglo u stabilizaciji tečaja početkom travnja.

Iako nije bilo ozbiljnih fiskalnih prilagodbi u 2002., Vlada je, barem kada je riječ o proračunu konsolidirane središnje države, završila godinu bez većih odstupanja u odnosu na plan. Proračunski deficit je iznosio 4 milijarde kuna, što je 0,5 milijardi više no godinu ranije, a povećanje u terminima BDP-a bilo je približno 0,2 postotnih poena. Prošla godina bila je karakteristična po značajnom porastu osobne potrošnje i uvoza, što je, s obzirom na naglašeni oslonac poreznog sustava na oporezivanje potrošnje, imalo pozitivan učinak na prikupljanje poreza. U usporedbi s prethodnom godinom, prihodi od poreza na dodanu vrijednost i carina porasli su za 6,3 odnosno 9,1 posto. Porez na dobit također je donio veće prihode (porast za 33,8 posto), što se može objasniti rastom ukupne poslovne aktivnosti, ali i promjenama u odgovarajućim propisima. Na strani rashoda, najviše je iznenadio porast izdataka za plaće i nabavke ostalih roba i usluga (rast od 33,8 odnosno 58,3 posto), te smanjivanje potpora za 40,1 posto. Povećani rashodi su većim dijelom rezultat promjene u statističkom obuhvatu središnje države.

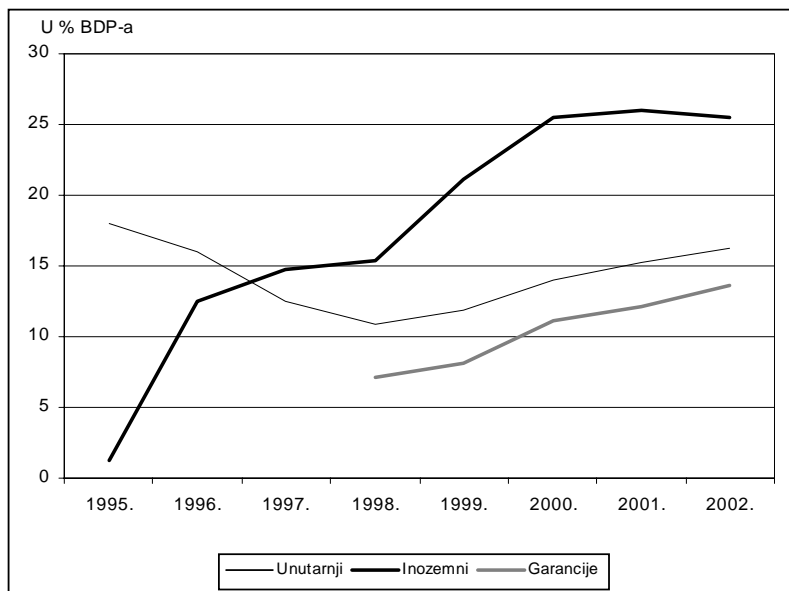
Službeno objavljeni podaci o deficitu proračuna središnje države mogli bi stvoriti suviše optimističnu sliku stanja u javnim financijama. Naime, ranije spomenutom deficitu od 4 milijarde kuna potrebno je dodati oko 2,5 milijarde privatizacijskih prihoda (koji ulaze u stavku financiranja), zatim rast mase dospjelih, a neplaćenih obaveza za 0,1 milijardu kuna, te još oko 2,7 milijarde kuna deficita agencija za izgradnju cesta (Hrvatske autoceste

i Hrvatske ceste). Na taj način dolazi se do deficita od gotovo 9,5 milijardi kuna, ili 5,5 posto BDP-a, na razini konsolidirane središnje države.

Na pogoršanje fiskalne pozicije ukazuju i podaci o javnom dugu. Ako državne garancije ubrojimo u državni dug, tada proizlazi da je udio javnog duga u BDP-u porastao s 53,5 u 2001. na 55,4 posto u 2002. Iako takva neodrživa fiskalna pozicija ne može biti opravdana u dugom roku, ona može biti objašnjena s dvije okolnosti. Kao prvo, Vlada je suočena s velikim troškom uvođenja drugog stupa mirovinskog sustava i kao drugo, u tijeku je izvedba značajnih infrastrukturnih projekata.

Slika 7.

DUG SREDIŠNJE DRŽAVE



Izvor: Hrvatska narodna banka.

Upravo navedeni trendovi objašnjavaju zašto je MMF toliko inzistirao na fiskalnim pokazateljima tijekom pregovora o stand-by aranžmanu, koji se nakon postizanja dogovora počeo primjenjivati početkom veljače ove godine. Za razliku od domaćeg javnog sektora i poslovne zajednice čije je zanimanje prije svega usmjereno na nezaposlenost, socijalne probleme, konkurentnost i izvozne rezultate, službenici MMF-a smatrali su fiskalnu politiku najranjivijim dijelom makroekonomske politike. To nije samo zbog velikog fiskalnog deficita i rastućeg udjela javnog duga već i zbog nedostatka fiskalne transparentnosti i slabog upravljanja javnim dugom. Zato

je novi stand-by aranžman podržan Vladinim programom, čiji je cilj napredak prema fiskalnoj održivosti i povećanju stopa gospodarskog rasta ubrzanim strukturnim reformama. Djelomice posvećen postizanju fiskalne održivosti, program će biti praćen na osnovu šest kvantitativnih kriterija izvođenja, od kojih se četiri odnose na fiskalnu politiku (maksimalna visina deficita, ograničenje na porast dospjelih, a neplaćenih potraživanja i ograničenja na porast kratkoročnog i srednjoročnog javnog duga te državno garantiranog vanjskog duga). U dijelu koji se odnosi na strukturne reforme, MMF će inzistirati na pripremi novog pravilnika za dodjelu državnih garancija, te na ubrzanju privatizacije i restrukturiranja INE i HEP-a.

OSNOVNI EKONOMSKI POKAZATELJI

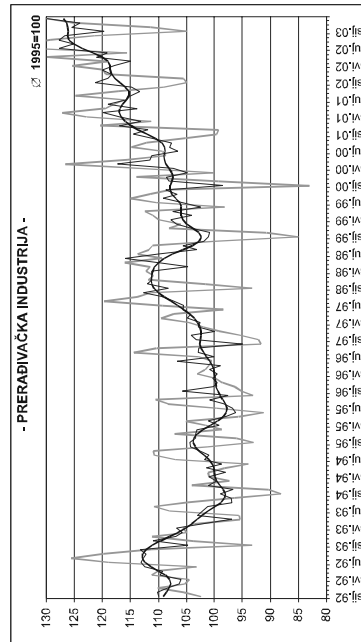
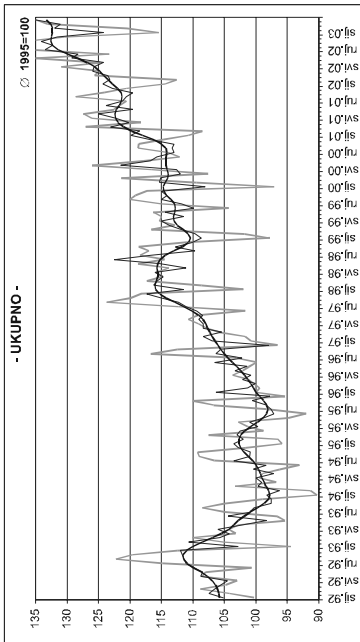
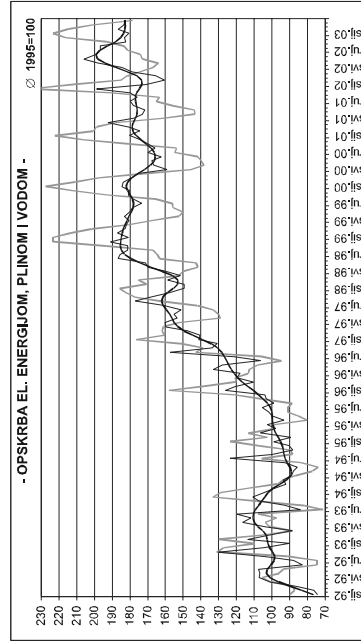
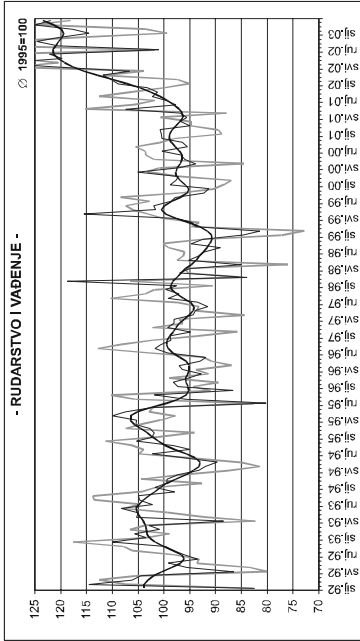
	1999.	2000.	2001.	2002.	2003. 1.-3.
Stope međugodišnjih promjena					
Bruto domaći proizvod (realni)	-0,9	2,9	3,8	5,2	-
Industrijska proizvodnja (fizički obujam)	-1,4	1,7	6,0	5,4	4,7
Građevinarstvo (fizički obujam)	-7,7	-9,1	3,6	12,8	13,7
Turizam (noćenja)	-15,1	44,6	10,8	3,0	-14,0
Trgovina na malo (realni promet)	-4,8	14,4	10,0	12,5	5,7
Izvoz roba (USD)	-5,8	3,0	5,1	5,0	39,7
Izvoz roba i usluga (USD)	-5,7	6,6	10,8	9,5	-
Uvoz roba (USD)	-7,2	1,6	14,7	17,1	37,2
Uvoz roba i usluga (USD)	-9,0	-1,6	11,0	17,6	-
Prihodi proračuna središnje države ⁺	5,8	-3,7	19,7	30,6	-
Ukupne međunarodne pričuve HNB-a (USD, prosjek)	3,8	18,8	25,0	34,9	29,3
Raspoloživa deviz. sredstva (USD, prosjek)	-14,6	21,9	25,1	29,9	13,9
Primarni novac (prosjek)	-5,8	8,5	28,1	53,3	20,7
Novčana masa (prosjek)	-4,5	16,2	27,1	40,4	32,1
Ukupna likvidna sredstva (prosjek)	-2,1	15,4	31,6	30,8	8,3
Cijene na malo (prosjek)	4,2	6,2	4,9	2,2	1,7
Nominalni pokazatelji					
Bruto domaći proizvod (mil. USD)	19906	18427	19536	22436	-
Izvoz roba (mil. USD)	4302	4432	4659	4899	1445
Uvoz roba (mil. USD)	7799	7887	9044	10713	2939
Izvoz roba i usluga (mil. USD)	8118	8663	9634	10545	-
Uvoz roba i usluga (mil. USD)	9791	9599	10808	12706	-
Saldo tekućih transakcija (mil. USD)	-1390	-433	-642	-1547	-
Raspoloživa dev. sredstva (mil. USD, kraj razd.)	4375	5678	8282	8575	9121
Inozemni dug (mil. USD, kraj razdoblja)	9978	11055	11317	15284	16512
Saldo konsolidir. proračuna (postotak od BDP)	-2,0	-5,0	-2,1	-3,5	-
Kamatna stopa na kratkoročne kredite, bez valutne klauzule (prosječna, godišnja) [#]	14,9	12,1	9,5	13,0	11,6
Tečaj EUR (kraj razdoblja)	7,68	7,60	7,37	7,42	7,56**
Tečaj USD (kraj razdoblja)	7,65	8,16	8,36	7,30	6,85**
Stopa nezaposlenosti (pros.)	19,1	21,1	22,0	22,3	21,3

* siječanj-veljača

** travanj

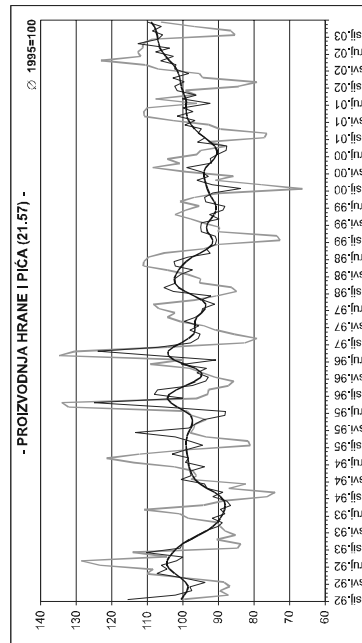
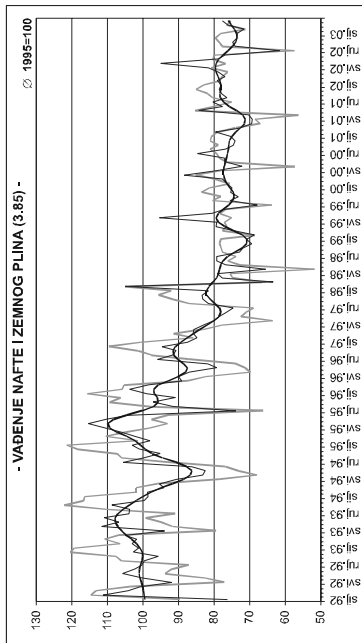
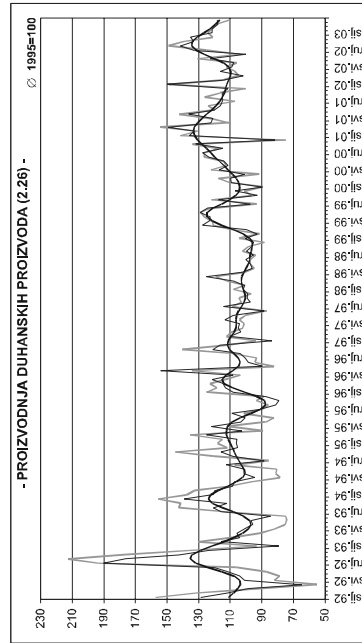
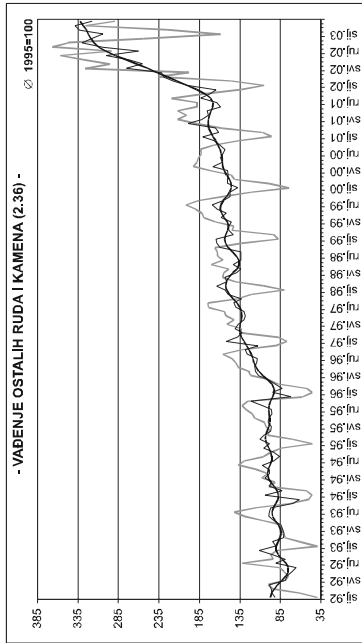
⁺ Prihodi proračuna središnje dr ave u 2002. godini uključuju i prihode socijalnih fondova.[#] Od 1. siječnja 2002. u obračunu prosječne kamatne stope primjenjuje se nova metodologija.

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA



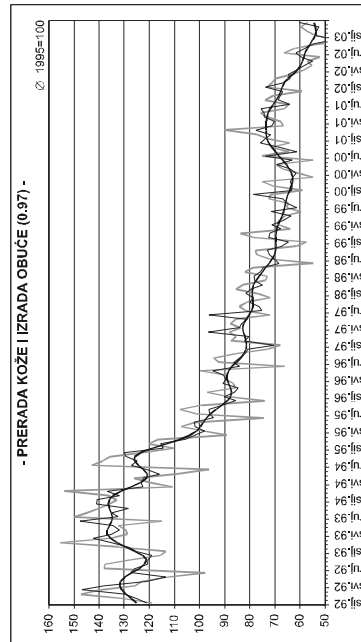
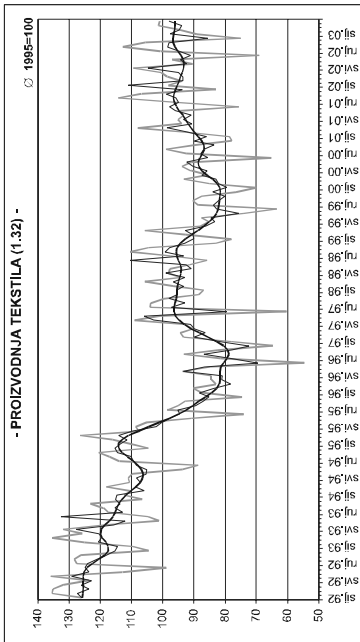
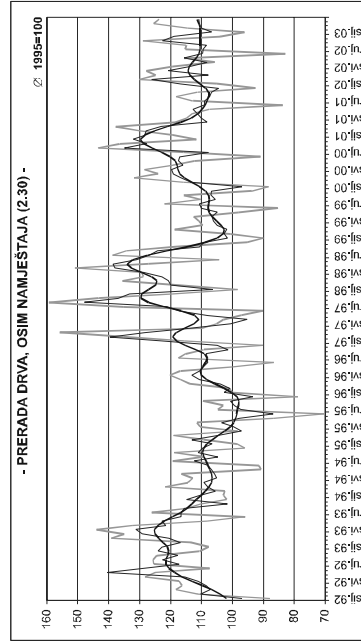
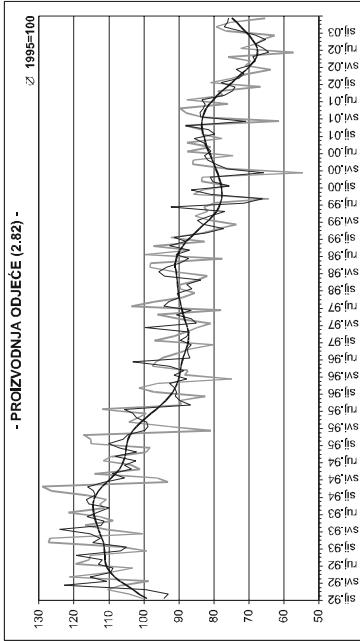
— ORIGINALNI PODACI — TREND-CIKLUS

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA



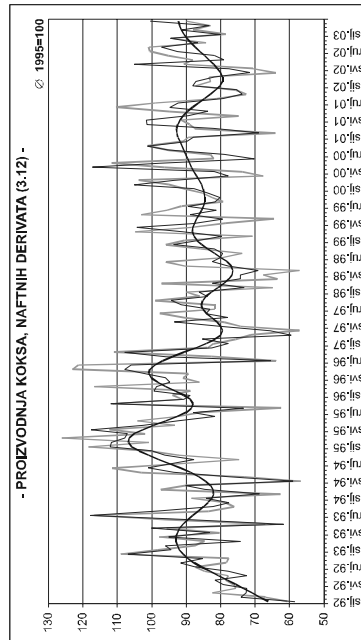
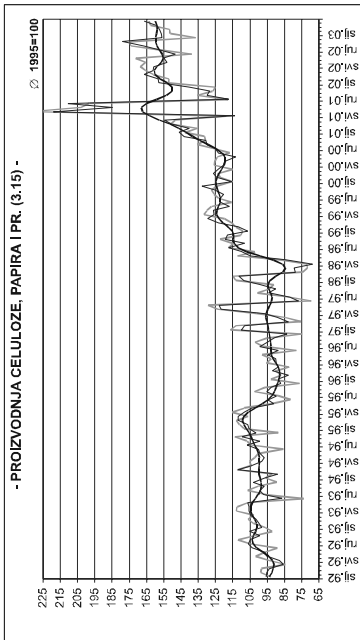
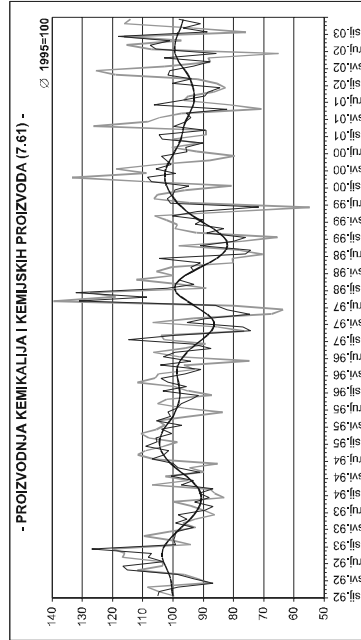
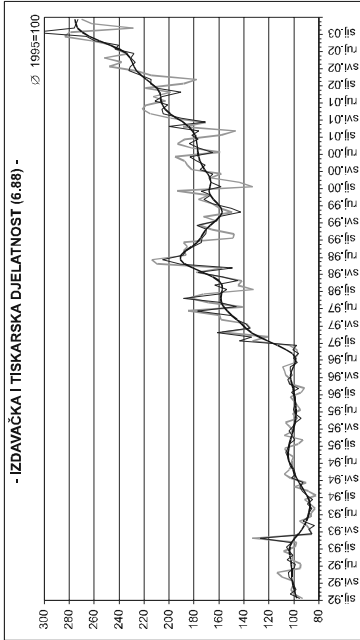
— ORIGINALNI PODACI — TREND-CIKLUS

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA



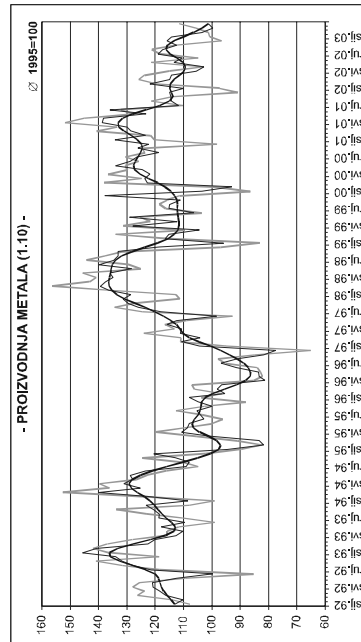
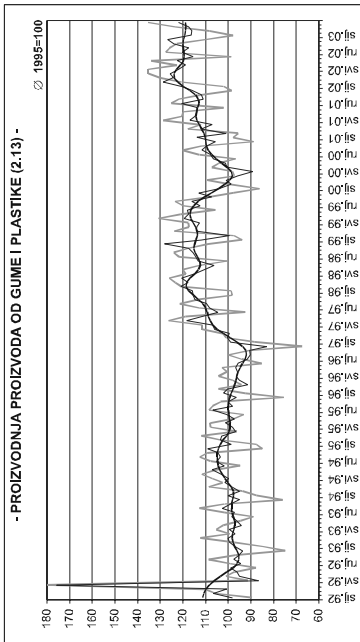
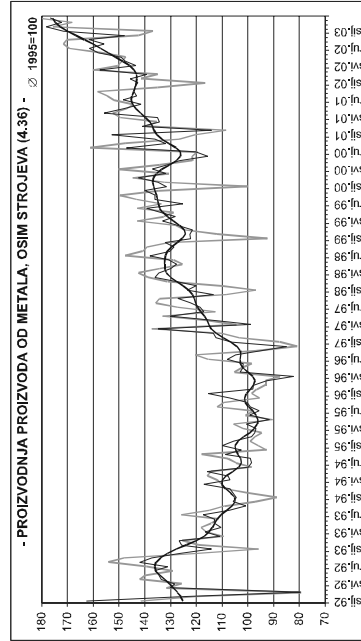
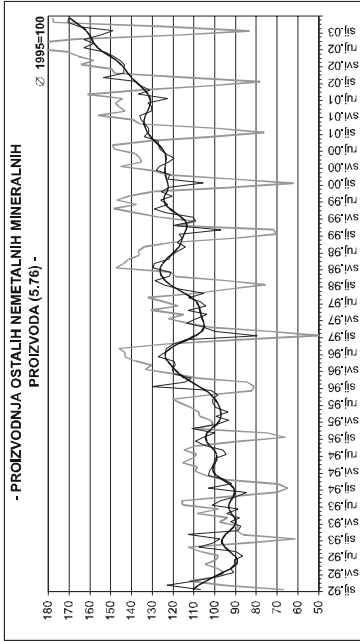
— ORIGINALNI PODACI — TREND-CIKLUS

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA



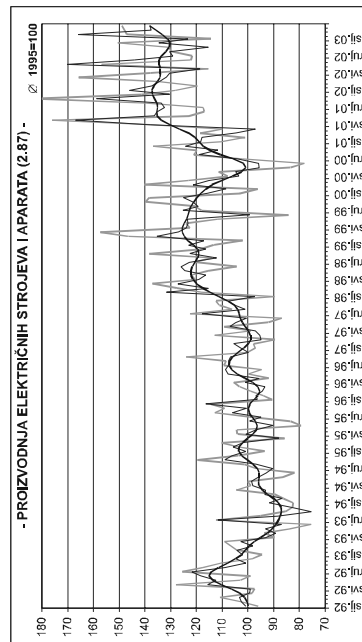
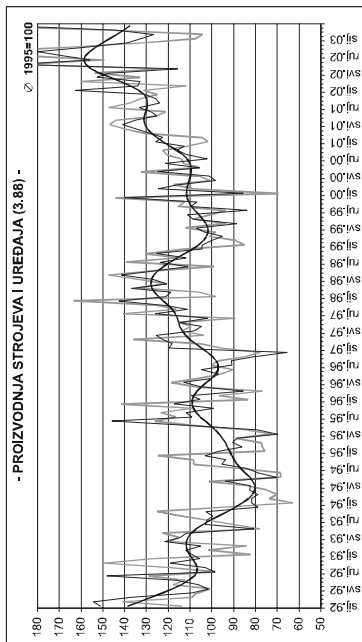
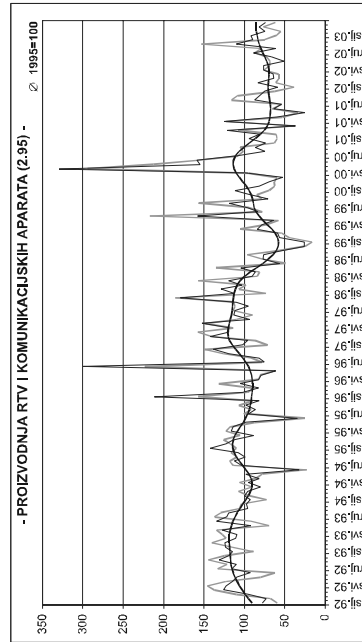
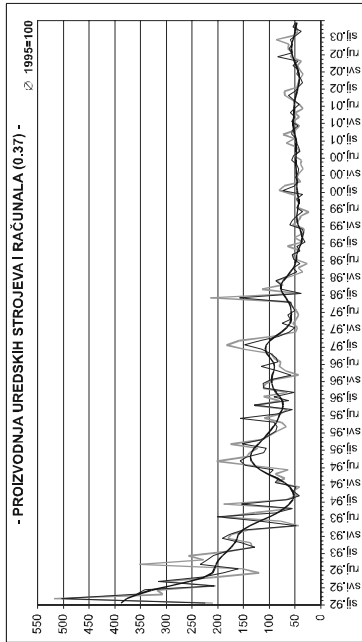
— ORIGINALNI PODACI — TREND-CIKLUS

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA



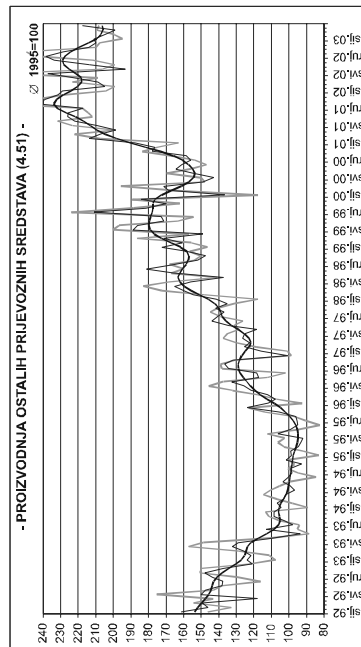
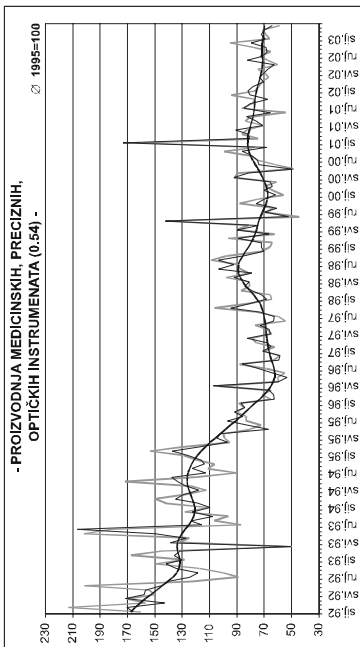
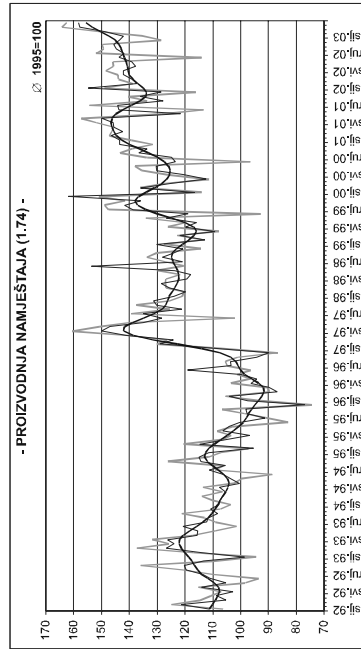
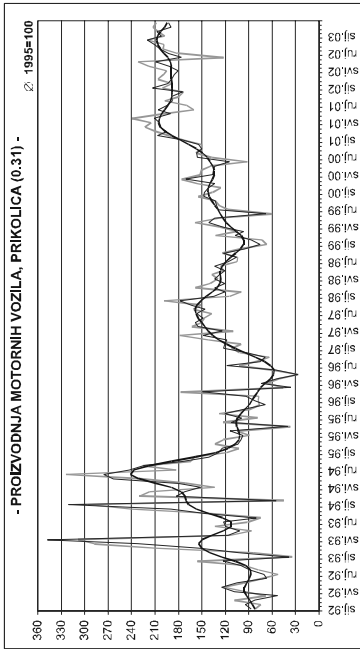
— ORIGINALNI PODACI — TREND-CIKLUS

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA



— ORIGINALNI PODACI — TREND-CIKLUS

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA



— ORIGINALNI PODACI — TREND-CIKLUS

INDUSTRIJSKA PROIZVODNJA

