

BROJ

1

Godina 1
VI 2008.



FINANCIJSKA STABILNOST

HRVATSKA NARODNA BANKA

HRVATSKA NARODNA BANKA

Financijska stabilnost

Broj 1, Zagreb, lipanj 2008.

IZDAVAČ

Hrvatska narodna banka
Direkcija za izdavačku djelatnost
Trg hrvatskih velikana 3, 10002 Zagreb
Telefon centrale: 4564-555
Telefon: 4565-006
Telefaks: 4564-687

WEB-ADRESA

<http://www.hnb.hr>

Molimo korisnike ove publikacije da prilikom korištenja podataka obvezno navedu izvor.

Sve eventualno potrebne korekcije bit će unesene u web-verziju.

Tiskano u 650 primjeraka

ISSN 1846-9256

Sadržaj

| | |
|--|----|
| Uvodne napomene | 5 |
| Opća ocjena financijske stabilnosti | 7 |
| Makroekonomsko okružje | 9 |
| Okvir 1. Ocjena utjecaja vanjskih šokova na hrvatsko gospodarstvo | 12 |
| Okvir 2. Optimalne međunarodne pričuve HNB-a | 15 |
| Okvir 3. Preliminarni međusektorski financijski računi za Hrvatsku | 17 |
| Sektor kućanstava | 22 |
| Sektor nekretnina | 25 |
| Sektor nefinancijskih poduzeća | 27 |
| Bankarski sektor | 31 |
| Okvir 4. Utjecaj makroekonomskog okružja na kreditni rizik | 40 |
| Okvir 5. Ocjena stabilnosti bankarskog sektora mjerena Z-indeksom | 43 |
| Glavni izazovi politike očuvanja financijske stabilnosti | 45 |
| Okvir 6. Ograničenja monetarne politike u malome otvorenome euroiziranom gospodarstvu | 46 |
| Popis slika i tablica | 47 |

Uvodne napomene

Financije imaju ključnu ulogu u alokaciji resursa, odnosno procesu transformacije štednje u ulaganja, a time i u rastu gospodarstva te povećanju opće razine društvenog blagostanja. Istodobno su financije, zbog svoje zasnovanosti na povjerenju, inherentno izložene visokom stupnju neizvjesnosti, tj. cikličkim kolebanjima percepcije i ponašanja sudionika na financijskim tržištima. Budući da financijske krize rezultiraju velikim ekonomskim i socijalnim troškovima, očuvanje financijske stabilnosti ima karakter javnog dobra te je važan cilj ekonomske politike.

Financijska stabilnost očituje se u nesmetanom funkcioniranju svih segmenata financijskog sustava (institucija, tržišta, infrastrukture) u procesu alokacije resursa, procjene i upravljanja rizicima te izvršavanja plaćanja, kao i u otpornosti sustava na iznenadne šokove. Stoga se i u Zakonu o Hrvatskoj narodnoj banci, uz osnovni cilj – očuvanje stabilnosti cijena, odnosno monetarne i devizne stabilnosti – među glavnim zadaćama središnje banke utvrđuju i regulacija i nadzor banaka radi očuvanja stabilnosti bankovnog sustava, koji je glavni dio financijskog sustava, te osiguranje stabilnosti funkcioniranja sustava platnog prometa. Monetarna i financijska stabilnost usko su povezane jer monetarna stabilnost, koju HNB postiže operativnim provođenjem monetarne politike i obavljanjem uloge banke svih banaka te osiguravanjem nesmetanog odvijanja platnog prometa, pridonosi smanjenju rizika za financijsku stabilnost. Istodobno, financijska stabilnost pridonosi očuvanju monetarne, odnosno makroekonomske stabilnosti olakšavajući djelotvorno provođenje monetarne politike.

Odgovornost za stabilnost ukupnoga financijskog sustava HNB dijeli s Ministarstvom financija i Hrvatskom agencijom za nadzor financijskih usluga, koji su nadležni za regulaciju i nadzor

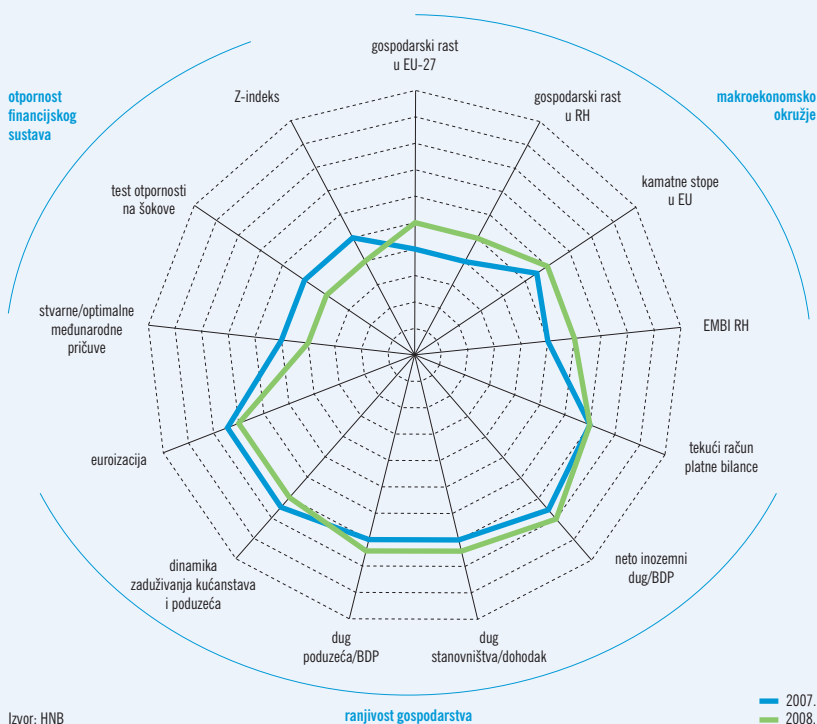
nebankarskih financijskih institucija. Osim s njima, zbog visokog stupnja internacionalizacije bankovnog sustava, koja se ogleda u inozemnom vlasništvu najvećih banaka, HNB surađuje i s regulatornim tijelima i središnjim bankama domicilnih zemalja matičnih financijskih institucija.

Publikacija “Financijska stabilnost” nastavlja se na prijašnju publikaciju “Makrobonitetna analiza”, s tim da je veći naglasak stavljen na buduća kretanja pri ocjeni financijske stabilnosti. U njoj se analiziraju glavni rizici za stabilnost bankovnog sustava koji proizlaze iz makroekonomskog okruženja u kojem djeluju kreditne institucije te stanja u glavnim sektorima koji se zadužuju, kao i sposobnost kreditnih institucija da apsorbiraju moguće gubitke u slučaju materijalizacije tih rizika. Raspravlja se i o mjerama koje HNB poduzima radi očuvanja stabilnosti financijskog sustava. Analiza je usmjerena na bankarski sektor zbog njegove dominantne uloge u financiranju gospodarstva.

Svrha je objavljivanja ove publikacije sustavno informiranje sudionika financijskih tržišta, drugih institucija i šire javnosti o ranjivostima i rizicima koji prijete stabilnosti financijskog sustava kako bi se olakšala njihova identifikacija i bolje razumijevanje te potaknuli svi sudionici na provođenje aktivnosti koje pružaju odgovarajuću zaštitu od posljedica u slučaju materijalizacije tih rizika. Osim toga, želi se povećati i transparentnost u djelovanju HNB-a usmjerenom na smanjenje glavnih ranjivosti i rizika te na jačanje otpornosti financijskog sustava na moguće šokove koji bi imali znatne negativne učinke na gospodarstvo. Ova bi publikacija trebala potaknuti i olakšati širu stručnu raspravu o pitanjima vezanim uz financijsku stabilnost. Sve to zajedno trebalo bi pridonijeti očuvanju povjerenja u financijski sustav, a time i njegovoj stabilnosti.

Opća ocjena financijske stabilnosti

Slika 1. Dijagram financijske stabilnosti



Slika 1. pokazuje, sintetizirajući sve glavne pokazatelje financijske stabilnosti, da je unatoč povećanim rizicima i ranjivosti u 2008. zadržan relativno visok stupanj financijske stabilnosti pod utjecajem povećanja otpornosti sustava na moguće šokove.

Glavni pokazatelji financijske stabilnosti u Hrvatskoj sažeti su na Slici 1. Dijagram financijske stabilnosti prikazuje promjene glavnih pokazatelja mogućnosti nastupanja rizika koji se odnose na domaće i međunarodno makroekonomsko okružje te ranjivost domaćega gospodarstva, kao i pokazatelja otpornosti financijskog sustava koja može otkloniti ili smanjiti troškove u slučaju materijalizacije tih rizika. Prikazana su posljednja tržišna ostvarenja ili projekcije odabranih pokazate-

lja te njihove vrijednosti za razdoblje s kojim se uspoređuju, odnosno za prethodnu godinu. Povećanje udaljenosti od središta dijagrama za svaku varijablu upozorava na porast rizičnosti ili ranjivosti sustava, odnosno smanjenje njegove otpornosti, te u skladu s time i veću prijetnju stabilnosti. Stoga povećanje površine dijagrama pokazuje da se financijska stabilnost sustava smanjuje, dok smanjenje površine upućuje na povećanje stabilnosti.

Premda se hrvatsko gospodarstvo za sada razmjerno dobro nosi s učincima financijske krize na međunarodnim tržištima, Slika 1. upućuje na pogoršanje svih glavnih kategorija domaćega i inozemnoga makroekonomskog okruženja u 2008. u odnosu na njihovo stanje lani. Nakon snažnog porasta bruto domaćeg proizvoda u 2007., ove se godine očekuje da će njegov rast slabjeti i da će jačati rizici koji bi ga mogli dodatno usporiti. Istodobno će i međunarodno okruženje biti manje povoljno za održavanje sadašnjega, visokog stupnja stabilnosti domaćega financijskog sustava, što je vidljivo iz slabljenja gospodarskog rasta u državama članicama Europske unije i porasta kamatnih stopa po kojima se na inozemnom tržištu zadužuju domaće banke, poduzeća i država. Pokazatelji stupnja ranjivosti domaćega gospodarstva također se uglavnom nastavljaju povećavati, ali njihov se rast usporava. Vanjske neravnoteže tako će u ovoj godini ostati na visokim razinama ili će se dodatno povećati. Nešto umjerenija dinamika porasta ukupne zaduženosti poduzeća i stanovništva te smanjenje euroizacije u odnosu na prethodnu godinu ipak donekle ublažavaju sliku povećanja ranjivosti domaćega gospodarstva.

Za razliku od navedene dvije skupine, pokazatelji otpornosti sustava mahom se popravljaju. Banke su znatno bolje kapitalizirane, i dalje su visokoprofitabilne te su u cjelini sposobne amortizirati razmjerno snažne šokove, a HNB održava visoku razinu međunarodnih pričuva. Takvi su pokazatelji otpornosti izravna posljedica mjera monetarne i prudencijalne politike koju je provodila središnja banka.

HNB-ova središnja projekcija gospodarskog rasta za Hrvatsku od 4,5% u 2008. upućuje na njegovu razmjerno snažnu dinamiku u nastavku ove godine, što bi i dalje trebalo podupirati financijsku stabilnost. Međutim, takva projekcija predviđa slabljenje dinamike gospodarskog rasta u odnosu na proteklu godinu, uz pretezanje rizika negativnih šokova nad onima pozitivnih šokova. Ti su šokovi umnogome povezani s pogoršanjem međunarodnoga gospodarskog okruženja koje putem nekoliko kanala negativno utječe na domaću financijsku stabilnost. Naime, sporiji rast važnih europskih gospodarstava izravno djeluje na usporavanje inozemne potražnje, odnosno izvoza. Osim toga, promjena percepcije i sklonosti riziku ulagača već je poskupjela inozemno zaduživanje u drugoj polovini 2007., a premija za rizik hrvatskih vrijednosnih papira zadržala se na povišenoj razini i u ovoj godini, što povećava cijenu refinanciranja dospjelih inozemnih dugova i novog zaduživanja.

Razmjerno visoke stope gospodarskog rasta poticane snažnim priljevom kapitala u proteklom su razdoblju bile svojstvene cijeloj Srednjoj i Istočnoj Europi. Stoga je i slabija raspoloživost inozemnih kredita dodatni kanal njegova usporavanja (detaljniji opis kanala preko kojih pogoršanje međunarodnog okruženja djeluje na domaću gospodarsku aktivnost i njihove kvantifikacije prikazani su u Okviru 1.). Sve navedeno ne bi trebalo pretjerano spustiti stopu rasta domaćega gospodarstva, što pokazuje i njegova središnja projekcija, ali utječe na distribuciju rizika tako

da povećava vjerojatnost ostvarivanja znatno niže stope rasta i materijalizacije loših scenarija. Opisane promjene u makroekonomskom okruženju i rizici koji iz njih proizlaze tema su prvog poglavlja.

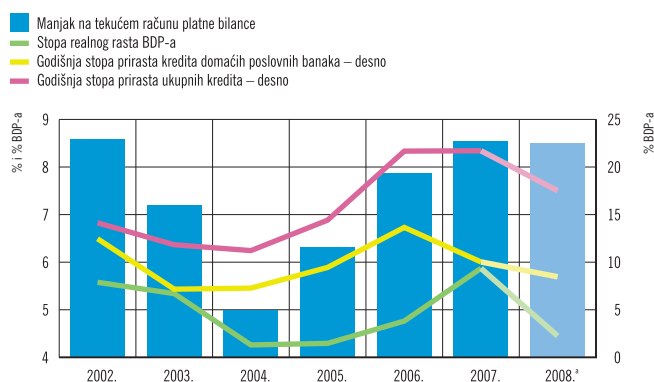
Pokazatelji vanjske ranjivosti u 2007. godini uglavnom su se nastavili pogoršavati, što se može očekivati i u 2008., premda donekle usporenom dinamikom. Tako se manjak na tekućem računu platne bilance lani povećao, a i u ovoj bi se godini mogao zadržati na razmjerno visokoj razini. Pogoršavanje vanjskih neravnoteža donedavno je najčešće proizlazilo iz činjenice da je rast domaćih investicija bio brži od rasta domaće štednje, ali protekle su se godine smanjili i investicije i štednja sektora poduzeća i stanovništva. To bi se, uz usmjerenost glavnine kredita prema sektoru međunarodno nerazmjernih dobara i stanovništvu, moglo negativno odraziti na sposobnost otplate inozemnog duga. Premda je inozemno zaduživanje poskupjelo, neto inozemni dug mogao bi u ovoj godini porasti nešto snažnije nego lani. Blago ubrzanje rasta neto inozemnog duga zasniva se na očekivanom nastavku relativno snažnoga inozemnog zaduživanja nefinancijskih poduzeća. Dinamika porasta ukupne zaduženosti stanovništva i nefinancijskih poduzeća ipak bi se mogla donekle usporiti u odnosu na 2007. godinu. Osim nešto sporijega očekivanog prirasta duga poduzeća i stanovništva u ovoj godini, na ublažavanje porasta ranjivosti domaćega gospodarstva djeluje i smanjenje razine euroizacije gospodarstva.

Zbog nepovoljnijega međunarodnog okruženja i povećanja ranjivosti domaćega gospodarstva sve je veća potreba za jačanjem "osigurača" ugrađenih u sustav, koji bi spriječili ili ublažili posljedice eventualnog nastupanja negativnog šoka. Glavni su "osigurač" u tom smislu međunarodne pričuve HNB-a, koje su na zadovoljavajućoj razini. Valja napomenuti da se pri ocjenjivanju poželjne razine pričuva uzima u obzir malo vjerojatan, ali ne i nemoguć scenarij naglog zastoja priljeva kapitala. Ako ne bi mogao biti amortiziran međunarodnim pričuvama, takav bi zastoj rezultirao kontrakcijom realnog BDP-a i deprecijacijom tečaja kune, a time i znatnim povećanjem loših kredita u bilancama banaka s negativnim učinkom na financijsku stabilnost. Stoga je posebno važno i istodobno jačanje otpornosti bankarskog sektora na takve šokove. Val dokapitalizacija banaka u 2007. godini povećao je kapitaliziranost bankarskog sektora, što je uz stabilnu profitabilnost ojačalo njegovu otpornost na moguću materijalizaciju kreditnog rizika. No, premda je sektor u cjelini otporan na razmjerno snažne šokove, pojedine banke pokazuju slabiju otpornost (rezultati analize prikazani su u poglavlju Otpornost bankarskog sektora).

U granicama svoje odgovornosti i s obzirom na objektivna ograničenja HNB nastoji mjerama monetarne i prudencijalne politike utjecati na smanjenje ranjivosti te jačanje otpornosti gospodarstva i bankarskog sektora na moguće šokove, o čemu se detaljnije raspravlja u zaključnom poglavlju.

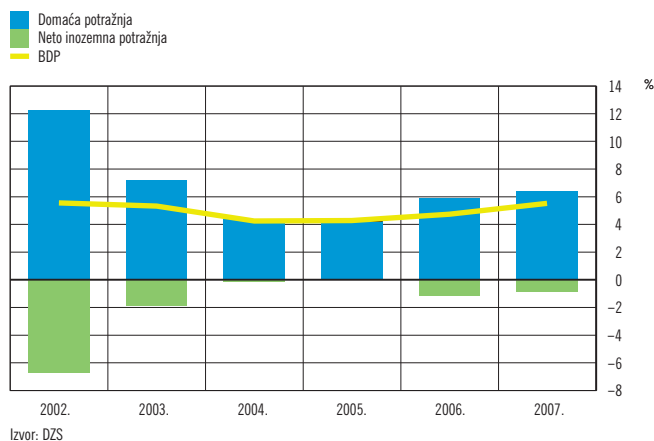
Makroekonomsko okružje

Slika 2. Priljev inozemnoga kapitala i rast BDP-a



* Prognoza
Izvori: HNB, DZS

Slika 3. Obrazac rasta BDP-a



Izvor: DZS

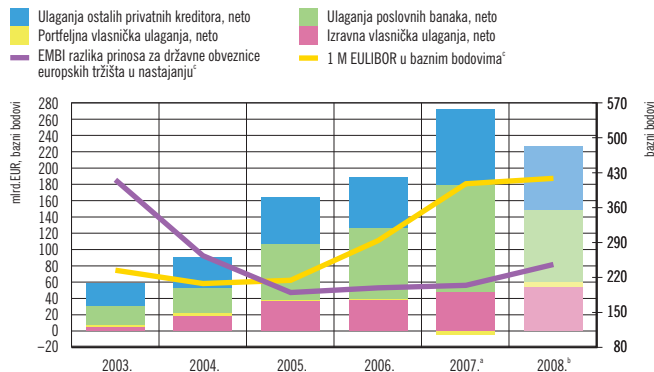
Makroekonomski rizici

Pogoršanje međunarodnoga makroekonomskog okružja u ovoj je godini praćeno očekivanjima da će se blago usporiti domaća gospodarska aktivnost. Znatne potrebe za financiranjem dospeljoga inozemnog duga i manjka na tekućem računu realizirat će se u okolnostima manje obilnih priljeva kapitala. Kratkoročno bi se potrebe za financiranjem trebale ipak zadovoljiti bez znatnijih pogoršanja uvjeta. Međutim, gospodarski bi se resursi u srednjem roku trebali usmjeravati u sektore međunarodno razmjenjivih dobara i usluga kako bi se ublažile ranjivosti i osigurala dugoročna održivost vanjske pozicije.

Snažan rast gospodarstva u 2007. od 5,6%, čime je nastavljen višegodišnji trend relativno dinamične konvergencije dohotka po stanovniku prema europskim razinama, bio je generiran brzim rastom domaće potražnje što je, uz nešto sporiji rast izvoza, rezultiralo relativno visokom razinom manjka na tekućem računu platne bilance od 8,6% BDP-a.

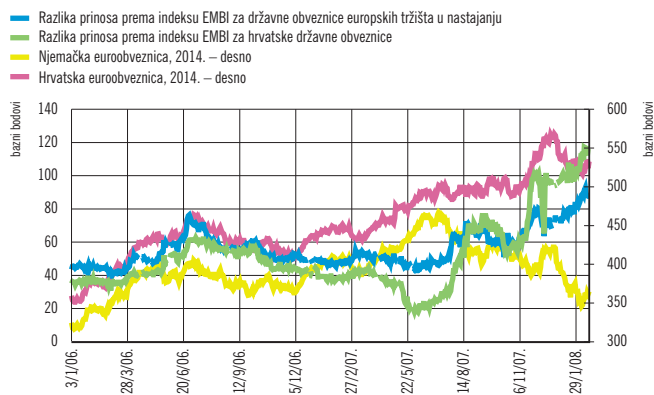
Takav obrazac rasta, koji karakterizira hrvatsko gospodarstvo od početka ovog desetljeća, omogućen je znatnim priljevom inozemnoga kapitala (Slika 2. i Slika 3.). Rastuća globalna financijska integracija praćena promjenom regionalne distribucije svjetske štednje, padom realnih kamatnih stopa i premija za rizik potaknula je znatan priljev kapitala u zemlje s tržištima u nastajanju, premda nisu sve bilježile manjak štednje nad investicijama. Regija Srednje i Istočne Europe jedina se među tržištima u nastajanju znatno oslanjala na neto inozemnu štednju (Slika 4. i Slika 5.).

Slika 4. Priljev kapitala u europske zemlje s tržištima u nastajanju



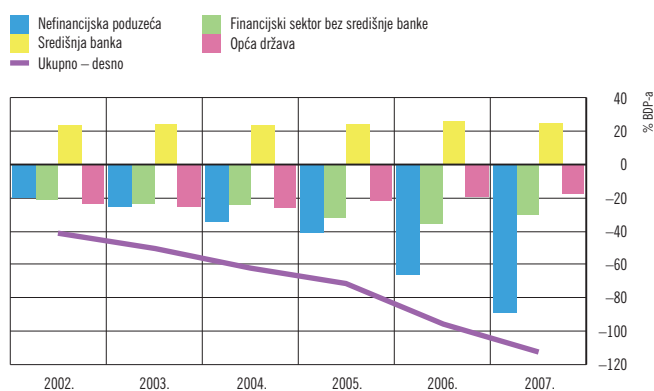
* Procjena, † Prognoza, ‡ Ostvarenje u prvom tromjesečju 2008.
 Izvori: International Institute of Finance, *Capital Flows to Emerging Market Economies*, ožujak 2008.; Bloomberg

Slika 5. Razlike prinosa prema indeksu EMBI i prinosi na hrvatsku i usporedivu njemačku euroobveznicu



Izvor: Bloomberg

Slika 6. Neto financijska pozicija domaćih sektora prema inozemstvu



Izvor: HNB

Iako je Hrvatska u promatranom razdoblju glavninu manjka na tekućem računu financirala priljevom inozemnih izravnih ulaganja, ukupni neto priljevi kapitala zamjetno su nadmašivali sam manjak na tekućem računu, pa je u njima dominantnu ulogu imalo zaduživanje domaćih sektora u inozemstvu. Pritom su banke postale bitni posrednici u priljevu kapitala u hrvatsko gospodarstvo, što je olakšala njihova integracija u inozemne financijske grupacije nakon privatizacije početkom desetljeća (Slika 6. i Slika 7.).

U 2007. godini nastavio se znatan priljev inozemnoga kapitala, pri čemu je priljev inozemnih izravnih ulaganja dosegao rekordnu razinu od oko 10% BDP-a, dok se prirast inozemnog duga usporio, pa je omjer inozemnog duga i BDP-a povećan za 2,3 postotna boda.

Manjak domaće agregatne štednje u odnosu na investicije, koji se financira priljevom inozemnoga kapitala, u 2007. se zadržao na približno istoj razini kao i u 2006. godini. Povećao se jaz između štednje i investicija u privatnom sektoru jer se njegova štednja smanjila, dok su se investicije zadržale na razini sličnoj lanjskoj. Sektor opće države zabilježio je porast viška štednje, uglavnom pod utjecajem cikličkog rasta javnih prihoda (Slika 8.).

Takva makroekonomska kretanja posljedica su pozitivnih procesa realne konvergencije i financijske integracije, ali kako o priljevu kapitala znatno ovise financiranje manjka na tekućem računu i refinanciranje dospjeloga inozemnog duga, ona istodobno rezultiraju i povećanjem ranjivosti gospodarstva s obzirom na to da bi poremećaji u priljevu kapitala mogli imati velike negativne učinke (Okvir 1.).

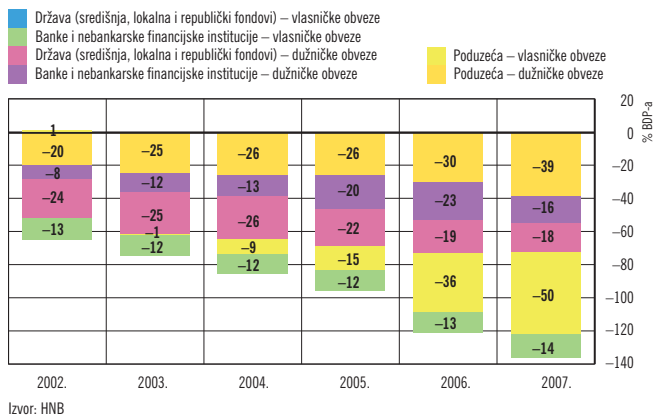
Što se tiče dospjeloga inozemnog duga, udio kratkoročnog duga po preostalom dospeljeću koji je trebalo refinancirati u 2007. dosegao je 22% BDP-a. Pritom se znatan dio odnosio na obveze banaka prema bankama majkama i na dug poduzeća prema povezanim poduzećima što, u normalnim okolnostima, smanjuje rizik refinanciranja (Slika 9. i Slika 10.).

Prema prognozama za 2008., unatoč usporevanju rasta uvoza zbog sporijeg rasta BDP-a, manjak na tekućem računu zadržat će se na relativno visokoj razini od 8,5% BDP-a, uglavnom pod utjecajem porasta cijena nafte i drugih sirovina te hrane na svjetskom tržištu.

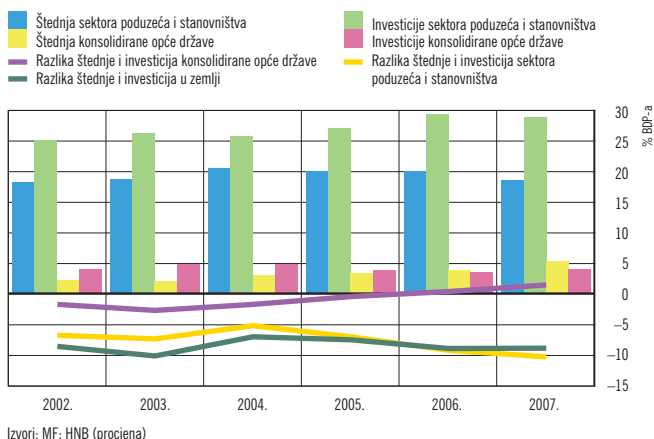
To će zajedno s dospjelim dugom na razini od 25% BDP-a generirati velike potrebe za inozemnim financiranjem. Istodobno se uvjeti na svjetskim tržištima kapitala pooštavaju zbog krize nastale nakon propasti tržišta drugorazrednih hipotekarnih kredita u SAD-u. Naime, iako je izravan utjecaj krize na tržišta u nastajanju za sada relativno blag, ipak se uz povećane troškove zaduživanja zbog porasta premija za rizik očekuje i određeno usporavanje priljeva kapitala na ta tržišta, prije svega preko dužničkih instrumenata.

Premija za rizik hrvatskih vrijednosnih papira povećala se od sredine prošle godine otprilike za 100 baznih bodova i dosegla razinu koja je tek nešto viša od prosječne premije za rizik vrijednosnih papira europskih tržišta u nastajanju. Istodobno

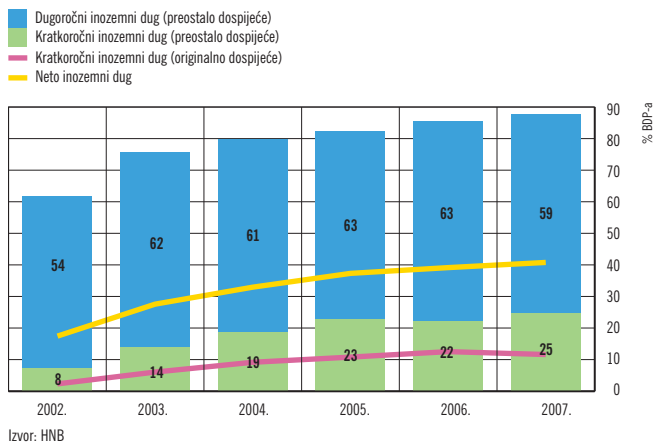
Slika 7. Neto financijska pozicija odabranih domaćih sektora prema inozemstvu po vlasničkim i dužničkim instrumentima



Slika 8. Štednja i investicije – ukupno i po sektorima



Slika 9. Ukupni inozemni dug prema ročnosti



stabilan kreditni rejting zemlje, poduprt razboritom ekonomskom politikom usmjerenom na kontrolu vanjske neravnoteže i reformama u procesu prilagodbe budućem članstvu u EU, osigurava nesmetan pristup međunarodnom tržištu kapitala.

Uz to, HNB vodi politiku međunarodnih pričuva koja osigurava likvidnost u međunarodnim plaćanjima i u uvjetima većih poremećaja. Pogoršanje standardnih pokazatelja međunarodne likvidnosti posljednjih je godina usporeno (Slika 11.), a procjena optimalnih pričuva pokazuje da su službene međunarodne pričuve krajem 2007. bile na razini koja osigurava međunarodnu likvidnost, odnosno podmirivanje svih dospjelih obveza te financiranje manjka na tekućem računu tijekom 2008. i u slučaju šoka u obliku zaustavljanja priljeva kapitala (Okvir 2.).

Međutim, dugoročna održivost međunarodne financijske pozicije zahtijeva preusmjeravanje resursa prema sektoru međunarodno razmjenjivih dobara. Na to se može utjecati strukturiranim politikama upravljenima na poboljšanje investicijske klime, uključujući smanjenje poreznog tereta i uloge države u gospodarstvu.

Vanjska ranjivost Hrvatske koja podrazumijeva velike potrebe za priljevom inozemnoga kapitala povećana je i visokim stupnjem euroiziranosti obveza svih institucionalnih sektora hrvatskoga gospodarstva prema domaćim financijskim institucijama. Značajna promjena tečaja domaće valute prema euru uzrokovana nekim vanjskih šokom rezultirala bi problemima u servisiranju dugova i velikim gubicima u domaćim financijskim institucijama. To bi ugrozilo financijsku stabilnost cjelokupnog sustava i imalo bi velike negativne učinke na gospodarstvo (vidi slike u Okviru 3.).

Stoga su politike koje smanjuju vanjsku ranjivost, a time i rizik od veće promjene tečaja, zajedno s politikama usmjerenim na jačanje otpornosti financijskog sustava presudne za očuvanje njegove stabilnosti, kao i stabilnosti ukupnoga gospodarstva.

U tom je smislu posebno važna uloga bankarskog sektora kao glavnoga generatora ponude kredita i značajnoga kanala za priljev inozemnoga kapitala, a time i rast gospodarstva, ali i sektora u kojem je koncentriran priličan dio rizika povezanih s vanjskom neravnotežom. Zato i politika središnje banke prema bankarskom sektoru ima makroprudencijalni karakter, čime se nastoji očuvati vanjska i unutarnja stabilnost, odnosno stabilnost tečaja i cijena uz održivi rast gospodarstva.

Ta je politika usmjerena na zadržavanje rasta bankovnih kredita u granicama koje neće pridonositi povećanju vanjske neravnoteže te na jačanje sposobnosti banaka da apsorbiraju moguće gubitke uzrokovane šokovima vezanim uz priljev kapitala.

Na održivost vanjske financijske pozicije, a time i stabilnosti financijskog sustava i ukupnoga gospodarstva, utječe i sektorska alokacija kapitala. U dosadašnjem razdoblju inozemni kapital i domaći krediti uglavnom su bili usmjereni prema sektoru međunarodno nerazmjenjivih dobara (Slika 12. i Slika 13.) i prema sektoru kućanstava.

Okvir 1. Ocjena utjecaja vanjskih šokova na hrvatsko gospodarstvo

Kriza na međunarodnome financijskom tržištu uzrokovana lošim hipotekarnim kreditima u SAD-u otvorila je pitanje njezina mogućeg utjecaja na hrvatsko gospodarstvo. U tu je svrhu ocijenjen VAR model koji kvantificira utjecaj glavnih (vanjskih) realnih i financijskih šokova na gospodarsku aktivnost u Hrvatskoj (BDP). Model je ocijenjen na tromjesečnim podacima od 1998. do 2007. godine.

Model sadržava pet varijabla, podijeljenih u dva bloka. Vanjski blok sastoji se od realnog BDP-a 27 država članica Europske unije. Domaći blok sadržava cijenu zaduživanja hrvatskih subjekata u inozemstvu procijenjenu na osnovi razlike prinosa na hrvatsku državnu obveznicu, realni BDP, tečaj HRK/EUR te kredite domaćih banaka poduzećima i stanovništvu. Podjela varijabla na vanjske i domaće pogodna je za modeliranje maloga otvorenoga gospodarstva u kojem vanjske varijable utječu na domaće, ali domaće varijable ne utječu na vanjske. Strukturni šokovi identificirani su Choleskyjevom dekompozicijom uz poredak varijabla: BDP Europske unije, razlika prinosa, krediti, BDP, tečaj.

Reakcija domaćeg BDP-a i kredita procijenjena je uglavnom značajno različito od nule, posebice u slučaju domaćih šokova (Tablica 1. i Slika 1.). Smjerovi reakcije domaćih varijabla na vanjske i domaće šokove uglavnom su u skladu s očekivanjima. Usporenje (ubrzanje) gospodarske aktivnosti u EU, tj. porasta inozemne potražnje, dovodi do usporenja (ubrzanja) rasta hrvatskog BDP-a, i to u odnosu 1 za 1. Trenutačni opći pad sklonosti riziku na međunarodnome financijskom tržištu, zajedno s ocjenom dodatnog rizika ulaganja u Hrvatsku, iskazan je povećanjem razlike prinosa na hrvatske državne obveznice. Povećanje razlike prinosa usporava rast hrvatskog BDP-a i domaćih kredita te uzrokuje deprecijaciju nominalnog tečaja kao moguću posljedicu odljeva kapitala. Preciznije, povećanje razlike prinosa za jednu standardnu devijaciju (23 bazna boda) prouzročuje usporenje rasta BDP-a za 0,37 postotnih bodova u trenutku šoka te kumulativno za pola postotnog boda nakon četiri tromjesečja.

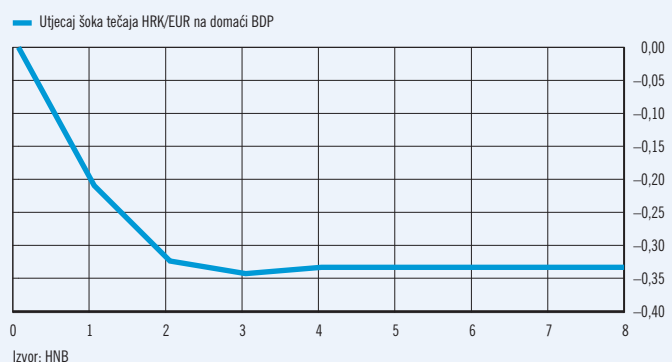
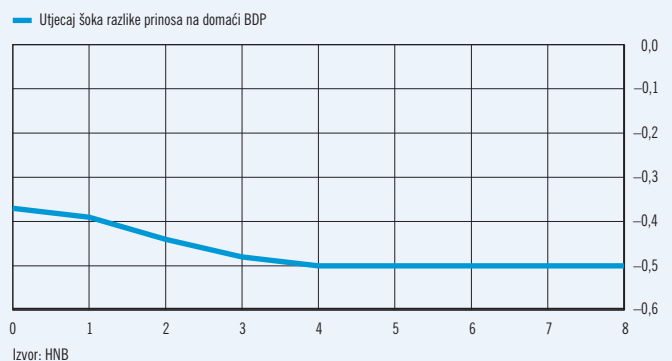
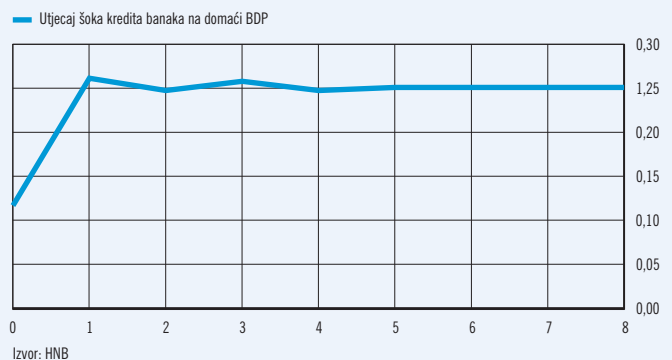
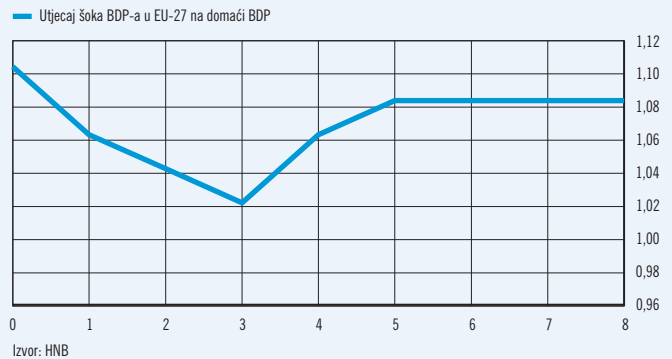
Kreditna kriza na međunarodnome financijskom tržištu, osim u cijeni (razlici prinosa), mogla bi se ogledati i u apsolutnom smanjenju izvora financiranja hrvatskih poduzeća i stanovništva. Naime, u inozemstvu se izravno zadužuju hrvatska poduzeća, no i znatan je dio kreditne aktiv-

Tablica 1. Akumulirana reakcija kredita banaka i BDP-a (u postotnim bodovima) na jedinične šokove BDP-a EU-27, kredita, domaćeg BDP-a i tečaja HRK/EUR te na šok od jedne standardne devijacije (23 b.b.) razlike prinosa

| | Horizont (tromjesečja) | BDP u EU-27 | Razlika prinosa | Krediti | BDP | HRK/EUR |
|---------|------------------------|-------------------|--------------------|-------------------|-------------------|--------------------|
| Krediti | 0 | -0,69 | -0,50 | 1,00 ^b | 0,00 | 0,00 |
| | 1 | -0,50 | -0,47 | 1,13 ^b | 1,31 ^b | -0,76 ^b |
| | 4 | -0,81 | -0,75 ^a | 1,19 ^b | 1,46 ^b | -1,14 ^b |
| BDP | 0 | 1,10 ^b | -0,37 ^b | 0,12 ^b | 1,00 ^b | 0,00 |
| | 1 | 1,06 ^b | -0,39 ^b | 0,26 ^b | 0,99 ^b | -0,21 ^b |
| | 4 | 1,06 ^a | -0,50 ^a | 0,25 ^b | 1,27 ^b | -0,33 ^a |

^a 68%-tna signifikantnost; ^b 95%-tna signifikantnost
Izvor: HNB

Slika 1. Akumulirana reakcija BDP-a (u postotnim bodovima) na jedinične šokove BDP-a EU-27, kredita i tečaja HRK/EUR te na šok od jedne standardne devijacije (23 b.b.) razlike prinosa



nosti domaćih banaka financiran inozemnim kapitalom. Tako smanjenje kredita domaćih banaka od 1% izaziva istodobni pad BDP-a od 0,12%, tj. kumulativno (nakon godine dana) od 0,25%. Pritom je sličan utjecaj prisutan i kod VAR modela koji sadržava ukupno (domaće i inozemno) zaduživanje poduzeća i stanovništva, što upućuje na to da bi se u slučaju smanjene dostupnosti inozemnih izvora financiranja hrvatskih banaka i poduzeća gospodarski rast usporio.

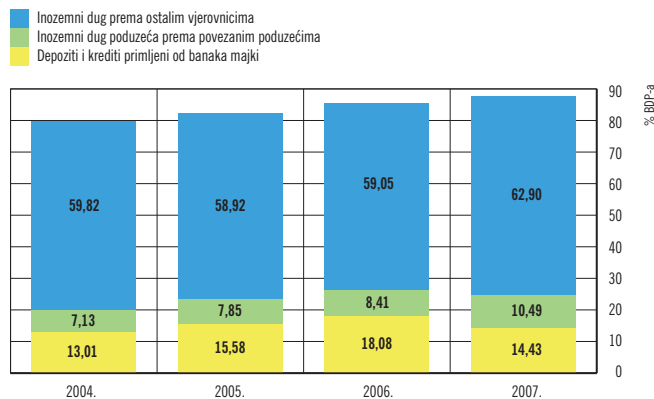
Dekompozicija varijance (Tablica 2.) govori u kojoj je mjeri pojedina varijabla pridonijela varijabilnosti razlike prinosa, kredita, BDP-a i tečaja od 1998. godine. Izračunate procjene pokazuju kako su na varijabilnost domaćeg BDP-a najviše utjecali BDP Europske unije (22% u $t = 1$ i 18% nakon godine dana) i prisutnost izvora financiranja iskazana kreditima banaka (8% u $t = 1$ i 17% nakon godine dana), dok su nešto manje značajni bili razlika prinosa (10% u $t = 1$ i 8% nakon godine dana) i tečaj (5% nakon godine dana). Najvažnija determinanta varijabilnosti kredita banaka bio je domaći BDP (14%) te manje značajno tečaj kune prema euru (7% nakon godine dana).

Tablica 2. Dekompozicija varijance domaćih varijabla

| | Horizont (tromjesečja) | BDP u EU-27 | Razlika prinosa | Krediti | BDP | HRK/ EUR |
|--------------------|---------------------------|----------------|--------------------|---------|-----|-------------|
| Razlika prinosa | 1 | 2% | 98% | 0% | 0% | 0% |
| | 4 | 13% | 47% | 11% | 26% | 3% |
| Krediti | 1 | 1% | 3% | 96% | 0% | 0% |
| | 4 | 2% | 2% | 75% | 14% | 7% |
| BDP | 1 | 22% | 10% | 8% | 60% | 0% |
| | 4 | 18% | 8% | 17% | 52% | 5% |
| HRK/ EUR | 1 | 4% | 0% | 0% | 17% | 78% |
| | 4 | 6% | 5% | 4% | 16% | 68% |

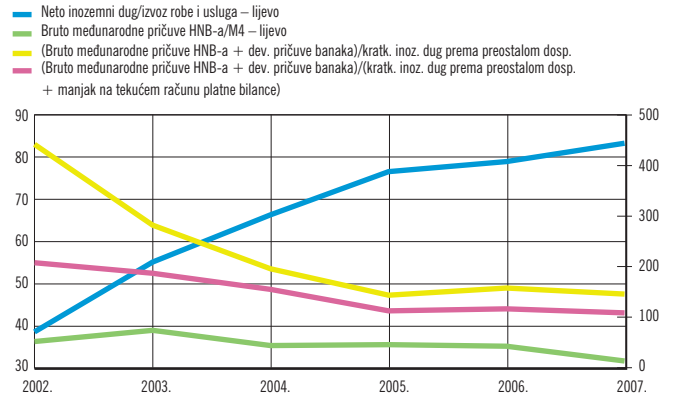
Izvor: HNB

Slika 10. Inozemni dug banaka prema bankama majkama i poduzeća prema povezanim poduzećima



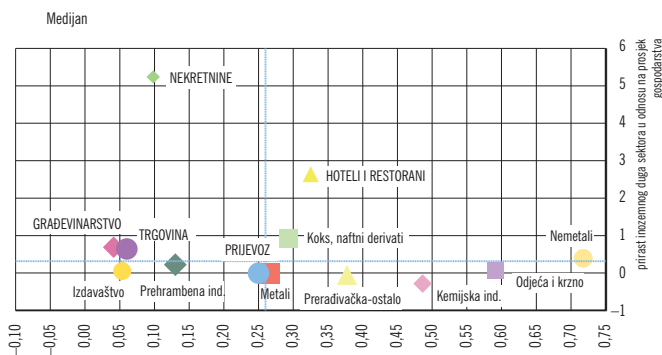
Izvor: HNB

Slika 11. Odabrani pokazatelji vanjske ranjivosti



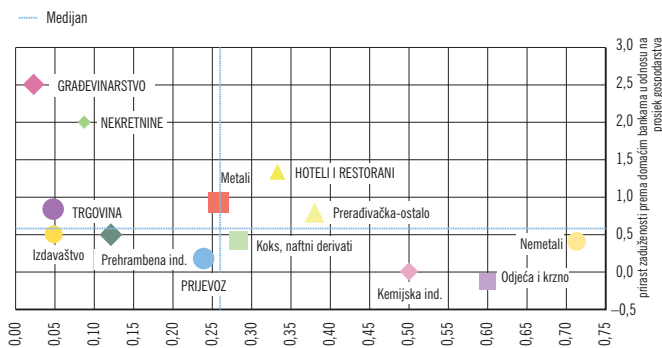
Izvor: HNB

Slika 12. Alokacija inozemnog duga po sektorima za razdoblje od 2002. do 2007.



udio izvoznih u ukupnim prihodima od prodaje pojedine djelatnosti
Izvori: HNB (za inozemni dug); Fina (za izvozne i ukupne prihode)

Slika 13. Alokacija kredita po sektorima za razdoblje od 2002. do 2007.



udio izvoznih u ukupnim prihodima od prodaje pojedine djelatnosti
Izvori: HNB (za kredite po djelatnostima); Fina (za izvozne i ukupne prihode)

Takva je alokacija bila tržišno uzrokovana većim prinosima u tim sektorima zbog zamjetne neusklađenosti ponude i potražnje. Međutim, na to je djelomično utjecala i politika relativno niskih kamatnih stopa banaka na kredite vezane uz tečaj, koja nije uzimala u obzir rizike njegove moguće veće promjene, računajući na stabilnost tečaja pod utjecajem politike središnje banke. Na to su se oslanjali i dužnici, koji od tečajnog rizika nisu zaštićeni prihodima u stranoj valuti.

Ti su činitelji pridonijeli i prebrzom rastu kredita i njihovoj nepovoljnoj sektorskoj alokaciji u odnosu na dugoročnu održivost vanjske financijske pozicije, što je povećalo rizike za stabilnost bankarskog sektora i ukupnoga gospodarstva.

Stoga HNB destimuliranjem pretjerano brzog rasta kredita i povećanjem pondera rizika za aktivu banaka koja je izložena posrednim tečajnim rizicima nastoji smanjiti te rizike i povećati otpornost banaka jačanjem kapitalne baze, a ujedno neizravno utjecati i na alokaciju kredita u sektor međunarodno razmjenjivih dobara. Sve bi to trebalo pridonijeti smanjenju vanjske ranjivosti gospodarstva, odnosno povećanju otpornosti financijskog sustava na vanjske šokove.

Okvir 2. Optimalne međunarodne pričuve HNB-a

Središnje banke međunarodne pričuve najčešće drže zbog dva razloga. Prvi je vezan uz osiguranje plaćanja prema inozemstvu u slučaju naglog zaustavljanja priljeva inozemnoga kapitala kako bi se ublažila nagla promjena tekućeg računa i time uzrokovan pad domaće potražnje. Ta uloga međunarodnih pričuva kao instrumenta osiguranja dodatno je izražena u visokoeuroiziranim gospodarstvima kao što je hrvatsko, zbog mogućeg porasta nepovjerenja u domaću valutu i bankovni sustav te konverzije domaćih depozita u devizne i njihova povlačenja. Drugi je razlog taj što međunarodne pričuve omogućavaju intervencije središnje banke na deviznom tržištu radi smanjivanja kolebljivosti tečaja. Oba razloga držanja međunarodnih pričuva navedena su u Zakonu o Hrvatskoj narodnoj banci.

Tijekom posljednjih deset godina zabilježena je snažna akumulacija međunarodnih pričuva velikog broja zemalja u razvoju. To je svojstveno gospodarstvima sa znatnim viškovima domaće štednje, poput Kine, te zemljama izvoznicama nafte. U nekim je to zemljama, pak, posljedica iskustava iz azijske financijske krize 1997. kad su naglo zaustavljanje priljeva inozemnoga kapitala i nedostatnost međunarodnih pričuva rezultirali korekcijom tekućeg računa i smanjenjem domaće potražnje u istočnoazijskim državama.

Snažan trend akumulacije međunarodnih pričuva nije zaobišao ni Republiku Hrvatsku. U razdoblju od 1998. do 2007. međunarodne pričuve HNB-a gotovo su se učetverostručile. Međutim, u istom se razdoblju kratkoročni dug gospodarstva povećao gotovo pet puta¹, dok su se devizni depoziti banaka povećali približno za dva i pol puta. Kako bismo ocijenili je li sadašnja razina međunarodnih pričuva dovoljna za osiguranje urednog plaćanja prema inozemstvu i sprečavanje negativnih posljedica eventualnog zaustavljanja priljeva inozemnoga kapitala, razvili smo model optimalnih međunarodnih pričuva. Optimalnom razinom međunarodnih pričuva u modelu smatramo onu njihovu razinu koja omogućuje intertemporalno izgladivanje osobne potrošnje i time maksimizira blagostanje stanovništva, što je određeno mjerom u kojoj se pokrivaju potencijalne kratkoročne devizne neto obveze domaćih sektora u slučaju naglog zaustavljanja priljeva kratkoročnoga inozemnoga kapitala.²

U modelu razlikujemo dvije situacije koje se mogu dogoditi u nekom razdoblju s određenom vjerojatnošću: razdoblje stabilnosti i razdoblje krize. Posljedice krize opisali smo iskustvima krize glede platne bilance u svijetu, kao i iskustvima privremenog zaustavljanja priljeva stranoga kapitala u Hrvatskoj tijekom bankarske krize 1998. godine. Tako u modelu pretpostavljamo da tijekom krize inozemni kreditori prestaju davati kratkoročne kredite domaćim poduzećima, bankama i državi. Osim toga, proizvodnja se tijekom krize smanjuje, a tečaj deprecira.³ Zbog nepovjerenja u domaću

1 Kratkoročni dug svih sektora gospodarstva uključuje i oplate glavnice po dospelom dugoročnom dugu. Dug banaka uključuje depozite nerezidenata ročnosti do jedne godine te depozite ročnosti duže od jedne godine za koje se pretpostavlja da se u slučaju krize vrlo lako mogu razročiti.

2 Rezultati modela ne definiraju operativni cilj politike HNB-a, već su indikativne naravi.

3 Razlozi smanjenja proizvodnje i deprecijacije tečaja tijekom krize nisu izravno obuhvaćeni modelom. Međutim, iskustva dolariziranih zemalja tijekom zaustavljanja priljeva kapitala govore da tečaj deprecira zbog povećanja potražnje za stranom valutom nakon povlačenja deviznih depozita i stranoga kapitala iz zemlje. Pad proizvodnje posljedica je problema solventnosti bankovnog sustava zbog poteškoća stanovništva i poduzeća povezanih s povratom kredita u stranu valutu i kredita vezanih uz tečaj.

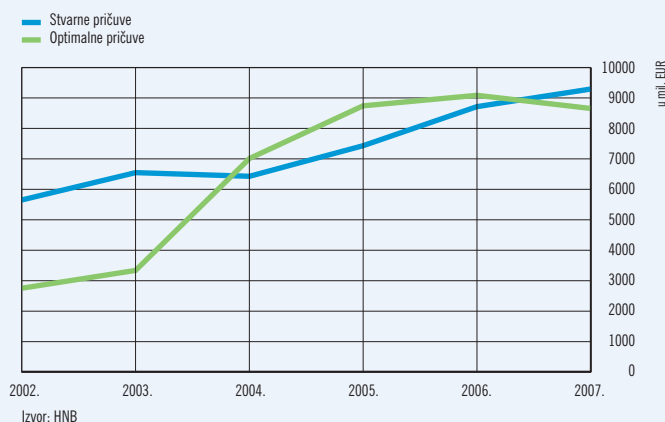
Tablica 1. Vrijednosti parametara u osnovnoj kalibraciji modela

| Naziv parametra | Vrijednost parametra (osnovna kalibracija) |
|--|--|
| Vjerojatnost krize | 10% |
| Deprecijacija tečaja | 8% |
| Gubitak proizvodnje ^a | 5,70% |
| Dio depozita koji se povlači | 17% |
| Dio kunskih depozita koji se pretvara u eure | 19% |

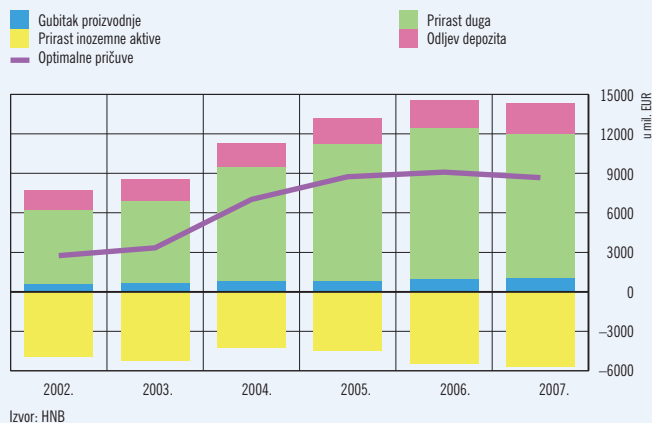
^a Gubitak proizvodnje mjerimo odstupanjem nominalnog BDP-a od njegove potencijalne razine.

Izvor: HNB

Slika 1. Stvarne i optimalne međunarodne pričuve (osnovna kalibracija)



Slika 2. Doprinosi učinaka komponenata optimalnih međunarodnih pričuva (osnovna kalibracija)



Izvor: HNB

valutu stanovništvo mijenja dio kunskih depozita u eure, a dio kunskih i eurskih depozita povlači se iz banaka zbog porasta nepovjerenja u bankovni sustav. Stanovništvo, koje nema pristup tržištu inozemnih kredita, povučene eure drži "ispod madraca". Poduzeća i banke koriste se oblicima inozemnih potraživanja kako bi nadomjestile nedostatak kratkoročnih inozemnih kredita.

Iz odluke središnje banke o razini međunarodnih pričuva koja čini zaštitu u slučaju krize, a istodobno maksimizira blagostanje gospodarstva, može se analitički izvesti formula za optimalnu razinu međunarodnih pričuva. Prema toj formuli optimalna razina međunarodnih pričuva povećat će se ako kratkoročni inozemni dug banaka, poduzeća i države poraste ili ako poduzeća i banke smanje svoje pričuve, odnosno svoju inozemnu aktivu kojom mogu nadomjestiti nedostatak inozemnih kredita tijekom krize. Nadalje, zbog euroiziranoga gospodarstva središnja će banka držati veće međunarodne pričuve kao zaštitu od mogućeg povlačenja dijela deviznih depozita. Osim toga, optimalna razina međunarodnih pričuva ovisi i o parametrima modela. Tako će primjerice optimalne pričuve biti veće ako se poveća vjerojatnost nastanka krize, ako se povećaju očekivani gubitak proizvodnje, udio povučenih depozita ili udio kunskih depozita koji se pretvaraju u eure te ako dođe do deprecijacije tečaja u slučaju krize.

Parametre modela kalibrirali smo na osnovi kretanja varijabla tijekom privremenog zaustavljanja priljeva inozemnoga kapitala i bankarske krize u Hrvatskoj 1998. godine (osnovna kalibracija).

Na temelju vrijednosti varijabla o kojima ovise optimalne pričuve izračunali smo optimalne pričuve HNB-a za razdoblje od 2002. do 2007. godine.

Izračunate optimalne pričuve HNB-a s kraja 2007. na razini su potrebnoj za ublažavanje negativnih posljedica moguće krize u 2008. godini. Na početku promatranog razdoblja HNB je držao veće pričuve od optimalnih. Nakon 2003. godine razlika između stvarnih i optimalnih pričuva smanjuje se poglavito zbog velikog porasta optimalnih pričuva u 2004. godini. Krajem 2007. HNB je držao pričuve na razini nešto višoj od one koja može amortizirati negativne posljedice ako do krize dođe u 2008. godini (Slika 1.).

Opisano kretanje optimalnih pričuva određeno je strukturom doprinosa pojedinih komponenata optimalnih pričuva (Slika 2.). Razlika između mogućega gubitka proizvodnje, prirasta kratkoročnoga inozemnog duga⁴ te odljeva depozita s jedne strane⁵ i prirasta inozemne aktive poduzeća i banaka, s druge strane, čini optimalne pričuve središnje banke. Tako se nagli porast optimalnih pričuva u 2004. godini može objasniti većim prirastom duga banaka i poduzeća kao i smanjenjem inozemne aktive banaka. Smanjenje optimalnih pričuva krajem 2007. godine prije svega je uzrokovano očekivanim smanjenjem prirasta duga banaka zbog uvedenog ograničenja rasta kredita.

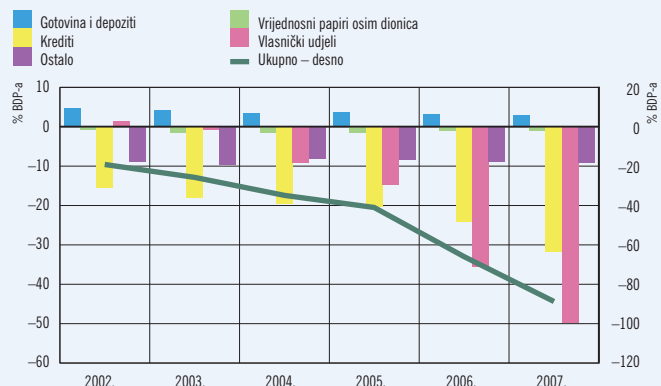
⁴ Prirast duga odnosi se na razliku između očekivanoga i ostvarenog duga. Jedini izvor nesigurnosti u modelu jest vjerojatnost krize.

⁵ Valja napomenuti da svaka komponenta optimalnih pričuva nosi ponder koji proizlazi iz maksimizacijskog problema središnje banke. Stoga, na primjer, prirast duga ne pokazuje stvarno stanje izravnog duga.

Okvir 3. Preliminarni međusektorski financijski računi za Hrvatsku

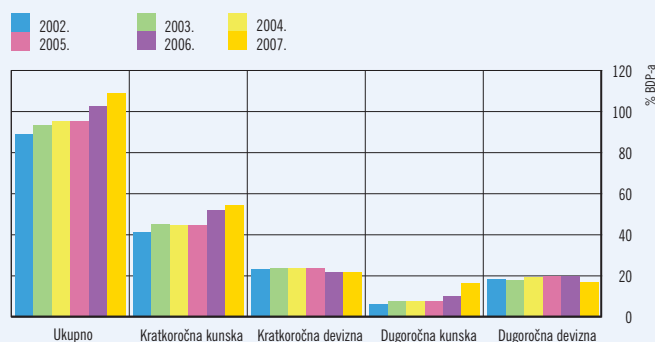
Financijski računi pokazuju financijske odnose između pojedinih institucionalnih sektora domaćega gospodarstva i njihove veze sa sektorom inozemstva. Uz prikaz ukupnih međusektorskih potraživanja i obveza pojedinih sektora te njihovu neto financijsku poziciju koja pokazuje koji su sektori izvor financijskih viškova, a koji financijskih manjkova, financijski računi pružaju uvid i u financijske instrumente putem kojih se odvijaju međusektorske financijske transakcije te njihovu valutnu i ročnu strukturu. Te su informacije iznimno važne u ekonomskoj analizi za potrebe nosilaca ekonomske i poslovne politike, odnosno javnog i privatnog sektora. U nastavku prikazujemo neke aspekte međusektorskih financijskih odnosa u višegodišnjoj dinamici koji su posebno zanimljivi kad je riječ o analizi stabilnosti financijskog sustava.

Slika 1. Neto financijska pozicija sektora poduzeća prema inozemstvu po instrumentima



Izvor: HNB

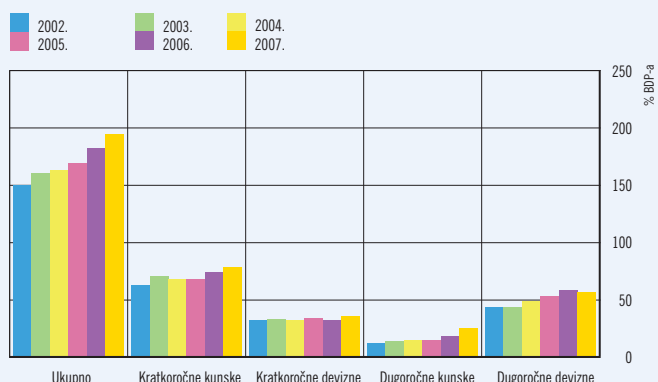
Slika 2. Potraživanja sektora poduzeća prema ročnosti i valuti^a



^a Valutna i ročna struktura imovine i obveza domaćih sektora izvedena je na osnovi gotovine, depozita (oročenih i štednih te depozitnog novca kod banaka), vrijednosnih papira (osim vlasničkih udjela), kredita te ostalih potraživanja i obveza iz bilanca poduzeća (prema dobavljačima, radnicima i državu). Ročnost je određena prema kriteriju preostalog dospjela. Devizne obveze i potraživanja uključuju kunske s valutnom klauzulom.

Izvor: HNB

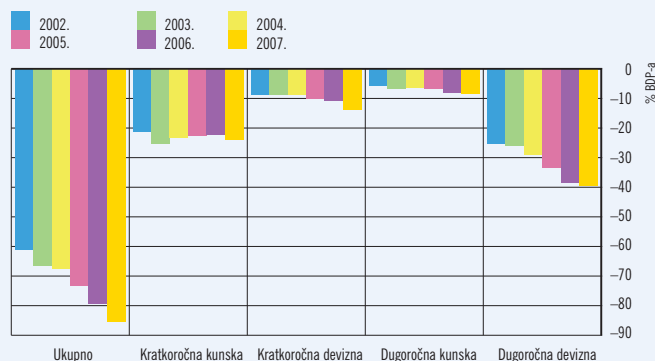
Slika 3. Obveze sektora poduzeća prema ročnosti i valuti^a



^aVidi bilješku ispod Slike 2.

Izvor: HNB

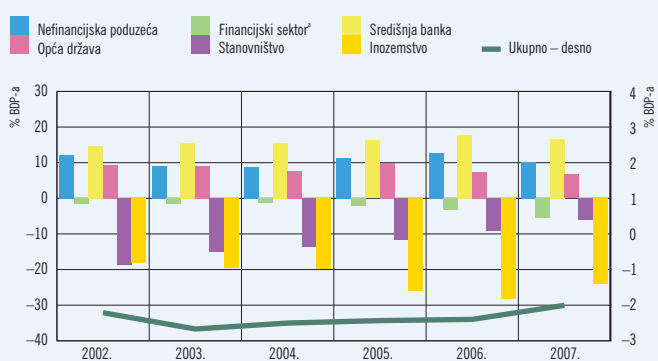
Slika 4. Neto financijska pozicija sektora poduzeća prema ročnosti i valuti^a



^aVidi bilješku ispod Slike 2.

Izvor: HNB

Slika 5. Neto financijska pozicija bankarskog sektora prema sektorima



^aBez središnje banke

Izvor: HNB

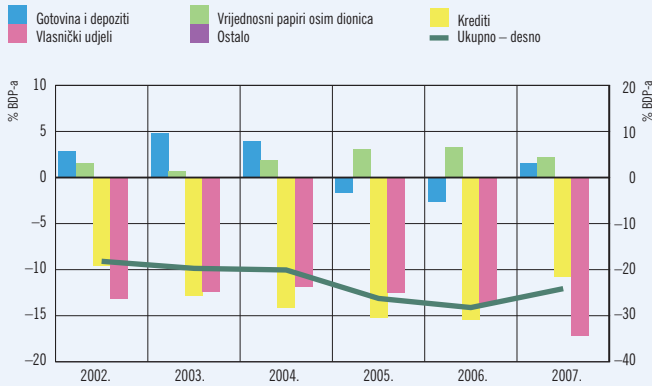
Tablica 1. Medusektorske obveze i potraživanja na kraju 2006. i 2007.

u postocima BDP-a

| Obveze | | Potraživanja | | | | | | | | | | | | Ukupne obveze | |
|--------------------|---------------------------------|----------------|------------|--------------------|------------|-------------|-----------|--------------|------------|------------|------------|------------|------------|---------------|------------|
| | | Domaći sektori | | | | | | | | | | Inozemstvo | | | |
| | | Poduzeća | | Financijski sektor | | Opća država | | Stanovništvo | | Ukupno | | | | | |
| | | 2006. | 2007. | 2006. | 2007. | 2006. | 2007. | 2006. | 2007. | 2006. | 2007. | | | | |
| Poduzeća | Monetarno zlato i SDR | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Valuta i depoziti | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Vrijednosni papiri osim dionica | 0 | 0 | 4 | 5 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4 | 5 | 0 | 0 | 4 | 5 |
| | Kredit | 32 | 36 | 38 | 38 | 0 | 0 | 0 | 0 | 70 | 74 | 26 | 33 | 96 | 107 |
| | Dionice i vlasnički kapital | 29 | 24 | 4 | 8 | 29 | 24 | 58 | 47 | 119 | 102 | 40 | 56 | 159 | 158 |
| | Tehničke pričuve osiguranja | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Ostala potraživanja/obveze | 39 | 38 | 4 | 4 | 31 | 31 | 8 | 8 | 81 | 81 | 2 | 3 | 83 | 84 |
| | Ukupno | 100 | 98 | 50 | 54 | 60 | 54 | 65 | 55 | 275 | 261 | 66 | 92 | 342 | 353 |
| Financijski sektor | Monetarno zlato i SDR | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Valuta i depoziti | 19 | 21 | 24 | 25 | 5 | 6 | 53 | 53 | 101 | 105 | 13 | 11 | 114 | 116 |
| | Vrijednosni papiri osim dionica | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 2 | 1 | 2 | 2 |
| | Kredit | 1 | 1 | 3 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 4 | 4 | 24 | 21 | 28 | 25 |
| | Dionice i vlasnički kapital | 2 | 3 | 1 | 2 | 2 | 3 | 7 | 12 | 13 | 19 | 16 | 19 | 28 | 38 |
| | Tehničke pričuve osiguranja | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 11 | 13 | 13 | 15 | 0 | 0 | 13 | 15 |
| | Ostala potraživanja/obveze | 4 | 5 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 5 | 5 | 0 | 0 | 5 | 5 |
| | Ukupno | 28 | 31 | 28 | 31 | 8 | 9 | 72 | 78 | 136 | 150 | 55 | 52 | 190 | 202 |
| Opća država | Monetarno zlato i SDR | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Valuta i depoziti | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Vrijednosni papiri osim dionica | 5 | 5 | 15 | 13 | 0 | 0 | 0 | 0 | 19 | 19 | 11 | 9 | 30 | 28 |
| | Kredit | 0 | 0 | 5 | 5 | 0 | 0 | 0 | 0 | 5 | 5 | 9 | 8 | 14 | 13 |
| | Dionice i vlasnički kapital | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Tehničke pričuve osiguranja | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Ostala potraživanja/obveze | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Ukupno | 5 | 5 | 20 | 19 | 0 | 0 | 0 | 0 | 25 | 24 | 20 | 18 | 44 | 42 |
| Stanovništvo | Monetarno zlato i SDR | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Valuta i depoziti | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Vrijednosni papiri osim dionica | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Kredit | 0 | 0 | 39 | 43 | 0 | 0 | 0 | 0 | 39 | 43 | 0 | 0 | 39 | 43 |
| | Dionice i vlasnički kapital | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Tehničke pričuve osiguranja | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Ostala potraživanja/obveze | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Ukupno | 0 | 0 | 39 | 43 | 0 | 0 | 0 | 0 | 39 | 43 | 0 | 0 | 39 | 43 |
| Inozemstvo | Monetarno zlato i SDR | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Valuta i depoziti | 3 | 3 | 23 | 25 | 0 | 0 | 0 | 0 | 27 | 28 | 0 | 0 | 27 | 28 |
| | Vrijednosni papiri osim dionica | 0 | 0 | 18 | 16 | 0 | 0 | 0 | 0 | 18 | 16 | 0 | 0 | 18 | 16 |
| | Kredit | 0 | 0 | 0 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| | Dionice i vlasnički kapital | 5 | 7 | 2 | 4 | 0 | 0 | 0 | 0 | 7 | 10 | 0 | 0 | 7 | 10 |
| | Tehničke pričuve osiguranja | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Ostala potraživanja/obveze | 1 | 1 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 1 | 1 | 0 | 0 | 1 | 1 |
| | Ukupno | 10 | 10 | 43 | 46 | 0 | 0 | 0 | 0 | 53 | 56 | 0 | 0 | 53 | 56 |
| Ukupno | Monetarno zlato i SDR | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| | Valuta i depoziti | 22 | 24 | 47 | 49 | 5 | 6 | 53 | 53 | 128 | 133 | 13 | 11 | 141 | 144 |
| | Vrijednosni papiri osim dionica | 5 | 6 | 36 | 35 | 0 | 0 | 0 | 0 | 41 | 41 | 12 | 11 | 54 | 52 |
| | Kredit | 33 | 37 | 86 | 90 | 0 | 0 | 0 | 0 | 119 | 127 | 59 | 62 | 178 | 189 |
| | Dionice i vlasnički kapital | 37 | 33 | 7 | 13 | 31 | 26 | 65 | 59 | 139 | 131 | 55 | 75 | 195 | 206 |
| | Tehničke pričuve osiguranja | 2 | 2 | 0 | 0 | 0 | 0 | 11 | 13 | 13 | 15 | 0 | 0 | 13 | 15 |
| | Ostala potraživanja/obveze | 44 | 44 | 4 | 5 | 31 | 31 | 8 | 8 | 87 | 87 | 2 | 3 | 89 | 90 |
| | Ukupna potraživanja | 142 | 145 | 181 | 192 | 68 | 63 | 137 | 133 | 527 | 533 | 142 | 162 | 669 | 695 |

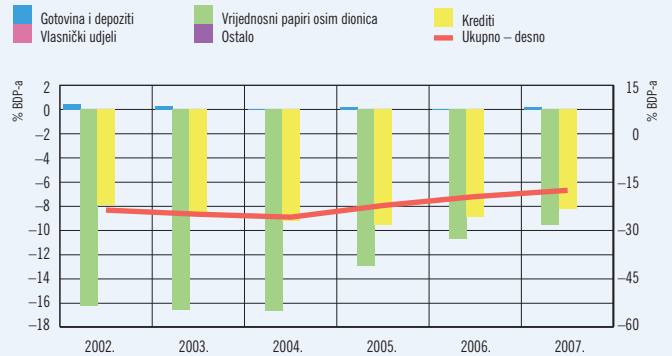
Izvor: HNB

Slika 6. Neto financijska pozicija bankarskog sektora prema inozemstvu po instrumentima



Izvor: HNB

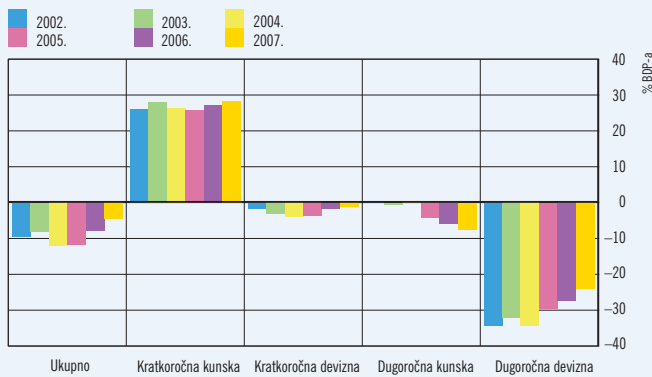
Slika 7. Neto financijska pozicija sektora opće države^a prema inozemstvu po instrumentima



^a Ovaj sektor uključuje središnju državu, republičke fondove, HBOR i lokalnu državu.

Izvor: HNB

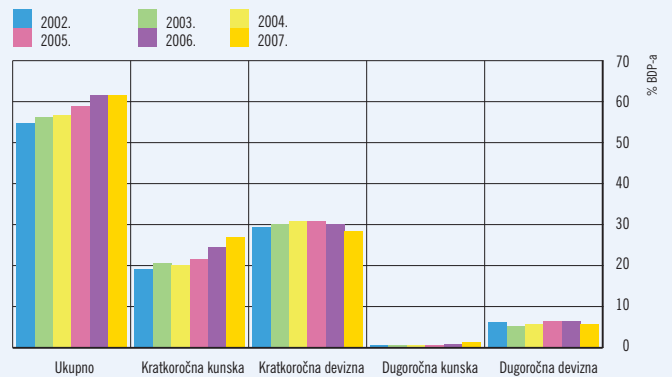
Slika 8. Neto financijska pozicija sektora opće države prema ročnosti i valuti^a



^aVidi bilješku ispod Slike 7.

Izvor: HNB

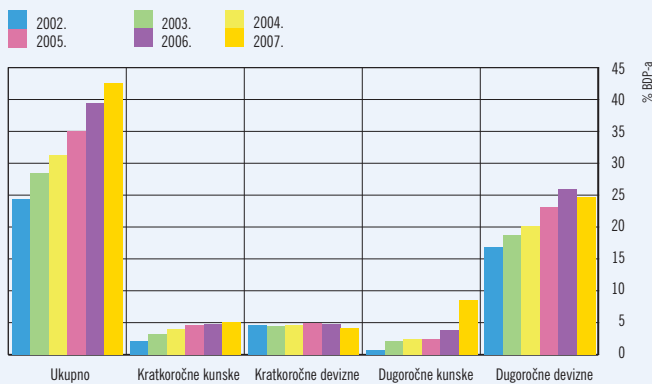
Slika 9. Potraživanja sektora stanovništva prema ročnosti i valuti^a



^aVidi bilješku ispod Slike 2.

Izvor: HNB

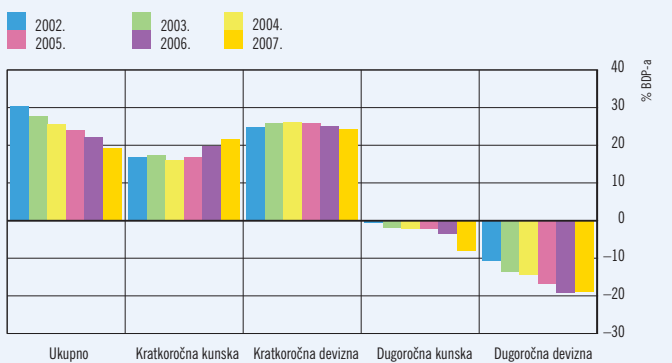
Slika 10. Obveze sektora stanovništva prema ročnosti i valuti^a



^aVidi bilješku ispod Slike 2.

Izvor: HNB

Slika 11. Neto financijska pozicija sektora stanovništva prema ročnosti i valuti^a



^aVidi bilješku ispod Slike 2.

Izvor: HNB

Tablica 2. Financijska pozicija domaćih sektora, u postocima BDP-a

| A) PODUZEĆA ^a | 2002. | 2003. | 2004. | 2005. | 2006. | 2007. | Razlika između 2007. i 2002. |
|---|--------|--------|--------|--------|--------|--------|---------------------------------|
| Ukupna neto financijska pozicija ^b /BDP | -175,6 | -180,0 | -180,7 | -187,7 | -199,9 | -208,6 | -33,0 |
| Neto financijska pozicija na osnovi vlasničkih udjela ^c /BDP | -114,6 | -113,6 | -113,1 | -114,6 | -120,6 | -123,2 | -8,6 |
| Neto financijska pozicija na osnovi ostalih instrumenata ^d /BDP | -61,0 | -66,4 | -67,6 | -73,1 | -79,3 | -85,4 | -24,4 |
| Prema inozemstvu | -13,1 | -16,9 | -19,3 | -20,0 | -23,6 | -32,6 | -19,5 |
| Prema domaćim sektorima | -48,0 | -49,5 | -48,3 | -53,1 | -55,7 | -52,8 | -4,9 |
| Neto valutna pozicija poduzeća^d | | | | | | | |
| Neto pozicija u domaćoj valuti | -26,9 | -31,7 | -29,7 | -29,6 | -30,1 | -32,4 | -5,5 |
| Neto pozicija u stranim valutama i indeksirano uz strane valute | -34,1 | -34,7 | -37,9 | -43,5 | -49,2 | -53,0 | -18,8 |
| a) Prema inozemstvu | -12,9 | -14,8 | -17,2 | -19,3 | -23,7 | -31,9 | -19,0 |
| Prema domaćim sektorima | -21,2 | -19,9 | -20,7 | -24,2 | -25,5 | -21,0 | 0,2 |
| b) Dugoročno | -25,3 | -25,9 | -29,2 | -33,4 | -38,5 | -39,3 | -14,1 |
| Kratkoročno | -8,9 | -8,8 | -8,8 | -10,1 | -10,7 | -13,6 | -4,8 |
| B) STANOVNIŠTVO ^e | 2002. | 2003. | 2004. | 2005. | 2006. | 2007. | Razlika između 2007. i 2002. |
| Ukupna neto financijska pozicija ^b /BDP | 115,0 | 111,8 | 106,3 | 105,3 | 97,4 | 90,4 | -24,6 |
| Neto financijska pozicija na osnovi vlasničkih udjela ^c /BDP | 84,7 | 84,2 | 80,8 | 81,4 | 75,4 | 71,3 | -13,4 |
| Neto financijska pozicija na osnovi ostalih instrumenata ^d /BDP | 30,3 | 27,6 | 25,5 | 23,9 | 22,1 | 19,1 | -11,2 |
| Neto valutna pozicija stanovništva^d | | | | | | | 0,0 |
| Neto pozicija u domaćoj valuti | 16,3 | 15,5 | 13,7 | 14,7 | 16,2 | 13,7 | -2,6 |
| Neto pozicija u stranim valutama i indeksirano uz strane valute | 14,0 | 12,1 | 11,8 | 9,2 | 5,9 | 5,4 | -8,5 |
| Dugoročno | -10,7 | -13,6 | -14,4 | -16,7 | -19,4 | -18,9 | -8,1 |
| Kratkoročno | 24,7 | 25,7 | 26,1 | 25,8 | 25,2 | 24,3 | -0,4 |
| C) OPĆA DRŽAVA ^f | 2002. | 2003. | 2004. | 2005. | 2006. | 2007. | Razlika između 2007. i 2002. |
| Ukupna neto financijska pozicija ^b /BDP | 32,4 | 32,9 | 26,0 | 24,7 | 23,3 | 21,8 | -10,6 |
| Neto financijska pozicija na osnovi vlasničkih udjela ^c /BDP | 42,0 | 40,9 | 38,0 | 36,5 | 31,2 | 26,3 | -15,7 |
| Neto financijska pozicija na osnovi ostalih instrumenata ^d /BDP | -9,6 | -8,0 | -12,0 | -11,8 | -7,9 | -4,5 | 5,1 |
| Prema inozemstvu | -23,7 | -25,0 | -25,9 | -22,3 | -19,5 | -17,6 | 6,1 |
| Prema domaćim sektorima | 14,1 | 17,0 | 13,8 | 10,5 | 11,6 | 13,0 | -1,1 |
| Neto valutna pozicija države^d | | | | | | | 0,0 |
| Neto pozicija u domaćoj valuti | 26,6 | 27,4 | 26,3 | 21,4 | 21,3 | 20,7 | -5,8 |
| Neto pozicija u stranim valutama i indeksirano uz strane valute | -36,1 | -35,5 | -38,3 | -33,2 | -29,2 | -25,2 | 10,9 |
| a) Prema inozemstvu | -23,7 | -25,0 | -25,9 | -22,3 | -19,5 | -17,6 | 6,1 |
| Prema domaćim sektorima | -12,5 | -10,4 | -12,5 | -10,9 | -9,7 | -7,7 | 4,8 |
| b) Dugoročno | -34,4 | -32,2 | -34,4 | -29,5 | -27,5 | -24,1 | 10,4 |
| Kratkoročno | -1,7 | -3,2 | -3,9 | -3,7 | -1,7 | -1,2 | 0,6 |

^a Ovaj sektor uključuje privatna, javna i mješovita nefinancijska trgovačka društva i banke u stečaju.

^b Obuhvaća svu imovinu i obveze iz financijskih računa.

^c Osim obveza/imovine na osnovi izdanih/kupljenih vlasničkih udjela, obuhvaćene su i uplate premija osiguranja.

^d Obuhvaćeni su svi instrumenti, osim vlasničkih vrijednosnih papira i premija osiguranja, što uključuje gotovinu i depozite, sve vrijednosne papire osim dionica, kredite i ostala financijska potraživanja i obveze.

^e Ovaj sektor uključuje fizičke osobe i neprofitne organizacije.

^f Ovaj sektor uključuje središnju državu, republičke fondove, lokalnu državu i HBOR.

Valja napomenuti da su ovo prvi prethodni rezultati kompilacije financijskih računa za Republiku Hrvatsku, koji u sebi sadrže još niz otvorenih metodoloških pitanja te se ovdje njima tek približno ilustriraju međusektorski odnosi, ali već i kao takvi mogu biti korisni za uočavanje glavnih trendova.

Veći rast udjela vlasničkih instrumenata u financiranju manjka sektora poduzeća iz inozemstva u odnosu na rast kredita pretežno je rezultat porasta vrijednosti dionica u 2007. (Slika 1.).

Promatramo li samo nevladničke dužničke instrumente, uočava se nastavak rasta valutne izloženosti sektora poduzeća, posebno u dugoročnom segmentu, pri čemu je u 2007. došlo do supstitucije dijela izloženosti prema domaćim sektorima izloženosti prema inozemstvu, ali bez većeg učinka na ukupnu valutnu izloženost jer su domaće dugoročne obveze također vezane uz tečaj (Slika 2., 3. i 4.).

Poslovne banke kao posrednici imaju uglavnom uravnoteženu neto financijsku poziciju. No uočljiv je trend smanjenja neto manjka banaka prema sektoru stanovništva, koji je nastavljen i u 2007. te pad neto ob-

veza prema inozemstvu, kao i neto potraživanja prema sektorima države i poduzeća pod utjecajem monetarne i fiskalne politike (Slika 5.).

Rast neto likvidnih potraživanja poslovnih banaka prema inozemstvu te pad kreditnih uz rast vlasničkih obveza upućuju na smanjenje ranjivosti financijskog sektora na šokove iz inozemstva (Slika 6.).

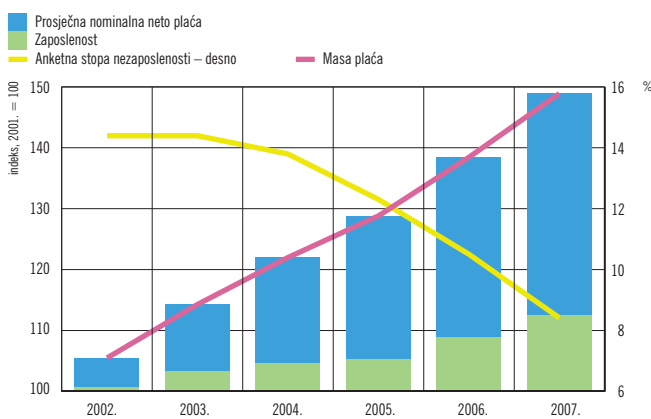
Neto manjak države prema inozemstvu smanjuje se uglavnom otplatom dospjelih obveznica te manjim dijelom smanjenjem kredita zbog politike usmjerenosti financiranja na domaće tržište (Slika 7.).

Pad valutne izloženosti sektora države odvija se i na osnovi neto obveza prema inozemstvu i prema domaćim sektorima prema kojima su dugoročne obveze uglavnom vezane uz tečaj (Slika 8.).

Neto valutna pozicija sektora stanovništva pokazuje višegodišnji trend pogoršanja zbog rasta dugoročnih obveza prema bankama, koje su uglavnom vezane uz tečaj, iako se u 2007. uočava blaga promjena koja naznačuje moguću promjenu trenda (Slika 9., 10. i 11.).

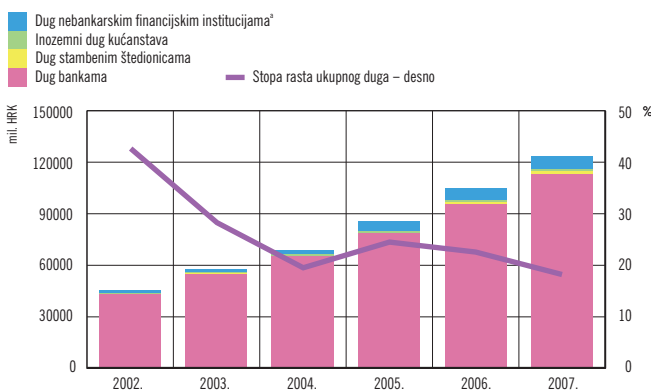
Sektor kućanstava

Slika 14. Nezaposlenost, zaposlenost i plaće



Izvor: DZS

Slika 15. Dug kućanstava



*Dug je kućanstva prema društvima za lizing, društvima za osiguranje i štedno-kreditnim zadrugama procijenjen
Izvori: HNB, Hanfa

Prirast duga kućanstava u ovoj će se godini nastaviti usporavati, prije svega zbog ograničenja rasta bankovnih kredita. Međutim, usporit će se i rast raspoloživog dohotka pa će se rast neto zaduženosti kućanstava i tereta otplate njihova duga nastaviti povećavati tek nešto slabijom dinamikom nego lani. Valutna izloženost kućanstava blago se smanjuje, premda je i dalje iznimno visoka, dok se njihova izloženost kamatnom riziku povećava, što bi osobito moglo doći do izražaja zbog rasta kamatnih stopa na svjetskim financijskim tržištima.

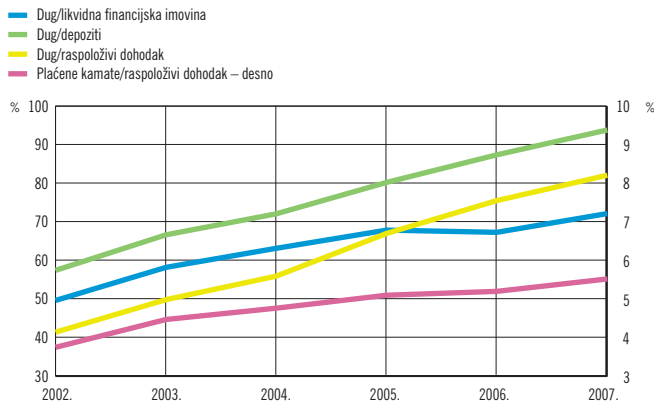
Dugotrajno razdoblje ekonomske ekspanzije zamjetno je smanjilo stopu nezaposlenosti i povećalo zaposlenost. To je, uz stabilan rast plaća i drugih izvora dohotka kućanstava, u uvjetima niske inflacije, znatno poboljšalo njihovu kreditnu sposobnost (Slika 14.). Rast potražnje kućanstava za kreditima, dodatno potaknut sve povoljnijim kreditnim uvjetima domaćih banaka, u proteklom je godinama doveo do rasta njihova zaduživanja (Slika 15.). Taj je porast prilično nadmašivao rast procijenjenoga raspoloživog dohotka pa su se pokazatelji zaduženosti kućanstava pogoršali (Slika 16.).

Porast duga kućanstava usporio se tijekom 2007., posebno u drugom polugodištu zbog utjecaja regulatornih mjera HNB-a kojima je ograničen rast plasmana banaka.

Tijekom 2007. stambeni krediti rasli su nešto sporije nego prethodne godine, dok se rast ostalih kredita nije znatnije usporio (Slika 17.). U uvjetima dodatnog pooštrenja regulatornog okvira banke su se radi zadržavanja postignute razine profitabilnosti snažnije usmjerile na skuplje, ali ujedno i rizičnije kredite.

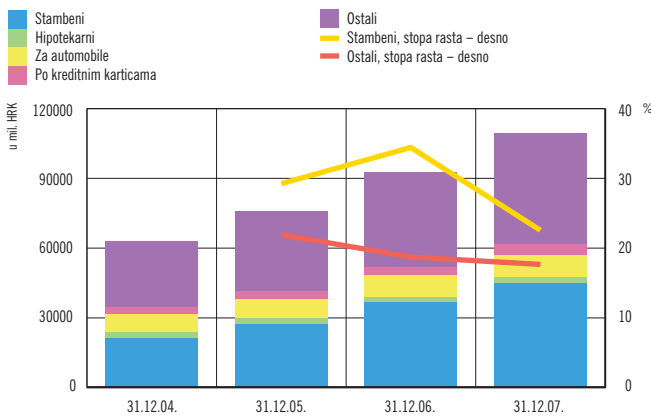
Od pokazatelja zaduženosti kućanstava najviše su se pogoršali odnosi njihova ukupnog duga prema procijenjenom raspoloživom dohotku te prema štednji u poslovnim bankama i stambe-

Slika 16. Zaduženost kućanstava i teret otplate duga



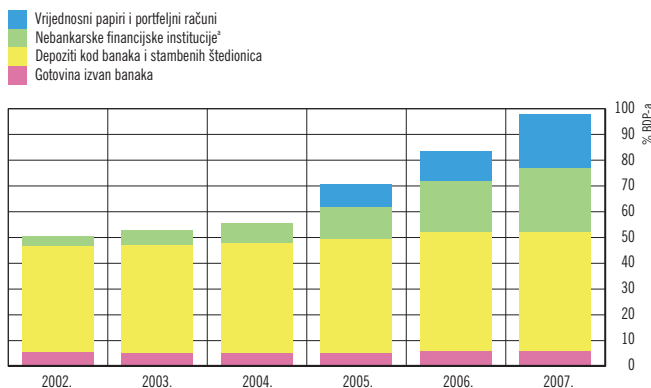
Izvori: HNB; Hanfa; SDA

Slika 17. Krediti kućanstvima prema namjeni



Izvor: HNB

Slika 18. Financijska imovina kućanstava



* Potraživanja kućanstava od otvorenih i zatvorenih investicijskih fondova su procijenjena.

Izvori: HNB; Hanfa; SDA

nim štedionicama. Tako se iznos duga kućanstava gotovo izjednačio s iznosom njihovih depozita, dok je istodobno premašio razinu od 80% procijenjenoga raspoloživog dohotka. Međutim, istodobno se povećava i ročnost duga pa se teret njegova servisiranja, mjeren kratkoročnim dugom prema dospelju u odnosu na procijenjeni raspoloživi dohodak, nije izrazitije promijenio.

Pri procjeni financijske pozicije sektora kućanstava važno je uočiti da se kod financijske imovine kućanstava bilježi trend rasta (Slika 18.). Osim zbog rasta štednje, vrijednost financijske imovine kućanstava povećavala se i zbog rasta cijena na tržištu kapitala u posljednjih nekoliko godina.

To je unatoč brzom rastu duga ublažilo pogoršanje omjera duga i ukupne likvidne financijske imovine kućanstava. Međutim, s padom cijena na tržištu kapitala potkraj protekle i početkom ove godine, umanjena je vrijednost ukupne likvidne financijske imovine kućanstava, te se u 2008. može očekivati intenzivnije povećanje i toga pokazatelja zaduženosti.

Najveću stavku financijske imovine kućanstava i dalje čine depoziti kod banaka i stambenih štedionica¹. Oni su krajem 2007. činili polovinu financijske imovine ovog sektora, premda njihov udio u posljednjih nekoliko godina opada. Najbrže među stavkama financijske imovine kućanstava povećavaju se izravna ulaganja u vrijednosne papire (osobito dionice), koja su bila potaknuta rastom cijena na tržištu te javnim ponudama dionica iz državnog portfelja uz povlaštenu cijenu prvokupa za građane RH.

Udio financijske imovine koju kućanstva drže kod ostalih financijskih institucija (mirovinskih fondova, investicijskih fondova i društava za osiguranje) u ukupnoj financijskoj imovini tijekom 2007. blago se smanjio. S obzirom na to da se pad tržišta kapitala s kraja te godine prenio i u 2008., ocjenjuje se da će se u idućem razdoblju kućanstva relativno manje okretati rizičnijim ulaganjima na tržištu kapitala i da će više ulagati u sigurnije bankovne depozite.

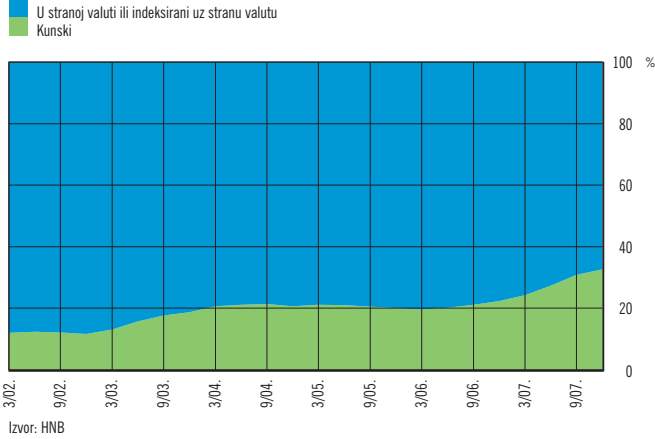
Teret otplate kamata u odnosu na procijenjeni raspoloživi dohodak kućanstava u proteklim godinama povećavao se nešto sporije od ostalih pokazatelja zaduženosti zbog smanjivanja kamatnih stopa na kredite. Međutim, s preokretanjem trenda kamatnih stopa tijekom drugog polugodišta 2007. povećavanje tereta otplate kamata ubrzalo se, a to bi se moglo nastaviti i u 2008.

Ni usporavanje rasta duga kućanstava, koje je nastavljeno i u 2008., neće se u punoj mjeri odraziti na sporiji rast zaduženosti kućanstava zbog očekivanog usporavanja dinamike gospodarske aktivnosti, koje će smanjiti i rast raspoloživog dohotka. Jačanje inflatornih pritisaka također usporava povećanje realnih dohodaka i, u skladu s time, smanjuje sposobnost kućanstava da otplaćuju dug.

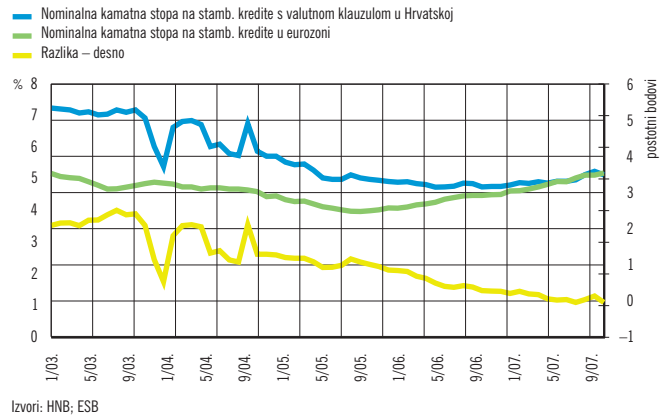
Teret otplate duga izložen je i riziku nepovoljnih tečajnih kretanja (deprecijacija domaće valute) zbog velikog udjela kredita nominiranih u stranoj valuti u ukupnim kreditima kućanstvima (Slika 19.). Iako se udio deviznih kredita i kredita s valutnom klauzulom u ukupnim kreditima kućanstvima tijekom

¹ U financijsku imovinu kućanstava nisu uključeni efektivni strani novac i depoziti u inozemnim bankama jer se njihova razina ne može precizno procijeniti.

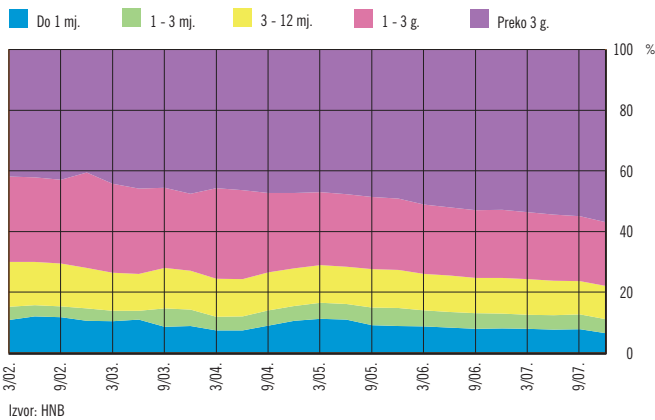
Slika 19. Valutna struktura kredita kućanstvima



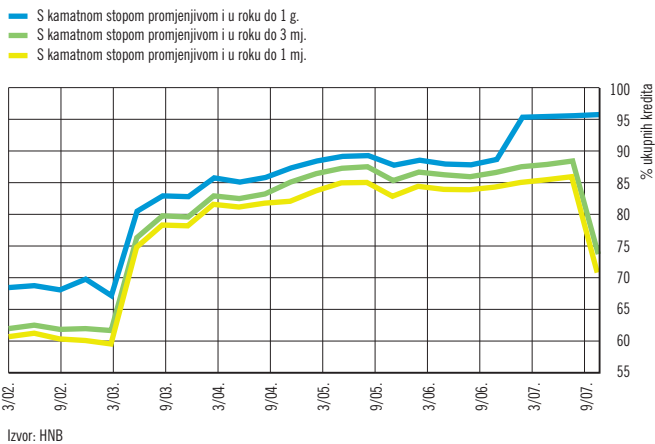
Slika 20. Usporedba kamatnih stopa na stambene kredite kućanstvima u Hrvatskoj i u eurozoni



Slika 21. Ročna struktura kredita kućanstvima prema preostalom dospijeću



Slika 22. Krediti prema promjenjivosti kamatne stope



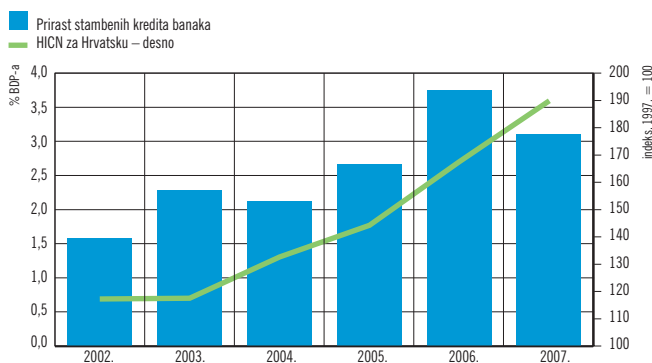
2007. smanjio, on je i dalje razmjerno visok. Potkraj godine takvi su krediti činili oko dvije trećine svih kredita kućanstvima. Na smanjivanje udjela deviznih i indeksiranih kredita utjecalo je povećanje pondera rizika za aktivu izloženu posrednom tečajnom riziku u 2006., što se osobito odnosi na kućanstva, koja u načelu nemaju devizne izvore prihoda. Osim toga, velik broj banaka dokapitaliziran je u 2007., čime su kreirana kunška sredstva raspoloživa za plasiranje. U tim okolnostima banke su povećale pristupačnost kunških kredita nudeći ih uz relativno niske kamatne stope.

Vagana kamatna stopa na novoodobrene stambene kredite s valutnom klauzulom od sredine 2006. zadržava se na razmjerno niskoj razini od oko 5%, premda se od sredine protekle godine bilježi blagi trend rasta te stope (Slika 20.). Usporediva je kamatna stopa u eurozoni na svojoj najnižoj razini bila krajem 2005. i od tada neprekidno raste u skladu s kretanjem EURIBOR-a. U drugoj polovini 2007. kamatna stopa na stambene kredite u eurozoni izjednačila se s usporedivom domaćom kamatnom stopom što pokazuje da domaće banke podcjenjuju kreditni rizik kod stambenih kredita s valutnom klauzulom. Taj se rizik može materijalizirati u slučaju iznenadne deprecijacije tečaja s obzirom na to da su dohoci kućanstava pretežno u kunama.

Znatan i sve veći udio dugoročnih kreditnih aranžmana kućanstava (Slika 21.) sklapa se s klauzulom promjenjive kamatne stope, što je još jedan od rizika kojem su kućanstva izložena (Slika 22.). Tendencija porasta kamatnih stopa na svjetskim financijskim tržištima potaknula je banke da skrate vrijeme u kojem se kamatna stopa na kredite ne može mijenjati kako bi prenijele rizik na svoje dužnike. U skladu s time banke su krajem 2007. smanjile udio kredita kućanstvima čija je kamatna stopa promjenjiva i u rokovima kraćim od jednog mjeseca odnosno tri mjeseca, ali istodobno su povećale udio kredita kućanstvima čija je kamatna stopa promjenjiva i u roku kraćem od godine dana, tako da je on na kraju 2007. iznosio najviše do sada: 95,6%. Međutim, takvom se politikom banke izlažu potencijalnome kreditnom riziku ako porast tereta otplate duga kod kućanstava dovede do kašnjenja u urednom izvršavanju kreditnih obveza (tzv. kamatno induciranome kreditnom riziku).

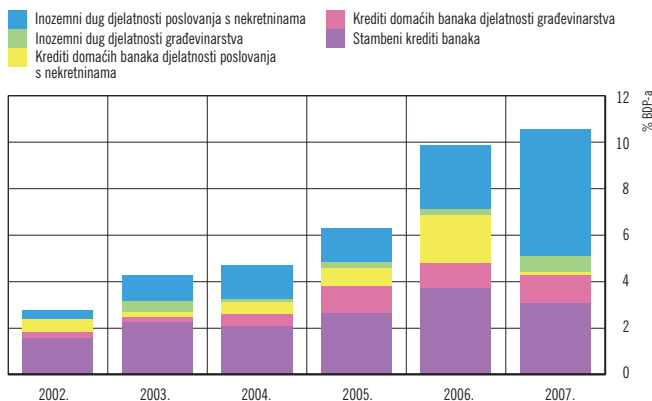
Sektor nekretnina

Slika 23. Stambeni krediti i hedonistički indeks cijena stambenih nekretnina^a



^a Hedonistički indeks uzima u obzir kvalitativne faktore pri standardiziranju stambenih jedinica.
Izvor: Izračun HNB-a

Slika 24. Prirast domaćih i inozemnih kredita sektoru nekretnina



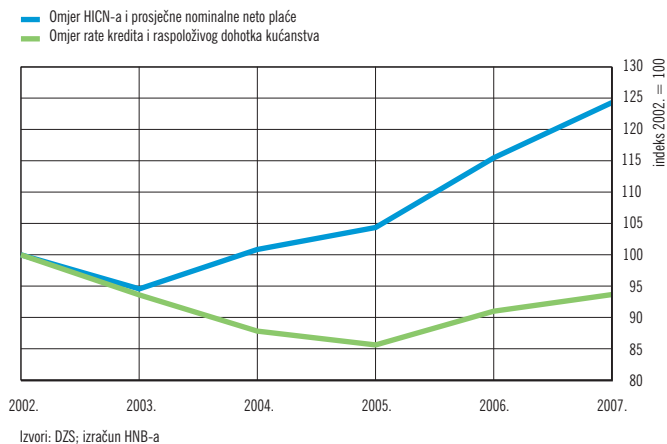
Izvor: Izračun HNB-a

Snažan rast cijena nekretnina potaknut obilnim priljevom kredita u taj sektor u drugoj se polovini 2007. znatno usporio. Premda za sada nisu vidljive izravne prijetnje financijskoj stabilnosti koje bi proizlazile iz sektora nekretnina, visoka koncentracija kredita i izloženost tečajnom riziku u kombinaciji s relativno blagim kriterijima kreditiranja mogle bi u slučaju znatnijih makroekonomskih poremećaja dovesti do poteškoća s otplatama kredita.

Tržište stambenih nekretnina u posljednjih je nekoliko godina snažno raslo, ali u drugom se polugodištu 2007. taj trend osjetno usporio (Slika 23.). Potražnju za nekretninama povećavao je snažan rast kredita tom sektoru praćen ublažavanjem kreditnih uvjeta (Slika 24.). Kamatne stope banaka za stambene kredite tijekom posljednjih nekoliko godina osjetno su se smanjile, a ublaženi su i drugi uvjeti financiranja, uključujući i produženje rokova otplate. Snažnoj potražnji za stambenim nekretninama pridonijelo je i povećanje raspoloživog dohotka kućanstava te zaposlenosti. To je u uvjetima relativno ograničene ponude stambenih nekretnina dovelo do snažnog rasta njihovih cijena.

Brzi rast cijena stambenih nekretnina smanjio je njihovu financijsku dostupnost. Taj je rast proteklih godina nadmašivao rast prosječne nominalne neto plaće, što se od 2005. dodatno ubrzalo. U tom je razdoblju financijska dostupnost nekretnina u Hrvatskoj mjerena promjenom omjera cijena i plaća smanjena za petinu. Međutim, smanjivanje kamatnih stopa i produljivanje rokova otplate ublažilo je porast prosječne otplatne rate stambenih kredita te je dostupnost stanova rasla do 2006., kad su se stabilizirale kamatne stope na stambene kredite. Od tada se financijska dostupnost nekretnina mjerena omjerom prosječne rate otplate kredita i raspoloživog dohotka prosječnoga kućanstva smanjuje (Slika 25.).

Slika 25. Financijska dostupnost stambenih nekretnina



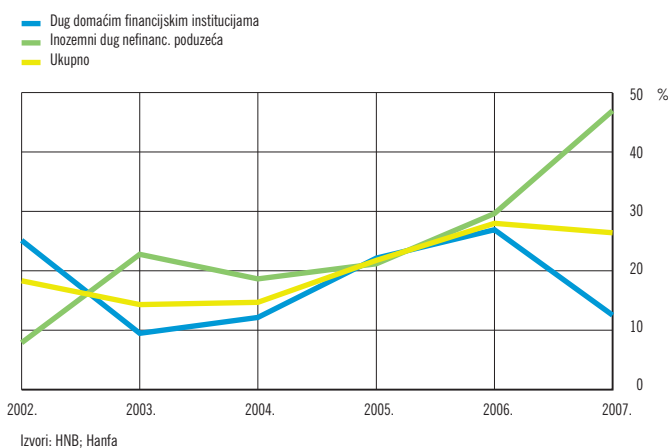
Nakon vrlo snažnog rasta u prethodnim godinama u drugoj polovini 2007. rast kredita sektoru nekretnina usporio se, i to s 41% na kraju prvog polugodišta na 36% na kraju godine. Glavni uzrok toga bio je znatno sporiji porast kredita domaćih banaka, čija je godišnja stopa rasta s 36% na kraju prvog polugodišta smanjena na 21% na kraju 2007. Pritom se stopa rasta stambenih kredita banaka usporila s 28,7% na 16,6%. To smanjenje domaćeg zaduživanja velikim je dijelom bilo supstituirano inozemnim kreditima, uglavnom javnim poduzećima, koji su se u 2007. povećali gotovo za 75%.

Godišnja stopa rasta hedonističkog indeksa cijena stambenih nekretnina (HICN) u drugom je dijelu 2007. gotovo prepolovljena. Naime, tada je počelo usporavanje rasta domaćih kredita, posebno stambenih, što je uz spomenuto smanjenje financijske dostupnosti stanova rezultiralo usporavanjem rasta HICN-a. Njegova je godišnja stopa promjene pala sa 17,7% na kraju prvog polugodišta na 9,1% na kraju 2007., odnosno na najnižu razinu od kraja 2005. godine. Slični trendovi kretanja domaćih kredita i cijena nekretnina očekuju se i u 2008.

Rizici za financijsku stabilnost koji potječu iz sektora nekretnina proizlaze iz vrlo velikog udjela kredita tom sektoru s valutnom klauzulom u bilancama banaka, dok su prihodi dužnika uglavnom u domaćoj valuti. To bi pri većoj promjeni tečaja pod utjecajem vanjskog šoka izazvalo znatne probleme u otplati kredita i gubitke u bankama. Iako su ti krediti uglavnom osigurani hipotekom na nekretnine, veći makroekonomski šok mogao bi prouzročiti zamjetan pad potražnje na tržištu nekretnina te pad cijena, a time i vrijednosti kolaterala. Taj je rizik i veći jer banke uglavnom odobravaju kredite uz relativno velik omjer vrijednosti kredita i imovine (LTV).

Sektor nefinancijskih poduzeća

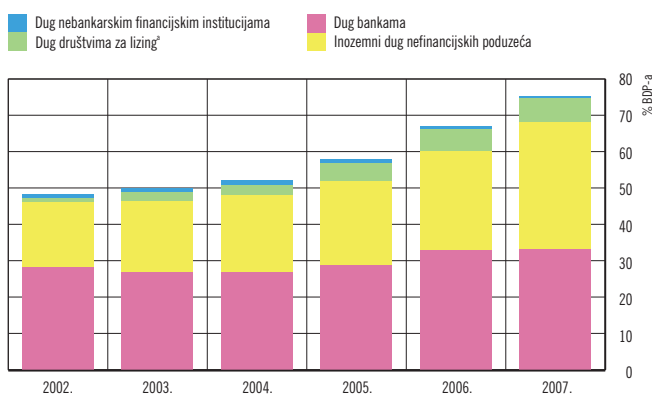
Slika 26. Stope rasta duga nefinancijskih poduzeća



Porast se zaduženosti sektora poduzeća usporava, uz brži rast izravnog zaduživanja u inozemstvu od domaćega. Snažno oslanjanje na inozemne izvore financiranja čini poduzeća osobito ranjivima ako se promijeni raspoloženje stranih ulagača. Glavni rizici u ovom sektoru ipak proizlaze iz koncentracije domaćih indeksiranih i inozemnih kredita u sektoru međunarodno nerazmjenjivih dobara koji ne generira devizne prihode.

Rast duga nefinancijskih poduzeća u 2007. bio je nešto sporiji nego u 2006., ali godišnja je stopa porasta ipak bila iznad prosjeka proteklih pet godina: ukupan dug porastao je za 24%, a njegov omjer prema BDP-u povećao se za 12 postotnih bodova. Uvjeti financiranja istodobno su se pogoršali.

Slika 27. Dug nefinancijskih poduzeća

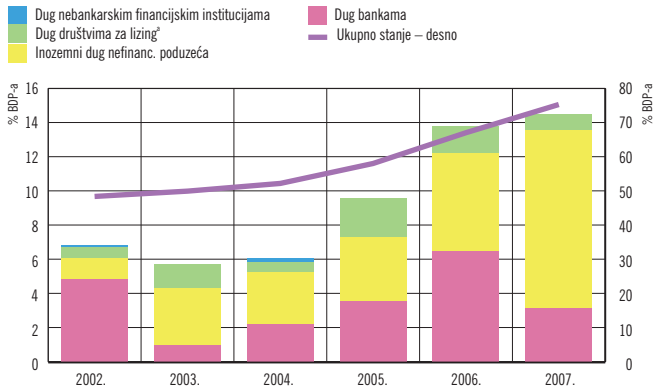


Usporavanje rasta duga posljedica je usporavanja bankovnog kreditiranja, dok je glavni izvor financiranja u 2007. bilo inozemstvo. Prvo smanjivanje rasta zaduženosti zabilježeno u proteklih pet godina bilo je rezultat znatno sporijeg povećanja bankovnog financiranja (11%), dok je dug poduzeća inozemstvu tijekom 2007. porastao čak za 42% (Slika 26. i Slika 27.). Takva kretanja uglavnom je prouzročilo ograničenje rasta bankovnih plasmana koje je propisala središnja banka². Poduzeća su domaće izvore velikim dijelom nadomjestila inozemnima, pa se više od 70% ukupnog prirasta duga u 2007. godini odnosilo na zaduživanje u inozemstvu (Slika 28.).

* Dug je poduzeća društvima za lizing procijenjen.
Izvori: HNB; Hanfa

² Krajem 2006. godine središnja je banka donijela Odluku o upisu obveznih blagajničkih zapisa radi usporavanja godišnjeg rasta plasmana banaka. Odlukom se bankama čiji rast plasmana u 2007. godini prekoračuje 12% nameće obveza upisa blagajničkih zapisa HNB-a po vrlo niskoj kamatnoj stopi uz dospijee zapisa od godinu dana. Odluka je tijekom godine bila u nekoliko navrata prilagođavana kako bi se na godišnjoj razini ostvario planirani rast plasmana.

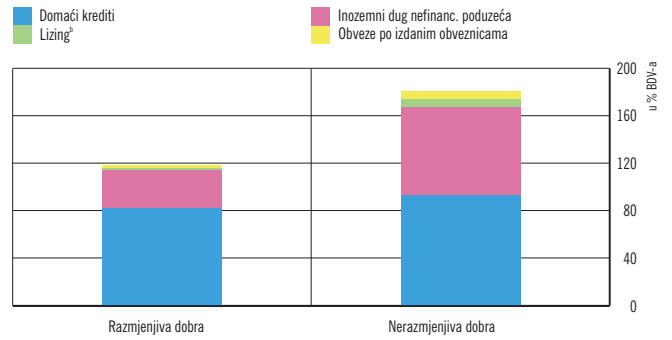
Slika 28. Promjena i stanje duga nefinancijskih poduzeća



^a Dug je poduzeća društvima za lizing procijenjen.

Izvori: HNB; Hanfa

Slika 29. Dug nefinancijskih poduzeća^a, po sektorima i po vjerovnicima u 2006.

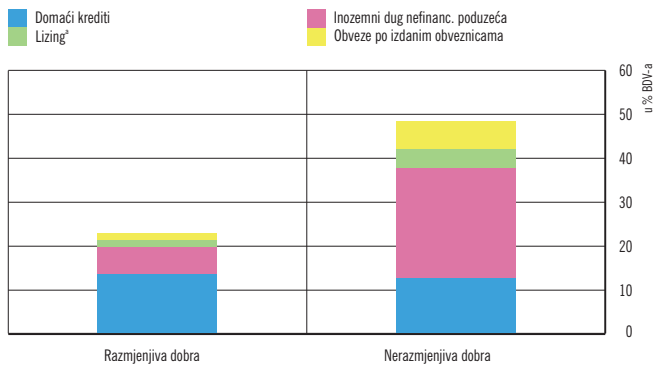


^a Sektor međunarodno razmjenjivih dobara uključuje prerađivačku industriju te hotele i restorane.

^b Dug je poduzeća društvima za lizing procijenjen.

Izvori: Fina; izračun HNB-a

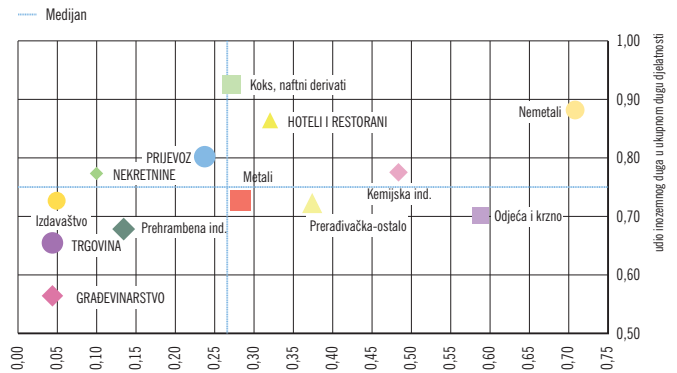
Slika 30. Dug nefinancijskih poduzeća po sektorima i po vjerovnicima, promjena 2002. – 2006.



^a Dug je poduzeća društvima za lizing procijenjen.

Izvori: Fina; izračun HNB-a

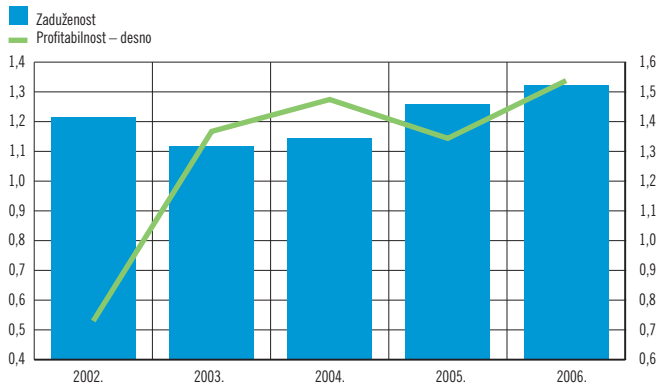
Slika 31. Valutna izloženost u razdoblju od 2002. do 2007.



udio izvoznih prihoda u ukupnim prihodima od prodaje pojedine djelatnosti

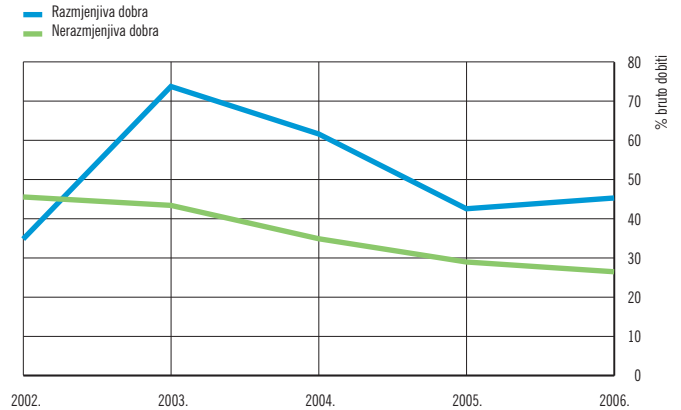
Izvori: HNB (za kredite po djelatnostima); Fina (za izvozne i ukupne prihode)

Slika 32. Omjeri profitabilnosti i zaduženosti sektora međunarodno nerazmjenjivih i razmjenjivih dobara



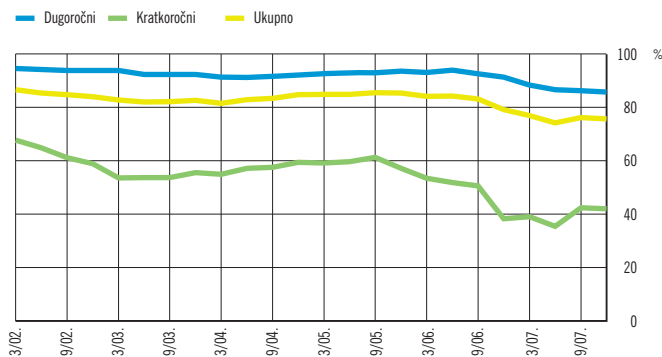
Izvori: Fina; izračun HNB-a

Slika 33. Teret otplate kamata



Izvori: Fina; izračun HNB-a

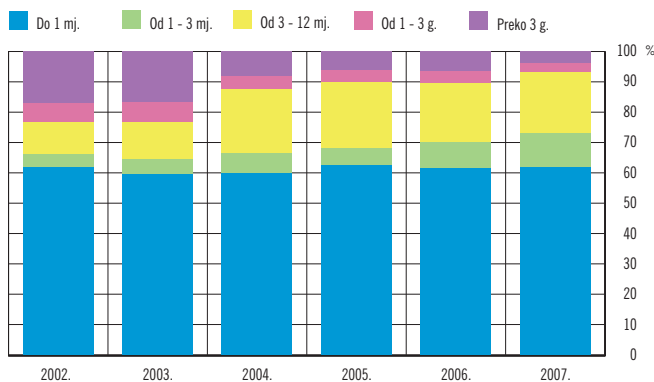
Slika 34. Udio nekunskih bankovnih kredita i inozemnog duga nefinancijskih poduzeća^a u ukupnim kreditima



^aPretpostavlja se da je sav inozemni dug u stranoj valuti.

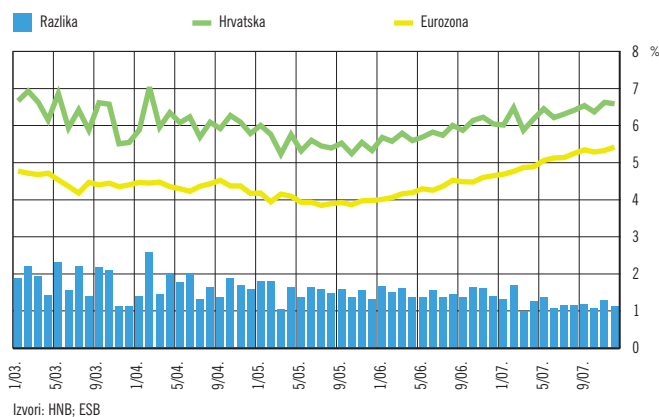
Izvor: HNB

Slika 35. Struktura bankovnih kredita nefinancijskim poduzećima prema mogućnosti promjene kamatne stope



Izvor: HNB

Slika 36. Kamatne stope na dugoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u eurozoni



Izvori: HNB, ESB

Budući da je HNB i u 2008. godini nastavio politiku usporavanja rasta plasmana banaka, može se pretpostaviti da će u ukupnom financiranju poduzeća inozemni izvori zadržati važnu ulogu. Pritom se očekuje usporavanje rasta inozemnog zaduživanja nakon prestanka djelovanja učinka njegova snažnog skoka sredinom 2007. zbog jednokratnog prebacivanja zaduženosti prema domaćim bankama na inozemne banke majke radi stvaranja prostora za rast domaćih plasmana. Povećanje inozemnog duga izlaže poduzeća povećanom riziku refinanciranja koji bi se mogao materijalizirati ako se promijeni percepcija rizika inozemnih ulagača. Taj rizik donekle umanjuje činjenica da su inozemni izvori kredita hrvatskih poduzeća najčešće banke majke domaćih banaka.

Rizici povezani s bilančnim neravnotežama, koje bi se mogle pogoršati u slučaju vanjskih šokova, posebno su koncentrirani u sektoru međunarodno nerazmjenjivih dobara, koji je relativno zaduženiji i više se oslanja na inozemne izvore financiranja (Slika 29.). Pri većim tečajnim kolebanjima poduzeća bi, zbog velikog udjela inozemnih izvora financiranja i obveza s valutnom klauzulom prema domaćim financijskim institucijama, bila suočena s poteškoćama u otplati kredita. To se posebno odnosi na ona poduzeća koja posluju s međunarodno nerazmjenjivim dobrima te stoga uglavnom nemaju znatnije devizne prihode, a koja su posljednjih godina generirala najveći dio inozemnog duga sektora nefinancijskih poduzeća. U sektoru nerazmjenjivih dobara najviše je porasla zaduženost poduzeća u djelatnostima građevinarstva i nekretnina. U uvjetima snažnog rasta tržišta nekretnine te su djelatnosti istodobno ostvarivale i natprosječan rast pokazatelja profitabilnosti. Zaduzenost sektora međunarodno razmjenjivih dobara od 2002. do 2006. godine rasla je upola sporije (Slika 30.).

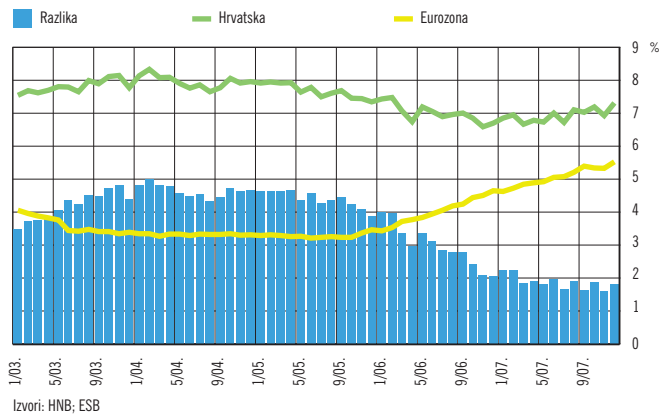
Sektor međunarodno nerazmjenjivih dobara obično ostvaruje više stope i brži rast profitabilnosti. Stoga poduzeća u tom sektoru prosječno ostvaruju veći prinos na kapital od onih u sektoru razmjenjivih dobara, pri čemu se razlika u profitabilnosti tih sektora od 2003. povećava pod utjecajem snažnog rasta ulaganja u infrastrukturu i nekretnine (Slika 32.).

Teret otplate kamata u protekle tri godine osjetno se smanjio. Dobar poslovni rezultat poduzeća u sektoru međunarodno nerazmjenjivih dobara omogućio im je da, unatoč kontinuiranom rastu zaduzenosti, do 2006. gotovo prepolove teret otplate kamata u usporedbi s 2002. godinom.

Zahvaljujući višegodišnjem trendu smanjivanja kamatnih stopa, teret otplate kamata smanjen je i kod sektora razmjenjivih dobara (Slika 33.). Međutim, rast kamatnih stopa na europskom tržištu i njegova posljedica – rast domaćih kamatnih stopa mogli bi dovesti do povećanja tereta otplate kamata. Osim toga, sporiji rast ulaganja ostvaren u 2007. te očekivano usporavanje gospodarskog rasta u 2008. mogli bi utjecati na relativno pogoršanje poslovnih rezultata u sektoru nerazmjenjivih dobara.

Na kraju 2007. godine nešto više od 75% duga nefinancijskih poduzeća bilo je nominirano u stranoj valuti, što znači da su izložena znatnom valutnom riziku (Slika 34.). Uz visok stupanj euroizacije, zbog kojeg je više od 50% domaćih kredita

Slika 37. Kamatne stope na kratkoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u eurozoni



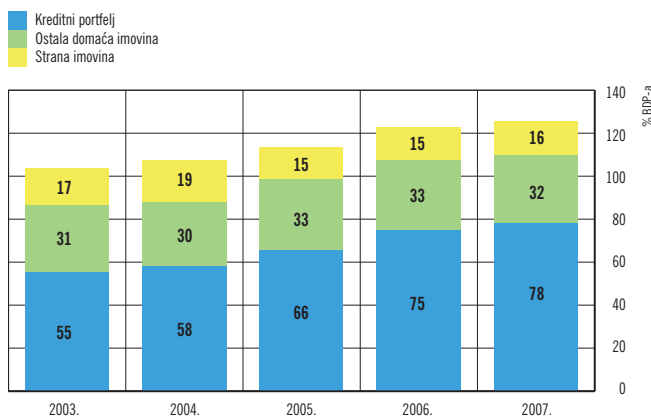
nomirano u stranoj valuti, povećanju udjela ukupnih deviznih obveza pridonosi i snažan rast inozemnog zaduživanja poduzeća. Uobičajeno visok udio takvih kredita (80 – 90%) nešto se smanjio nakon rujna 2006. od kada banke, pod utjecajem mjera središnje banke u području devizne likvidnosti i rizičnosti deviznih plasmana, restrukturiraju bilance tako da povećavaju kunske izvore i plasmane. Međutim, takvo restrukturiranje ipak je ograničenog dometa jer je bankama i dalje dominantan dio izvora sredstava (depozita i kredita) vezan uz stranu valutu.

Osim na valutni rizik, hrvatska poduzeća osjetljiva su i na promjene kamatnih stopa jer je više od 70% bankovnih kredita ugovoreno uz mogućnost promjene kamatne stope u roku kraćem od tri mjeseca (Slika 35.). Ako se tome pribroje i krediti iz inozemstva koji su uglavnom ugovoreni uz promjenjivu kamatnu stopu, izloženost poduzeća kamatnom riziku još je veća. Trenutačno dostupni podaci za kraj 2007. godine ne pokazuju pogoršanje uvjeta financiranja hrvatskih poduzeća na inozemnim tržištima koje bi bilo veće od onog zbog povećanja referentnih kamatnih stopa, unatoč rastu razlike prinosa na hrvatske euroobveznice. Međutim, ako se percepcija rizika u regiji zamjetnije promijeni, uvjeti financiranja poduzeća na domaćem tržištu i na inozemnim tržištima mogli bi se znatno pogoršati.

Kamatne stope banaka na kredite poduzećima u Hrvatskoj su prosječno za 1 – 1,5 postotnih bodova više od usporedivih kamatnih stopa u eurozoni. Od početka 2006. kamatne stope banaka na dugoročne kredite poduzećima rasle su usporedno s kamatnim stopama u eurozoni (Slika 36.) pa je njihova razlika bila stabilna. S druge strane, zbog procesa konvergencije, koji je još uvijek prisutan, kamatne stope na kratkoročne kredite nisu pratile rast usporedivih kamatnih stopa u eurozoni sve do sredine 2007. od kada ih uglavnom prate (Slika 37.).

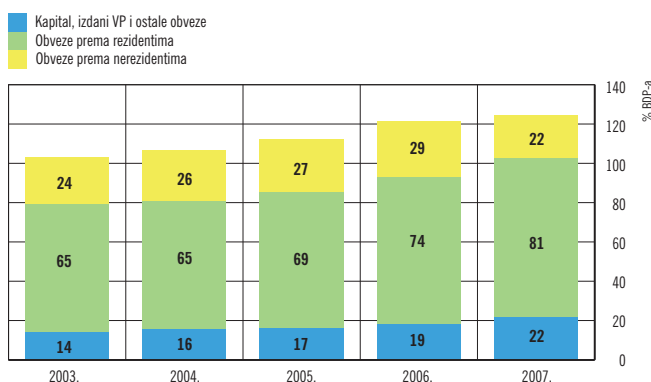
Bankarski sektor

Slika 38. Aktiva bankarskog sektora



Izvor: HNB

Slika 39. Pasiva bankarskog sektora^a



^aRazliku između imovine bankarskog sektora te njegovih obveza i kapitala čine posebne rezerve za identificirane gubitke na skupnoj osnovi.

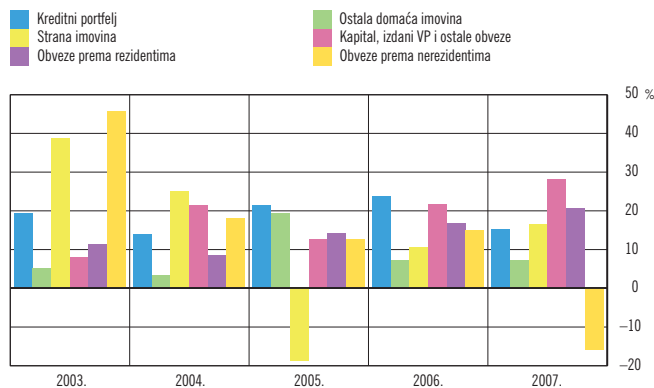
Izvor: HNB

Banke su pod utjecajem ograničavanja rasta plasmana i povećanja granične pričuve za inozemne obveze te pondera za valutno inducirani kreditni rizik inozemno zaduživanje počele nadomještati dokapitalizacijom i domaćim kuskim depozitima. Osim što su jačale kapitaliziranost i restrukturirale pasivu, zadržale su i visoku razinu profitabilnosti, a to bankarski sektor čini otpornim na šokove. Unatoč raširenoj euroizaciji banke nisu izložene izravnome valutnom riziku jer usklađuju valutnu strukturu imovine i obveza. Međutim, zbog bilančnih neusklađenosti njihovih komitenata, koji su uglavnom izloženi valutnom riziku, učinci promjene tečaja kod banaka se materijaliziraju u obliku kreditnog rizika. Simulacije na osnovi makroekonomskog modela kreditnog rizika pokazuju da je bankarski sektor u cjelini sposoban apsorbirati učinke razmjerno snažnoga makroekonomskog šoka.

Bilančne ranjivosti

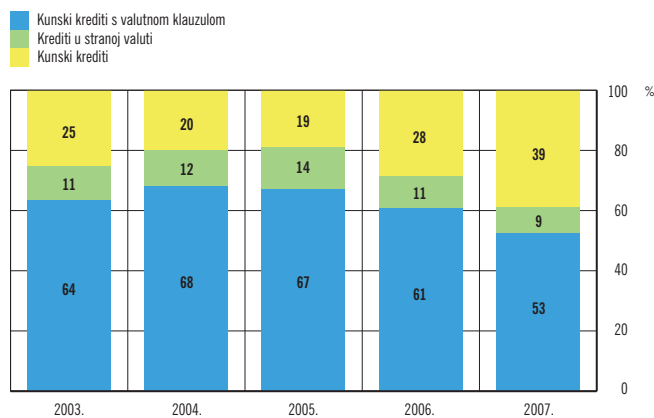
Kreditni čine glavni oblik imovine bankarskog sektora. S usporavanjem njihova rasta u 2007. pod utjecajem mjera HNB-a usporio se i rast udjela imovine toga sektora u BDP-u. Veliki udio kreditnog portfelja u ukupnoj imovini bankarskog sektora pokazuje koliko je za stabilnost promatranog sektora važan kreditni rizik (Slika 38.).

Slika 40. Godišnji porast najznačajnijih stavki bilance bankarskog sektora



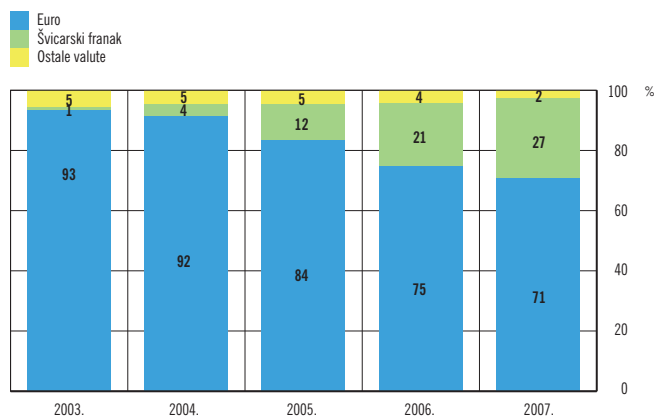
Izvor: HNB

Slika 41. Valutna struktura kredita



Izvor: HNB

Slika 42. Valutna struktura nekunskih kredita



Izvor: HNB

Ostalu domaću imovinu banaka uglavnom čine depoziti kod središnje banke. Vrijednosni papiri u posjedu banaka najvećim se dijelom odnose na dužničke državne vrijednosne papire, što znači da su banke u manjoj mjeri izložene promjeni njihove vrijednosti te da nisu neposredno izložene riziku promjene cijena vlasničkih vrijednosnih papira.

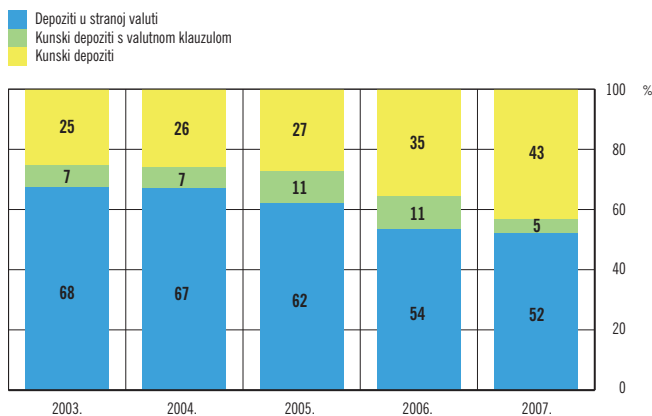
U pasivi banaka u 2007. zabilježen je znatan porast udjela depozita rezidenata, koji su glavni izvor njihovih sredstava, dok se udio sredstava iz inozemnih izvora smanjio. Takvo restrukturiranje sekundarnih izvora rezultat je djelovanja mjera HNB-a usmjerenih na smanjenje zaduživanja u inozemstvu zbog povećanja troškova zaduživanja na osnovi granične obvezne pričuve za inozemne obveze (Slika 39.).

U nastojanju da izbjegnju regulatorne troškove te da osiguraju sredstva za daljnji rast kredita, mnoge su se banke dokapitalizirale, čime su supstituirale i dio kredita i dio depozita nerezidenata. To je u uvjetima ograničenoga kreditnog rasta rezultiralo porastom inozemne imovine, odnosno smanjenjem neto inozemne pasive banaka, a slični trendovi mogu se očekivati i u 2008. (Slika 40.).

Na rast udjela depozita rezidenata u pasivi bankarskog sektora u 2008. dodatno će utjecati i negativna zbivanja na tržištu kapitala s početka godine, koja su pridonijela povećanju privlačnosti bankovnih depozita sa sigurnijim prinosima.

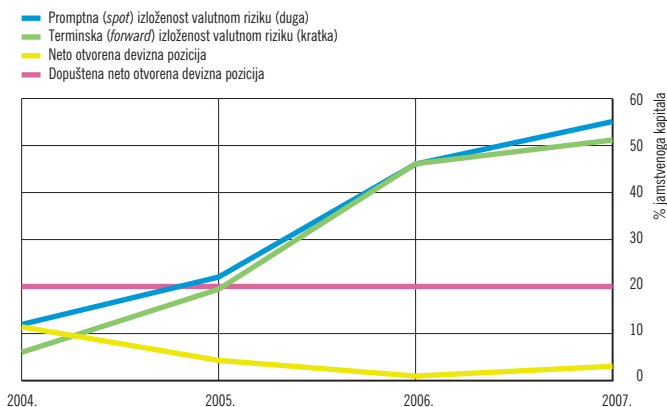
Banke su u 2007. valutno restrukturirale zamjetan dio kreditnog portfelja, uglavnom zbog regulatornih mjera usmjerenih na jačanje njihove otpornosti na valutno inducirani kreditni rizik. Naime, tijekom prošle godine banke su dokapitalizacijom i na osnovi rasta kunskih depozita došle do svježih kunskih izvora, što im je omogućilo da pod povoljnim uvjetima ponude kunske kredite bez valutne klauzule, koji imaju znatno niže pondere rizičnosti i zbog toga zahtijevaju niže kapitalno pokriće od kredita s valutnom klauzulom (Slika 41.). Posljedica je restrukturu-

Slika 43. Valutna struktura depozita



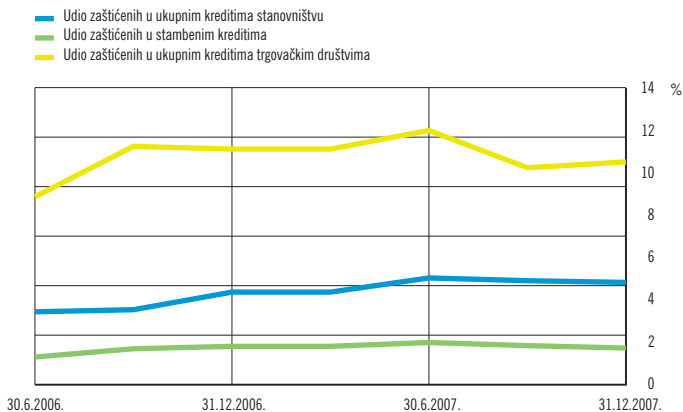
Izvor: HNB

Slika 44. Izloženosti banaka valutnom riziku



Izvor: HNB

Slika 45. Udio kredita zaštićenih od VIKR-a



Izvor: HNB

riranja ta da je udio kunskih kredita porastao na 39%, a slična kretanja mogu se očekivati i u 2008.

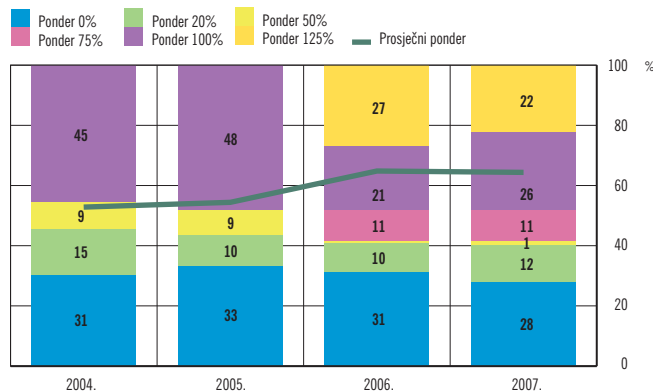
Među nekunskim kreditima najzastupljeniji su oni u eurima, ali od 2005. godine primjetno raste udio kredita u švicarskim francima. Ti su krediti klijentima često zanimljivi zbog nešto niže nominalne kamatne stope, ali su istodobno rizičniji jer je tečaj kune prema euru znatno stabilniji od tečaja kune prema švicarskom franku (Slika 42.).

Na znatan porast udjela kunskih depozita u 2007. utjecala je i promjena regulacije devizne likvidnosti banaka, kojom je proširen obuhvat devizne pasive. Uz to, banke su provele i zamjenu kunskih obveza s valutnom klauzulom prema nerezidentima čistim kunskim obvezama (Slika 43.).

Zbog velikog udjela nekunskih potraživanja banke, kao što je već uobičajeno, u promptnoj (*spot*) poziciji bilježe dugu poziciju u stranoj valuti, koja je na kraju 2007. godine iznosila više od 50% jamstvenoga kapitala. Kako bi ostvarile neto otvorenu deviznu poziciju unutar propisanog ograničenja od 20% jamstvenoga kapitala, banke sklapaju terminalske (*forward*) ugovore s nerezidentima na osnovi kojih zauzimaju kratku poziciju u valutama za koje u promptnoj poziciji bilježe dugu poziciju. Stoga je neto valutna izloženost mala te se u posljednje tri godine kreće ispod 5% (Slika 44.).

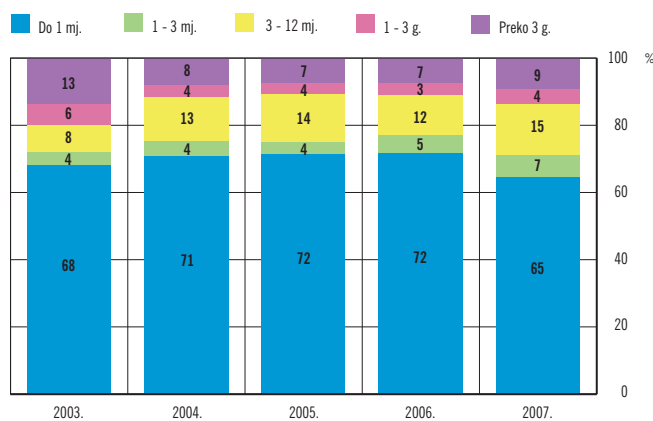
Međutim, banke su izložene značajnom valutno induciranom kreditnom riziku s obzirom na to da većina klijenata nema devizno usklađene priljeve i obveze. Zato su u skladu s pooštrenom prudencijalnom regulativom od lipnja 2006. banke dužne pratiti i procjenjivati izloženost svojih klijenata valutnom riziku na osnovi njihovih deviznih priljeva i deviznih obveza. Dostupni podaci od tada pokazuju da se udio kredita zaštićenih od valutno inducirana kredita za sektor stanovništva obično kreće oko 5% (za stambene kredite oko 2%), što je osobito važno ako se uzme u obzir da tom sektoru pripada otprilike polo-

Slika 46. Distribucija imovine banaka po ponderima koji se na nju primjenjuju te prosječan ponder



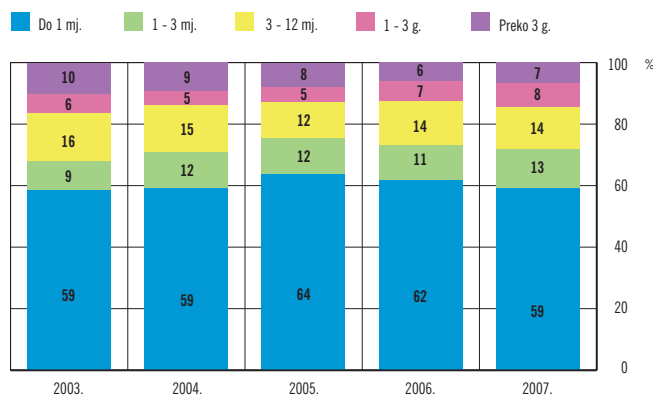
Izvor: HNB

Slika 47. Krediti s mogućnošću promjene kamatne stope



Izvor: HNB

Slika 48. Primljeni depoziti i krediti s mogućnošću promjene kamatne stope



Izvor: HNB

vina ukupnih kredita banaka. Sektor trgovačkih društava nešto je zaštićeniji od stanovništva zbog izvoza, ali i tu udio zaštićenih kredita iznosi tek oko 10% (Slika 45.).

S obzirom na to da materijalizacija valutno induciranoga kreditnog rizika može imati jako negativan učinak na stabilnost bankarskog sektora i s obzirom na činjenicu da banke u uvjetima oštrog natjecanja za tržišne udjele ne uključuju premiju za taj rizik u cijenu kredita, HNB je, povećavajući rizikom ponderiranu aktivu u dva navrata, stimulirao veću kapitaliziranost, a time i otpornost bankarskog sektora na taj rizik. Tako su od lipnja 2006. godine propisani veći ponderi (75% i 125%) za plasmane klijentima koji nisu zaštićeni od valutnog rizika, a od ožujka 2008. spomenuti ponderi dodatno su povećani za 25 postotnih bodova. Te su promjene rezultirale porastom prosječnog pondera za jedinicu imovine svaki put otprilike za deset postotnih bodova³ (Slika 46.).

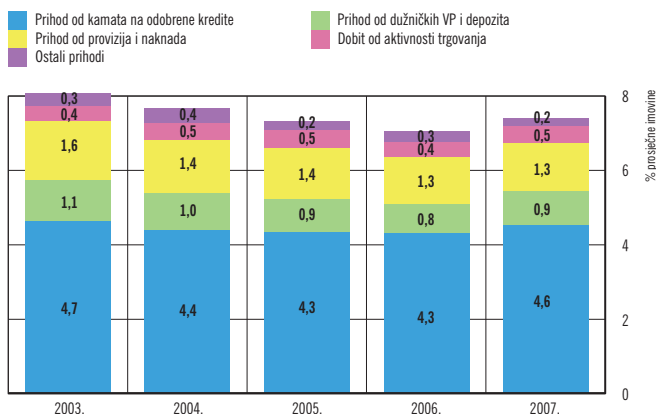
Udio primljenih kredita i depozita čija se kamatna stopa može promijeniti u roku do godine dana u ukupnim primljenim kreditima i depozitima na kraju 2007. godine iznosio je 86%, a udio odobrenih bruto kredita čija se kamatna stopa može promijeniti u roku do godine dana u ukupnim bruto kreditima 87%. To znači da banke nisu izravno izložene znatnijem kamatnom riziku (Slika 47. i Slika 48.). Međutim, ako kamatni rizik prebace na klijente dužnike, banke će se izložiti kreditnom riziku induciranom promjenom kamatnih stopa.

Strateški rizici

U skladu sa strukturom aktive najvažniji prihod banaka jest prihod od kamata na kredite, čiji je omjer prema prosječnoj imovini u 2007. godini dodatno porastao. Znatna su izvor prihoda i prihodi od provizija i naknada, za koje se u posljednje tri godine bilježi stabilan omjer prema prosječnoj imovini (Slika 49.).

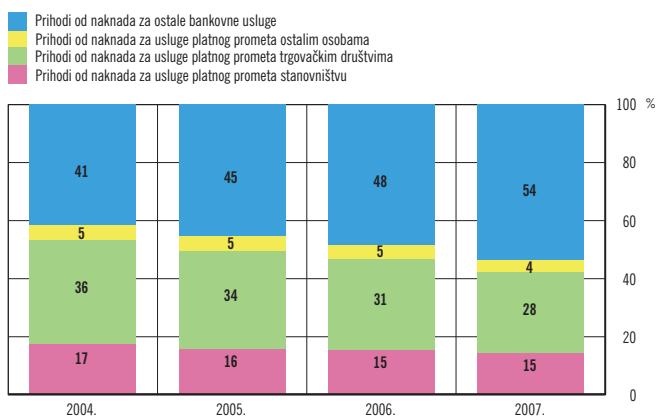
³ Prikaz plasmana čije se ponderiranje prema stupnju rizičnosti promijenilo od lipnja 2006. godine nalazi se u poglavlju Otpornost bankarskog sektora.

Slika 49. Struktura ukupnih prihoda



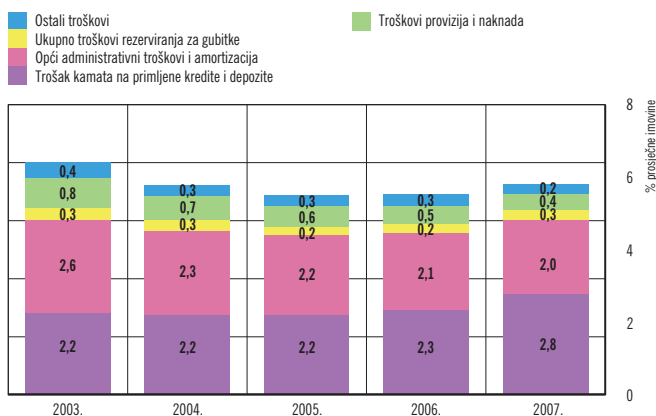
Izvor: HNB

Slika 50. Struktura prihoda od provizija i naknada



Izvor: HNB

Slika 51. Struktura ukupnih troškova



Izvor: HNB

Blagi trend rasta pokazuju i prihodi od dužničkih vrijednosnih papira i aktivnosti trgovanja.

Prihode od provizija i naknada čine prihodi od naknada za usluge platnog prometa (uglavnom od trgovačkih društava) i prihodi od naknada za ostale bankovne usluge (npr. za vođenje računa i pakete usluga), u čijem se trendu rasta ogleda strategija na koju su se banke odlučile u uvjetima konvergencije kamatnih stopa, odnosno ograničenog rasta plasmana (Slika 50.).

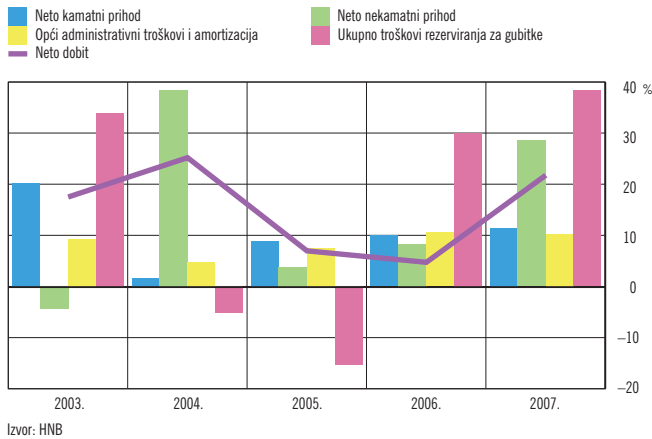
Troškovi kamata na primljene kredite i depozite, koji imaju najveći udio u ukupnim troškovima banaka, znatno su porasli u 2007. pod utjecajem rasta kamatnih stopa u eurozoni i mjera središnje banke (Slika 51.).

Troškovi rezerviranja za gubitke imaju relativno mali udio u ukupnim troškovima, što je karakteristično za uzlaznu fazu kreditnoga i gospodarskog ciklusa, u kojoj banke percipiraju relativno male rizike. To pozitivno utječe na poslovne rezultate i potiče daljnji rast plasmana. Takav prociklički karakter troškova rezerviranja za gubitke vodi precjenjivanju kapitala, odnosno slabi kapacitet banaka za apsorpciju gubitaka koji mogu nastati u silaznoj fazi kreditnog ciklusa ili u slučaju većih makroekonomskih šokova.

Kod neto dobiti bankarskog sektora bilježe se pozitivne, ali koledbljive stope rasta. Snažan rast neto dobiti u 2007. rezultat je solidnog rasta neto kamatnih prihoda te znatnog dinamiziranja rasta neto nekamatnih prihoda (Slika 52.).

Posljednjih godina rast bruto zarada bankarskog sektora pratio je rast prosječne imovine pa je prinos na prosječnu imovinu (ROAA) bio stabilan, a slična se kretanja očekuju i u 2008. Prinosu na imovinu najviše pridonosi neto kamatni prihod, za koji se bilježi blagi trend pada zbog smanjenja kamatne razlike (Slika 53.).

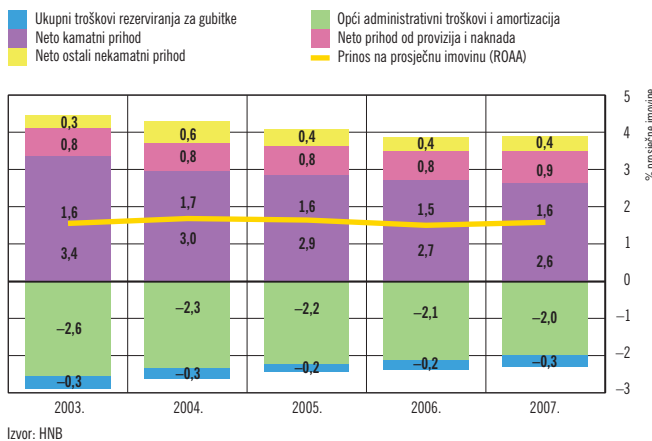
Slika 52. Porast odabranih kategorija poslovnog rezultata



Pad prinosa na prosječni kapital (ROAE) u posljednje dvije godine posljedica je znatnije dokapitalizacije banaka, koja je rezultirala bržim rastom kapitala od rasta zarada banaka (Slika 54.). Takva su kretanja prouzročile regulatorne mjere kojima se nastojalo ojačati otpornost bankarskog sektora na valutno inducirani kreditni rizik, koji ima sistemski karakter.

U razdoblju brzog rasta plasmana banke su uglavnom nastojale povećati tržišne udjele pa su kamatne stope na kredite, posebno sektoru stanovništva, uglavnom zadržale trend pada i onda kad su referentne kamatne stope za zaduživanje banaka u inozemstvu rasle. Naime, u razdoblju brzoga kreditnog rasta i manja kamatna razlika bila je dovoljna za ostvarivanje zadovoljavajuće profitabilnosti. Ipak, nakon usporavanja kreditnog rasta sredinom 2007., banke su povisile aktivne kamatne stope. S druge strane, pasivne kamatne stope uglavnom su blago rasle, što se dodatno ubrzalo sredinom 2007. godine kad su banke agresivnije provodile restrukturiranje obveza (Slika 55.).

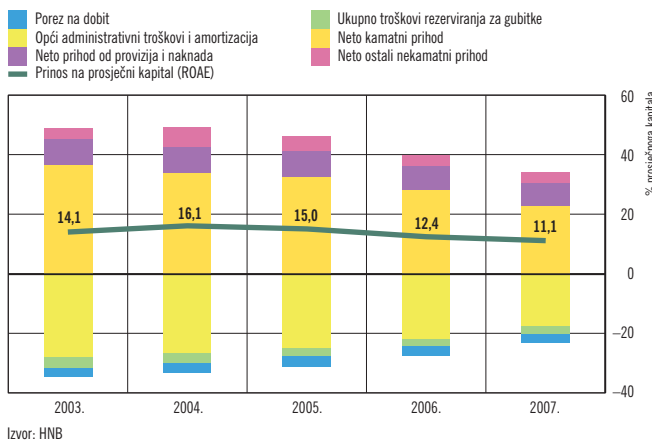
Slika 53. Doprinosi elemenata prinosa na prosječnu imovinu



Zbog istodobnog snižavanja aktivnih i porasta pasivnih kamatnih stopa ukupna kamatna razlika od 2003. do 2006. primjetno se smanjivala. Sredinom 2007. godine zbog porasta aktivnih kamatnih stopa nakratko je porasla, ali je već na kraju godine iznosila 3,9 postotnih bodova.⁴ U skladu sa smanjenjem kamatne razlike pala je i kamatna marža mjerena godišnjim neto kamatnim prihodom (Slika 56.).

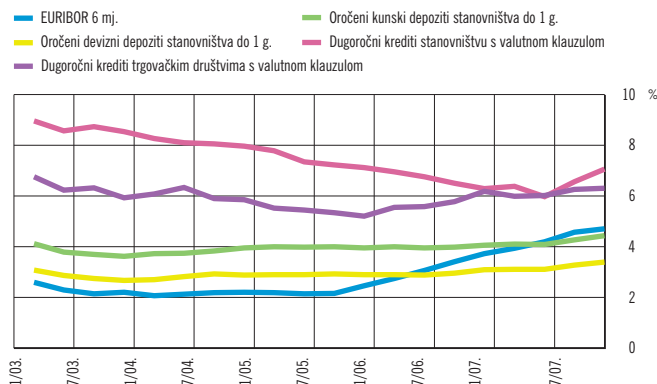
U 2008. godini može se očekivati nastavak sporijega kreditnog rasta pa se već zamjećuje povećanje kamatne marže zbog porasta udjela kredita s višim kamatnim stopama u novoodobrenim kreditima. Banke se na porast kamatne marže oslanjaju kako bi, stavljajući težište na nekamatne prihode i kontrolu troškova, u uvjetima sporijeg rasta kredita mogle osigurati ciljanu razinu profitabilnosti.

Slika 54. Doprinosi elemenata prinosa na prosječni kapital



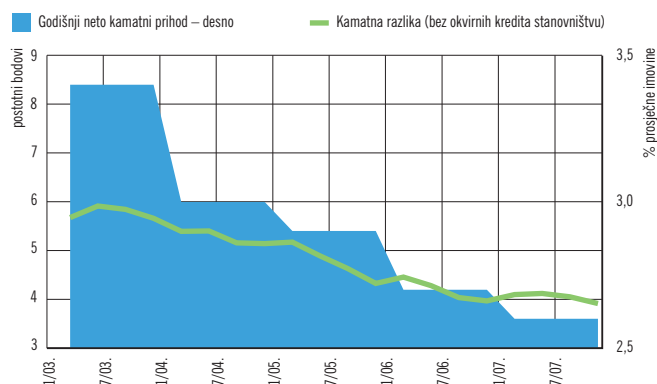
⁴ Kamatna razlika izračunata je kao razlika između kamatne stope na ukupne kredite i kamatne stope na ukupne depozite, s time da su iz kredita isključeni okvirni krediti stanovništvu. Naime, ti se krediti u statistici kamatnih stopa vode kao novoodobreni u svakom mjesecu, čime se njihov udio u ukupnim kreditima preuveličava što u kombinaciji s njihovim visokim nominalnim kamatnim stopama umjetno povećava kamatnu razliku otprilike za dva postotna boda.

Slika 55. Odabrane kamatne stope (tromjesečni prosjek mjesečnih stopa)



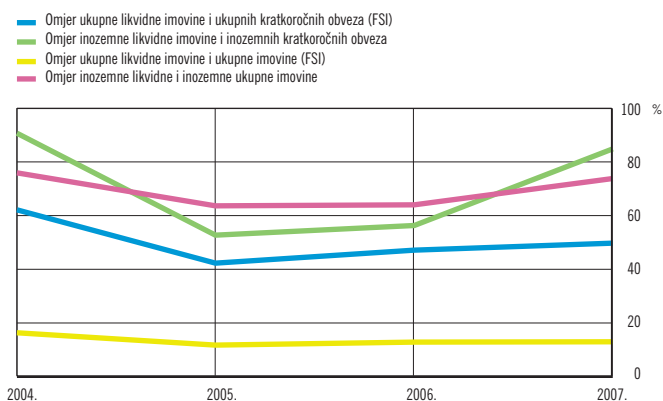
Izvor: HNB

Slika 56. Kamatna razlika (tromjesečni prosjek mjesečnih stopa) i godišnji neto kamatni prihod



Izvor: HNB

Slika 57. Pokazatelji likvidnosti



Izvor: HNB

Likvidnosni rizik

Likvidnost bankarskog sektora mjerena omjerom ukupne likvidne imovine i ukupne imovine u posljednje tri godine bila je stabilna te je na kraju 2007. godine taj pokazatelj iznosio 12,7%. Omjer ukupne likvidne imovine i ukupnih kratkoročnih obveza blago se povećao i iznosio je 49,6% (Slika 57.).

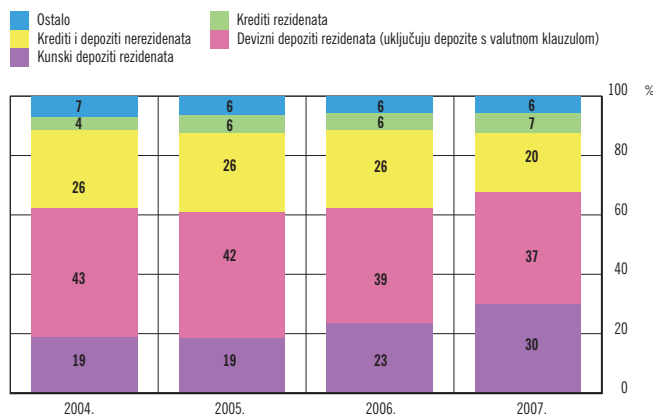
Pokazatelji devizne likvidnosti zamjetno se poboljšavaju. Omjer inozemne likvidne imovine i inozemnih kratkoročnih obveza na kraju 2007. dosegnuo je 84,8%, a omjer inozemne likvidne i inozemne ukupne imovine 73,7%. Porast navedenih pokazatelja u prošloj godini rezultat je supstitucije inozemnog zaduživanja banaka dokapitalizacijama od strane većinskih vlasnika zbog ograničavanja kreditnog rasta (Slika 58.).

Tako je supstitucija inozemnih kredita priljevom vlasničkoga kapitala, potaknuta makroprudencijalnim mjerama HNB-a, povećala i otpornost bankarskog sektora na rizik devizne likvidnosti, a to je osobito važno kad se pojave poremećaji na svjetskim financijskim tržištima.

Naime, iako banke u Hrvatskoj nisu izravno izložene sadašnjoj krizi na međunarodnim tržištima, ovisne su o financiranju od inozemnih banaka majki, koje su izložene rizicima vezanim uz sadašnju krizu, što može utjecati na njihovu politiku financiranja banaka kćeri.

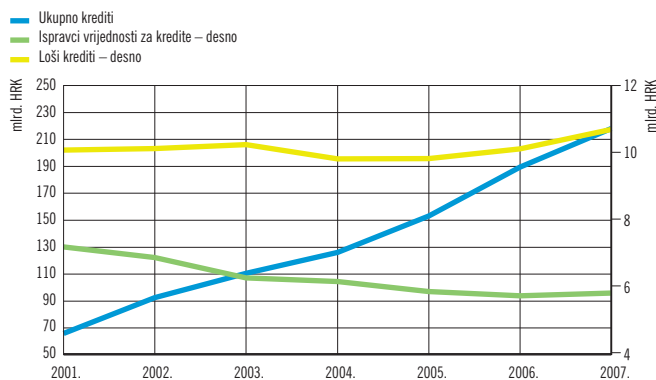
U visokoeuroiziranoj zemlji kao što je Hrvatska pitanje devizne likvidnosti banaka i ukupnoga gospodarstva posebno je osjetljivo. Upravljanje deviznom likvidnošću banaka regulirano je odredbama Odluke o minimalno potrebnim deviznim potraživanjima. Banke toj obvezi udovoljavaju pomoću transakcija s nerezidentima, što znači da bi u slučaju usporavanja ili zastavljanja priljeva kapitala iz inozemstva održavanje devizne likvidnosti banaka u Hrvatskoj bilo otežano. To upućuje na po-

Slika 58. Struktura obveza



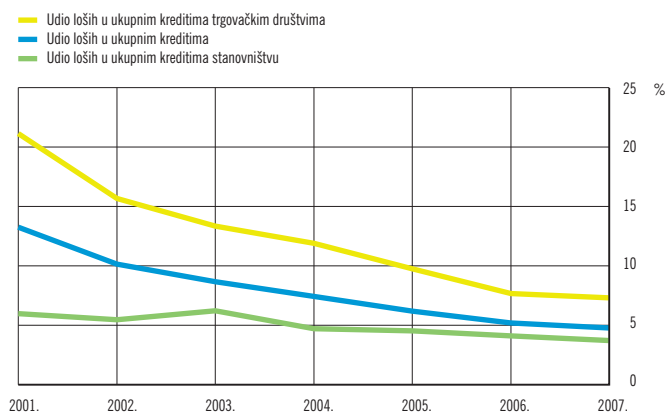
Izvor: HNB

Slika 59. Kretanje iznosa kredita, loših kredita i ispravaka vrijednosti



Izvor: HNB

Slika 60. Omjeri loših i ukupnih kredita



Izvor: HNB

trebu da banke preispituju otpornost na rizik devizne likvidnosti te pripreme ostvarive planove za krizne situacije, uključujući i promjenu strategije banaka majki.

S obzirom na važne implikacije za ukupno gospodarstvo, devizna likvidnost gospodarstva osigurava se i politikom međunarodnih pričuva HNB-a, čija je trenutna visina prihvatljiva (vidi Okvir 2.).

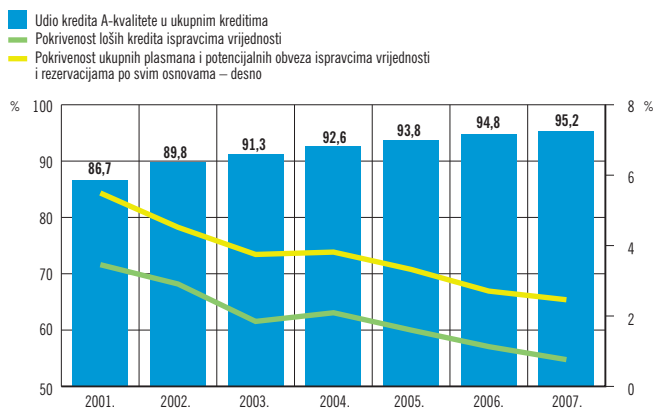
Kreditni rizik i adekvatnost kapitala

U uvjetima dinamičnoga kreditnoga i gospodarskog rasta banke su kvalitetu svoje plasirane imovine procjenjivale iznimno dobrom. Posljedica toga bila je stagnacija apsolutnog iznosa loših kredita i smanjenje apsolutnog iznosa ispravaka vrijednosti za kredite. Ipak u 2007. godini, usporedno s usporavanjem kreditnog rasta, izrazitije su porasli i loši krediti, a donekle i ispravci vrijednosti za te kredite, iako su relativni pokazatelji zbog brzog rasta ukupnih kredita ostali niski (Slika 59.).

Kako se u 2008. očekuje sporiji kreditni i ukupni gospodarski rast, to bi moglo rezultirati daljnjim porastom iznosa loših kredita i ispravaka vrijednosti, ali se relativni pokazatelji ne bi trebali bitnije pogoršati.

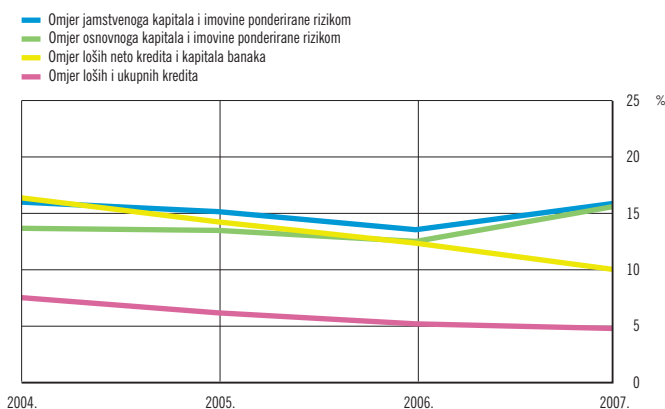
Poboljšanje ocijenjene kvalitete kredita od strane banaka u proteklih pet-šest godina odnosi se na sve sektore, a najveće smanjenje udjela loših u ukupnim kreditima zabilježeno je kod kredita trgovačkim društvima, s 20,6% na kraju 2001. na 7,3% na kraju 2007. godine. Procijenjena kvaliteta kredita stanovništvu, mjerena tim pokazateljem, također se znatno poboljšala, sa 6,0% na kraju 2001. na 3,7% na kraju 2007., što upućuje na relativno bolju procjenu kvalitete kredita stanovništvu, uglavnom zbog kvalitetnih instrumenata osiguranja (Slika 60.).

Slika 61. Kvaliteta kredita i pokrivenost kredita i plasmana



Izvor: HNB

Slika 62. Pokazatelji adekvatnosti kapitala



Izvor: HNB

Pokrivenost loših kredita ispravicima vrijednosti kontinuirano se smanjivala te je na kraju 2007. iznosila 54,7%, odnosno za 16,9 postotnih bodova manje nego na kraju 2001. Pokrivenost svih plasmana i potencijalnih obveza ukupnim ispravicima vrijednosti, rezervacijama za identificirane gubitke te rezervacijama na skupnoj osnovi paralelno prati pokrivenost loših kredita, pa je ona s 5,1% na kraju 2001. postupno smanjena na 2,3% na kraju 2007. (Slika 61.).

Kapital banaka glavni je izvor sredstava za pokriće neočekivanih gubitaka. Dokapitalizacije banaka potaknute mjerama HNB-a obilježile su 2006. i 2007. godinu, što je rezultiralo priličnim poboljšanjem pokazatelja adekvatnosti kapitala. Iako se omjer procjene loših kredita i kapitala banaka smanjio, kapitalno snaženje povećalo je otpornost banaka na neočekivane gubitke koji mogu proizaći iz makroekonomskih šokova (Slika 62.).

Otpornost bankarskog sektora

Zbog izrazite bankocentričnosti financijskog sustava u Hrvatskoj njegova stabilnost ovisi o otpornosti bankarskog sektora na moguće šokove, odnosno o sposobnosti da apsorbira nastale gubitke i nastavi pružati financijske usluge realnom sektoru.

Osim osjetljivosti na materijalizaciju pojedinih rizika, u našoj procjeni otpornosti bankarskog sektora procjenjuje se i učinak istodobnog nastupa više rizika povezanih u konzistentan makroekonomski scenarij. Učinci simuliranih šokova kvantificiraju se na osnovi promjene stope adekvatnosti kapitala banaka do koje mogu dovesti.

Analiza osjetljivosti provedena za kraj 2007. pokazuje da je hrvatski bankarski sektor otporan na izravne tržišne rizike. S obzirom na to da banke imaju relativno malu otvorenu deviznu poziciju te da na strani aktive i pasive prevladavaju promjenjive kamatne stope, osjetljivost na izravne tržišne rizike u obliku

Okvir 4. Utjecaj makroekonomskog okružja na kreditni rizik

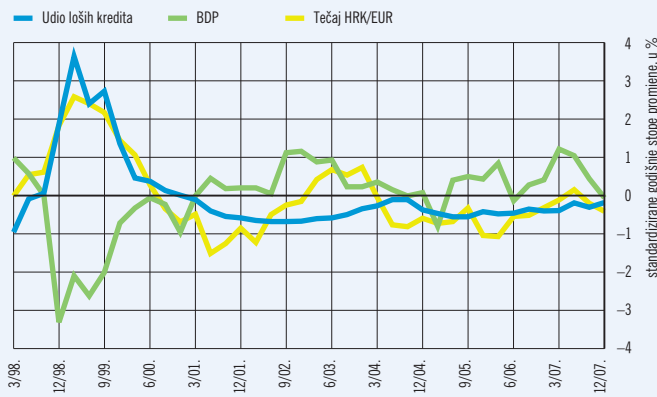
Kreditni rizik, odnosno rizik da klijent prestane s urednom otplatom svojih kreditnih obveza, najznatniji je rizik kojem su banke u Hrvatskoj izravno izložene. Razlozi za kašnjenje dužnika s otplatom kredita mogu biti različiti. Najveći dio bankovnih kredita u Hrvatskoj indeksiran je uz stranu valutu, a odobren klijentima bez deviznih prihoda, i to uz promjenjivu kamatnu stopu. Stoga je za ocjenu stabilnosti bankarskog sektora, osim direktnoga kreditnog rizika poslovnih banaka, posebno važna i procjena induciranoga kreditnog rizika.

Analiza kojom se procjenjuje kreditni rizik zasniva se na vezi između kvalitete kredita i promjena u makroekonomskom okružju koje su opisane kretanjem makroekonomskih varijabla: BDP-a, tečaja domaće valute i kamatnih stopa.¹ Kvaliteta kredita osjetljiva je na kretanje prihoda poduzeća i dohotka stanovništva, koji ovise o gospodarskom

neku stranu valutu, deprecijacija domaće valute povećava teret otplate dužnicima koji svoje prihode ostvaruju u domaćoj valuti (Slika 1.).

Pretpostavljena veza modelirala se uz pomoć linearne regresije oči- jenjene metodom najmanjih kvadrata na tromjesečnim podacima za razdoblje od 1997. do 2007. godine. Koefficienti dobiveni regresijom pokazuju osjetljivost kvalitete kredita na određenu makroekonomsku varijablu. Korištene su varijable s tromjesečnom frekvencijom, i to go- dišnja stopa promjene udjela loših u ukupnim kreditima (NPLR) kao zavisna varijabla, dok su nezavisne varijable godišnja stopa promjene BDP-a i godišnja stopa promjene nominalnog tečaja kune prema euru. Dobiveni rezultati uglavnom su potvrdili pretpostavke, pa su tako ko- eficienti uz BDP i tečaj statistički značajni i očekivanih smjerova, što znači da su deprecijacija domaće valute i usporavanje gospodarskog rasta pozitivno korelirani s rastom loših kredita (Slika 2.). Kamatna stopa kao objašnjavajuća varijabla kvalitete kredita nije se pokazala statistički značajnom. Naime, desetogodišnje razdoblje na koje se od-

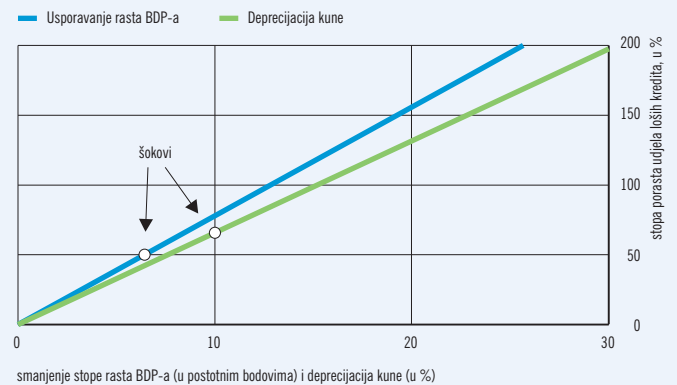
Slika 1. Međuovisnost udjela loših kredita, BDP-a i tečaja HRK/EUR



Izvor: HNB

ciklusu. Usporavanje gospodarske aktivnosti vodi smanjenju prihoda poduzeća te smanjenju raspoloživog dohotka stanovništva što otežava otplatu kreditnih obveza i time smanjuje kvalitetu ukupnoga kreditnog portfelja banaka. Rast kamatnih stopa može dovesti do rasta obveza dužnika po postojećim kreditima, čime se povećava i vjerojatnost da pojedini klijent neće moći nastaviti uredno podmiriti svoje obveze. U uvjetima kad je znatan dio odobrenih kredita banaka indeksiran uz

Slika 2. Osjetljivost udjela loših kredita na usporavanje rasta BDP-a i deprecijaciju kune

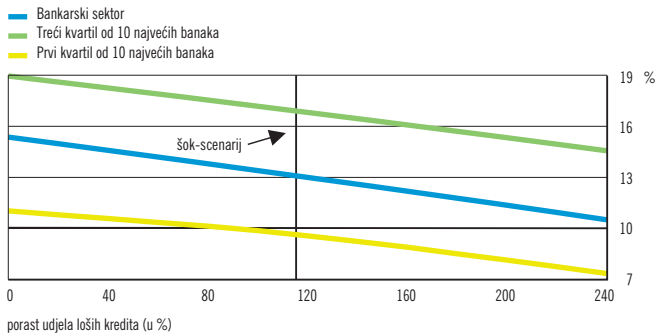


Izvor: HNB

nosi ova analiza karakterizira visoka početna razina kamatnih stopa i njihov kontinuirani pad potaknut ulaskom stranih banaka. S konver- gencijom domaćih kamatnih stopa onima u drugim europskim zemlja- ma očekuje se da će njihovo kretanje u većoj mjeri utjecati na kvalitetu kredita. Također, ni neke se druge varijable, kao što su inflacija i razina zaduženosti, nisu pokazale statistički značajnima.

¹ Pokazatelj je ukupne kvalitete kredita udio loših kredita u ukupnim kreditima.

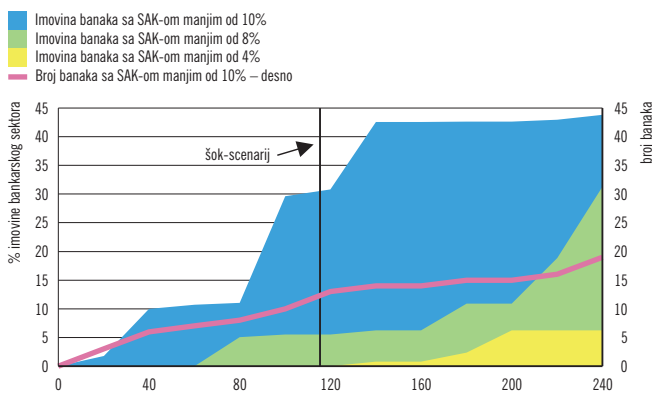
Slika 63. Stopa adekvatnosti kapitala pojedinih skupina banaka nakon porasta udjela loših kredita



napomena: Male banke definirane su udjelom u imovini bankarskog sektora manjim od 1%, srednje banke udjelom od 1% do 5%, a velike banke udjelom većim od 5%.

Izvor: HNB

Slika 64. Imovina bankarskog sektora nakon šok-scenarija



napomena: Male banke definirane su udjelom u imovini bankarskog sektora manjim od 1%, srednje banke udjelom od 1% do 5%, a velike banke udjelom većim od 5%.

Izvor: HNB

Tablica 1. Promjena adekvatnosti kapitala banaka na osnovi šok-scenarija (porast udjela loših kredita od 116%)

| | Prije šokova | Poslije šokova | Promjena |
|---|--------------|----------------|----------|
| SAK ^a na razini sustava | 15,4 | 13,1 | 2,3 |
| SAK ^a najbolje kapitalizirane banke | 45,8 | 43,6 | 2,2 |
| SAK ^a najlošije kapitalizirane banke | 10,1 | 4,9 | 5,2 |
| Broj banaka sa SAK-om manjim od 10% | 0 | 13 | 13 |

^a Stopa adekvatnosti kapitala

Izvor: HNB

promjene tečaja ili kamatnih stopa očekivano je neznatna, čak i pri značajnim šokovima.

Budući da su banke tržišne rizike prenijele na svoje klijente, čija sposobnost servisiranja duga bitno ovisi o makroekonomskom okruženju, za realnu procjenu učinka kreditnog rizika na stopu adekvatnosti kapitala bankarskog sektora potrebno je procijeniti kombinirani utjecaj makroekonomskih šokova na klijente. U tu svrhu ocijenjen je utjecaj makroekonomskog okruženja na kreditni rizik (vidi Okvir 4.).

Rezultati makroekonomskog modela kreditnog rizika iskorišteni su za procjenu učinka malo vjerojatnoga, ali mogućega makroekonomskog scenarija na otpornost bankarskog sektora. Naime, s obzirom na znatnu ranjivost gospodarstva na vanjske šokove, prije svega na mogući iznenadni zastoj u priljevu kapitala iz inozemstva, simulirali smo učinak šoka u obliku prekida priljeva kapitala na rast domaćega gospodarstva i tečaj domaće valute. Pritom valja istaknuti da u modeliranome mehanizmu utjecaja vanjskog šoka na domaće gospodarstvo, koji se očituje u smanjenju gospodarskog rasta, krediti imaju važnu ulogu.

Simulirani scenarij uz pretpostavljeni vanjski šok zasniva se na smanjenju stope rasta BDP-a u odnosu na temeljni scenarij za 6,5 postotnih bodova, što znači realni pad BDP-a od oko 2% i deprecijaciju nominalnog tečaja kune prema euru za 10% nasuprot njegovoj pretpostavljenoj stabilnosti u temeljnom scenariju. Navedeno bi rezultiralo porastom udjela loših kredita u ukupnim kreditima od 116% u odnosu na taj omjer u temeljnom scenariju. Šok-scenarij zasniva se na ostvarenim kretanjima promatranih makroekonomskih varijabla potkraj devedesetih godina kad je gospodarstvo bilo izloženo zastoj u priljevu inozemnoga kapitala i manjoj bankarskoj krizi. Konzistentnost makroekonomskog scenarija dodatno je provjerena modelom iz Okvira 1. u kojem se kvantificiraju veze između vanjskih šokova i domaćih makroekonomskih varijabla. Analiza pokazuje da bi se u slučaju ostvarenja navedenog scenarija adekvatnost kapitala

Tablica 2. Promjene pondera rizika

| Prije promjene – lipanj 2006. |
|---|
| Ponder 50% |
| Kreditni koji su potpuno i u cijelosti osigurani hipotekama nad stambenim nekretninama koje su ili koje će biti nastanjene ili dane u najam od strane zajmoprimca |
| Ponder 100% |
| Potraživanja koja nisu pokrivena depozitima banke ili odgovarajućom založenom imovinom |
| Materijalna imovina |
| Ulaganja u vrijednosne papire drugih banaka koji su uključeni u njihov jamstveni kapital |
| Potraživanja za predujmove i ostale stavke, koja su već oprihodovana, a banka ne može odrediti drugu ugovornu stranu |
| Sva ostala bilančna aktiva |
| Poslije promjene – lipanj 2006. |
| Ponder 50% |
| Kunski krediti koji su potpuno i u cijelosti osigurani hipotekama nad stambenim nekretninama koje su ili koje će biti nastanjene ili dane u najam od strane zajmoprimca |
| Devizni krediti i krediti uz valutnu klauzulu koji su potpuno i u cijelosti osigurani hipotekama nad stambenim nekretninama koje su ili koje će biti nastanjene ili dane u najam od strane zajmoprimca, odobreni dužnicima koji imaju usklađenu deviznu poziciju |
| Ponder 75% (od ožujka 2008. ponder 100%) |
| Devizni krediti i krediti uz valutnu klauzulu koji su potpuno i u cijelosti osigurani hipotekama nad stambenim nekretninama koje su ili koje će biti nastanjene ili dane u najam od strane zajmoprimca, odobreni dužnicima koji nemaju usklađenu deviznu poziciju |
| Ponder 100% |
| Kunska potraživanja koja nisu pokrivena depozitima banke ili odgovarajućom založenom imovinom |
| Devizna potraživanja i potraživanja s valutnom klauzulom koja nisu pokrivena depozitima banke ili odgovarajućom založenom imovinom od dužnika koji imaju usklađenu deviznu poziciju |
| Materijalna imovina |
| Ulaganja u vrijednosne papire drugih banaka koji su uključeni u njihov jamstveni kapital |
| Potraživanja za predujmove i ostale stavke, koja su već oprihodovana, a banka ne može odrediti drugu ugovornu stranu |
| Sva ostala bilančna aktiva |
| Ponder 125% (od ožujka 2008. ponder 150%) |
| Devizna potraživanja i potraživanja s valutnom klauzulom (uključujući i dužničke vrijednosne papire) koja nisu pokrivena depozitima banke ili odgovarajućom založenom imovinom (od dužnika koji nemaju usklađenu deviznu poziciju) |

Izvor: HNB

la bankarskog sektora smanjila za 2,3 postotna boda. Iako bi na razini sektora kapitaliziranost banaka još uvijek bila znatno viša od 10% (Slika 63.), znatan broj banaka (13) ne bi postignuo najmanju propisanu visinu adekvatnosti kapitala (Tablica 1. i Slika 64.).

Važan pokazatelj otpornosti bankarskog sektora jest udio imovine banaka čija kapitaliziranost nakon šoka pada ispod propisane minimalne razine od 10% u ukupnoj imovini bankarskog sektora. Tako u slučaju simuliranog šoka (porast udjela loših u ukupnim kreditima od 116%) stopa adekvatnosti kapitala banaka koje posjeduju oko 31% imovine bankarskog sektora pada ispod 10%, a banaka koje posjeduju oko 6% imovine bankarskog sektora ispod 8%.

Prikazani rezultati simulacije učinka malo vjerojatnoga, ali mogućega makroekonomskog šoka na gubitke, odnosno adekvatnost kapitala pokazuju da bi bankarski sektor mogao podnijeti relativno velike šokove, što znatno pridonosi njegovoj stabilnosti. Pritom treba istaknuti da su u postojeću stopu adekvatnosti kapitala već ugrađene znatne kapitalne pričuve s obzirom na to da su sredinom 2006. i u 2008. povećani ponderi rizika za aktivu izloženu valutnom riziku, čime je povećana rizikom ponderirana aktiva, a time i kapital potreban za propisanu minimalnu stopu adekvatnosti kapitala (Tablica 2.).

Drugim riječima, spomenutim povećanjem pondera kumulativno su smanjene stope adekvatnosti kapitala banaka otprilike za tri postotna boda, što odgovara porastu udjela loših kredita u ukupnim kreditima približno za 150%. To znači da je prudencijalnim mjerama središnje banke otpornost bankarskog sektora podignuta na razinu koja može apsorbirati i malo vjerojatan, ali moguć snažan makroekonomski šok i tako sačuvati stabilnost bankarskog sektora, a time i ukupnoga gospodarstva.

Okvir 5. Ocjena stabilnosti bankarskog sektora mjerena Z-indeksom

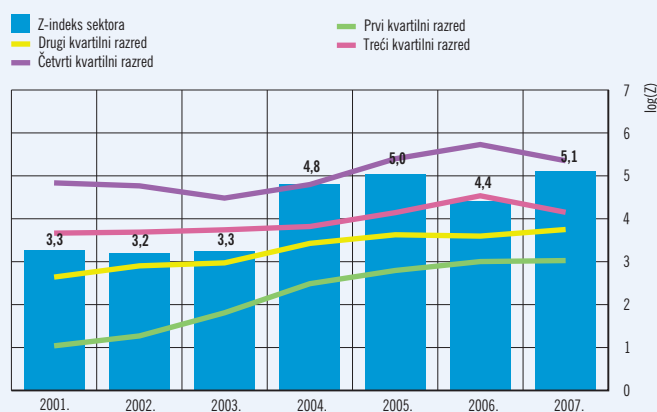
1. Uvod i metodologija

U analizama bankarskog sektora često se kao mjera financijske stabilnosti rabi Z-indeks. Raširenost uporabe Z-indeksa proizlazi iz povezanosti njegove definicije s rizikom insolventnosti određene banke. Preciznije, indeks pokazuje donju granicu broja standardnih devijacija za koji prinos na prosječnu imovinu banke mora pasti ispod očekivanoga, da bi se u potpunosti iscrpio njezin kapital. Uz pretpostavku o tipu distribucije prinosa moguće je izračunati vjerojatnost propasti banke.

Temeljni oblik Z-indeksa definiran je omjerom:

$$z = \frac{\mu + \kappa}{\sigma}$$

Slika 1. Z-indeks bankarskog sektora po kvartilnim razredima



Izvor: HNB

pri čemu je μ očekivani prinos na prosječnu imovinu, κ je udio kapitala u imovini, a σ je standardna devijacija prinosa na prosječnu imovinu. Može se pokazati kako viša razina Z-indeksa implicira manju vjerojatnost insolventnosti banke.

Z-indeks cijeloga bankarskog sektora¹ te pojedinačni indeksi banaka za razdoblje od 2001. do 2007. godine konstruirani su kao mjera stabilnosti sektora i pojedinih banaka na osnovi godišnjih podataka o neto dobiti, imovini i kapitalu banaka². U drugom su koraku panel-regresijom identificirane neke od determinanata Z-indeksa, koje su ujedno i determinante stabilnosti domaćih banaka. Analiza je provedena za razdoblje

1 Z-indeks za bankarski sektor izračunat je na osnovi agregiranih podataka o imovini, kapitalu i dobiti banaka.

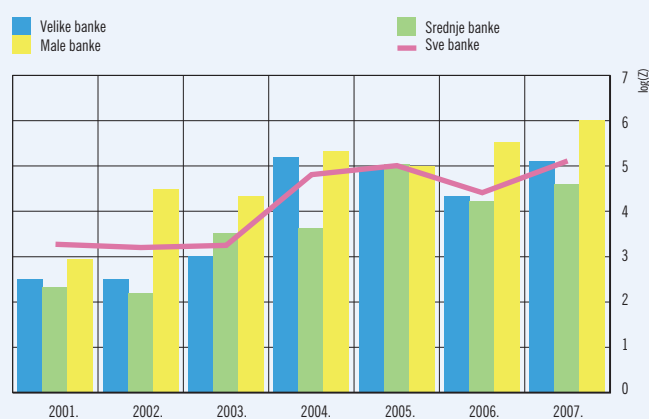
2 Podaci za razdoblje prije 2001. izostavljeni su zbog svoje slabije kvalitete i nepouzdanosti (velik broj likvidacija i sanacija banaka, velike razlike u statističkom izvještavanju banaka, pogrešno izvještavanje, strukturni lomovi itd.). U analizi su korišteni podaci za 24 banke koje su poslovale tijekom cijeloga promatranog razdoblja i čija je aktiva bila veća od 0,3% aktive svih banaka zajedno.

koje karakteriziraju relativno visoke i stabilne dobiti banaka, što po definiciji podrazumijeva i visoku stabilnost bankarskog sektora mjerenu Z-indeksom. Zbog ograničenja vezanih uz raspoloživost podataka nije bilo moguće analizirati dinamiku Z-indeksa i njegovu vezu s pripadajućim determinantama tijekom kriznih razdoblja, pa ovdje utvrđene relacije tada ne moraju nužno ostati istovjetne.

2. Deskriptivna analiza Z-indeksa

Vrijednost Z-indeksa bankarskog sektora u 2006. godini smanjena je pod utjecajem pada agregatnog prinosa na prosječnu imovinu banaka uz istodobni porast njegove standardne devijacije, dok je val dokapitalizacije banaka u 2007. godini uz blagi porast njihove profitabilnosti doveo do ponovnog porasta Z-indeksa (Slika 1.). Za taj porast zaslužno je prije svega nekoliko većih banaka, dok je stabilnost glavnine mahom

Slika 2. Z-indeks bankarskog sektora i po grupama banaka



Izvor: HNB

manjih banaka (njih 14) ipak smanjena pa je jednostavni prosjek Z-indeksa pojedinačnih banaka u 2007. nešto niži nego prethodne godine.

Razina financijske stabilnosti mjerena Z-indeksom u Hrvatskoj slična je onoj u državama članicama EU te viša nego u državama u regiji koje nisu članice EU³.

Na Slici 2. prikazano je kretanje Z-indeksa po grupama banaka formiranim prema njihovoj veličini⁴. U posljednje dvije godine najvišu vrijednost Z-indeksa bilježe male banke, a njegov snažan porast u 2007. najvećim je dijelom posljedica dokapitalizacija velikih i srednjih banaka.

3 Na osnovi rezultata istraživanja i analiza slične tematike koja su provedena za druge skupine zemalja (Machler *et al.*, 2005., Banka Slovenije, 2007., Hesse i Čihak, 2007.).

4 Male banke definirane su udjelom u imovini bankarskog sektora manjim od 1%, srednje banke udjelom od 1% do 5%, a velike banke udjelom većim od 5%.

Tablica 1. Determinante Z-indeksa

| | Varijable | | | | | | | | Indikatorske varijable | | | |
|--------------------------|--|--|---|---------------------|--|------------------------|-----------------------------|-------------------------------------|-----------------------------|------------|--------------|--|
| | Likvidnost: omjer tekuće imovine i kratkoročnih obveza | Udio loših kredita u ukupnim kreditima | Inozemno financiranje: omjer inozemne pasive i ukupne imovine | Stopa rasta kredita | Kvadrat stope rasta kredita (brzina rasta) | Udio kredita u imovini | Jaz bruto domaćeg proizvoda | Logaritam nominalnog tečaja HRK/EUR | Banke nastale iz štedionica | Male banke | Velike banke | Banke koje pretežno financiraju stanovništvo |
| Jednostavni prosjek | 1,34 | 0,08 | 0,12 | 0,29 | 0,25 | 0,53 | 0,00 | 2,01 | 0,04 | 0,58 | 0,24 | 0,32 |
| Najmanja vrijednost | 0,50 | 0,00 | 0,00 | -0,50 | 0,00 | 0,17 | -0,02 | 1,99 | | | | |
| Najveća vrijednost | 6,33 | 0,49 | 0,52 | 3,20 | 10,56 | 0,80 | 0,01 | 2,02 | | | | |
| Koeficijent elastičnosti | 0,33 | -4,60 | -1,93 | 0,27 | -0,30 | 2,15 | 14,73 | -16,13 | -3,14 | 0,78 | 0,58 | 0,35 |

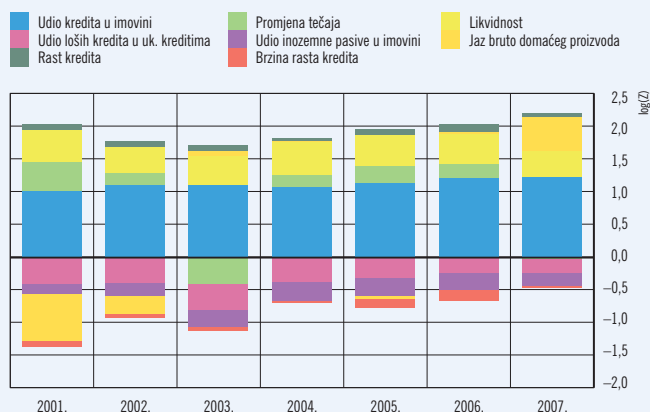
Izvor: HNB

3. Determinante Z-indeksa poslovnih banaka

Koristeći se izračunatim Z-indeksima banaka, panel-regresijom kvantificirali smo utjecaj niza pokazatelja na rizik insolventnosti pojedine banke. Iako primijenjena metodologija ne dopušta formalnu identifikaciju uzročno-posljedične veze između Z-indeksa i pojedinih indikatora, ovakva dekompozicija ipak pruža određeni uvid u izvore rizika insolventnosti te njegovu korelaciju s indikatorima na mikrorazini.

U Tablici 1. navedene su parcijalne elastičnosti Z-indeksa u odnosu na korištene indikatore. Osim toga, pomoću indikatorskih (engl. *dummy*) varijabla provjereno je koliki utjecaj na rizik insolventnosti pojedine banke ima neka karakteristika – primjenjuje se ako je banka nastala iz štedionice, ako pripada skupini malih, odnosno velikih banaka ili ako je pretežno usmjerena kreditiranju stanovništva.

Slika 3. Doprinosi pojedinih varijabla Z-indeksu



Izvor: HNB

Smjerovi procijenjenih koeficijenata u skladu su s očekivanjima (Slika 3.). Jaz bruto domaćeg proizvoda pozitivno je povezan sa stabilnošću banaka, pa je tako gospodarski rast brži od ravnotežnog u prosjeku vezan uz veći Z-indeks banaka. Nasuprot tome, veza promjene nominalnog tečaja kune prema euru i Z-indeksa u prosjeku je negativna, što znači da deprecijacija kune prema euru pogoršava stabilnost banaka. Taj rezultat pokazuje da deprecijacija domaće valute vodi pogoršanju Z-indeksa bez obzira na njezin utjecaj na povećanje loših kredita u portfeljima banaka i usporevanju rasta BDP-a.

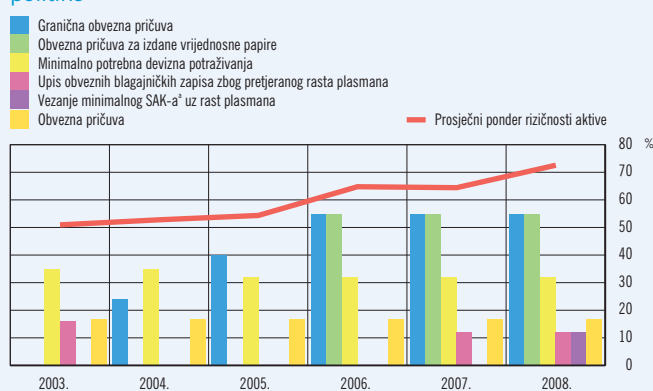
Veza između rasta kredita po bankama i Z-indeksa pozitivna je što ne iznenađuje jer je u promatranom razdoblju glavni izvor i temelj povećanja dobiti poslovnih banaka, a time i prinosa na prosječnu imovinu, bio upravo snažan rast kredita. No, istodobno je korelacija rizika insolventnosti i varijable koja predstavlja mjeru za brzinu rasta kredita po bankama (kvadrat rasta) bila suprotnog predznaka, što jasno upućuje na to da prebrz rast kredita banaka negativno utječe na financijsku stabilnost.

Nadalje, veći udio kredita u imovini banaka pridonosi povećanju financijske stabilnosti. Pokazatelj likvidnosti, izračunat kao omjer tekuće imovine i kratkoročnih obveza poslovnih banaka, u prosjeku je pozitivno vezan uz Z-indeks banaka, a to znači da su banke većom tekućom likvidnošću u promatranom razdoblju bile stabilnije. Porast udjela loših plasmana (odnosno, potpuno i djelomično nadoknadivih plasmana) u ukupnim plasmanima banke u prosjeku je, očekivano, bio praćen smanjenjem financijske stabilnosti. Ovisnost o inozemnom financiranju poslovnih banaka, izračunata kao omjer obveza prema nerezidentima i ukupne imovine, također je negativno vezana uz stabilnost banaka te naglašava rizik izloženosti prema inozemstvu.

Procijenjeni negativni koeficijent uz indikator banaka nastalih iz štedionica pokazuje kako su te banke, uzmemo li u obzir utjecaj preostalih varijabla na Z-indeks, u prosjeku bile manje stabilne od ostalih banaka. Slično tome, male i velike banke bile su stabilnije od banaka srednje veličine. Na koncu, varijabla koja označuje one poslovne banke koje pretežno kreditiraju stanovništvo, odnosno čiji udio kredita odobrenih stanovništvu u promatranom razdoblju prelazi 55% ukupnih kredita odobrenih domaćem privatnom sektoru, pokazala se značajnom i pozitivnom, što se može povezati s činjenicom da sektor stanovništva u pravilu urednije izvršava svoje kreditne obveze i da su ti krediti bankama isplativiji.

Glavni izazovi politike očuvanja financijske stabilnosti

Slika 65. Promjene najvažnijih mjera monetarne i prudencijalne politike



*Stopa adekvatnosti kapitala
Izvor: HNB

Glavni rizici za stabilnost financijskog sustava utvrđeni u ovoj publikaciji mogu se materijalizirati kao malo vjerojatan, ali moguć scenarij u kojem se naglo usporava ili zaustavlja priljev inozemnoga kapitala u Hrvatsku. U takvoj bi se situaciji gospodarski rast znatno usporio, slabiji priljev deviza potaknuo bi deprecijacijske pritiske, a oboje bi se negativno odrazilo na razinu kreditnog rizika i stabilnost domaćega financijskog sustava s povratnim negativnim učinkom na gospodarstvo. Navedeni rizici proizlaze iz izražene ranjivosti domaćega gospodarstva u obliku znatnog manjka na tekućem računu platne bilance te visoke razine inozemnog duga kao i raširene euroizacije financijskog sustava. To je dodatno potaknuto i činjenicom da je pogoršanje ukupne neto inozemne pozicije RH uvelike posljedica rasta zaduženosti stanovništva i sektora međunarodno nerazmjernih dobara, koji uglavnom ne generiraju devizne prihode.

Imajući u vidu navedene rizike, kao glavni izazov HNB-u u očuvanju financijske stabilnosti nameće se provođenje mjera monetarne i prudencijalne politike s dvojnim ciljem, a to su ograničavanje vanjskih neravnoteža, odnosno ranjivosti sustava na eventualno nastupanje rizika koji bi mogli dovesti do zastoja u priljevu inozemnoga kapitala te jačanje njegove otpornosti ako se rizici doista materijaliziraju (glavne mjere sažima Slika 65.).

Zbog ograničenja u vođenju monetarne politike (vidi Okvir 6.) glavni naglasak u politici očuvanja financijske stabilnosti stavljen je na administrativne mjere monetarne politike i na prudencijalne mjere. Mjere koje su otprije na snazi, a kojima se propisuje visoka granična obvezna pričuva za dodatno inozemno zaduživanje banaka i visoka razina likvidnih deviznih potraživanja koju banke moraju održavati, u novije su vrijeme bile dopunjene ponovnim ograničavanjem rasta plasmana (već je bio ograničen 2003. godine) te višekratnim povećanjem pondera rizika za valutno inducirani kreditni rizik koji banke preuzimaju. Najnovije povećanje pondera rizika za imovinu izloženu valutno induciranom kreditnom riziku, koje je stupilo na snagu početkom ove godine, smanjit će stopu rizikom ponderirane adekvatnosti kapitala bankarskog sektora za više od jednog i pol postotnog boda, što je slično učinku prvog vala povećanja pondera iz 2006. godine.

Instrumentarij monetarne politike od ove je godine dopunjen i mjerom kojom se povezuje razina najmanje potrebne adekvatnosti kapitala pojedine banke s ostvarenim rastom plasmana, pa tako banke čiji rast plasmana premaši 12% moraju održavati višu stopu adekvatnosti kapitala od najmanje propisane, pri čemu ta stopa dodatno ovisi i o strukturi izvora sredstava. Navedena mjera pripada "novoj generaciji" makroprudencijalnih mjera koje će u budućim uvjetima potpune liberalizacije kapitalnih transakcija osigurati dovoljnu kapitaliziranost bankarskog sektora za pokrivanje rizika preuzetih tijekom uzlazne faze kreditnog ciklusa. U tom smjeru djelovat će i buduće prudencijalne mjere zasnovane na drugom stupu Basela II, koje će na osnovi testova otpornosti na šokove povezati kapitalne zahtjeve s učincima mogućih makroekonomskih šokova.

Prikazane simulacije pokazuju da dodatni kapital koji su banke akumulirale zbog povećanih kapitalnih zahtjeva, tj. povećanja pondera rizika 2006. i početkom 2008. godine može apsorbirati porast loših plasmana povezan s većim makroekonom-

skim poremećajima. Restrukturiranje valutne strukture pasive i aktive kojemu banke pribjegavaju kako bi smanjile potrebu za dodatnim kapitalom vodi u željenom smjeru – k smanjivanju razmjera preuzetog valutno induciranoga kreditnog rizika.

Istodobno financijski sustav raspolaže znatnim deviznim pričuvcama koje mogu ublažiti šok u slučaju naglog zaustavljanja kapitalnih priljeva. Ipak, mjere koje provodi HNB imaju ograničen doseg, zbog čega je još važnije nastaviti provedbu fiskalne prilagodbe kako bi se ublažio jaz između domaćih investicija i domaće štednje, odnosno smanjilo oslanjanje gospodarstva na kontinuiran priljev inozemne štednje. To bi, uz ubrzanje restrukturiranja domaćega gospodarstva, povećanje fleksibilnosti tržišta rada i diversifikacije financijskog sustava, kao i općenito popravljavanje investicijske klime olakšalo tržišno preusmjeravanje kapitala i drugih resursa prema sektoru međunarodno razmjenjivih dobara, što bi trajnije otklonilo postojeće ranjivosti domaćega gospodarstva i osiguralo nastavak dinamičnog približavanja dohotka po stanovniku europskim razinama.

Okvir 6. Ograničenja monetarne politike u malome otvorenome euroiziranom gospodarstvu

U vođenju monetarne politike u malom i otvorenom gospodarstvu kako je hrvatsko postoje određena ograničenja, koja su bila presudna za oblikovanje tih mjera. Glavno ograničenje koje umnogome smanjuje prostor za neovisno određivanje domaćih kamatnih stopa i ponude novca proizlazi iz relativne slobode međunarodnih tokova kapitala između Hrvatske i drugih zemalja te nužnosti održavanja nominalnog tečaja kune stabilnim zbog visokoeuroiziranoga gospodarstva. Tako bi povisivanje kamatnih stopa radi usporavanja monetarne i kreditne ekspanzije bilo neutralizirano priljevom kapitala privučenog višim kamatnim stopama. U takvim okolnostima tržišne kamatne stope i količina novca u monetarnom sustavu snažnije reagiraju na promjene inozemne razine kamatnih stopa i likvidnosti te percepcije i sklonosti riziku ulagača nego na promjene kamatnih stopa koje su pod izravnim utjecajem HNB-a.

Nadalje, HNB-ove mjere utječu na poslovanje bankarskog sektora, koji je još uvijek dominantan u Hrvatskoj, ali njegov se udio u financijskom

sustavu sve više smanjuje. Bujanje ostalih oblika financijskog posredovanja uz sve lakši izravan pristup domaćih nefinancijskih poduzeća inozemnim izvorima financiranja povećava dio financijskog sustava koji nije zahvaćen mjerama monetarne politike.

Na koncu, visok stupanj euroizacije financijskog sustava ograničava HNB-ovu funkciju zajmodavca u krajnjoj nuždi jer središnja banka ima slobodu samo pri kreiranju kunske likvidnosti, dok je pri osiguranju devizne likvidnosti ograničena razinom međunarodnih pričuva. Pritom je dodatno kreiranje kunske likvidnosti u situaciji nastupanja negativnog šoka ograničeno jer bi pojačalo deprecijacijske pritiske na domaću valutu i u ekstremnom slučaju prouzročilo pad međunarodnih pričuva, pored iznosa kratkoročnoga inozemnog duga i tekućih plaćanja prema inozemstvu, i za iznos znatnog dijela likvidnih sredstava.

Sve spomenuto smanjuje prostor za protucikličko djelovanje monetarne politike u Hrvatskoj kojim bi se ograničilo gomilanje makroekonomskih i financijskih neravnoteža te istodobno stvara potrebu za održavanjem visoke razine međunarodnih pričuva središnje banke i inozemne likvidnosti ukupnoga financijskog sustava kako bi se povećala njegova otpornost na vanjske šokove.

Popis slika i tablica

| | | | |
|---|----|---|----|
| Slika 1. Dijagram financijske stabilnosti | 7 | Slika 7. Neto financijska pozicija sektora opće države prema inozemstvu po instrumentima | 19 |
| Slika 2. Priljev inozemnoga kapitala i rast BDP-a | 9 | Slika 8. Neto financijska pozicija sektora opće države prema ročnosti i valuti | 19 |
| Slika 3. Obrazac rasta BDP-a | 9 | Slika 9. Potraživanja sektora stanovništva prema ročnosti i valuti | 19 |
| Slika 4. Priljev kapitala u europske zemlje s tržištima u nastajanju | 10 | Slika 10. Obveze sektora stanovništva prema ročnosti i valuti | 19 |
| Slika 5. Razlike prinosa prema indeksu EMBI i prinosi na hrvatsku i usporedivu njemačku euroobveznicu | 10 | Slika 11. Neto financijska pozicija sektora stanovništva prema ročnosti i valuti | 19 |
| Slika 6. Neto financijska pozicija domaćih sektora prema inozemstvu | 10 | Tablica 2. Financijska pozicija domaćih sektora, u postocima BDP-a | 20 |
| Slika 7. Neto financijska pozicija odabranih domaćih sektora prema inozemstvu po vlasničkim i dužničkim instrumentima | 11 | Slika 14. Nezaposlenost, zaposlenost i plaće | 22 |
| Slika 8. Štednja i investicije – ukupno i po sektorima | 11 | Slika 15. Dug kućanstava | 22 |
| Slika 9. Ukupni inozemni dug prema ročnosti | 11 | Slika 16. Zaduženost kućanstava i teret otplate duga | 23 |
| Okvir 1. | | Slika 17. Krediti kućanstva prema namjeni | 23 |
| Tablica 1. Akumulirana reakcija kredita banaka i BDP-a (u postotnim bodovima) na jedinične šokove BDP-a EU-27, kredita, domaćeg BDP-a i tečaja HRK/EUR te na šok od jedne standardne devijacije (23 b.b.) razlike prinosa | 12 | Slika 18. Financijska imovina kućanstava | 23 |
| Slika 1. Akumulirana reakcija BDP-a (u postotnim bodovima) na jedinične šokove BDP-a EU-27, kredita i tečaja HRK/EUR te na šok od jedne standardne devijacije (23 b.b.) razlike prinosa | 12 | Slika 19. Valutna struktura kredita kućanstva | 24 |
| Tablica 2. Dekompozicija varijance domaćih varijabla | 13 | Slika 20. Usporedba kamatnih stopa na stambene kredite kućanstva u Hrvatskoj i u eurozoni | 24 |
| Slika 10. Inozemni dug banaka prema bankama majkama i poduzeća prema povezanim poduzećima | 14 | Slika 21. Ročna struktura kredita kućanstva prema preostalom dospjeću | 24 |
| Slika 11. Odabrani pokazatelji vanjske ranjivosti | 14 | Slika 22. Krediti prema promjenjivosti kamatne stope | 24 |
| Slika 12. Alokacija inozemnog duga po sektorima za razdoblje od 2002. do 2007. | 14 | Slika 23. Stambeni krediti i hedonistički indeks cijena stambenih nekretnina | 25 |
| Slika 13. Alokacija kredita po sektorima za razdoblje od 2002. do 2007. | 14 | Slika 24. Prirast domaćih i inozemnih kredita sektoru nekretnina | 25 |
| Okvir 2. | | Slika 25. Financijska dostupnost stambenih nekretnina | 26 |
| Tablica 1. Vrijednosti parametara u osnovnoj kalibraciji modela | 15 | Slika 26. Stope rasta duga nefinancijskih poduzeća | 27 |
| Slika 1. Stvarne i optimalne međunarodne pričuve (osnovna kalibracija) | 15 | Slika 27. Dug nefinancijskih poduzeća | 27 |
| Slika 2. Doprinosi učinaka komponenata optimalnih međunarodnih pričuva (osnovna kalibracija) | 15 | Slika 28. Promjena i stanje duga nefinancijskih poduzeća | 28 |
| Okvir 3. | | Slika 29. Dug nefinancijskih poduzeća, po sektorima i po vjerovnicima u 2006. | 28 |
| Slika 1. Neto financijska pozicija sektora poduzeća prema inozemstvu po instrumentima | 17 | Slika 30. Dug nefinancijskih poduzeća, po sektorima i po vjerovnicima, promjena 2002. – 2006. | 28 |
| Slika 2. Potraživanja sektora poduzeća prema ročnosti i valuti | 17 | Slika 31. Valutna izloženost u razdoblju od 2002. do 2007. | 28 |
| Slika 3. Obveze sektora poduzeća prema ročnosti i valuti | 17 | Slika 32. Omjeri profitabilnosti i zaduženosti sektora međunarodno nerazmjenjivih i razmjenjivih dobara | 28 |
| Slika 4. Neto financijska pozicija sektora poduzeća prema ročnosti i valuti | 17 | Slika 33. Teret otplate kamata | 28 |
| Slika 5. Neto financijska pozicija bankarskog sektora prema sektorima | 17 | Slika 34. Udio nekunskih bankovnih kredita i inozemnog duga nefinancijskih poduzeća u ukupnim kreditima | 29 |
| Tablica 1. Medusektorske obveze i potraživanja na kraju 2006. i 2007. | 18 | Slika 35. Struktura bankovnih kredita nefinancijskim poduzećima prema mogućnosti promjene kamatne stope | 29 |
| Slika 6. Neto financijska pozicija bankarskog sektora prema inozemstvu po instrumentima | 19 | Slika 36. Kamatne stope na dugoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u eurozoni | 29 |
| | | Slika 37. Kamatne stope na kratkoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u eurozoni | 30 |
| | | Slika 38. Aktiva bankarskog sektora | 31 |
| | | Slika 39. Pasiva bankarskog sektora | 31 |

| | | | |
|---|----|--|----|
| Slika 40. Godišnji porast najznačajnijih stavki bilance bankarskog sektora | 32 | Slika 59. Kretanje iznosa kredita, loših kredita i ispravaka vrijednosti | 38 |
| Slika 41. Valutna struktura kredita | 32 | Slika 60. Omjeri loših i ukupnih kredita | 38 |
| Slika 42. Valutna struktura nekunskih kredita | 32 | Slika 61. Kvaliteta kredita i pokrivenost kredita i plasmana | 39 |
| Slika 43. Valutna struktura depozita | 33 | Slika 62. Pokazatelji adekvatnosti kapitala | 39 |
| Slika 44. Izloženosti banaka valutnom riziku | 33 | Okvir 4. | |
| Slika 45. Udio kredita zaštićenih od VIKR-a | 33 | Slika 1. Međuovisnost udjela loših kredita, BDP-a i tečaja HRK/EUR | 40 |
| Slika 46. Distribucija imovine banaka po ponderima koji se na nju primjenjuju te prosječan ponder | 34 | Slika 2. Osjetljivost udjela loših kredita na usporavanje rasta BDP-a i deprecijaciju kune | 40 |
| Slika 47. Krediti s mogućnošću promjene kamatne stope | 34 | Slika 63. Stopa adekvatnosti kapitala pojedinih skupina banaka nakon porasta udjela loših kredita | 41 |
| Slika 48. Primljeni depoziti i krediti s mogućnošću promjene kamatne stope | 34 | Slika 64. Imovina bankarskog sektora nakon šok-scenarija | 41 |
| Slika 49. Struktura ukupnih prihoda | 35 | Tablica 1. Promjena adekvatnosti kapitala banaka na osnovi šok-scenarija (porast udjela loših kredita od 116%) | 39 |
| Slika 50. Struktura prihoda od provizija i naknada | 35 | Tablica 2. Promjene pondera rizika | 42 |
| Slika 51. Struktura ukupnih troškova | 35 | Okvir 5. | |
| Slika 52. Porast odabranih kategorija poslovnog rezultata | 36 | Slika 1. Z-indeks bankarskog sektora po kvartilnim razredima | 43 |
| Slika 53. Doprinosi elemenata prinosa na prosječnu imovinu | 36 | Slika 2. Z-indeks bankarskog sektora i po grupama banaka | 43 |
| Slika 54. Doprinosi elemenata prinosa na prosječni kapital | 36 | Tablica 1. Determinante Z-indeksa | 44 |
| Slika 55. Odabrane kamatne stope (tromjesečni prosjek mjesečnih stopa) | 37 | Slika 3. Doprinosi pojedinih varijabla Z-indeksu | 44 |
| Slika 56. Kamatna razlika (tromjesečni prosjek mjesečnih stopa) i godišnji neto kamatni prihod | 37 | Slika 65. Promjene najvažnijih mjera monetarne i prudencijalne politike | 45 |
| Slika 57. Pokazatelji likvidnosti | 37 | | |
| Slika 58. Struktura obveza | 38 | | |

Kratice i znakovi

| | | | |
|--------|---|----------------|--|
| b.b. | – bazni bod | mil. | – milijun |
| BDP | – bruto domaći proizvod | mj. | – mjesec |
| BDV | – bruto dodana vrijednost | mlrd. | – milijarda |
| dev. | – devizni | nefinanc. | – nefinancijski |
| dosp. | – dospijeće | NPLR | – udio loših u ukupnim kreditima (engl. <i>ratio of non-performing loans to total loans</i>) |
| DZS | – Državni zavod za statistiku | ROAA | – prinos na prosječnu imovinu (engl. <i>return on average assets</i>) |
| ESB | – Europska središnja banka | ROAE | – prinos na prosječni kapital (engl. <i>return on average equity</i>) |
| EU | – Europska unija | RH | – Republika Hrvatska |
| EUR | – euro | SAK | – stopa adekvatnosti kapitala |
| EMBI | – indeks obveznica tržišta u nastajanju (engl. <i>Emerging Market Bond Index</i>) | SDR | – posebna prava vučenja |
| Fina | – Financijska agencija | VIKR | – valutno inducirani kreditni rizik |
| FSI | – pokazatelji financijskog zdravlja (engl. <i>financial soundness indicators</i>) | VP | – vrijednosni papiri |
| g. | – godina | Znakovi | |
| Hanfa | – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga | – | – nema pojave |
| HICN | – hedonistički indeks cijena stambenih nekretnina | | – ne raspolaže se podatkom |
| HNB | – Hrvatska narodna banka | 0 | – podatak je manji od 0,5 upotrijebljene jedinice mjere |
| HRK | – hrvatska kuna | ∅ | – prosjek |
| ind. | – industrija | a, b, c,... | – oznaka za napomenu ispod tablice i slike |
| inoz. | – inozemni | * | – ispravljen podatak |
| kratk. | – kratkoročni | () | – nepotpun, odnosno nedovoljno provjeren podatak |
| LVT | – omjer vrijednosti kredita i imovine (engl. <i>loan-to-value</i>) | | |
| MF | – Ministarstvo financija | | |