

MAKRO
BONITETNA
analiza



HRVATSKA NARODNA BANKA
MAKROBONITETNA ANALIZA

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 1845-5980



HRVATSKA NARODNA BANKA

MAKROBONITETNA ANALIZA

Zagreb, 2007.

Sadržaj

1. Uvod	1
2. Makroekonomska kretanja	4
3. Međunarodno okruženje	9
4. Inozemni dug	14
5. Javni dug	17
6. Nefinancijska poduzeća	20
7. Stanovništvo	23
8. Financijsko posredovanje	29
9. Tržište kapitala	35
10. Tržište novca	41
11. Devizno tržište	45
12. Institucionalno okruženje	49
13. Bankarski sektor	52
Tablica A Odabrani pokazatelji poslovanja bankarskog sektora	64
Tablica B Odabrani pokazatelji zaduženosti nefinancijskih sektora	65
Literatura	66
Kratice i znakovi	67

1. Uvod¹

Tijekom prvog polugodišta 2007. godine očuvana je visoka razina stabilnosti hrvatskoga financijskog sustava, čemu je u prilog išao nastavak uglavnom vrlo povoljnih kretanja u makroekonomskom okružju. Hrvatsko gospodarstvo raslo je znatno brže nego prethodnih godina. Međutim, istodobno se nastavila pogoršavati vanjska neravnoteža gospodarstva, koja se očitovala u daljnjem rastu inozemnog duga (premda je njegov rast bio nešto sporiji nego 2006.) i povećanju manjka na tekućem računu platne bilance, što je središnju banku potaknulo da nastavi provoditi mjere usmjerene na usporavanje prekomjernog rasta plasmana banaka domaćim sektorima.

Zaključno s drugim tromjesečjem 2007. zabilježen je snažan realni gospodarski rast od 6,6% na godišnjoj razini, a prema prognozama HNB-a godišnja bi stopa rasta BDP-a u 2007. trebala iznositi oko 5,9%. U 2008. godini očekuje se njezino blago smanjenje, ali bi ona i dalje trebala ostati relativno visoka. U prvom polugodištu 2007. zadržala se i relativno niska inflacija: godišnja stopa promjene indeksa potrošačkih cijena u tom je razdoblju u prosjeku iznosila 1,9%. Međutim, zbog snažnog rasta cijena nafte i prehrambenih proizvoda koji je posljedica vremenskih nepogoda, prosječna godišnja stopa inflacije za 2007. godinu prema prognozama HNB-a iznosit će 2,8%. Prvo polugodište 2007. obilježio je i nastavak iznimno snažnog rasta cijena vlasničkih vrijednosnih papira na hrvatskom tržištu kapitala (indeks Zagrebačke burze, CRO-BEX, porastao je za 50,7% u odnosu na stanje na kraju 2006.) te nastavak rasta cijena nekretnina (hedonistički indeks cijena nekretnina u odnosu na prvo polugodište 2006. povećao se za 13,6%). Održavanju stabilnosti cijena u prvih šest mjeseci 2007. pripomoglo je i očuvanje stabilnog tečaja kune prema euru.

Povoljna kretanja i na prihodnoj i na rashodnoj strani državnog proračuna dovela su do smanjenja ciljanog manjka konsolidirane opće države za 2007., koji iznosi 2,6%. Brži gospodarski rast pozitivno se odrazio i na kretanja na domaćem tržištu rada: prosječna se godišnja anketna stopa nezaposlenosti smanjila i na kraju prvog polugodišta 2007. iznosila je 10,3%, a zaposlenost se povećala.

S druge strane, problem vanjske neravnoteže Republike Hrvatske nastavio se pogoršavati, što se očitovalo u daljnjem rastu inozemnog duga i velikom manjku na tekućem računu platne bilance od 7,8% BDP-a na kraju prvog polugodišta 2007. Unatoč na-

1 Definicije i smjernice za makrobonitetnu analizu na kojima se zasniva ova analiza dane su u publikaciji MMF-a *Financial Soundness Indicators – Background Paper* iz svibnja 2003. godine. U tijeku je dugoročni statistički projekt usklađivanja metodološkog okvira za ovu analizu s najnovijim preporukama iz MMF-ova priručnika *Compilation Guide on Financial Soundness Indicators* iz kolovoza 2004. Analizirani su pokazatelji za lipanj 2007. godine na osnovi podataka koji su bili raspoloživi krajem rujna 2007. Bruto domaći proizvod i svi drugi pokazatelji tokova za 30. lipnja 2007. izračunati su kao zbroj ostvarenja u posljednja dva tromjesečja 2006. i u prva dva tromjesečja 2007. godine. Svi su ostali pokazatelji izračunati na osnovi stanja na dan 30. lipnja 2007. Opisana metodologija proizvodi manje kolebljive, tj. sezonski manje osjetljive pokazatelje, ali i blaga odstupanja njihovih vrijednosti od vrijednosti sličnih pokazatelja u ostalim publikacijama HNB-a. U poglavlju 13. Bankarski sektor analiza se zasniva na nekonsolidiranim bilancama banaka, zbog čega se mogu pojaviti razlike u odnosu na druga poglavlja ove publikacije u kojima se koriste konsolidirani podaci.

stavljenim naporima središnje banke da uspori inozemno zaduživanje, inozemni dug Republike Hrvatske na kraju lipnja 2007. izražen u eurima bio je za 11,0%, a njegov udio u BDP-u za 1,4 postotna boda veći nego na kraju lipnja prethodne godine. Kao i tijekom 2006. godine, najveći doprinos povećanju inozemnog duga došao je od strane nefinancijskih poduzeća, koja su se nastavila intenzivno izravno zaduživati u inozemstvu. Pod utjecajem mjera HNB-a čiji je cilj ublažavanje vanjskih neravnoteža, u godinu dana proteklih od kraja lipnja 2006. došlo je do smanjenja apsolutnog iznosa inozemnog duga banaka za 5,1%, a inozemni dug opće države povećan je za 2,5% u odnosu na stanje na kraju spomenutog mjeseca. Dugoročnu neodrživost takvih kretanja u vanjskoj poziciji zemlje oslikava i pokazatelj tereta otplate inozemnog duga, koji je na godišnjoj razini na kraju lipnja 2007. iznosio 34,3%, što je unatoč blagom smanjenju u usporedbi sa stanjem na kraju 2006. godine (35%) i dalje iznad razine od 30% koja se često smatra granicom visoke opterećenosti zemlje otplatama inozemnog duga. Projekcija HNB-a predviđa da bi bruto inozemni dug na kraju 2007. godine mogao iznositi 85,7% BDP-a, a u 2008. očekuje se blago smanjenje toga omjera.

Kreditna aktivnost banaka u prvom polugodištu 2007. bila je i dalje vrlo snažna. Unatoč usporavanju, rast plasmana u prvoj polovini godine bio je veći od onoga predviđenog mjerama monetarne politike, što je središnju banku sredinom godine potaknulo na dodatno pooštrenje mjere upisa obveznih blagajničkih zapisa HNB-a. Krediti banaka trgovačkim društvima i stanovništvu porasli su do kraja prvog polugodišta 2007. za 8,9% u odnosu na stanje na kraju 2006. godine, pri čemu su krediti stanovništvu porasli za 9,3%, a krediti trgovačkim društvima za 9,9%. Kreditni rast banke su financirale dokapitalizacijama i povećanjem depozitne baze, a inozemna je pasiva smanjena. Snažna konkurencija među bankama te porast pasivnih kamatnih stopa, koji nije pratio jednaki porast aktivnih kamatnih stopa, u prvom je polugodištu 2007. doveo do daljnjeg smanjenja kamatne marže, ali je bruto dobit sektora ipak porasla, prije svega zahvaljujući snažnom rastu nekakamtnih prihoda banaka. Dobrom poslovnim rezultatu pridonijeli su i smanjeni troškovi za pokrivanje kreditnog rizika jer je omjer ispravaka vrijednosti za plasmane i potencijalne obveze te ukupnih plasmana i potencijalnih obveza na koje se oni odnose smanjen u usporedbi sa stanjem na kraju 2006. s 1,8% na 1,7%. To poboljšanje najvećim je dijelom posljedica nastavka dugogodišnjeg trenda smanjivanja procijenjene rizičnosti kredita ostalim trgovačkim društvima, a procijenjena se rizičnost kredita stanovništvu zadržala na otprilike istoj razini kao i na kraju 2006.

Zaduženost sektora nefinancijskih poduzeća u prvom polugodištu 2007. godine nastavila je rasti brže od BDP-a, pa se vrijednost njihova ukupnog duga do kraja lipnja povećala na 62,2% BDP-a, što je najviša do sada zabilježena vrijednost ovoga pokazatelja. Rast duga prema bankama od 21,8% na godišnjoj razini bio je praćen nešto bržim rastom kamatnih troškova plaćenih bankama, koji su od lipnja 2006. do (zaključno) lipnja 2007. porasli za 23,1%. Najbrže rastuća komponenta ukupnog duga nefinancijskih poduzeća njihov je inozemni dug, kod koje je krajem lipnja 2007. na godišnjoj razini zabilježena stopa rasta od 31,3%. Usporedo s porastom zaduženosti povećao se broj pravnih osoba koje neuredno plaćaju dospjele obveze: na kraju trav-

nja² 2007. udio insolventnih pravnih osoba u ukupnom broju pravnih osoba obveznika poreza na dobit bio je za 1,6 postotnih bodova veći nego na kraju 2006. Rast zaduženosti i pogoršanje nekih pokazatelja likvidnosti za sada nisu negativno utjecali na dobar financijski rezultat sektora nefinancijskih poduzeća.

Sektor stanovništva također se nastavio intenzivno zaduživati, što je dovelo do daljnjeg porasta pokazatelja njegove zaduženosti. Procijenjena ukupna zaduženost stanovništva porasla je s 40,3% BDP-a na kraju 2006. na 43,2% BDP-a na kraju lipnja 2007., a prosječna je zaduženost po zaposlenom tijekom prve polovine 2007. porasla za više od 5.000 kuna. Istodobno su depoziti stanovništva u poslovnim bankama rasli sporije, pa je omjer duga i oročenih depozita stanovništva do kraja lipnja 2007. porastao na netipično visoku razinu od 139%. Međutim, valja uzeti u obzir da je u prvom polugodištu 2007. nastavljen trend osjetnog porasta ulaganja stanovništva u investicijske fondove te izravno na tržište kapitala, tako da je omjer ukupnog duga i ukupne financijske imovine stanovništva ipak bio znatno povoljniji. Naime, prvih šest mjeseci 2007. obilježili su nastavak snažnog rasta cijena većine dionica te najviša dosad zabilježena vrijednost burzovnog indeksa praćena znatnim povećanjem prometa i broja transakcija. Tako snažan rast cijena dionica posljedica je velike potražnje za kvalitetnim dionicama, iza koje stoji znatan rast imovine investicijskih i obveznih mirovinskih fondova, ali i sve veći broj malih ulagača koji samostalno ulažu u dionice.

U prvom polugodištu 2007. nastavljeno je usklađivanje hrvatske financijske regulative s pravnom stečevinom EU. Donesena su dva nova zakona: u lipnju 2007. godine Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima, kojim se liberalizirala ulagačka politika mirovinskih fondova, a u srpnju Zakon o financijskom osiguranju, koji stupa na snagu 1. siječnja 2008. S druge strane, iako je to bilo planirano za 2007. godinu, Zakon o sekuritizaciji bit će donesen vjerojatno u 2008. godini, ali njegovo donošenje ionako nije izravno vezano za približavanje Hrvatske EU. Jedna od najvažnijih promjena koja predstoji hrvatskom bankarskom sektoru potpuno je usklađivanje s Direktivom 2006/48/EZ (o početku obavljanja i obavljanju djelatnosti kreditnih institucija), koje će se provesti donošenjem Zakona o kreditnim institucijama, koji se očekuje u 2008. godini.

2 Budući da Fina priprema novu metodologiju praćenja likvidnosti i solventnosti u hrvatskom gospodarstvu, te u vezi s tim i novu publikaciju s tim podacima, koja još nije dostupna, prema staroj metodologiji dostupni su samo podaci za razdoblje do kraja travnja ove godine.

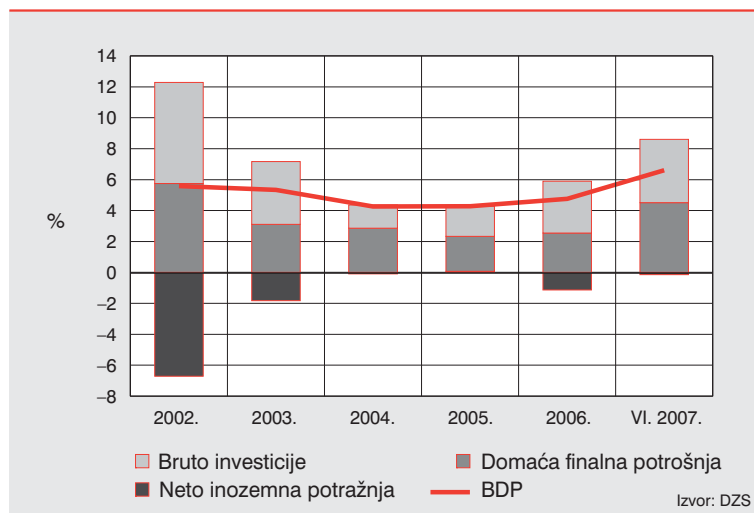
2. Makroekonomska kretanja

Prvo polugodište 2007. godine u Hrvatskoj je obilježio nastavak pozitivnih kretanja nekih osnovnih gospodarskih i financijskih pokazatelja, premda su podaci o vanjskoj neravnoteži zemlje i dalje zabrinjavajući. Hrvatsko gospodarstvo raslo je znatno brže nego prethodnih godina, što je pokazalo da restriktivne mjere monetarne politike nisu ugrozile gospodarsku aktivnost u zemlji, tečaj je ostao stabilan, a inflacija relativno niska. Zahvaljujući pozitivnim kretanjima na prihodnoj strani državnog proračuna, smanjen je fiskalni manjak, a povoljna kretanja zabilježena su i na tržištu rada gdje je smanjena nezaposlenost uz istodobno povećanje broja zaposlenih. Međutim, istodobno se nastavila pogoršavati i vanjska neravnoteža gospodarstva, koja se očitovala u daljnjem rastu inozemnog duga (premda je njegov rast bio nešto sporiji nego u 2006.) i povećanju manjka na tekućem računu platne bilance. Takva kretanja potaknula su središnju banku na zadržavanje istog smjera monetarne politike, čiji je osnovni cilj smanjiti doprinos rasta kreditnih plasmana banaka vanjskoj neravnoteži. Uz postojeći instrument granične obvezne pričuve, koja se izdvaja po stopi od 55%, te uz propisanu minimalnu deviznu likvidnost od 32%, središnja banka donijela je i Odluku o upisu obveznih blagajničkih zapisa HNB-a s ciljem usporavanja godišnjeg rasta plasmana banaka, kojom se bankama čiji je rast plasmana u 2007. godini prekoračio 12% nametnula obveza upisa tih blagajničkih zapisa uz vrlo nisku stopu remuneracije i uz dospijeće zapisa od godinu dana. Odluka je tijekom godine bila u nekoliko navrata prilagođavana kako bi se na razini godine ostvario planirani rast plasmana. Krajnja svrha te, ali i ostalih mjera središnje banke bilo je usporavanje domaće potražnje, čiji snažan rast rezultira makroekonomskim neravnotežama i ugrožava stabilnost gospodarskog sustava. Osim toga, prvi dio 2007. obilježio je i iznimno snažan rast cijena vlasničkih vrijednosnih papira na hrvatskom tržištu kapitala te nastavak rasta cijena nekretnina, što potvrđuje da monetarna politika ne treba voditi računa samo o stabilnosti cijena na tržištu robe i usluga već i o stabilnosti ukupne razine cijena u zemlji.

Unatoč rizicima koji proizlaze iz pojačane vanjske ranjivosti zemlje, očekivanja domaćih i međunarodnih institucija vezana uz rast hrvatskoga gospodarstva i dalje su pozitivna, pa se njihove prognoze stope rasta BDP-a za 2007. godinu kreću između 5,5% i 6,0%, a za 2008. predviđa se da će se ta stopa kretati između 4,7% i 5,1%. Prema prognozama HNB-a godišnja stopa rasta BDP-a u 2007. trebala bi iznositi oko 5,9%, a u 2008. očekuje se njezino blago smanjenje, te bi ona i dalje trebala ostati relativno visoka. Zaključno s drugim tromjesečjem 2007. zabilježen je realni gospodarski rast od 6,6% na godišnjoj razini, a očekuje se da će se on za cijelu 2007. približiti prosječnim stopama gospodarskog rasta koje su posljednjih godina ostvarivane u zemljama Srednje i Istočne Europe, a koja će prema podacima MMF-a u 2007. u prosjeku iznositi oko 5,8%. Najveći poticaj rastu u promatranom razdoblju dala je osobna potrošnja, a doprinos investicija u fiksni kapital bio je nešto manji. Utjecaj neto inozemne potražnje opet je bio nepovoljan, što se odrazilo u povećanju deficita platne bilance. Iako je riječ o relativno visokoj stopi gospodarskog rasta, valja naglasiti da je, s obzirom na to da je taj rast većinom zasnovan na domaćoj finalnoj potrošnji

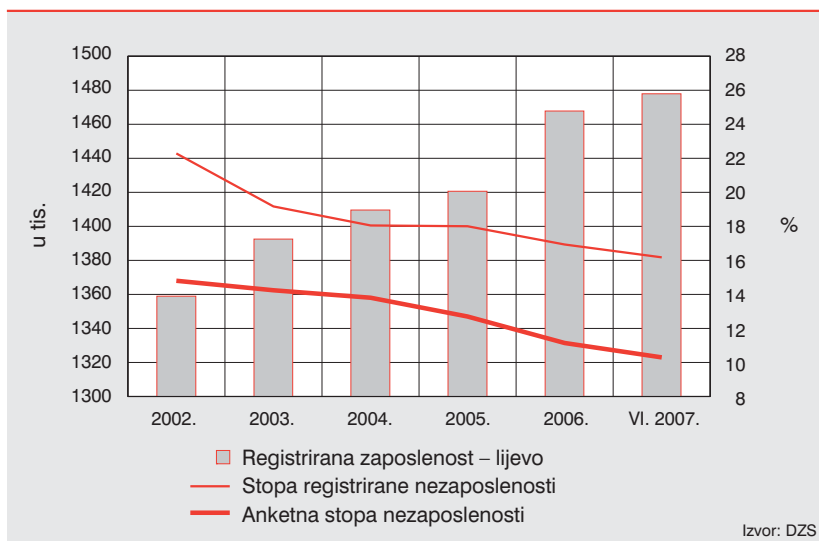
temeljenoj na inozemnom zaduživanju, njegova struktura nepovoljna jer generira priličnu gospodarsku i financijsku neravnotežu, što ga čini dugoročno neodrživim.

Slika 1. Gospodarski rast, realni godišnji rast



Brži gospodarski rast pozitivno se odrazio i na kretanja na tržištu rada, tako da se prosječna godišnja anketna stopa nezaposlenosti do kraja prvog polugodišta 2007. smanjila na 10,3%. Pad nezaposlenosti potvrdilo je i kretanje prosječne godišnje stope registrirane nezaposlenosti, koja se smanjila na 16,2%, što je njezina najniža razina još od 1997. godine, dok se registrirana zaposlenost u istom razdoblju povećala.

Slika 2. Zaposleni i nezaposlenost, godišnji prosjek



Unatoč dobrim pokazateljima gospodarskog rasta negativni saldo u vanjskotrgovinskoj robnoj razmjeni s inozemstvom značajno pridonosi problemu vanjske neravnoteže hrvatskoga gospodarstva. Premda je u međunarodnoj razmjeni usluga zabilježen nastavak pozitivnih kretanja, ona nije uspjela znatnije ublažiti rast godišnjeg manjka na tekućem računu platne bilance, koji se do kraja prvog polugodišta 2007. popeo na

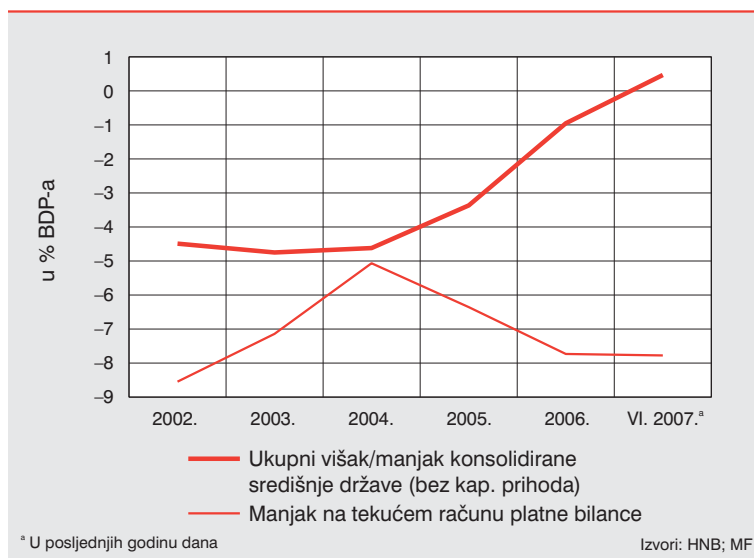
7,8% BDP-a, što je povećanje od 0,1 postotnog boda u odnosu na prethodnu godinu, a posljedica je u apsolutnom iznosu znatno većega robnog uvoza od robnog izvoza.

Nasuprot negativnim kretanjima u platnoj bilanci, zbog većega od planiranog rasta prihoda državnog proračuna godišnji manjak konsolidirane opće države iskazan prema gotovinskom načelu na kraju prvog polugodišta 2007. iznosio je 3,4 mlrd. kuna (oko 1,3% BDP-a), a godišnji je višak konsolidirane središnje države prema gotovinskom načelu iznosio 1,2 mlrd. kuna (oko 0,5% BDP-a). U proračunske troškove za 2007. nisu uključene isplate duga umirovljenicima³, kojima je u lipnju 2007. isplaćena treća rata. Krajem 2007. godine isplaćena je i posljednja rata toga duga umirovljenicima koji su se odlučili za brži, odnosno prva rata duga onima koji su se odlučili za sporiji model isplate. To međutim nisu jedini izdaci za umirovljenike s obzirom na to da država mora isplatiti i dug za obiteljske i najviše (limitirane) mirovine, a u doglednoj budućnosti izvjesni su i dodatni troškovi obeštećenja tzv. novih umirovljenika⁴. Ciljani manjak konsolidirane opće države za 2007. iznosi 2,6%, a u prilog njegovu ostvarenju idu podaci prema kojima su prihodi proračuna veći od planiranih.

Opisana kretanja u realnome, državnome i vanjskom sektoru u prvom polugodištu 2007. pratila je i dalje vrlo stabilna i relativno niska inflacija. Godišnja stopa promjene indeksa potrošačkih cijena u prvom se polugodištu kretala između 1,2% i 2,3%, a u prosjeku je iznosila 1,9% što je bilo tek neznatno više od prosječne godišnje stope promjene potrošačkih cijena u istom razdoblju u zemljama eurozone, čemu su pridonijele niže cijene nafte u usporedbi s istim razdobljem 2006. Na ublažavanje inflatornih pritisaka u promatranom razdoblju utjecao je i umjereni nominalni rast neto plaća te nominalno jačanje domaće valute u odnosu na euro i američki dolar. Prosječna godišnja stopa temeljne inflacije, iz koje su isključene administrativno regulirane cijene i sezonski promjenjive cijene poljoprivrednih proizvoda, smanjila se s 2,6% u prvom

- 3 Zakonom o provođenju Odluke Ustavnog suda Republike Hrvatske od 12. svibnja 1998. uređena je provedba Odluke Ustavnog suda Republike Hrvatske od 12. svibnja 1998. radi obeštećenja korisnika mirovina koje je nastupilo zbog djelomičnog usklađivanja mirovina za razdoblje od 1. rujna 1993. do 31. prosinca 1998. Prema tome zakonu pravo na obeštećenje imaju korisnici starosnih, prijevremenih starosnih, invalidskih i obiteljskih mirovina ostvarenih prema odredbama Zakona o osnovnim pravima iz mirovinskog i invalidskog osiguranja i Zakona o mirovinskom i invalidskom osiguranju. Obeštećenje nasljednika prvoga nasljednog reda i nasljednika obiteljskih mirovina započelo je u 2006. kad su se oni morali odlučiti za jedan od dva ponudena načina vraćanja duga: povrat pola svote duga tijekom dvije godine ili vraćanje duga u cijelosti tijekom osam godina, uz dvije godine počeka. Prve tri rate onima koji su se odlučili za isplatu po ubrzanom postupku isplaćene su u lipnju i prosincu 2006., odnosno lipnju 2007., a posljednja rata bit će isplaćena do kraja 2007., pri čemu svaka iznosi 1,2 mlrd. kuna. Dug umirovljenicima koji su se odlučili za isplatu duga u cijelosti isplatit će se u šest rata od po ukupno 703,3 mil. kuna u razdoblju od prosinca 2007. do istog mjeseca 2012. godine. U 2007. započinje i obeštećivanje korisnika najviše (limitirane) mirovine te korisnika obiteljskih mirovina ostvarenih u razdoblju od 1. siječnja 1999. do 4. kolovoza 2004., priznatih nakon smrti korisnika koji je svoju starosnu ili invalidsku mirovinu ostvario do 31. prosinca 1998., u skladu sa Zakonom o izmjenama i dopunama Zakona o provođenju Odluke Ustavnog suda Republike Hrvatske od 12. svibnja 1998. Korisnici su se u prvom polugodištu 2007. mogli odlučiti za jedan od modela isplate. Oni koji su odabrali model s kraćim rokom isplate, svoje obeštećenje primit će u četiri obroka (svaki po ukupno 151,9 mil. kuna), i to svakoga drugoga i četvrtog tromjesečja tijekom 2007. i 2008., a oni koji su odabrali model s dužim rokom isplate obeštećenje će primiti u šest obroka, za čije će isplate biti potrebno po 77,2 mil. kuna u svakome četvrtom tromjesečju u razdoblju od 2008. do 2013.
- 4 Poseban problem, čije je rješenje također bilo najavljeno za 2007. godinu, izjednačavanje je tzv. starih i novih umirovljenika. Naime, mirovine osoba umirovljenih nakon 1. siječnja 1999. više se ne računaju na osnovi deset godina rada s najboljom prosječnom plaćom, već na osnovi cijeloga radnog staža, što je dovelo do njihova neravnopravnog položaja u odnosu na osobe umirovljene prije toga datuma.

Slika 3. Državne financije i vanjska ravnoteža

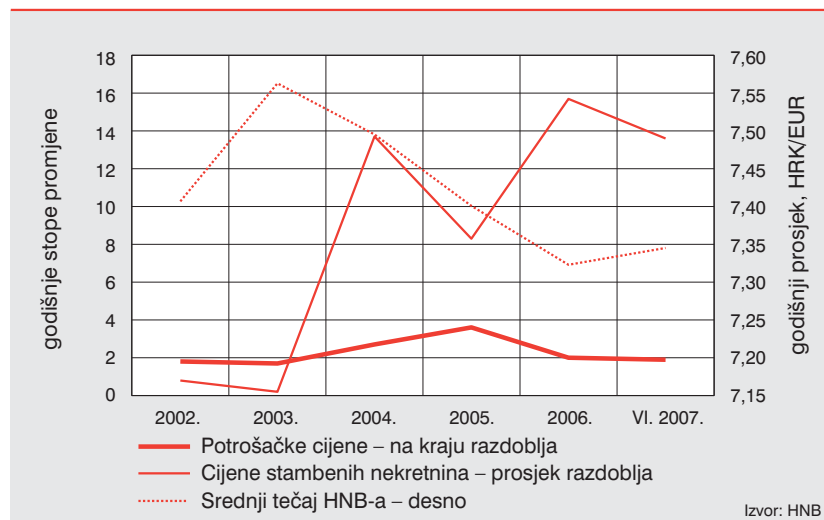


polugodištu 2006. na 2,5% u istom razdoblju 2007. Međutim, zbog snažnog rasta cijena nafte i prehrambenih proizvoda, koji je posljedica vremenskih nepogoda, očekuje se da će se do kraja 2007. godišnja stopa promjene potrošačkih cijena približiti 5,0% te da će 2008. obilježiti relativno snažni inflatorni pritisci. Prema prognozama HNB-a prosječna godišnja stopa inflacije za 2007. godinu iznosit će 2,8%, a u 2008. očekuje se njezino povećanje pod utjecajem prijenosa poskupljenja potkraj ove godine te kretanja cijena nafte na svjetskom tržištu. Nasuprot relativno niskoj prosječnoj godišnjoj stopi promjene potrošačkih cijena svakako valja spomenuti i kretanje cijena koje ne ulaze u taj izračun, a obilježile su prvi dio 2007. godine. Naime, u tome je razdoblju zabilježen nastavak rasta cijena nekretnina, a rast cijena većine vlasničkih vrijednosnih papira bio je još intenzivniji. Tako je hedonistički indeks cijena nekretnina (HICN)⁵, koji, osim cijene četvornog metra stambene površine, u obzir uzima i karakteristike nekretnine, u prvom dijelu 2007. godine nastavio rasti, te se u odnosu na isto razdoblje prethodne godine povećao za 13,6%. Istodobno je indeks Zagrebačke burze, CROBEX, u prvom polugodištu 2007. porastao za 50,7%, što ga svrstava među najbrže rastuće svjetske indekse u tome razdoblju.

Održavanju stabilnosti cijena u prvih šest mjeseci 2007. pripomoglo je i očuvanje stabilnog tečaja kune prema euru. Zbog aprecijacijskih pritisaka u drugom dijelu prvog polugodišta zabilježeno je jačanje nominalnog tečaja kune prema euru od 0,6%, a realni efektivni tečaj kune deflaciran potrošačkim cijenama tijekom toga je razdoblja aprecirao za 0,7%. Pod utjecajem priljeva deviza od inozemnih izravnih ulaganja i dokapitalizacija banaka od strane njihovih inozemnih vlasnika, nastavka rasta inozemnog duga predvođenog poduzećima, izdanja kunskih vrijednosnih papira, isplate treće rate duga umirovljenicima te drugih čimbenika, tečaj kune prema euru ojačao je sa 7,35 HRK/EUR na kraju 2006. na 7,30 HRK/EUR na kraju lipnja 2007., a tijekom polugodišta kretao se u relativno uskom rasponu od 7,30 do 7,41 kune za euro.

5 Izračun HNB-a na osnovi podataka Burze nekretnina.

Slika 4. Cijene i tečaj

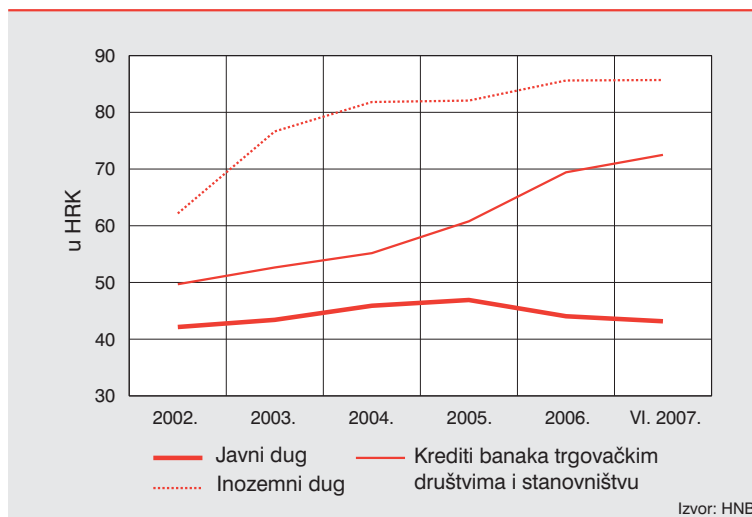


Značajan doprinos opisanim gospodarskim kretanjima u prvom dijelu 2007. dala je i nadalje prilično snažna kreditna aktivnost poslovnih banaka. Krediti banaka trgovačkim društvima i stanovništvu porasli su do kraja prvog polugodišta 2007. za 8,9% u odnosu na stanje na kraju 2006. godine te se njihov udio u BDP-u povećao na 72,5%, što je za 3,1 postotni bod više nego na kraju 2006. Snažna dokapitalizacija bankama je otvorila nove mogućnosti za nastavak kreditne ekspanzije, pa je unatoč stanovitom usporavanju u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine rast plasmana u prvoj polovini 2007. bio veći od onoga predviđenog mjerama monetarne politike. Stoga je HNB krajem lipnja 2007. dodatno pooštrio mjeru upisa obveznih blagajničkih zapisa uvođenjem mjesečnih podlmita od 0,5% na rast plasmana koji ne podliježe obvezi upisa. Izmjena navedene mjere u nastavku je godine rezultirala dodatnim usporavanjem kreditne aktivnosti, a budući da je njezina dosadašnja primjena polučila željene rezultate, očekuje se da će se rast plasmana i na razini cijele 2007. godine zadržati u predviđenim okvirima.

U strukturi bankovnih kredita i dalje prevladavaju krediti stanovništvu, koji su se od kraja 2006. do kraja lipnja 2007. povećali za 9,3%, dok su krediti trgovačkim društvima rasli nešto brže te su se u promatranom razdoblju povećali za 9,9%. Osim dokapitalizacijama, banke su kreditni rast dijelom financirale i iz povećanja kunskih i deviznih depozita, koji su od kraja prosinca 2006. do kraja lipnja 2007. porasli za 6,7%. Pri tome su se kunski depoziti povećali za 11,3%, na 51,2 mlrd. kuna, pa su na kraju prvog polugodišta 2007. u ukupnim depozitima sudjelovali s 35,6%, a devizni su depoziti u istom razdoblju porasli za 4,3%, na 92,0 mlrd. kuna. Nastavak bržeg rasta kunskih depozita rezultat je nastojanja banaka da na strani pasive prikupe što više domaćih kunskih izvora za financiranje kreditnih plasmana jer su inozemni izvori financiranja i domaći depoziti s valutnom klauzulom sve skuplji zbog rasta ključnih kamatnih stopa na razvijenim tržištima, ali i zbog monetarnih mjera kojima HNB nastoji ublažiti vanjsku ranjivost zemlje. Relativno brzi rast domaćih izvora sredstava i dokapitalizacije banaka rezultirali su smanjenjem njihove inozemne pasive, koja je

na kraju prvog polugodišta 2007. bila za 4,7% manja nego na kraju 2006. godine i iznosila je 72,5 mlrd. kuna. To smanjenje bilo je posljedica pada devizne inozemne pasive, koja se smanjila za 3,6 mlrd. kuna, odnosno za 6,5%, a kunska se inozemna pasiva u istom razdoblju neznatno povećala.

Slika 5. Pokazatelji zaduženosti, kao % BDP-a, na kraju razdoblja



3. Međunarodno okružje

Prema podacima Međunarodnoga monetarnog fonda u prvom polugodištu 2007. nastavljen je snažan rast svjetskoga gospodarstva, čije se realna stopa rasta zadržala iznad 5,0%, a procjenjuje se da će on biti natprosječno visok i za cijelu 2007. godinu usprkos problemima na financijskim tržištima diljem svijeta koji su se javili početkom drugog polugodišta 2007. Međutim, predviđanja svjetskoga gospodarskog rasta za 2008. ipak su revidirana naniže te se očekuje da će realna stopa rasta svjetskoga gospodarstva za tu godinu iznositi 4,8%. Osim snažnoga gospodarskog rasta, prvo polugodište 2007. obilježila je i visoka likvidnost na svjetskim financijskim tržištima, koja je znatno pridonijela globalno povoljnim uvjetima financiranja u tome razdoblju. No kriza na svjetskim financijskim tržištima uzrokovana poteškoćama na američkom tržištu drugorazrednih hipotekarnih kredita i opasnost njezina širenja na ostale segmente gospodarstva potaknuli su svjetske ulagače na sigurnija ulaganja. Tako je u trećem tromjesečju 2007. došlo do snažnog rasta potražnje za državnim obveznicama visokorazvijenih zemalja i do znatnog pada zahtijevanih prinosa na te obveznice, čime je zaustavljen trend smanjenja razlike između prinosa na državne obveznice visokorazvijenih zemalja i prinosa na obveznice zemalja s nižim kreditnim rejtinzima. U tom je razdoblju došlo do velikih poremećaja likvidnosti na globalnoj razini, koji su potaknuli Fed i ESB, ali i druge središnje banke da sustav opskrbe visokim iznosima dodatne

likvidnosti. Osim turbulentnih kretanja na svjetskim financijskim tržištima, prijetnja nastavku pozitivnih realnih kretanja i dalje je izražena globalna financijska neravnoteža gdje se, s jedne strane, nalazi golemi manjak američke platne bilance, a s druge se strane pojavljuju platnobilančni viškovi azijskih zemalja i zemalja izvoznica nafte.

Premda su gospodarstva razvijenih zemalja u prvom polugodištu 2007. rasla relativno brzo, najveći doprinos snažnom rastu svjetskoga gospodarstva dale su zemlje s tržištima u nastajanju i zemlje u razvoju, koje su nastavile bilježiti natprosječne stope gospodarskog rasta. Gospodarstvo Sjedinjenih Američkih Država u prvom dijelu 2007. raslo je sporije nego u 2006. te se očekuje da će u cijeloj 2007. njegova stopa realnoga gospodarskog rasta biti za 1 postotni bod niža nego u prethodnoj godini. S druge strane, gospodarski rast država članica Ekonomske i monetarne unije (EMU) predvođenih Njemačkom u istom je razdoblju bio relativno snažan, unatoč pomalo neočekivanom usporavanju u drugom tromjesečju 2007. Gospodarski rast država članica EMU i dalje se ne može mjeriti s gospodarskim rastom zemalja Srednje i Istočne Europe, čija su gospodarstva u prosjeku realno rasla po stopi neznatno nižoj od 6% na godinu. Gospodarski rast azijskih zemalja predvodila je Kina, čija se godišnja stopa realnog rasta gospodarstva i u prvom polugodištu 2007. godine zadržala iznad 11%, a snažno je raslo i indijsko gospodarstvo, za koje je procijenjena stopa realnog rasta za prvo polugodište 2007. bila veća od 9%, a u Ruskoj Federaciji stopa je bila tek nešto niža od 8%. Snažan rast tih gospodarstava poticajno je djelovao na gospodarstva zemalja koje ih okružuju, ali se zadržao njegov negativan utjecaj na cijene energenata i sirovina na svjetskom tržištu zbog povećanja potražnje zbog snažnog rasta industrijske proizvodnje u tim zemljama.

Tablica 1. Realni godišnji gospodarski rast u odabranim zemljama, u postocima

	2003.	2004.	2005.	2006.	2007. ^a	2008. ^a
Kina	10,0	10,1	10,4	11,1	11,5	10,0
Indija	6,9	7,9	9,0	9,7	8,9	8,4
Ruska Federacija	7,3	7,2	6,4	6,7	7,0	6,5
Srednja i Istočna Europa	4,8	6,7	5,6	6,3	5,8	5,2
SAD	2,5	3,6	3,1	2,9	1,9	1,9
Japan	1,4	2,7	1,9	2,2	2,0	1,7
EU	1,5	2,7	2,0	3,2	3,0	2,5
EMU	0,8	2,0	1,5	2,8	2,5	2,1

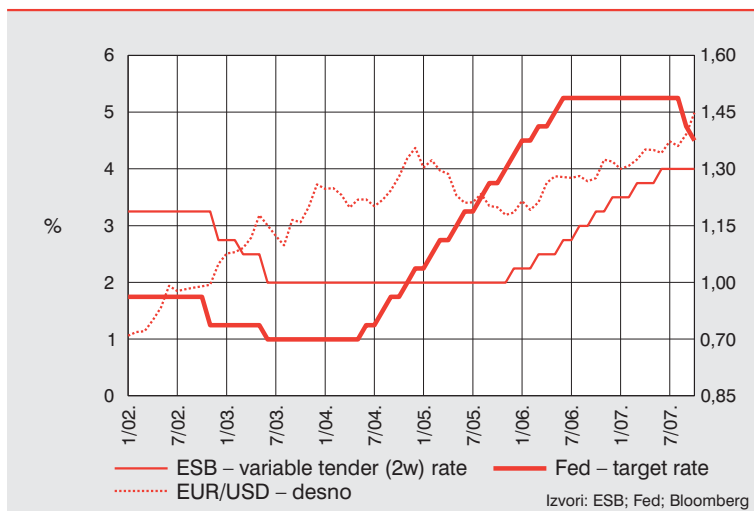
^a Prognoza; Izvor: MMF, *World Economic Outlook Database*, listopad 2007.

Početak 2007. godine u zemljama eurozone obilježili su dobri ekonomski pokazatelji koji su nagovijestili snažniji gospodarski rast od prvotno očekivanoga, pa je tromjesečna stopa rasta BDP-a za prva tri mjeseca 2007. iznosila 0,8%, čemu je najviše pridonio rast investicija. S druge strane, upravo je znatan pad investicija u drugom tromjesečju 2007. prouzročio pad tromjesečne stope rasta BDP-a na 0,3%, tj. na njezinu najnižu razinu od posljednjeg tromjesečja 2004. Unatoč tome očekuje se da će u usporedbi s prethodnom godinom gospodarski rast u cijeloj 2007. biti tek neznatno sporiji. Pozitivna kretanja zabilježena su i na tržištu rada gdje se stopa nezaposlenosti spustila na 7,3% u rujnu, a pokazatelji pouzdanja poduzetnika i potrošača također su upućivali na rast optimizma u prvom dijelu 2007. Zbog procjene da su rizici od pora-

sta inflacije još prisutni (zbog mogućeg nastavka rasta cijena nafte i njegova utjecaja na ostale potrošačke cijene) ESB je nastavio s pooštavanjem monetarne politike koje je obilježilo 2006. godinu, pa je ključna kamatna stopa, nakon povećanja za po 25 baznih bodova u ožujku i lipnju 2007., dosegla na kraju lipnja 2007. godine 4,00%. Premda su svjetski analitičari ranije predviđali još jedno povećanje ključne kamatne stope za 25 baznih bodova do kraja godine, zbog krize na svjetskim financijskim tržištima očekuje se da ESB do kraja 2007. ipak neće mijenjati ključnu kamatnu stopu. Prosječna godišnja stopa inflacije u zemljama eurozone u prvih šest mjeseci 2007. godine iznosila je 1,9% što je većinom bila posljedica nižih cijena nafte u prvom polugodištu 2007. od onih u istom razdoblju prethodne godine. Međutim, zbog rasta godišnje stope inflacije u drugom dijelu 2007., koja je u listopadu dosegla 2,6%, mala je vjerojatnost da će biti ostvarena ciljana stopa inflacije za 2007. manja od 2,0%. Njezino će ostvarenje, osim o kretanju cijena sirove nafte, ovisiti i o kretanju cijena prehrambenih proizvoda te o mogućem rastu plaća u zemljama eurozone uzrokovanom snažnim gospodarskim rastom u prethodnim tromjesečjima. Osim toga, na inflaciju utječe i siječanjsko povećanje stope poreza na dodanu vrijednost u Njemačkoj sa 16% na 19%. U idućem se razdoblju u zemljama eurozone očekuje neznatno usporavanje realnih stopa rasta gospodarstva zbog zakašnjelog učinka podizanja kamatnih stopa od strane Europske središnje banke, a rizik za ostvarenje predviđenoga gospodarskog rasta uz krizu na svjetskim financijskim tržištima nosi i sve snažniji euro u odnosu na američki dolar zbog negativnih posljedica koje takva kretanja imaju na izvoz iz država članica eurozone.

Kretanje tečaja eura prema američkom dolaru u prvom polugodištu 2007. bilo je povezano s predviđanjima razine ključnih kamatnih stopa Feda i ESB-a i gospodarskog rasta u tim zemljama. Naime, aprecijacija eura u odnosu na američki dolar, koja je u prvom polugodištu 2007. bila veća od 5%, te općenito veće povjerenje ulagača u europsku valutu bili su posljedica očekivanja da je Fed dosegnuo neutralnu kamatnu stopu i da će se ona u prvom dijelu 2007., kao i u nastavku godine, zadržati na 5,25%, dok su pokazatelji iz eurozone upućivali na nastavak pooštavanja monetarne

Slika 6. Ključne europske i američke kamatne stope i kretanja tečaja EUR/USD

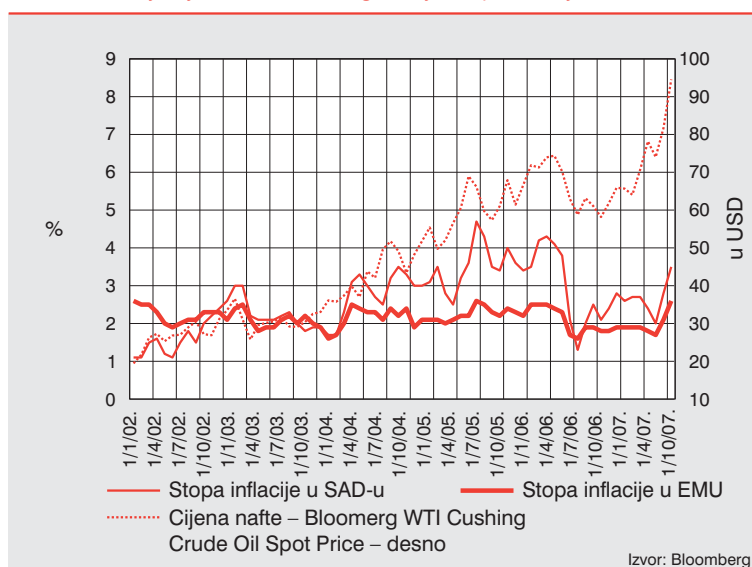


politike ESB-a i u prvom dijelu 2007. Osim toga, jačanje eura potkrijepili su i podaci o nastavku relativno snažnoga gospodarskog rasta eurozone, dok je američko gospodarstvo pokazivalo znakove usporavanja. Smanjenju vrijednosti dolara kontinuirano pridonosi i veliki manjak na tekućem računu američke platne bilance, a u drugom polugodištu 2007. znatno su joj pridonijeli i problemi na tržištu američkih drugorazrednih hipotekarnih kredita i korekcija na američkom tržištu nekretnina. Upravo je to potaknulo Fed da u rujnu snizi referentnu kamatnu stopu za 50, a u listopadu za još 25 baznih bodova, te se ona time spustila na 4,50%. Takva kretanja pridonijela su daljnjem slabljenju američkog dolara, pa je on na kraju listopada 2007. bio gotovo za 10% slabiji u odnosu na euro nego na kraju 2006.

Rast cijena sirove nafte na svjetskom tržištu jedna je od trajnih prijetnji svjetskom gospodarskom rastu, premda stručnjaci naglašavaju da su se industrijski razvijene zemlje dosad uspješno nosile s njihovim povećanjem, dok je mnogo veći teret toga povećanja pao na siromašne zemlje ovisne o uvozu energenata. Početak godine obilježio je pad cijena nafte ispod 60 američkih dolara za barel zbog povoljnih vremenskih prilika u svijetu. Međutim, zbog najave OPEC-a iz prosinca 2006. da će od veljače 2007. smanjiti dnevnu proizvodnju za pola milijuna barela te rasta potražnje i lošijih vremenskih prilika, cijene su se vrlo brzo vratile iznad 60 američkih dolara za barel te su se na tim razinama zadržale sve do lipnja kad su opet prešle 70 američkih dolara za barel. Unatoč tome, cijene nafte u prvom su dijelu 2007. bile niže nego u istom razdoblju prethodne godine što je rezultiralo smanjenim inflatornim pritiscima u većini zemalja, među kojima je i Hrvatska. Rast cijena nafte nastavio se i u srpnju zbog ispodprosječne iskorištenosti kapaciteta rafinerija i poteškoća u redovnom održavanju naftnih polja u Sjevernom moru, kao i zabrinutosti da američke rafinerije zbog velike potražnje za benzinom tijekom ljetnih mjeseci neće uspjeti proizvesti dovoljno loživa ulja za zimu. U kolovozu su pritisci na rast cijena nafte blago oslabjeli zbog pojave mogućnosti usporavanja rasta svjetskoga gospodarstva zbog krize na američkom tržištu drugorazrednih hipotekarnih kredita te činjenice da uragani u Meksičkom zaljevu nisu znatnije oštetili tamošnja naftna postrojenja. Međutim, pod utjecajem snažne potražnje za naftom i rasta napetosti na Bliskom istoku, koja je posljedica sukoba Turske i Kurda na iračkom teritoriju, tijekom rujna i listopada bilježene su povijesno najviše cijene nafte, koje su prelazile 94 američka dolara za barel.

Potražnja za naftom iz godine u godinu sve snažnije raste zbog znatno veće potrošnje gospodarstava u razvoju na čelu s Kinom i Indijom, kao i zbog natprosječnog rasta ukupnoga svjetskoga gospodarstva, s time da valja istaknuti da su na kretanje cijena nafte donekle utjecale i špekulativne aktivnosti dijela tržišnih sudionika. S obzirom na to da potražnja raste brže od proizvodnih kapaciteta, te zbog činjenice da je povećana proizvodnja uglavnom rezultat sve naprednije tehnologije koja se koristi na već postojećim naftnim poljima, dok je novih nalazišta nafte sve manje, očekuju se pritisci na rast cijena sirove nafte i u 2008. godini. Problemi svjetskoga financijskog sustava, rekordno slab dolar i najviše do tada zabilježene cijene sirove nafte na svjetskom tržištu rezultirali su početkom studenoga 2007. najvišom cijenom čistog zlata u posljednjih 28 godina, koja premašila 800 američkih dolara za uncu.

Slika 7. Kretanje cijene sirove nafte i godišnjih stopa inflacije u EMU i SAD-u



Drugi mogući rizik za ostvarenje predviđenih stopa gospodarskog rasta u svijetu posljedica je krize na američkom tržištu hipotekarnih kredita, čiji su razmjeri i utjecaj na ostale segmente gospodarstva još uvijek nepoznati. Ta zbivanja upućuju na važnost primjerene procjene rizika koju zahtijevaju niži kreditni standardi i ekspanzija investicijskih instrumenta zasnovanih na manje kvalitetnim hipotekarnim kreditima. Revalorizacija rizika i povećanje discipline na financijskim tržištima dugoročno su zdrava osnova za nastavak rasta i razvoja toga segmenta financijskog tržišta, ali će njegov kratkoročni oporavak ponajviše ovisiti o brzini ponovne uspostave normalne likvidnosti financijskog sustava. Osim toga, veliki rizik za svjetsko gospodarstvo i dalje je globalna financijska neravnoteža, s obzirom na to da ne postoje naznake da će se razlike između američkog manjka platne bilance i sve većih platnobilančnih viškova azijskih zemalja i zemalja izvoznica nafte u sljedećem razdoblju znatnije ublažiti.

Moguće usporavanje rasta najjačih svjetskih gospodarstava, daljnje širenje financijske krize i problemi s likvidnošću, pad vrijednosti dionica diljem svijeta, gubici dijela vodećih svjetskih banaka uzrokovani nemogućnošću naplate kredita od klijenata te gubici ostalih financijskih institucija na Hrvatsku bi mogli djelovati preko smanjenja priljeva u okviru kapitalnog računa platne bilance te pada izvoza zbog slabije potražnje iz tih zemalja. Eventualno usporavanje priljeva inozemnoga kapitala na Hrvatsku bi,

Tablica 2. Prognoze glavnih globalnih ekonomskih pokazatelja

Predviđanje MMF-a za 2008. godinu	BDP, realna godišnja stopa rasta	Inflacija, godišnja stopa	Saldo opće države, % BDP-a	Tekući račun platne bilance, % BDP-a
Svijet	4,8	3,6		
Najveće razvijene zemlje	1,9	1,9	-2,6	-1,9
EU	2,5	2,3	-1,2	-1,2
EMU	2,1	2,0	-2,6	-0,4
Tržišta u nastajanju	7,4	5,3		3,7
Srednja i Istočna Europa	5,2	4,1		-7,5

Izvor: MMF, *World Economic Outlook Database*, listopad 2007.

zbog velike vanjske ranjivosti uzrokovane velikim udjelom inozemnog duga u BDP-u i manjka platne bilance, imalo niz nepovoljnih učinaka kao što su smanjenje mogućnosti financiranja i vanjske likvidnosti zemlje, te s tim povezano jačanje inflatornih pritisaka i pritisaka na slabljenje tečaja kune prema euru. Neovisno o tome mogućem scenariju, očekuje se da će snažan rast cijena nafte i poljoprivrednih proizvoda znatno pojačati inflatorne pritiske u Hrvatskoj preko rasta cijena uvoznih, ali i domaćih proizvoda, što bi posebno moglo doći do izražaja u 2008.

4. Inozemni dug

Inozemni dug Republike Hrvatske na kraju lipnja 2007. godine iznosio je 30,8 mlrd. EUR što je za 3,1 mlrd. EUR (11,03%) više nego prije godinu dana, odnosno za 1,6 mlrd. EUR (5,45%) više nego na kraju 2006. godine. Udio inozemnog duga u BDP-u porastao je od lipnja 2006. do lipnja 2007. za 4,9 postotnih bodova, te je na kraju toga razdoblja iznosio 85,9%. Udio inozemnog duga u BND-u⁶ tijekom istih je godinu dana porastao je za 0,6 postotnih bodova, te je na kraju lipnja 2007. iznosio 88,2%, što prema kriterijima Svjetske banke Hrvatsku svrstava među visokozadužene zemlje⁷. Međutim, udio inozemnog duga u vrijednosti izvoza robe i usluga, koji je na kraju lipnja 2007. godine iznosio 174,4%, znatno je ispod razine od 220%, koja bi prema istim kriterijima bila naznaka pojave nelikvidnosti u inozemnim plaćanjima. Ipak, taj pokazatelj neprekidno raste još od 2001. godine kad je iznosio 126%. Relativno povoljan pokazatelj udjela inozemnog duga u izvozu robe i usluga Hrvatska može zahvaliti prije svega velikim prihodima od pruženih usluga u turizmu, za koje se očekuje da će nastaviti rasti i u sljedećem srednjoročnom razdoblju. U uvjetima u kojima se manjak u robnoj razmjeni iz godine u godinu povećava, sustavni rizik za međunarodnu likvidnost RH proizlazi iz činjenice da su, od svih deviznih prihoda, prihodi od turizma najosjetljiviji na negativne vanjske čimbenike.

Anualizirani teret otplate inozemnog duga mjerom otplate inozemnog duga i izvoza robe i usluga, koji je od 2003. godine pokazivao tendenciju rasta, u prvoj polovini 2007. godine blago je smanjen u odnosu na vrijednost iz 2006. godine (kad je iznosio 35,0%) te je iznosio 34,3%. To, međutim, znači da je Hrvatska i dalje prilično opterećena otplatama glavnice i kamata na inozemni dug. To blago smanjenje uzrokovano je prije svega smanjenjem otplate glavnice s osnove obveznica koje je država izdala u inozemstvu. Primjerice, samo u prvoj polovini 2006. godine država je otplatila 545,2 mil. EUR glavnice s te osnove, a u prvoj polovini 2007. s te je osnove otplatila samo 30,2 mil. EUR. Prihvatljivom gornjom granicom toga omjera smatra se 30%, što znači da RH prema vrijednosti ovog pokazatelja pripada skupini država koje su jako opterećene otplatama inozemnog duga.

6 Bruto nacionalni dohodak (BND) izvodi se kao zbroj bruto domaćeg proizvoda i salda na računu faktorskih dohodaka platne bilance.

7 Prema klasifikaciji Svjetske banke visokozadužene zemlje karakterizira visina inozemnog duga veća od 80% bruto nacionalnog dohotka i/ili veća od 220% prihoda od izvoza robe i usluga.

Tablica 3. Odabrani pokazatelji inozemne zaduženosti i vanjske likvidnosti RH

Pokazatelji stanja zaduženosti	31.12.2002.	31.12.2003.	31.12.2004.	31.12.2005.	31.12.2006.	30.6.2007.
Inozemni dug kao % BDP-a	61,9	75,8	80,0	82,4	85,3	85,9
Inozemni dug kao % BND-a	63,4	79,1	81,9	85,0	88,2	88,2
Inozemni dug kao % izvoza robe i usluga	136,1	151,4	161,0	168,6	171,7	174,4
Bruto međunarodne pričuve kao % inozemnog duga	37,3	33,0	28,1	28,9	29,9	29,8
Bruto međunarodne pričuve u mjeseci- ma pokrivenosti uvoza robe i usluga	4,9	5,2	4,8	5,1	5,3	5,4
Pokazatelji tijeka zaduženosti						
Otplate glavnice i kamata kao % izvoza robe i usluga ^a	29,8	21,3	22,0	24,4	35,0	34,3
Plaćanja kamata kao % izvoza robe i usluga ^a	5,7	4,7	4,5	4,6	4,9	5,3

^a Otplate glavnice i kamata uključuju otplatu glavnice dugoročnog duga, bez otplate glavnice s osnove trgovinskih kredita i izravnih ulaganja, te ukupnu otplatu kamata, bez otplate kamata s osnove izravnih ulaganja.
Izvor: HNB

Jednako kao i tijekom 2006. godine, kod ostalih je domaćih sektora⁸ u prvoj polovini 2007. zabilježen najveći nominalni porast inozemnog duga, koji je iznosio 1,4 mlrd. EUR (ili 15,1%). U relativnom smislu u promatranom razdoblju najviše su porasla izravna ulaganja⁹, i to za 17%, tj. za 482,8 mil. EUR, a njihov je udio u ukupnome inozemnom dugu na kraju lipnja 2007. iznosio 10,8%. Kod ostalih domaćih sektora u apsolutnom se smislu najviše povećao inozemni dug nefinancijskih poduzeća (uključujući javna, mješovita i ostala trgovačka društva), čime se nastavio trend snažnoga izravnog zaduživanja domaćih nefinancijskih poduzeća u inozemstvu započet tijekom 2005. godine. Tako su se nefinancijska poduzeća samo u prvih šest mjeseci 2007. dodatno zadužila za točno jednu milijardu eura, što je gotovo 70% cjelokupnog iznosa za koji su se zadužila tijekom cijele 2006. U relativnom se smislu, kod ostalih domaćih sektora, najviše povećao inozemni dug nebankarskih financijskih institucija, koji se tijekom prvih šest mjeseci 2007. godine povećao za oko 20%, tj. za 385,6 mil. EUR. Za usporedbu, tijekom prvih šest mjeseci 2006. godine inozemni dug nebankarskih financijskih institucija se, u odnosu na stanje na kraju 2005., također povećao za oko 20%, što je tada u apsolutnom iznosu bilo 268,1 mlrd. EUR.

Pod utjecajem mjera HNB-a s ciljem ublažavanja vanjskih neravnoteža, u razdoblju od lipnja 2006. do lipnja 2007. došlo je do apsolutnog smanjenja inozemnog duga banaka za 5,1%: u drugoj polovini 2006. godine dug je smanjen za 111 mil. EUR, a u prvoj polovini 2007. godine za još 418 mil. EUR. Nakon što je država¹⁰ u 2006. godini svoj dug smanjila za 5,5%, tijekom prve polovine 2007. godine njezin je dug prema inozemnim vjerovnicima blago povećan, i to za 1,5% (za 102,5 mil. EUR).

8 U ostale domaće sektore ulaze: ostale bankarske institucije, nebankarske financijske institucije, javna trgovačka društva, mješovita trgovačka društva, ostala trgovačka društva, neprofitne organizacije, obrtnici i trgovci te kućanstva.

9 Izravna ulaganja prikazuju dužničke transakcije između kreditora i dužnika ostalih sektora, koji su međusobno vlasnički povezani (minimalni vlasnički ulog je 10%).

10 Uključujući Republiku Hrvatsku, republičke fondove, lokalnu državu, te HBOR, s tim da su iz inozemnog duga HBOR-a isključena izravna ulaganja

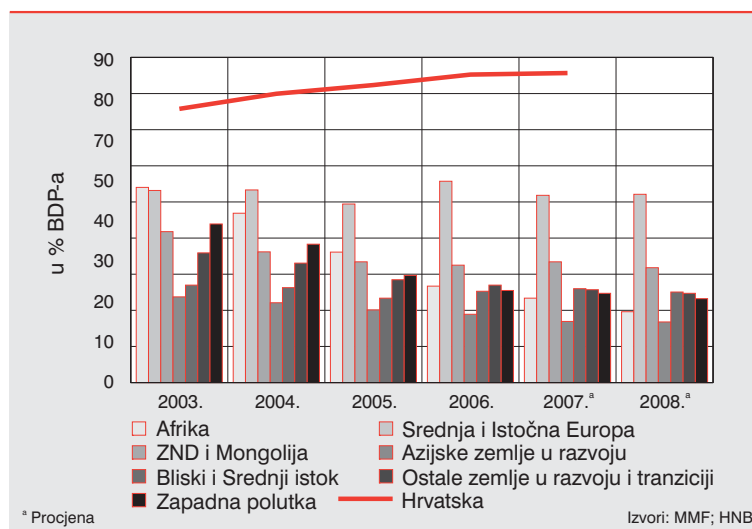
To se povećanje ponajviše odnosi na lipanjsko izdanje nove HBOR-ove obveznice na inozemnom tržištu u ukupnom iznosu od 250 mil. EUR.

Pritisak na teret otplate inozemnog duga RH vrši porast kamatnih stopa u EMU jer su inozemne obveze banaka uglavnom ugovorene uz promjenjivu kamatnu stopu koja se zasniva na EURIBOR-u. U okviru antiinflacijske strategije ESB je od kraja 2005. godine više puta podizao svoju ključnu kamatnu stopu, pa je ona na kraju lipnja 2007. bila dvostruko viša nego na kraju 2005. i iznosila je 4,00%. Osim navedenog rasta europskih kamatnih stopa, u posljednje četiri godine prisutan je i rast američkih kamatnih stopa, što bi također moglo imati negativne posljedice na povećanje tereta otplate inozemnog duga RH jer bi mogao dovesti do preusmjerenja sredstva globalnih ulagača u ta područja. U prilog toj tvrdnji ide i činjenica da je došlo do povećanja zahtijevane stope prinosa na dug zemalja poput Hrvatske. U posljednje dvije godine zahtijevani prinos na hrvatske euroobveznice s dospijecem 2009. te 2011. godine povećao se s 2,87%, odnosno 3,26%, na 4,64%, odnosno 4,78%. Takva kretanja mogla bi imati dodatni negativan utjecaj na teret otplate već akumuliranoga inozemnog duga, koji bi, uz nastavak postojećeg rasta inozemnog duga, mogao prouzročiti i deprecijacijske pritiske na kunu.

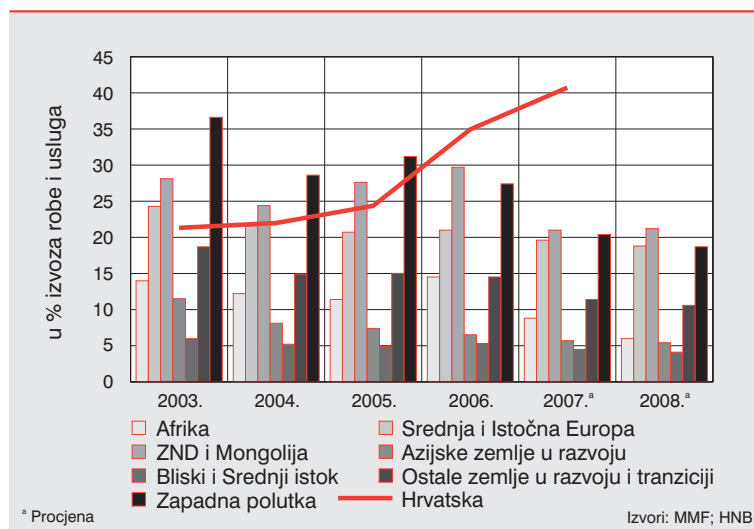
Prema udjelu inozemnog duga u BDP-u Hrvatska i dalje pripada krugu najzaduženijih zemalja. Naime, prema podacima za kraj 2006. godine najzaduženija regija svijeta prema udjelu inozemnog duga u BDP-u i dalje je Srednja i Istočna Europa, kod koje se taj pokazatelj već duži niz godina kreće na razini od oko 50% BDP-a, što je znatno manje od vrijednosti toga pokazatelja za Hrvatsku. Još je važnija činjenica da se kod svih promatranih regija udio inozemnog duga u BDP-u u posljednjih nekoliko godina smanjuje ili stagnira što se prema procjeni Međunarodnoga monetarnog fonda predviđa i za 2007. i 2008. godinu.

Hrvatska je i prema visokoj razini tereta otplate inozemnog duga polako počela odskakati i iznad prosjeka za skupinu zemalja Srednje i Istočne Europe kojoj pripada, i u odnosu na sve promatrane regije.

Slika 8. Inozemna zaduženost u Hrvatskoj i u svijetu



Slika 9. Teret otplate inozemnog duga u Hrvatskoj i u svijetu



5. Javni dug

Udio duga opće države u BDP-u, bez neaktiviranih jamstava, na kraju lipnja 2007. godine činio je 39,7% BDP-a. Tijekom 2006. i prvog polugodišta 2007. vrijednost toga pokazatelja se, nakon neprekidnoga višegodišnjeg rasta, smanjila (na kraju 2005. godine dug opće države iznosio je 43,8% BDP-a, a na kraju 2006. 41,0% BDP-a). To je prije svega posljedica nastavka fiskalne konsolidacije zbog koje je dug opće države tijekom prvog polugodišta 2007. godine blago porastao za 1,7 mlrd. kuna. Među uspoređenim zemljama Srednje i Istočne Europe najveća procijenjena vrijednost udjela duga opće države u BDP-u na kraju lipnja 2007. godine zabilježena je u Mađarskoj (67,4%) i Poljskoj (48,1%).

Ukupna zaduženost javnog sektora (dug opće države i HBOR-a, bez neaktiviranih ostalih državnih jamstava¹¹) porasla je tijekom prvog polugodišta 2007. za 3,2 mlrd. kuna, te je na kraju lipnja 2007. godine iznosila 113,5 mlrd. kuna, odnosno 43,2% vrijednosti BDP-a, što je smanjenje udjela ove mjere javnog duga u BDP-u za 0,9 postotnih bodova u odnosu na stanje na kraju 2006. Ako javnom dugu pridodamo i ostala izdana državna jamstva u iznosu od 14,9 mlrd. kuna¹², tada je ukupni javni dug na kraju lipnja 2007. godine iznosio 128,4 mlrd. kuna, tj. 48,8% vrijednosti BDP-a, što je također smanjenje udjela javnog duga u BDP-u u usporedbi s njegovim udjelom na kraju 2006. godine.

Kao što je uvriježeno već dulje vrijeme, i u prvom polugodištu 2007. cjelokupno se povećanje zaduženosti javnog sektora (dug opće države, ne uključujući izdana dr-

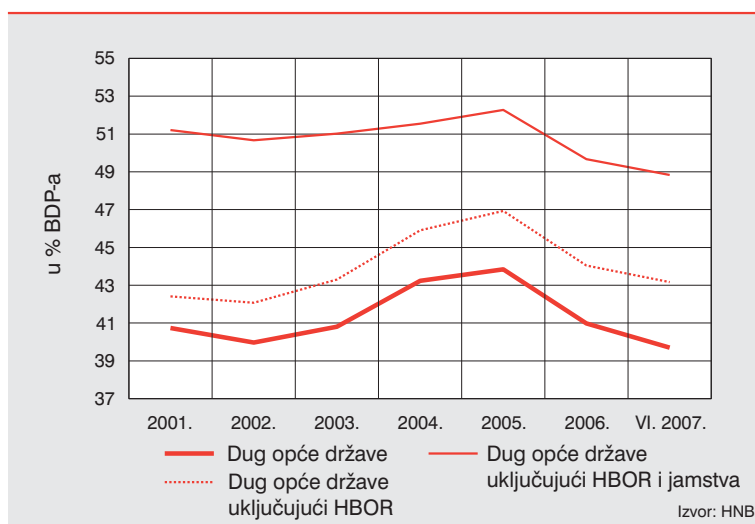
11 U izdana državna jamstva uključuje se i dug HBOR-a jer za njega u cijelosti jamči država.

12 Takvu definiciju javnog duga daje Zakon o proračunu (NN, br. 96/2003.).

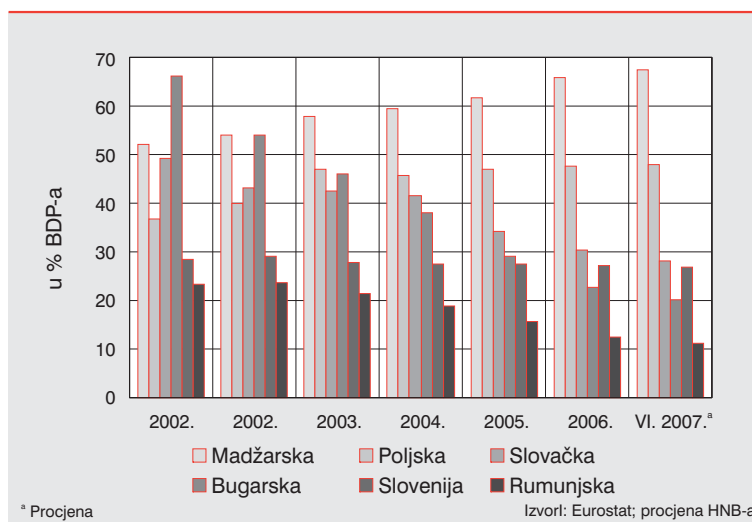
žavna jamstva) odnosilo na zaduživanje na domaćem financijskom tržištu. Međutim, HBOR je u lipnju 2007. izdao obveznicu na inozemnom tržištu u ukupnom iznosu od 250 mil. EUR. Do tada se u više navrata pojavljivao na međunarodnim financijskim tržištima, a prethodni put izdao je obveznicu u inozemstvu u srpnju 2006. godine. Iako je inozemna sastavnica duga javnog sektora, uključujući sva jamstva, tijekom prvog polugodišta 2007. povećana za 274,6 mil. kuna, njezin se udio u BDP-u smanjio za jedan postotni bod i na kraju lipnja iznosio je 21,3%. Istodobno je domaća sastavnica duga uvećana je za 3,7 mlrd. kuna i na kraju lipnja 2007. njezin je udio u BDP-u iznosio 27,5%.

Premda je udio inozemnog u ukupnom javnom dugu (dug opće države, uključujući sva jamstva) na kraju prvog polugodišta 2007. bio do sada najmanji (iznosio je 43,7%), njegov i nadalje značajan udio u ukupnom javnom dugu državu čini osjetljivom na

Slika 10. Zaduženost javnog sektora



Slika 11. Dug opće države u zemljama Srednje i Istočne Europe



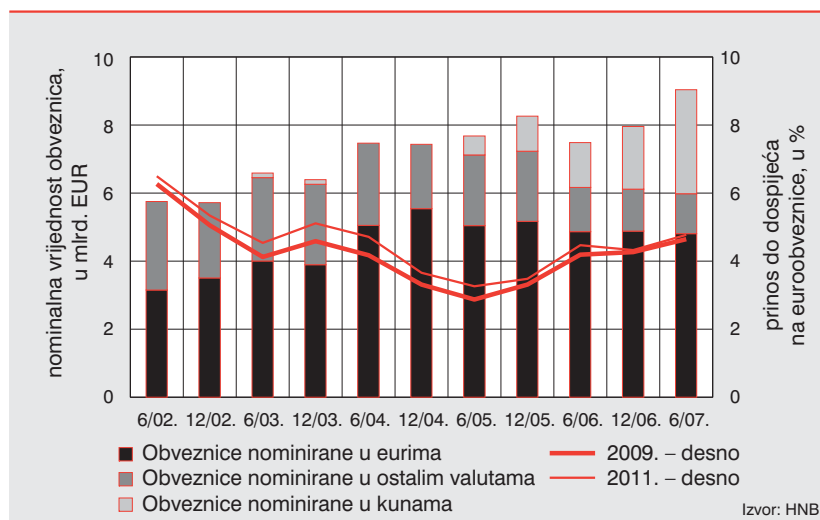
rizik kamatnih stopa kod inozemnog refinanciranja. Taj se rizik već počeo materijalizirati kroz porast prinosa na hrvatske euroobveznice, koji je započeo sredinom 2005. godine, a nastavljen je i u prvih šest mjeseci 2007. godine. S druge pak strane, prinosi do dospijea pri izdavanju državnih obveznica izdanih na domaćem tržištu su se smanjili. Tako je, primjerice, prinos do dospijea pri izdavanju desetogodišnje kunske obveznice iz prosinca 2005. iznosio 5,25%, a prinos za obveznicu istih značajki izdanu u veljači 2007. godine iznosio je 4,91%. Rizik kamatnih stopa prisutan je i kod domaćih kreditnih obveza države s varijabilnom kamatnom stopom. Naime, udio dugoročnih kredita banaka čija se kamatna stopa može promijeniti u roku kraćem od godine dana u ukupnim kreditima banaka odobrenim državnim jedinicama u posljednje tri godine osjetno je porastao, i to s oko 60% na više od 80%, a samo tijekom prvog polugodišta 2007. dodatno je porastao za oko 3,5 postotnih bodova, te je na kraju lipnja iznosio 88,1% ukupnih dugoročnih kredita banaka.

Država je, osim navedenog rizika od porasta kamatnih stopa pri refinanciranju, i dalje izložena znatnom valutnom riziku. On je prisutan i pri zaduživanju države na domaćem tržištu: udio deviznih bankovnih kredita državnim jedinicama, uključujući kunske kredite s valutnom klauzulom, u ukupnim dugoročnim kreditima državnim jedinicama, u prvom polugodištu 2007. porastao je za oko 2 postotna boda, te je na kraju lipnja iznosio čak 85,6%. Udio nominalne vrijednosti državnih i municipalnih obveznica nominiranih u stranoj valuti (čiste eurske obveznice i obveznice vezane uz tečaj eura) u ukupnom iznosu takvih obveznica izdanih na domaćem tržištu iznosio je na kraju lipnja 2007. godine 45,5% što je za 13 postotnih bodova manje nego na kraju 2006. godine i njegovo je prvo smanjenje ispod 50%.

Radi stabiliziranja troškova servisiranja javnog duga strategija upravljanja javnim dugom za 2007. godinu¹³ predviđa optimiziranje strukture i smanjenje rizika portfelja državnog duga te unaprjeđenje trgovanja i razvoj infrastrukture na domaćem tržištu državnih vrijednosnih papira. Optimiziranje strukture prije svega se odnosi na ročnu i valutnu strukturu javnog duga. Optimiziranje ročne strukture ogleda se u nastojanju da se smanji iznos duga koji dospijeva u idućih 12 mjeseci i duga s promjenjivom kamatnom stopom na 33% ukupnog duga. Što se tiče valutne strukture, planirano je da će financiranje najvećim dijelom biti usmjereno na kunske izvore kako bi se udio duga nominiranog u stranoj valuti spustio na oko 40% do 2009. godine. S ciljem smanjenja svoje valutne izloženosti ni tijekom prve polovine 2007. država nije izdala obveznice nominirane u stranoj valuti. Država je u veljači 2007. izdala 2,5 mlrd. kuna vrijednu prvu tranšu desetogodišnje kunske obveznice, čija je druga tranša, u vrijednosti 3 mlrd. kuna, izdana u srpnju, pa je integralna nominalna vrijednost ove obveznice narasla na 5,5 mlrd. kuna. Ta obveznica druga je izdana kunska desetogodišnja državna obveznica nakon one izdane u prosincu 2005. Osim što su ovakva izdanja državnih obveznica značajna za produljivanje kunske krivulje prinosa, važna su i zbog usklađivanja gospodarstva RH s četvrtim maastrichtskim kriterijem koji se odnosi na stabilnost dugoročnih kamatnih stopa država članica EU.

13 Godišnje izvješće i strategija upravljanja javnim dugom, MF RH, 2007., str. 23 – 27

Slika 12. Obveznice RH i prinosi na euroobveznice



6. Nefinancijska poduzeća¹⁴

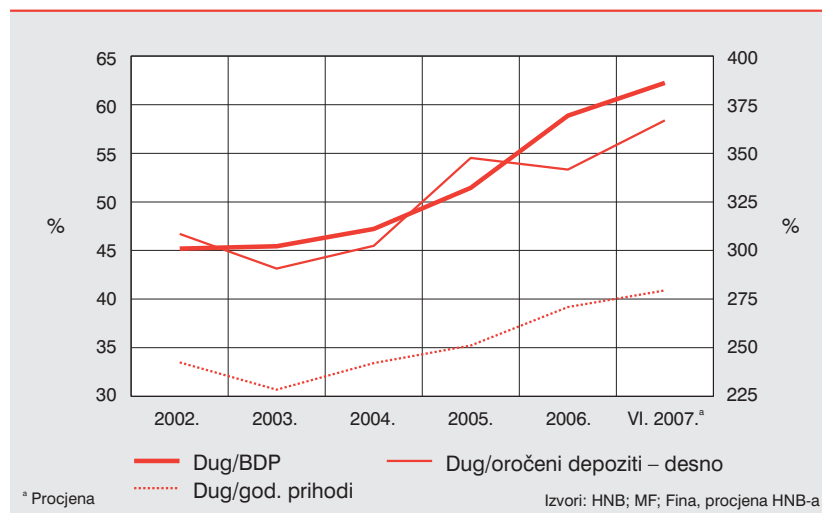
Zaduženost sektora nefinancijskih poduzeća u prvom polugodištu 2007. godine nastavila je rasti brže od BDP-a, pa se vrijednost njihova ukupnog duga do kraja lipnja popela na 163,7 mlrd. kuna, tj. na 62,2% BDP-a. To je najviša do tada zabilježena vrijednost toga pokazatelja. Godišnja stopa rasta zaduženosti nefinancijskih poduzeća u razdoblju od lipnja 2006. do lipnja 2007. bila je do sada najviša – iznosila je 24,5%. U strukturi duga najveći udio i dalje otpada na dug prema bankama, koji je na kraju lipnja iznosio 55,6% ukupnog duga. Rast duga prema bankama (21,8% na godišnjoj razini) praćen je i nešto bržim rastom kamatnih troškova plaćenih bankama (23,1%) što ujedno pokazuje i umjereno ubrzanje rasta kamata u odnosu na 2006. godinu. Inozemni dug bio je komponenta duga nefinancijskih poduzeća koja je najbrže rasla: krajem lipnja 2007. zabilježena je godišnja stopa njegova rasta od 31,3%. Zahvaljujući takvom rastu, udio inozemnog duga u ukupnom dugu nefinancijskih poduzeća porastao je s 36,5% s kraja 2006. na 37,2% na kraju lipnja 2007. Blago povećanje udjela u ukupnom dugu nefinancijskih poduzeća u prvoj polovini 2007. zabilježeno je i kod duga prema društvima za lizing (s 5,34% na kraju 2005. na 5,72% na kraju lipnja 2007.).

Usporeni rast depozita trgovačkih društava doveo je do pogoršanja omjera duga nefinancijskih poduzeća i njihovih oročenih depozita položenih kod banaka. Taj je po-

¹⁴ Državni zavod za statistiku ne izrađuje konsolidiranu bilancu za sektor nefinancijskih poduzeća, a središnja banka ne izrađuje financijski pregled, već samo monetarni pregled, pa je financijsku imovinu i obveze sektora nefinancijskih poduzeća moguće tek grubo procijeniti na osnovi monetarnog pregleda i nekonsolidiranih bilanci financijskih institucija. Dodatni izvor za procjenu imovine, obveza te primanja i izdataka sektora nefinancijskih poduzeća su nekonsolidirani godišnji financijski izvještaji poduzetnika koja prikuplja Financijska agencija.

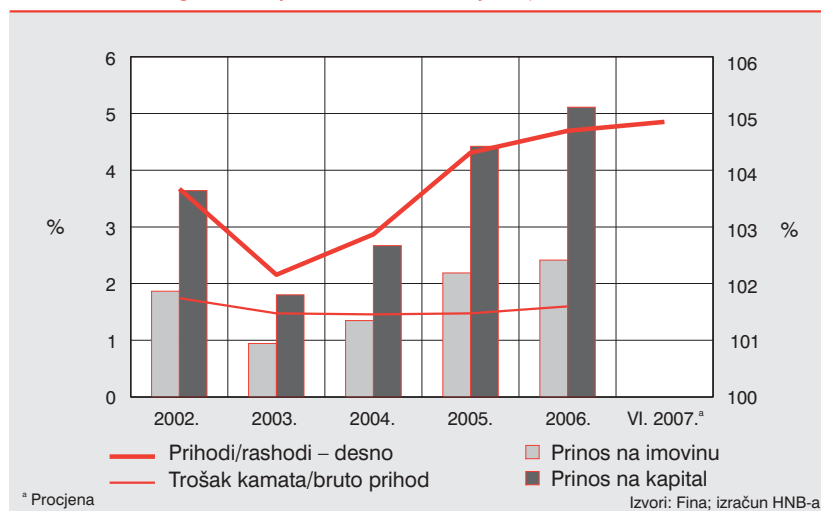
kazatelj, nakon smanjenja zabilježenog u 2006. godini, u prvom polugodištu 2007. ponovo porastao te je na kraju lipnja iznosio 366,9%. Međutim, valja imati u vidu da su se u posljednjih nekoliko godina znatno povećale mogućnosti poduzeća u RH za ulaganje u druge vrste financijske imovine (investicijski fondovi, vrijednosni papiri), pa je vrijednost toga pokazatelja danas možda podcijenjena.

Slika 13. Zaduženost nefinancijskih poduzeća, na kraju razdoblja



Rast ukupne zaduženosti sektora nefinancijskih poduzeća za sada nije utjecao na pogoršanje pokazatelja njihova financijskog rezultata, već se on zadržao na relativno visokoj razini. Prema procjeni na osnovi podataka Fine o poslovnom rezultatu svih hrvatskih poduzetnika u prvom polugodištu 2007. godine pokazatelj omjera prihoda i rashoda (prije oporezivanja) nefinancijskih poduzeća trebao bi iznositi 104,9%, što bi bila njegova najviša do sada ostvarena razina. Međutim, tijekom 2006. i prvog polugodišta 2007. taj je pokazatelj rastao znatno sporije nego u 2004. i 2005. godini.

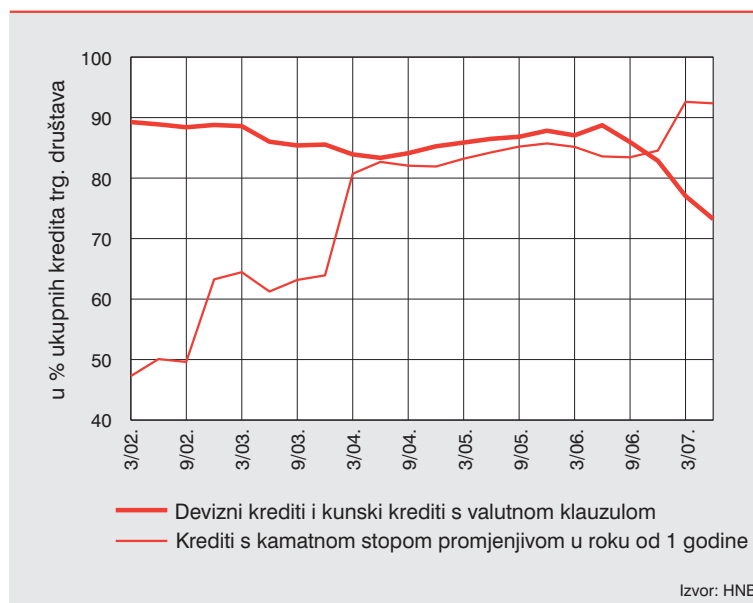
Slika 14. Teret duga i financijski rezultat nefinancijskih poduzeća



Najvažniji rizici financiranja kojima su izložena nefinancijska poduzeća u RH su valutni i kamatni rizik. Udio deviznih bankovnih kredita trgovačkim društvima, uključujući kunske kredite s valutnom klauzulom, u ukupnim dugoročnim kreditima trgovačkim društvima iznimno je velik, iako se u lipnju 2007. spustio na svoju do tada najnižu zabilježenu razinu, na 73,2%, što je znatno smanjenje u odnosu na 82,9% koliko je iznosio na kraju 2006. Tom smanjenju pridonijela je veća ponuda kunskih kredita od domaćih banaka koju su potaknule nove regulatorne mjere središnje banke iz 2006., osobito promjena odluke o adekvatnosti kapitala banaka kojom su povećani ponderi rizika za potraživanja u stranoj valuti i za potraživanja vezana za stranu valutu od klijenata s neusklađenom deviznom pozicijom. Stabilni tečaj kune prema euru tijekom prvog polugodišta 2007. godine nije dodatno utjecao na rast izloženosti nefinancijskih poduzeća u RH valutnom riziku.

Što se tiče rizika kamatnih stopa, treba ukazati na veliki udio dugoročnih kredita banaka odobrenih trgovačkim društvima čija se kamatna stopa može promijeniti u roku kraćem od godine dana. Izloženost nefinancijskih poduzeća tom riziku, nakon blagog smanjenja tijekom prošle godine, u prvom polugodištu 2007. osjetno je porasla. S druge strane, porasla i je izloženost kamatnom riziku: udio dugoročnih kredita banaka s promjenjivom kamatnom stopom porastao je sa 84,5% na 92,3%.

Slika 15. Izloženost trgovačkih društava valutnom i kamatnom riziku



Uzrok ovom povećanju mogao bi, među ostalim, biti i u tome da su banke zbog utjecaja rizika porasta kamatnih stopa na globalnom financijskom tržištu smanjile razdoblje u kojem je kamatna stopa na njihove kredite fiksna, te je na taj način velik dio toga rizika prevaljen na bankovne dužnike. Osim toga, rast globalnih dugoročnih kamatnih stopa utjecao je na porast domaćih dugoročnih kamatnih stopa na kredite trgovačkim društvima s valutnom klauzulom, koje su tijekom prvog polugodišta 2007. dosegnule svoju najvišu razinu u posljednje tri godine.

7. Stanovništvo

Sektor stanovništvo nastavio se intenzivno zaduživati i tijekom prvog polugodišta 2007. godine što je dovelo do daljnjeg porasta pokazatelja njegove zaduženosti. Tako je procijenjena ukupna zaduženost stanovništva, koja uključuje dug ovog sektora prema bankama, stambenim štedionicama, društvima za lizing, društvima za osiguranje i štedno-kreditnim zadrugama te inozemni dug, porasla s 40,3% BDP-a, koliko je iznosila na kraju 2006., na 43,2% BDP-a na kraju lipnja 2007. godine. U odnosu prema procijenjenoj godišnjoj masi neto plaća, dug stanovništva porastao je sa 117,4% na kraju 2006. na 126,6% na kraju lipnja 2007. godine, a prosječna je zaduženost po zaposlenom tijekom prve polovine 2007. porasla za više od 5.000 kuna, pa je na kraju lipnja 2007. iznosila oko 74.000 kuna. Istodobno je štednja stanovništva u poslovnim bankama rasla sporije, pa je omjer duga i oročenih depozita stanovništva do kraja lipnja 2007. porastao na oko 139%. Međutim, valja uzeti u obzir da je u prvom polugodištu 2007. nastavljen trend osjetnog porasta ulaganja stanovništva u alternativne oblike ulaganja sredstava kao što su investicijski fondovi te izravno na tržište kapitala, pa je omjer ukupnog duga i ukupne financijske imovine stanovništva manji, ali o tome nema statističkih podataka.

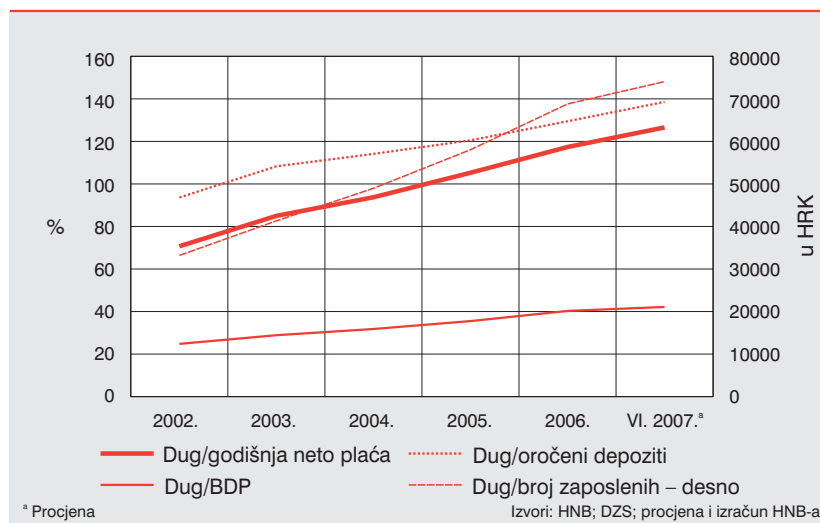
Procijenjena ukupna zaduženost stanovništva na kraju lipnja 2007. godine porasla je za 22,4% u odnosu na kraj lipnja prethodne godine, što je ipak nešto sporiji rast nego tijekom 2006. godine kad je on iznosio 22,7%. Dug prema poslovnim bankama i dalje je najznačajnija kategorija zaduženosti stanovništva s udjelom od oko 94%, koji se vrlo blago smanjuje od 2002. godine kad je iznosio 96%. Tome je pogodovalo i blago smanjenje i dalje snažne stope rasta bankovnih kredita stanovništvu, koja je na kraju prvog polugodišta 2007. na godišnjoj razini iznosila 21,1%, a u 2006. godini 21,8%. Iako je u usporedbi s većinom novih država članica EU, godišnja stopa rasta bankovnih kredita stanovništvu u Hrvatskoj relativno niska¹⁵, razina duga stanovništva prema bankama iskazanog u eurima u odnosu prema BDP-u u Hrvatskoj je i dalje gotovo dvostruko viša nego u tim zemljama. Tako je na kraju lipnja 2007. godine omjer kredita poslovnih banaka stanovništvu prema BDP-u (izraženo u eurima) za Hrvatsku iznosio 40,0%, a u ostalim uspoređenim zemljama Srednje i Istočne Europe taj se omjer kretao u rasponu od 15% do 23%.

Daljnji razvoj bankarskih sustava i vrlo vjerojatni nastavak snažnijega godišnjeg rasta potraživanja od stanovništva, po stopama koje su kod nekih zemalja veće i od 50% (pogotovo kad se uzme u obzir da je vlasnička struktura bankarskih sektora u tim državama vrlo slična onoj u Hrvatskoj), uskoro bi ipak trebao dovesti do smanjenja razlike u stupnju zaduženosti stanovništva novih članica EU i Hrvatske.

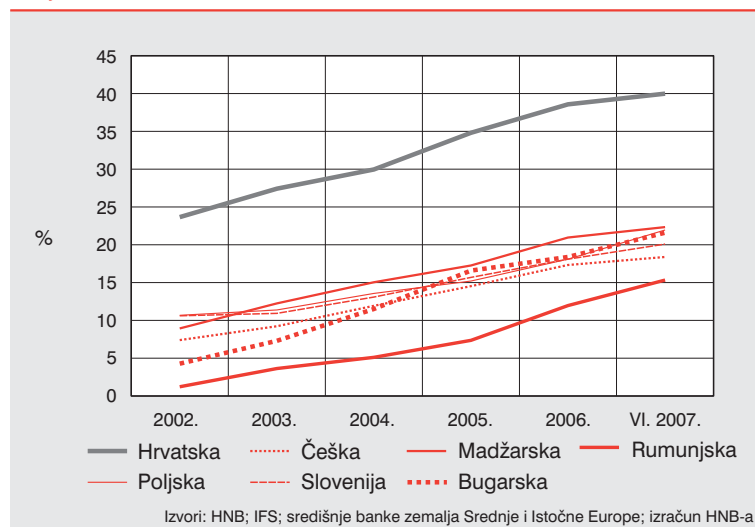
Usporedo s većom zaduženošću, stanovništvo u Hrvatskoj relativno više štedi u bankama od stanovništva uspoređenih zemalja Srednje i Istočne Europe. Međutim, uz bankovnu štednju, u 2006. godini i prvoj polovini 2007. godine u Hrvatskoj je uzelo

¹⁵ Od 2005. godine stopa rasta potraživanja banaka od stanovništva u Hrvatskoj niža je nego u Sloveniji, Mađarskoj, Poljskoj, Češkoj, Slovačkoj, Rumunjskoj i Bugarskoj.

Slika 16. Zaduženost stanovništva



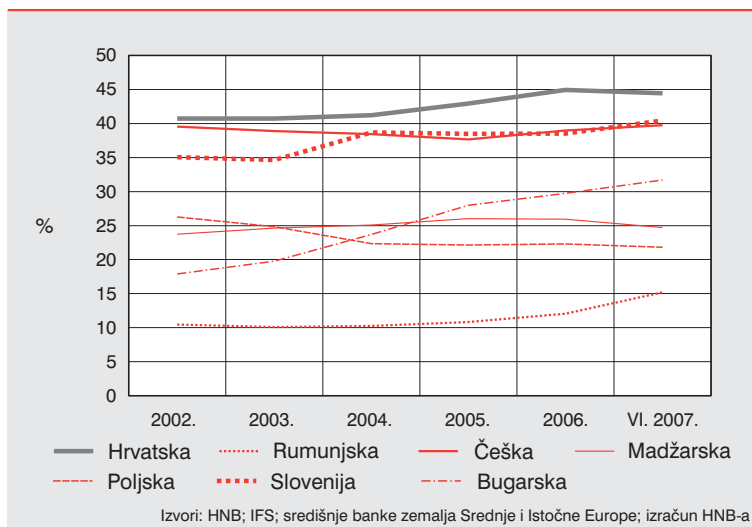
Slika 17. Potraživanja banaka od stanovništva u Srednjoj i Istočnoj Europi, stanje kredita/BDP u EUR



maha ulaganje u investicijske fondove, među kojima ulaganja stanovništva postaju sve značajnija, te izravno ulaganje stanovništva na tržištu kapitala. Zbog toga su bankovni depoziti stanovništva u Hrvatskoj u odnosu prema BDP-u tijekom prvog polugodišta 2007., nakon višegodišnjega uzastopnog rasta ovog pokazatelja, blago smanjeni, pa su na kraju lipnja iznosili 44,5% BDP-a (za usporedbu, na kraju 2006. iznosili su 44,9% BDP-a). U promatranim zemljama taj se omjer na kraju lipnja 2007. kretao između 15% u Rumunjskoj i 40% u Sloveniji i Češkoj.

Oročeni depoziti stanovništva u stambenim štedionicama tijekom prvog polugodišta 2007. godine smanjili su se za 248,2 mil. kuna (na 5,6 mlrd. kuna) što pokazuje da se nastavlja trend opadanja interesa za štednju u ovom tipu institucija. Primjerice, tijekom 2005. godine oročeni depoziti stanovništva u stambenim štedionicama imali su rast od 786,5 mil. kuna, a tijekom 2006. od samo 288,9 mil. kuna, gotovo tri puta

Slika 18. Depoziti stanovništva u Srednjoj i Istočnoj Europi, stanje depozita/BDP u domaćim valutama

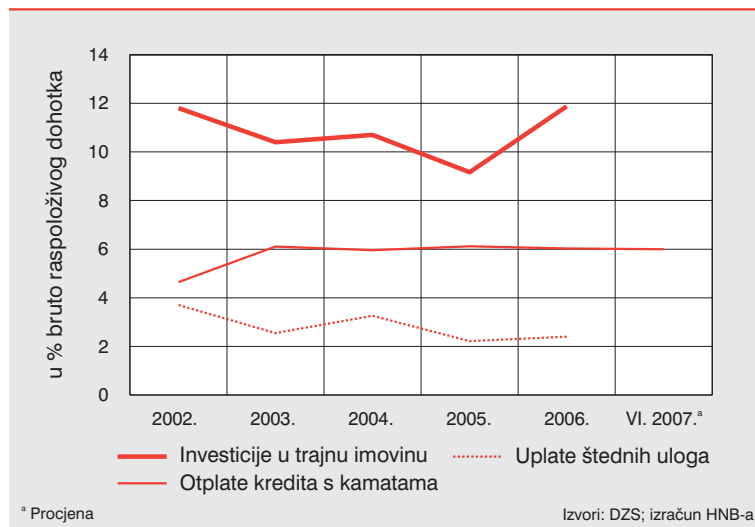


manje, odnosno čak pet puta manje od prirasta u 2004. godini, koji je iznosio 1,46 mlrd. kuna. Osnovni je razlog smanjenje državnih poticaja na stambenu štednju, uz istodobno vrlo visoke prinose na druge vrste ulaganja.

Stambeni krediti bili su i u prvom polugodištu 2007. godine jedan od dijelova kreditnog portfelja banaka s najbržim rastom, iako je taj rast na godišnjoj razini blago usporen. Naime, tijekom 2006. godine ti su krediti ukupno porasli za 34,4%, a u razdoblju od kraja lipnja 2006. do kraja lipnja 2007. njihov je rast smanjen na 29,0%. Od ukupnog porasta bankovnih kredita stanovništvu u prvom polugodištu 2007. gotovo se polovina (4,1 mlrd. kuna) odnosila upravo na stambene kredite. Udio stambenih kredita u ukupnim bankovnim kreditima stanovništvu nastavio se kretati uzlaznim trendom koji traje još od sredine 2002. godine, te je na kraju lipnja 2007. dosegnuo 40,2%, što je blagi porast u odnosu na 39,5% s kraja 2006. godine. Osim stambenih kredita banaka, i stambeni krediti stambenih štedionica su porasli, pa su na kraju lipnja 2007. bili za 85,1% veći, na godišnjoj razini, što je ipak manje od rasta od 125% koliki je zabilježen u 2006. Nastavljeni rast stambenoga kreditiranja može se objasniti izrazito velikom potražnjom za stanovima u Hrvatskoj, osobito u Zagrebu i u priobalnom području, a njegovo blago usporavanje u posljednje vrijeme moglo bi biti posljedica izrazitog rasta cijena stambenog prostora i podizanja kamatnih stopa banaka koje nije zaobišlo ni stambene kredite. Osim toga, došlo je do pooštrenja mjera HNB-a koje se odnose na upravljanje kreditnim rizikom.

Unatoč porastu zaduženosti stanovništva mjerene različitim pokazateljima, agregatni pokazatelj tereta otplate duga DZS-a iz Ankete o potrošnji kućanstava još uvijek nije zabrinjavajući. Tako je anualizirani teret otplate glavnice s kamatama u odnosu prema bruto raspoloživom dohotku kućanstava na kraju lipnja 2007. godine iznosio 6%, kao i na kraju 2006. godine. Međutim, drugi podaci pokazuju da se teret otplate ipak povećava: otplata kamata u odnosu prema bruto raspoloživom dohotku stanovništva porasla je sa 7,0% na kraju 2006. na 7,4% na kraju prvog polugodišta 2007.

Slika 19. Uporaba sredstava kućanstava

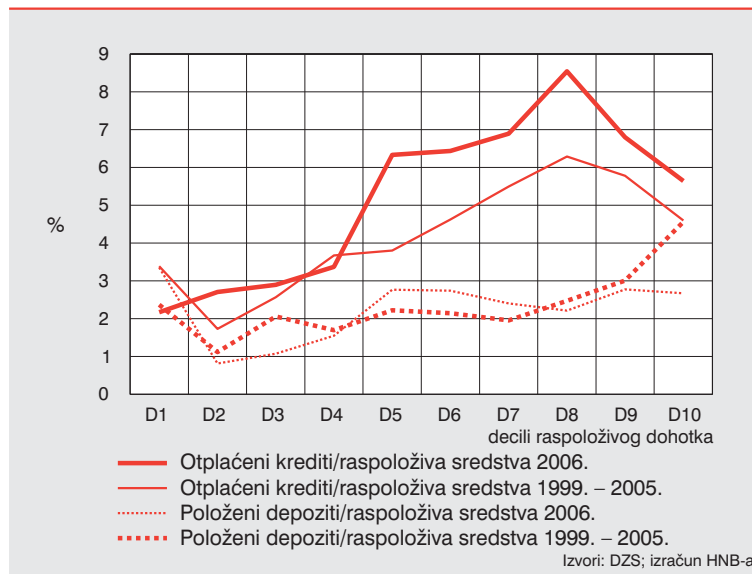


Sadašnja stagnacija toga pokazatelja bi se u idućem razdoblju vrlo lako mogla promijeniti jer je već u drugoj polovini 2006. trend smanjenja kamatnih stopa banaka gotovo zaustavljen, a neke su banke već počele podizati svoje kamatne stope. Vagana kamatna stopa na dugoročne kredite stanovništvu s valutnom klauzulom se tijekom prvog polugodišta 2007. spustila na svoju do sada najnižu zabilježenu razinu, ali je nakon toga slijedio njezin rast, koji se, prema najnovijim saznanjima, nastavio i u ostatku godine.

Osim agregatnog pokazatelja tereta otplate duga stanovništva, teret duga stanovništva korisno je promotriti i prema decilima raspoloživog dohotka stanovništva. Za tu analizu raspoloživi su podaci DZS-a od 1999. do 2006. Ona pokazuje da je najveći teret otplate duga s obzirom na otplaćene kredite i položene depozite prisutan kod sedmoga i osmog decila bruto raspoloživog dohotka stanovništva. Riječ je uglavnom o mlađoj i obrazovnijoj populaciji u radnom odnosu koji ima obilježja nesamostalnog rada, kod koje je potražnja za kreditima najveća, a koja istodobno relativno malo štedi. Primjerice, populacija trećega i četvrtog decila prema raspoloživom dohotku štedi gotovo kao i populacija unutar petoga, šestoga i sedmog decila, ali je istodobno opterećena nekoliko puta manjim teretom otplate duga. Najbogatiji segment populacije, unutar devetoga i desetog decila, manje je opterećen otplatama duga te istodobno dosta štedi, što je u skladu s očekivanjima.

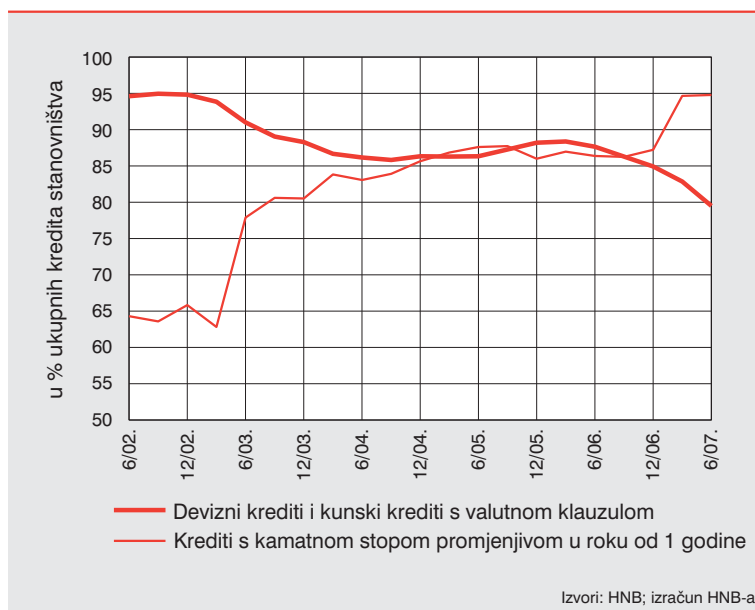
Tijekom prvog polugodišta 2007. godine nastavljen je trend smanjenja udjela kredita stanovništvu vezanih uz tečaj strane valute u ukupnoj bruto vrijednosti dugoročnih kredita poslovnih banaka stanovništvu započeo u 2006. godini. Samo tijekom prvog polugodišta 2007. godine taj je udio smanjen za osjetna 5,4 postotna boda (primjerice, tijekom cijele 2006. godine ovaj je udio smanjen za 3,3 postotna boda) i na kraju lipnja 2007. godine iznosio je 79,5% što je njegova najniža do sada zabilježena razina. Uzroci tome smanjenju zacijelo se nalaze i u promjeni odluke središnje banke o adekvatnosti kapitala banaka kojom su povećani ponderi rizika za potraživanja

Slika 20. Distribucija tereta duga i štednje stanovništva prema raspoloživom dohotku



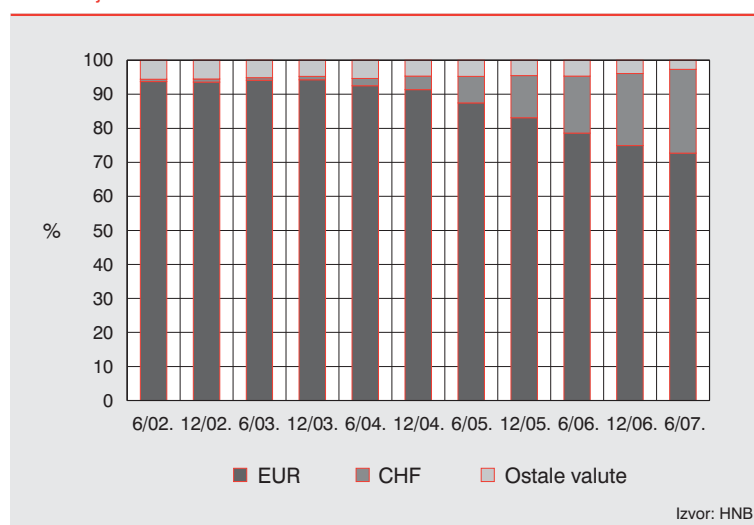
u stranoj valuti i potraživanja vezana za stranu valutu od dužnika s neusklađenom deviznom pozicijom. Uz to, intenzivnije kunsko kreditiranje može se povezati i sa snažnom dokapitalizacijom banaka (u kunama) koja je dovela do promjene valutne strukture njihovih izvora. Unatoč činjenici da se taj omjer znatno smanjio u odnosu na kraj 2001. godine, kad je iznosio više od 97%, on je zbog specifičnosti hrvatskoga gospodarstva još uvijek velik, zbog čega je stanovništvo i nadalje jako izravno izloženo visokoj razini valutnog rizika.

Slika 21. Izloženost stanovništva valutnom i kamatnom riziku



Valutni rizik sektora stanovništvo i dalje se pojačava s porastom udjela kredita vezanih uz švicarske franke, čiji je kunkski tečaj znatno kolebljiviji od kunkskog tečaja eura. Udio kredita domaćemu nefinancijskom sektoru vezanih uz švicarski franak u ukupnim deviznim kreditima i kreditima s valutnom klauzulom, čiji najveći dio čine krediti stanovništvu, kontinuirano raste od 2004. godine. Na kraju prvog polugodišta 2007. iznosio je 24,6%, a to je za 3,4 postotna boda više nego na kraju 2006. godine, tj. za 7,9 postotnih bodova više u odnosu na kraj lipnja 2006., što je ipak na godišnjoj razni usporevanje rasta s obzirom na to da je tijekom 2006. porastao za 8,8 postotnih bodova. Na smanjenje potražnje za kreditima djelovao je i porast aktivnih kamatnih stopa koje banke zaračunavaju na kredite vezane uz švicarske franke.

Slika 22. Valutna struktura kredita s valutnom klauzulom i deviznih kredita nefinancijskom sektoru



Stanovništvo je izravno izloženo valutnom riziku zbog čega banke moraju voditi računa i o neizravnom valutnom riziku koji proizlazi iz valutne neusklađenosti prihoda klijenata i njihovih obveza prema bankama. Valutno inducirani kreditni rizik (VIKR) sastavni je dio kreditnog rizika koji je povezan s valutom u kojoj se kredit ili drugi plasman odobrava i svojstven je svim euroiziranim (dolariziranim) bankarskim sustavima kakav je i hrvatski. HNB je u svibnju 2006. objavio Smjernice za upravljanje valutno induciranim kreditnim rizikom, a podaci o njemu prikupljaju se od lipnja iste godine. Ti podaci pokazuju da je iznos plasiranih kredita stanovništvu koji su izloženi valutnom riziku tijekom prvog polugodišta 2007. porastao za 1,1 mlrd. kuna, na 70,3 mlrd. kuna, pri čemu je udio nezaštićenih kredita na kraju lipnja 2007. iznosio čak 95,0%.

Izloženost stanovništva riziku promjene kamatnih stopa u prvih šest mjeseci 2007. također je uvelike promijenjena: udio kredita s preostalim rokom dospijeca dužim od godinu dana u ukupnim kreditima stanovništva, kod kojih se ugovorena kamatna stopa ne može promijeniti u roku kraćem od godine dana, smanjio se tijekom prvog polugodišta 2007. za 7,6 postotnih bodova, te je na kraju lipnja iznosio 5,4%. Uzrok tome smanjenju mogao bi među ostalim biti i u tome da su banke, zbog utjecaja rizika

porasta kamatnih stopa na globalnom financijskom tržištu, smanjile vrijeme u kojem je kamatna stopa na njihove kredite fiksna, i na taj način prevalile taj rizik na svoje dužnike.

8. Financijsko posredovanje

Imovina financijskog sektora u prvom polugodištu 2007. godine porasla je za 10% u odnosu na kraj 2006. te je na kraju lipnja iznosila 431,5 mlrd kuna. Udio imovine najznačajnijih financijskih posrednika, poslovnih banaka, smanjen je na 73,5%, čime se nastavio višegodišnji trend smanjivanja relativne važnosti banaka u financijskom sektoru. Na drugom se mjestu već nekoliko godina nalaze društva za lizing, čiji je udio u imovini financijskog sektora blago porastao (na 7,0%), a treće su mjesto prvi put zauzeli otvoreni investicijski fondovi, čiji je udio u imovini financijskog sektora porastao na 6,2%. Udio imovine društava za osiguranje blago je porastao, na 5,1%, a na petom mjestu bili su obvezni mirovinski fondovi s udjelom od 4,3%. Kontinuirano raste i udio imovine zatvorenih investicijskih fondova, koji su se s udjelom od 1,7% nalazili na šestom mjestu. Udio imovine stambenih štedionica ponovo se smanjio, te je iznosio 1,4%, a procijenjeni je udio štedno-kreditnih zadruga ostao na 0,5%. Fondovi s privatnom ponudom i fondovi rizičnoga kapitala zajedno čine 0,2% imovine financijskog sektora, a najmanji su financijski posrednici i nadalje dobrovoljni mirovinski fondovi, čija neto imovina čini samo 0,1% imovine financijskog sektora.

Imovina društava za lizing na kraju lipnja 2007. godine iznosila je 30,2 mlrd. kuna što znači da je porasla za 12,0% u odnosu na stanje na kraju 2006. godine. Prema podacima HANFA-e 9,7 mlrd. kuna odnosno 32,2% njihove imovine odnosilo se na

Tablica 4. Relativna važnost financijskih posrednika, udjeli u ukupnoj imovini financijskih posrednika, na kraju razdoblja, u postocima

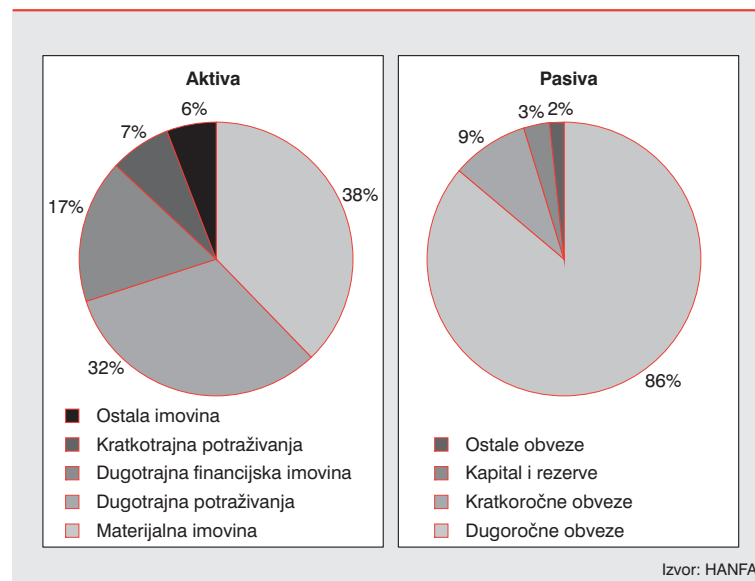
	2003.	2004.	2005.	2006.	VI. 2007.
1. Banke (konsolidirana imovina na bruto načelu)	83,4	81,5	78,8	76,3	73,5
2. Društva za osiguranje	5,4	5,2	5,1	5,0	5,1
3. Otvoreni investicijski fondovi (neto imovina)	1,3	1,6	2,7	4,1	6,2
– novčani	0,8	1,0	1,4	1,1	0,7
– dionički	0,0	0,1	0,2	1,1	2,9
– obveznički	0,3	0,2	0,4	0,3	0,2
– mješoviti	0,2	0,3	0,6	1,5	2,3
4. Fondovi s privatnom ponudom i fondovi rizičnoga kapitala	–	–	–	0,1	0,2
5. Zatvoreni investicijski fondovi	0,4	0,4	1,1	1,4	1,7
Od čega: Fond branitelja	–	–	0,7	0,8	0,8
6. Obvezni mirovinski fondovi (neto imovina)	2,0	2,9	3,6	4,1	4,3
7. Dobrovoljni mirovinski fondovi (neto imovina)	0,0	0,0	0,1	0,1	0,1
8. Društva za lizing	5,4	6,0	6,3	6,9	7,0
9. Stambene štedionice (konsolidirana imovina na bruto načelu)	1,5	1,8	1,8	1,6	1,4
10. Štedno-kreditne zadruge	0,6	0,5	0,5	0,5	0,5 ^a
Ukupno	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

^a Procjena

Izvori: HNB; HANFA; MF

materijalnu imovinu danu u operativni lizing, a 10,2 mlrd. kuna odnosno 33,8% imovine odnosilo se na potraživanja s osnove financijskog lizinga. Kao i inače, kod operativnog lizinga prevladavao je lizing osobnih automobila (54,8% ukupne materijalne imovine dane u operativni lizing), a kod financijskog lizinga prevladavao je lizing nekretnina. U odnosu na kraj 2007. godine, udio obveza prema povezanim trgovačkim društvima u ukupnim obvezama smanjen je, ali je i nadalje velik i čini 46,2%. Više od polovine upisanog kapitala društva za lizing u vlasništvu je nerezidenata.

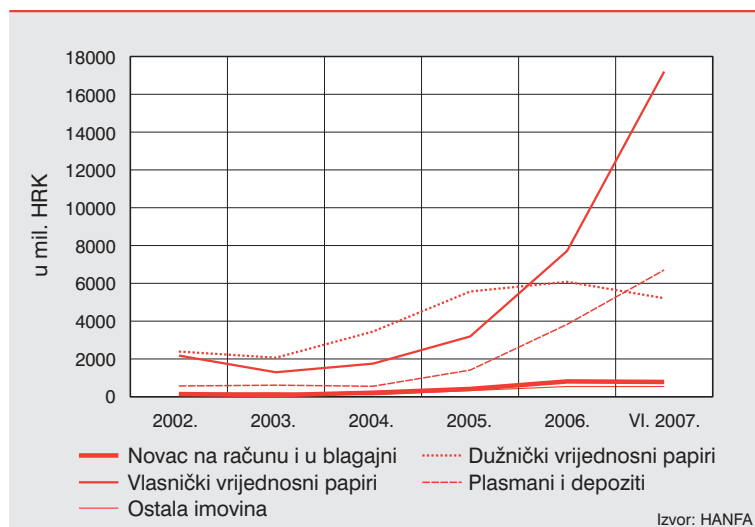
Slika 23. Struktura aktive i pasive društava za lizing, na dan 30. lipnja 2007.



Prema podacima HANFA-e, na kraju lipnja 2007. godine na hrvatskom tržištu poslovao je 71 otvoreni investicijski fond s javnom ponudom, od toga 23 dionička, 20 mješovitih, 15 novčanih te 13 obvezničkih. Neto imovina svih ovih posrednika zajedno na kraju lipnja 2007. godine iznosila je 26,9 mlrd. kuna što je porast od 67,9% u odnosu na kraj 2006. godine. Na porast neto imovine investicijskih fondova utjecale su ponajviše cijene vrijednosnih papira, koje su u prvom polugodištu 2007. godine znatno porasle, kao i porast broja clijenata i njihovih uplata. Najviše je poraslo zanimanje ulagača za dioničke investicijske fondove što je razumljivo s obzirom na to da je rast cijena vlasničkih vrijednosnih papira tijekom 2006. i prvog polugodišta 2007. bio snažan. Tako je neto imovina dioničkih investicijskih fondova na kraju lipnja 2007. godine iznosila 12,4 mlrd. kuna (što je porast od 188% u odnosu na kraj 2006. godine). Sljedeći po veličini imovine su mješoviti fondovi, čija je neto imovina porasla u odnosu na kraj 2006. godine za 64%, na 9,8 mlrd. kuna. Istodobno, neto imovina novčanih investicijskih fondova smanjena je za 25%, na 3,2 mlrd. kuna, a neto imovina obvezničkih fondova za 32%, na 0,8 mlrd. kuna.

Zatvoreni investicijski fondovi pripadaju skupini manjih financijskih posrednika. Na kraju lipnja 2007. godine tih je fondova bilo 10, od kojih su dva bila registrirana kao zatvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom za ulaganje u nekretnine, četiri kao zatvoreni investicijski fondovi s javnom ponudom te jedan kao Fond branitelja. Fond

Slika 24. Kretanje strukture imovine svih investicijskih fondova (otvorenih, zatvorenih i Fonda branitelja), na kraju razdoblja

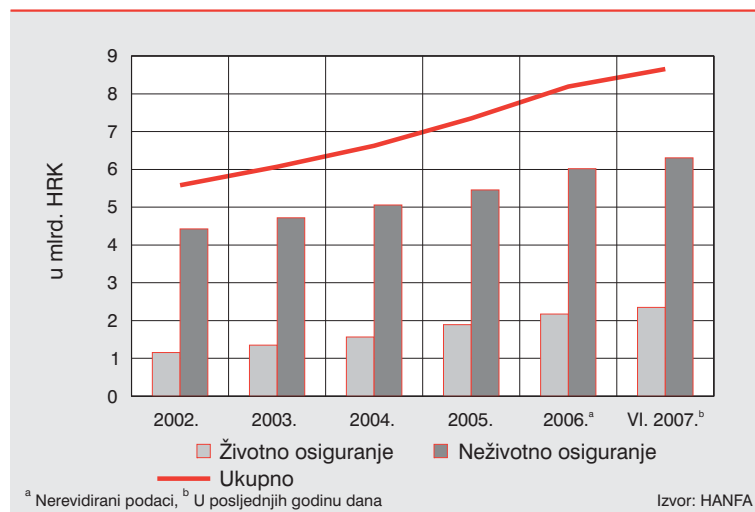


branitelja najveći je fond u ovoj skupini, s neto imovinom od 3,5 mlrd. kuna, koja čini 0,8% imovine financijskog sektora. Svakako valja spomenuti da je na kraju lipnja 2007. godine na hrvatskome financijskom tržištu poslovalo i 12 investicijskih fondova s privatnom ponudom i jedan fond rizičnoga kapitala.

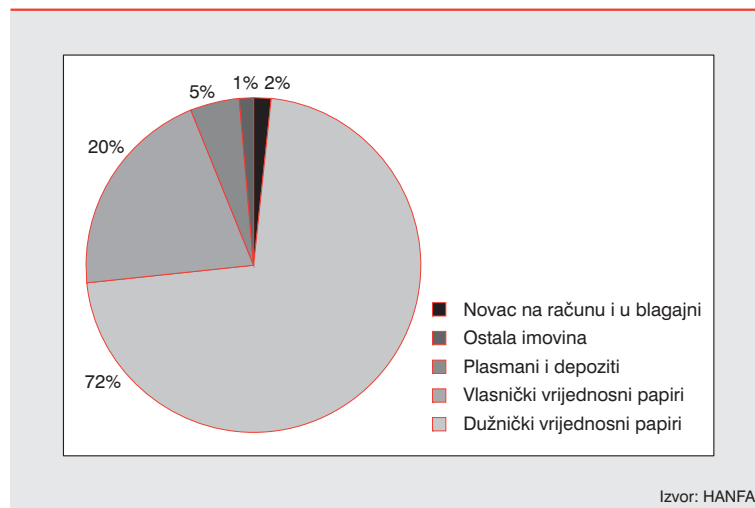
Razvoj društava za osiguranje već je posljednjih nekoliko godina sporiji od rasta investicijskih fondova i društava za lizing. Porast prikupljenih bruto premija osiguranja na kraju prvog polugodišta 2007. godine na godišnjoj razini bio je gotovo upola sporiji nego u 2006. godini (6% u odnosu na 11% s kraja 2006. godine). Iako neživotno osiguranje uobičajeno raste sporije od životnoga (u razdoblju od lipnja 2006. do lipnja 2007. godine: 5% naprama 8%), njegov udio u ukupnom osiguranju i nadalje je vrlo velik, te je na kraju prvog polugodišta 2007. godine iznosio 73%. Tradicionalno, u agregiranoj imovini društava za osiguranje prevladavaju ulaganja (82,5%), a u pasivi prevladavaju pričuve (72,5%), koje se gotovo u cijelosti (98%) odnose na tehničke pričuve.

Imovina obveznih mirovinskih fondova porasla je za 17,5% u odnosu na kraj 2006. godine pa je njezin udio u imovini financijskog sektora do kraja lipnja 2007. porastao. Kontinuirani porast neto imovine obveznih mirovinskih fondova posljedica je povećanja broja članova drugoga mirovinskog stupa, koji je na kraju lipnja 2007. godine iznosio 1,3 milijuna, što je za 2,5% više nego na kraju 2006. godine, i rastućih cijena vrijednosnih papira (pogotovo vlasničkih) u njihovu portfelju. Najveći udio u ukupnoj imovini obveznih mirovinskih fondova i dalje se odnosi na dužničke vrijednosne papire (72%), iako se njihov udio u posljednjih nekoliko godina smanjuje. Istodobno, udio vlasničkih vrijednosnih papira porastao je za nešto više od 5 postotnih bodova, te je na kraju lipnja 2007. godine iznosio 21%. Zbog liberalizacije ulagačkih ograničenja za ove posrednike može se očekivati daljnji porast udjela vlasničkih vrijednosnih papira u njihovoj imovini. Ovi su posrednici od lipnja 2006. do lipnja 2007. ostvarili prosječni prinos od 10,7%.

Slika 25. Zaračunate bruto premije osiguranja



Slika 26. Struktura imovine obveznih mirovinskih fondova, na dan 30. lipnja 2007.



Unatoč porastu neto imovine u prvih šest mjeseci 2007. godine od 32% dobrovoljni mirovinski fondovi i dalje su najmanji financijski posrednici na hrvatskom tržištu. Kao i kod obveznih mirovinskih fondova, udio dužničkih vrijednosnih papira u ukupnoj imovini dobrovoljnih fondova se smanjuje (sa 66% na kraju 2006. na 39% na kraju prvog polugodišta 2007.), a udio vlasničkih vrijednosnih papira raste (s 27% na 51%) što se također može objasniti liberalizacijom ulagačkih ograničenja. Prosječni godišnji prinos dobrovoljnih mirovinskih fondova od lipnja 2006. do lipnja 2007. godine iznosio je 13,5%, što je nešto više od prosječnog prinosa obveznih mirovinskih fondova kao rezultat manje konzervativne ulagačke politike. Na hrvatskom financijskom tržištu na kraju lipnja 2007. godine poslovalo je i deset zatvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova, od kojih je njih devet koji su poslovali tijekom cijelog razdoblja od lipnja 2006. do lipnja 2007. ostvarilo prosječan prinos od 17,2%.

Tablica 5. Godišnji prinosi mirovinskih fondova, na dan 30. lipnja 2007, u postocima

Obvezni		Otvoreni dobrovoljni		Zatvoreni dobrovoljni	
AZ OMF	9,18	AZ benefit ODMF	5,72	AZ VIP ZDMF	18,93
Erste Plavi OMF	11,57	AZ profit ODMF	18,81	AZ Dalekovod ZDMF	18,48
PBZ/CO OMF	12,11	Croatia osiguranje ODMF	16,39	AZ Hrvatska kontrola zračne plovidbe ZDMF	18,33
Raiffeisen OMF	10,30	Erste Plavi Expert ODMF	17,36	Croatia osiguranje ZDMF	15,66
Mirex ^a	10,38	Erste Plavi Protect ODMF	3,16	Ericsson Nikola Tesla ZDMF	20,41
		Raiffeisen ODMF	19,74	Hrvatski liječnički sindikat ZDMF	20,25
				Sindikat pomoraca Hrvatske ZDMF	13,46
				Novinar ZDMF	19,87
				HEP grupe ^b ZDMF	9,23
				T-HT ZDMF ^c	6,06

^a Mirex je vrijednost obračunske jedinice prosječnog OMF-a i računa se kao ponderirana aritmetička sredina. Ponder pokazuje udio neto imovine pojedinog fonda u ukupnoj neto imovini svih fondova.

^b Započeo s poslovanjem 9. svibnja 2006.

^c Započeo s poslovanjem 20. prosinca 2006.

Izvor: HANFA

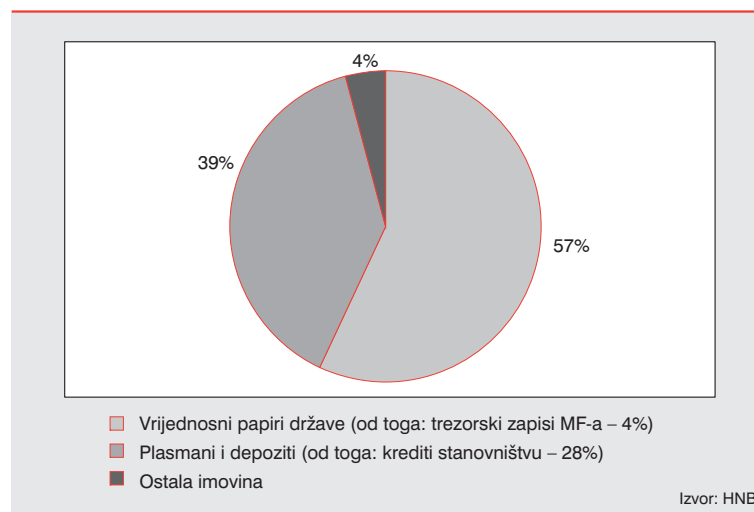
Štedno-kreditne zadruge upravo prolaze kroz proces likvidacije ili pretvorbe u kreditne unije odnosno štedne banke. Prema podacima središnje banke na kraju lipnja 2007. godine poslovala su 104 takva posrednika, a njihova imovina vrijedila je 2,1 mlrd. kuna. Do kraja svibnja 2007. godine, kad im je istekao propisani rok za donošenje odluke o budućem poslovanju, čak su 43 štedno-kreditne zadruge odabrale transformaciju u štedne banke, 37 u kreditne unije, a 20 ih je odabralo likvidaciju.¹⁶ Zbog relativno visokoga potrebnoga kapitala i složenije infrastrukture nužne za obavljanje poslova štedne banke, vjerojatno će konačni broj štednih banaka biti manji od odabranoga. Osim toga, rok za prilagodbu i početak poslovanja u obliku štedne banke (31. ožujka 2008.) nešto je duži od onoga za kreditne unije (31. prosinca 2007.), pa je vrlo vjerojatno da su neke štedno-kreditne zadruge odabrale pretvorbu u štedne banke kako bi što kasnije došlo do njihove likvidacije.

Stambene štedionice, kojih je na kraju prvog polugodišta bilo pet, jedini su posrednici na hrvatskom financijskom tržištu čija se imovina u apsolutnom iznosu smanjila u odnosu na stanje na kraju 2006. godine, pa je i udio imovine ovih posrednika u ukupnoj imovini financijskog sektora smanjen s 1,6%, koliko je iznosio na kraju 2006., na 1,4% na kraju lipnja 2007. U strukturi imovine stambenih štedionica još su najznačajniji dugoročni državni vrijednosni papiri, čiji se udio tijekom prvog polugodišta 2007. godine smanjio sa 66,8% na 56,9%, a udio plasmana i depozita porastao je s 29,7% na 39,0%. Zbog činjenice da njihove plasmane i dalje uglavnom čine ulaganja u državne vrijednosne papire, plasmani ovih posrednika gotovo su isključivo plasmani najmanje rizične skupine.

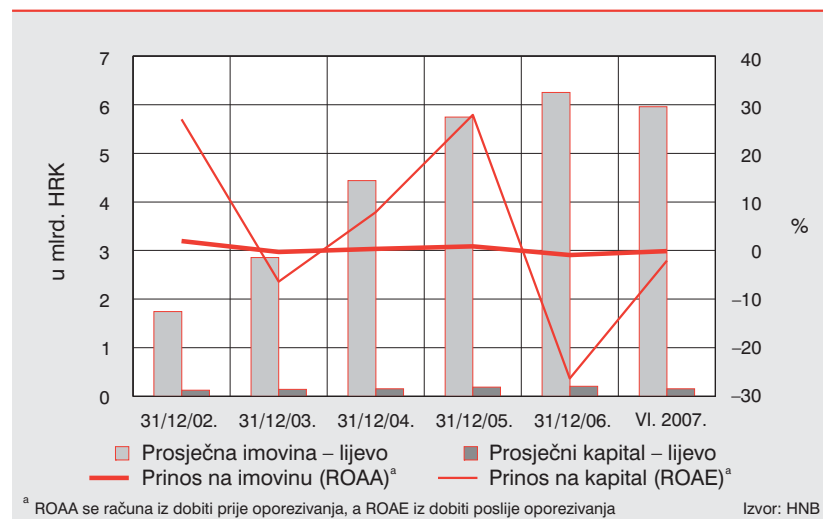
Na poslovanje stambenih štedionica u posljednjih nekoliko godina negativno je utjecalo više faktora. Zakonske izmjene iz 2005. godine smanjile su stopu državnih po-

¹⁶ Četiri štedno-kreditne zadruge nisu se u zakonskom roku izrazile o nastavku poslovanja u obliku štedne banke ili kreditne unije, pa se to smatra odabirom likvidacije.

Slika 27. Struktura imovine stambenih štedionica, na dan 30. lipnja 2007.



Slika 28. Imovina, kapital i pokazatelji profitabilnosti stambenih štedionica



ticaja za stambenu štednju s 25% na 15%, a poslovne su banke istodobno nudile sve povoljnije uvjete stambenoga kreditiranja. Osim toga, slabijem interesu stanovništva za stambenu štednju donekle je pridonio i porast interesa građana za ulaganje u investicijske fondove i izravno na tržište kapitala, bez obzira što ti proizvodi nisu supstituti. Kao posljedica navedenih okolnosti stanje depozita stambenih štedionica u prvom polugodištu 2007. godine bilo je za 4,3% manje nego na kraju 2006. godine.

U prvom polugodištu 2007. godine stambene štedionice ostvarile su negativan poslovni rezultat od 3,3 mil. kuna. U odnosu na kraj 2006. godine godišnji neto kamatni prihod porastao je za 15,1%, ali je mnogo značajniji bio porast godišnjeg neto nekamatnog prihoda od 308,2%. Opći administrativni troškovi i amortizacija porasli su 7,8%, a ukupni troškovi rezerviranja za gubitke 23,5%. Godišnji prinos na prosječnu imovinu (ROAA) na kraju lipnja 2007. godine iznosio je -0,1% što je ipak poboljšanje u odnosu na -0,9% s kraja 2006. godine. Još je značajnije poboljšanje prinosa na

prosječni kapital (ROAE), koji je s –26,3% na kraju 2006. godine došao na –2,1% na kraju prvog polugodišta 2007. godine. Veliki utjecaj na ovo poboljšanje financijskih pokazatelja imala je i činjenica da su prosječna imovina i prosječni kapital ovih posrednika znatno smanjeni u odnosu na 2006. godinu (za 4,7% i za 23,6%).

9. Tržište kapitala

Unatoč predviđanjima da će nakon snažnog rasta domaćih burzovnih indeksa u 2006. godini, u prvom polugodištu 2007. doći do smirivanja na domaćem tržištu kapitala, dogodilo se upravo suprotno. Naime, prvih šest mjeseci 2007. obilježili su nastavak snažnog rasta cijena većine dionica te najviša dosad zabilježena vrijednost burzovnog indeksa praćena znatnim povećanjem prometa i broja transakcija. Posebno značajan događaj za hrvatsko tržište kapitala bio je konačni dovršetak procesa pripajanja Varaždinske burze Zagrebačkoj burzi u ožujku 2007., čime je Zagrebačka burza postala središnje mjesto trgovanja vrijednosnim papirima u Republici Hrvatskoj. Osim tržišta vlasničkih vrijednosnih papira, dinamična kretanja obilježila su i prvu polovinu 2007. na hrvatskom tržištu dužničkih vrijednosnih papira gdje je također zabilježen dosad najveći polugodišnji promet obveznica te nastavak zaduživanja države, gradova i trgovačkih društava na domaćem tržištu.

Neočekivano snažan rast cijena dionica velikim je dijelom bio posljedica nekoliko različitih čimbenika koji su doveli do toga da potražnja na domaćem tržištu kapitala znatno nadmašuje ponudu kvalitetnih dionica. Prvo, potražnji za dionicama uvelike je pridonio znatan rast imovine investicijskih fondova, a posebice prelijevanje sredstava iz onih manje rizičnih investicijskih fondova, novčanih i obvezničkih, u one rizičnije – dioničke i mješovite. U prvom polugodištu 2007. imovina otvorenih investicijskih fondova s javnom ponudom povećala se za 10,5 mlrd. kuna te je iznosila 26,2 mlrd. kuna. Značajan generator potražnje za domaćim vrijednosnicama bili su i obvezni mirovinski fondovi, čija je neto imovina porasla za također značajnih 2,8 mlrd. kuna, te je do kraja lipnja 2007. dosegla 18,7 mlrd. kuna. Drugo, sve je veći broj pojedinačnih ulagača koji samostalno trguju dionicama, a tom je trendu uvelike pridonijela uspješna javna ponuda dionica Ine krajem 2006. godine. Uz to, na kretanja na hrvatskom tržištu kapitala poticajno je djelovao i optimizam koji je u promatranom razdoblju vladao na svjetskim tržištima, a koji je tek nakratko bio narušen u veljači 2007. kad su kineske vlasti najavile uvođenje posebne Vladine grupe za borbu protiv nezakonitih ponuda dionica i ulaganja s posuđenim sredstvima što je rezultiralo najvećim padom cijena kineskih dionica u posljednjem desetljeću, koji se ubrzo se proširio na azijska, ali i na gotovo sva svjetska tržišta kapitala. Tada je zabilježen i pad cijena većine domaćih dionica, ali su se one zbog velike količine slobodnih sredstava u investicijskim fondovima te relativno malog utjecaja stranih ulagača na domaćem tržištu ubrzo oporavile i nastavile rasti.

Premda sve više domaćih trgovačkih društava, posebno onih velikih, razmatra moguć-

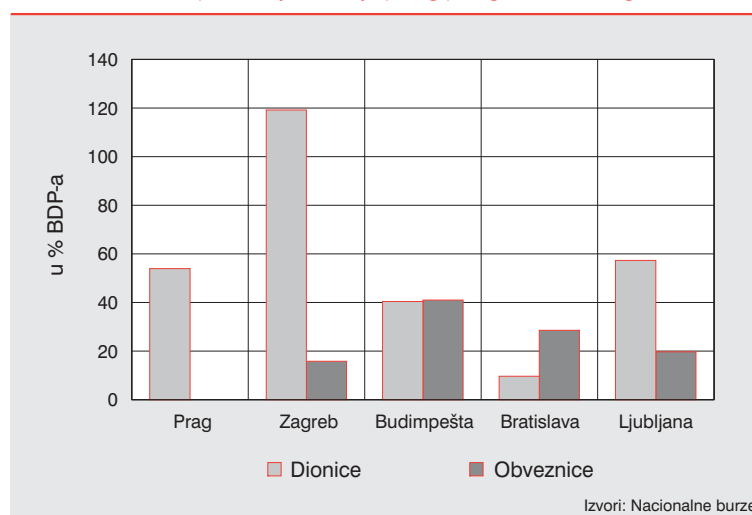
Tablica 6. Emisije dionica i korporacijskih obveznica^a inicijalnom javnom ponudom

	Dionice		Korporacijske obveznice ^a	
	Broj emisija	Ukupna vrijednost emisija (u mil. HRK)	Broj emisija	Ukupna vrijednost emisija (u mil. HRK)
2002.	1	11,8	2	215,8
2003.	1	1,2	1	150,0
2004.	2	11,0	4	2637,5
2005.	4	231,0	2	180,7
2006.	0	0	9	2985,0
VI. 2007.	1	3,6	1	125,0

^a Nisu uključene korporacijske obveznice izdane uz državno jamstvo. Javne ponude evidentiraju se prema datumu rješenja HANFA-e.
Izvor: HANFA

nost prikupljanja kapitala putem javnih ponuda dionica, tijekom prvog polugodišta 2007. HANFA je odobrila samo jednu takvu emisiju u vrijednosti od 3,6 mil. kuna. Od dvije korporacijske obveznice izdane u prvih šest mjeseci 2007., HANFA je za jednu od njih odobrenje izdala krajem 2006., tako da je u 2007. zapravo odobreno samo jedno izdanje korporacijskih obveznica ukupne nominalne vrijednosti 125 mil. kuna. Usprkos tako malom broju novih korporacijskih izdanja u usporedbi s prethodnom godinom, porast broja izdanih komercijalnih zapisa otkriva da se trgovačka društva sve više okreću tržištu kapitala kao jednom od izvora potrebnih sredstava, iako je njezova uloga u financiranju gospodarstva još relativno mala.

Intenzivan promet dionica i porast burzovnih indeksa zabilježeni su tijekom prvog polugodišta 2007. i na gotovo svim glavnim burzama zemalja Srednje i Istočne Europe. U odnosu na kraj prosinca 2006. najviše se povećao indeks Ljubljanske burze (65,5%), a slijedili su ga indeksi Zagrebačke (50,7%), Varšavske (31,1%), Praške (17,0%) i Budimpeštanske burze (16,4%). Jedini indeks koji je u promatranom razdoblju izgubio na vrijednosti bio je indeks Bratislavske burze (-1,4%). U skladu s kretanjem burzovnih indeksa kretala se i tržišna kapitalizacija dionica, pa je ona na kraju prvog polugodišta 2007. na svim promatranim burzama bila veća u usporedbi s krajem 2006., te prosječni dnevni promet dionica, koji je u lipnju 2007. bio veći u

Slika 29. Tržišna kapitalizacija na kraju prvog polugodišta 2007. godine

Tablica 7. Prinosi za odabrane burzovne indekse, u postocima

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	I. – VI. 2007.
Bratislava – SAX	15,9	26,9	83,9	26,5	0,6	-1,4
Budimpešta – BUX	0,9	30,3	57,2	41,0	19,5	16,4
Ljubljana – SBI20	55,2	17,7	24,9	-5,7	37,9	65,5
Prag – PX50	16,8	43,1	56,6	42,7	7,9	17,0
Varšava – WIG	3,2	44,9	27,9	33,7	41,6	31,1
Zagreb – CROBEX	13,3	1,1	32,1	27,6	60,7	50,7

Izvori: Nacionalne burze

odnosu na prosinac 2006. na svim promatranim burzama, osim na Bratislavskoj. Prema udjelu tržišne kapitalizacije dionica u BDP-u za 2006. Zagrebačka se burza i dalje nalazi ispred ostalih promatranih burza u regiji, iako, unatoč sve većem broju izdanih domaćih dužničkih vrijednosnih papira, udio tržišne kapitalizacije obveznica u BDP-u za 2006. na Zagrebačkoj burzi još zaostaje za kretanjima na burzama uspoređenih zemalja Srednje i Istočne Europe.

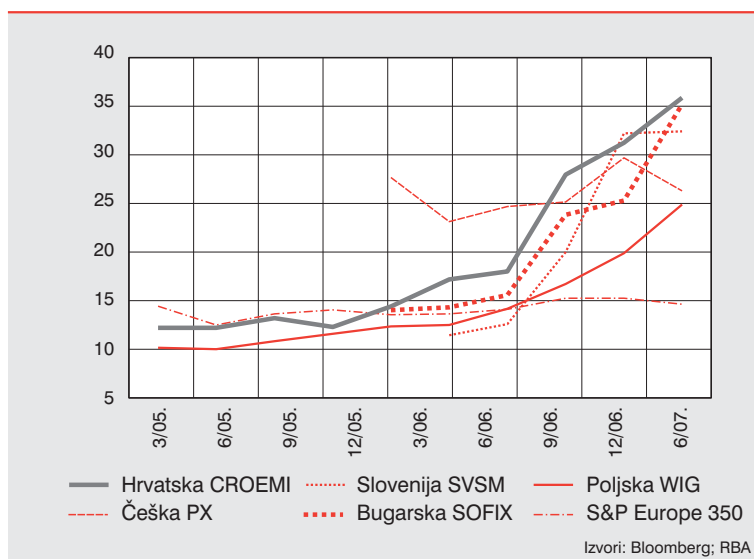
U većini uspoređenih zemalja regije, kao i u Hrvatskoj, snažan rast cijena dionica uglavnom nije pratilo jednako snažno poboljšanje financijskih pokazatelja poslovanja dioničkih društava čije dionice kotiraju na burzi. To se može uočiti iz kretanja omjera cijena dionica i zarada po dionici¹⁷, koji je na kraju lipnja 2007. u svim promatranim zemljama bio veći nego na kraju 2006. U Hrvatskoj je za indeks CROEMI¹⁸ taj pokazatelj na kraju prvog polugodišta 2007. iznosio 35,9 i bio je više nego dvostruko veći u usporedbi s indeksom na kraju istog razdoblja prethodne godine. Takav snažan rast omjera cijena dionica i zarada po dionici upućuje na vrlo velika očekivanja ulagača od budućih poslovnih rezultata većine dioničkih društava čije dionice kotiraju na promatranim burzama jer se za indekse koji obuhvaćaju dionička društva iz razvijenih europskih zemalja u 2006. i prvom dijelu 2007. godine taj omjer u prosjeku kretao oko 15. Ako tako velika očekivanja ne budu opravdana povećanjem zarada po dionici, može se pretpostaviti da će srednjoročnom razdoblju doći do smanjenja cijena dionica na promatranim tržištima.

Hrvatsko tržište dužničkih vrijednosnih papira u prvih šest mjeseci 2007. obilježili su do tada najveći polugodišnji promet obveznica i nastavak zaduživanja države i trgovačkih društava izdavanjem kunskih vrijednosnih papira na domaćem tržištu. Osim novih obveznica države i poduzeća, izdana je i druga tranša jedne municipalne obveznice. U skladu s politikom zaduživanja na domaćem tržištu, država u prvom polugodištu 2007.

17 Omjer cijena i zarada (P/E) za indeks CROEMI računa se kao vagana sredina omjera cijena dionica i zarada po dionici u promatranoj kalendarskoj godini za dionička društva koja ulaze u sastav indeksa, pri čemu se koriste težine koje te dionice imaju u indeksu.

18 CROEMI (engl. *Croatian Equity Market Index*) indeks Raiffeisenbank Austrie d.d. računa se od 20. svibnja 2003. kao jedini indeks koji je do pripajanja Varaždinske burze Zagrebačkoj pratio kretanje cijena dionica neovisno o tome na kojoj su burzi kotirale s obzirom na to da su sastavnice CROBEX-a i VIN-a bile isključivo dionice koje su kotirale na Zagrebačkoj, odnosno na Varaždinskoj burzi. CROEMI je vagan na osnovi tržišne kapitalizacije dionica raspoloživih za trgovanje, pri čemu je težina pojedine dionice ograničena na najviše 15%. Za razliku od CROBEX-a, za koji podaci o kretanju omjera cijena i zarada dionica iz indeksa postoje tek od rujna 2006., za CROEMI se oni računaju od lipnja 2004. i međusobno su usporedivi jer se metodologija izračuna CROEMI-a nije mijenjala, za razliku od metodologije izračuna CROBEX-a.

Slika 30. Kretanje omjera cijena i zarada za odabrane burzovne indekse



nije na inozemnim tržištima izdala nijednu obveznicu, a na domaćem je tržištu u veljači 2007. Ministarstvo financija izdalo novu kunsku desetogodišnju obveznicu nominalne vrijednosti 2,5 mlrd. kuna i s prinosom do dospijeća na dan izdavanja od 4,91%. U istom je mjesecu izdana i sedmogodišnja kunska obveznica Optima telekoma d.o.o. nominalne vrijednosti 250 mil. kuna i s prinosom do dospijeća na dan izdavanja od 9,22%, a u lipnju 2007. izdana je kunska desetogodišnja obveznica dioničkog društva Jadran – Galenski laboratorij nominalne vrijednosti 125 mil. kuna i s prinosom do dospijeća na dan izdavanja od 5,65%. Osim spomenutih novih izdanja, u svibnju 2007. izdana je i druga tranša desetogodišnje obveznice Grada Rijeke nominalne vrijednosti 8,2 mil. EUR, čime je ukupna vrijednost toga izdanja udvostručena.

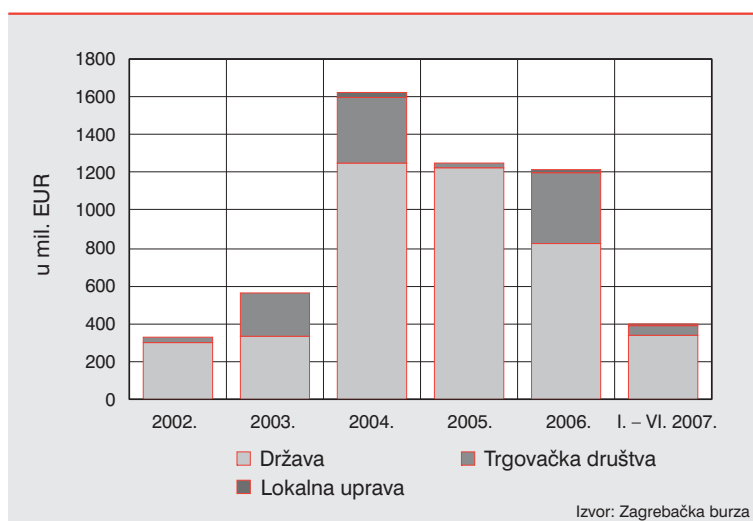
Kako su tijekom prvog polugodišta 2007. dospjele dvije korporacijske obveznice (Podravke d.d. u veljači i Agrokora d.d. u travnju), na kraju lipnja 2007. na domaćem tržištu kapitala kotirala su 32 izdanja obveznica¹⁹, od čega jedanaest državnih obveznica, četiri obveznice jedinica lokalne samouprave, jedna obveznica državnih agencija (HBOR-a) te šesnaest korporacijskih obveznica, tj. jedna državna i jedna korporacijska obveznica više nego na kraju 2006. Na kraju lipnja 2007. na Zagrebačkoj burzi kotiralo je i 26 izdanja komercijalnih zapisa od ukupno šesnaest izdavatelja, što je bio najveći broj komercijalnih zapisa uvrštenih na burzu do tada, a njihova ukupna nominalna vrijednost iznosila je tek neznatno manje od 1,0 mlrd. kuna. Udio korporacijskih obveznica u tržišnoj kapitalizaciji obveznica izdanih na domaćem tržištu na kraju prvog polugodišta 2007. iznosio je 13,7%, a njihova je vrijednost u BDP-u²⁰ činila samo 2,1%. Udio tržišne kapitalizacije svih obveznica u BDP-u⁴ na Zagrebačkoj burzi neznatno se smanjio u odnosu na kraj prethodne godine te je na koncu lipnja

19 U ovu brojku, kao i u izračune tržišne kapitalizacije, nisu uključene obveznice Fonda za naknadu oduzete imovine.

20 Bruto domaći proizvod izračunat je kao zbroj ostvarenja u posljednja dva tromjesečja 2006. i u prva dva tromjesečja 2007. godine.

2007. iznosio 15,8%, što je i dalje znatno manje nego na glavnim burzama uspoređe-
nih zemalja Srednje i Istočne Europe.

Slika 31. Obveznice izdane na domaćem tržištu, tijekom razdoblja

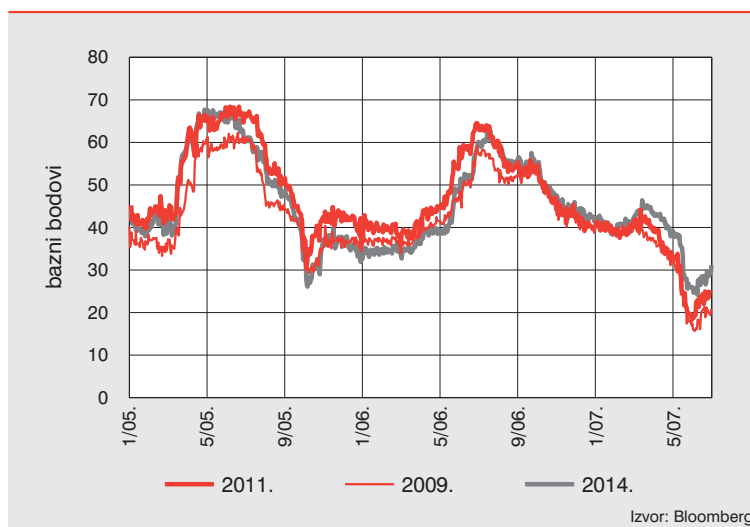


Prinosi hrvatskih euroobveznica i referentnih njemačkih obveznica tijekom prvog polugodišta 2007. bili su pod utjecajem očekivanja kretanja ključnih američkih i europskih kamatnih stopa. U prvom tromjesečju 2007. razlike između prinosa na hrvatske euroobveznice i na referentne njemačke obveznice tek su se neznatno promijenile u odnosu na kraj prethodne godine s obzirom na to da su zahtijevani prinosi na domaće euroobveznice i prinosi na obveznice razvijenih zemalja rasli podjednako dinamično. Međutim, u drugom je tromjesečju 2007. zbog povećanja ključne kamatne stope ESB-a zbog inflatornih pritisaka u državama članicama eurozone došlo do znatnijeg povećanja prinosa na referentne njemačke obveznice. Istodobno su se povećali i zahtijevani prinosi na domaće euroobveznice, ali u nešto manjoj mjeri, pa je došlo do znatnog smanjenja razlike između njih i prinosa na usporedive njemačke obveznice. Stoga su se do kraja lipnja 2007. razlike prinosa između hrvatskih euroobveznica s rokovima dospijeca 2009., 2011. i 2014. i usporedivih njemačkih obveznica smanjile na 21, 25 i 31 bazni bod, što je znatno manje nego na kraju prosinca 2006. kad su iznosile 39, 40 i 42 bazna boda.

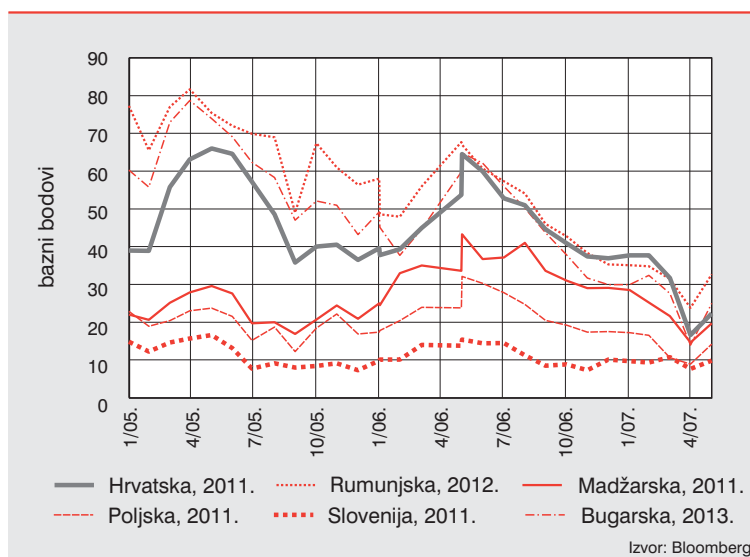
Slično kretanju prinosa na hrvatske euroobveznice, u prvom su se polugodištu 2007. kretali i prinosi na euroobveznice novih članica EU. Tako se u prvom tromjesečju 2007. razlike između prinosa na euroobveznice novih članica EU i prinosa na referentnu njemačku obveznicu nisu znatnije promijenile, a u drugom su se tromjesečju 2007. smanjile zbog sporijeg rasta prinosa na euroobveznice novih država članica EU u odnosu na prinos na referentnu njemačku obveznicu.

Domaće tržište vrijednosnih papira početkom drugog polugodišta 2007. obilježio je završetak inicijalne javne ponude dionica Magma d.d. te javna ponuda dionica T-HT-a, a izlazak na burzu do kraja godine najavilo je još nekoliko poduzeća u privatnom vla-

Slika 32. Razlika prinosa između hrvatskih euroobveznica s dospijecom 2009., 2011. i 2014. godine i referentnih njemačkih obveznica



Slika 33. Usporedba razlike prinosa između obveznica odabranih zemalja nominiranih u EUR i referentne njemačke obveznice



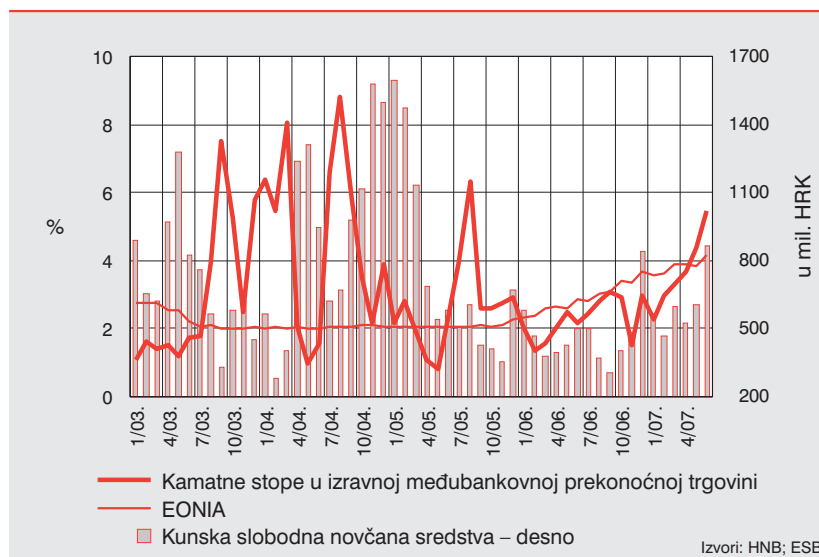
sništvu. Do kraja godine na Zagrebačkoj burzi trebao bi biti uveden i novi trgovinski sustav OMX, koji će omogućiti znatno veći broj transakcija i trgovinu složenijim financijskim instrumentima. Znatna utjecaj na tržište kapitala imat će i najavljeni početak ulaganja mirovinskih fondova u dionice u kotaciji javnih dioničkih društava²¹, koji će na taj način dodatno smanjiti svoju izloženost riziku i povećati likvidnost tih dionica. Osim na tržištu vlasničkih vrijednosnih papira, nastavak pojačane aktivnosti trgovačkih društava očekuje se do kraja 2007. i na tržištu dužničkih vrijednosnih papira.

21 Zakonom o izmjenama i dopunama Zakona o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima donesenim krajem lipnja 2007. mirovinskim fondovima dopušteno je, osim u dionice koje kotiraju na službenom tržištu, ulagati i u dionice u kotaciji javnih dioničkih društava. U prosincu 2007. HANFA je donijela i Pravilnik o dodatnim kriterijima ulaganja i investicijskim ograničenjima mirovinskih fondova.

10. Tržište novca

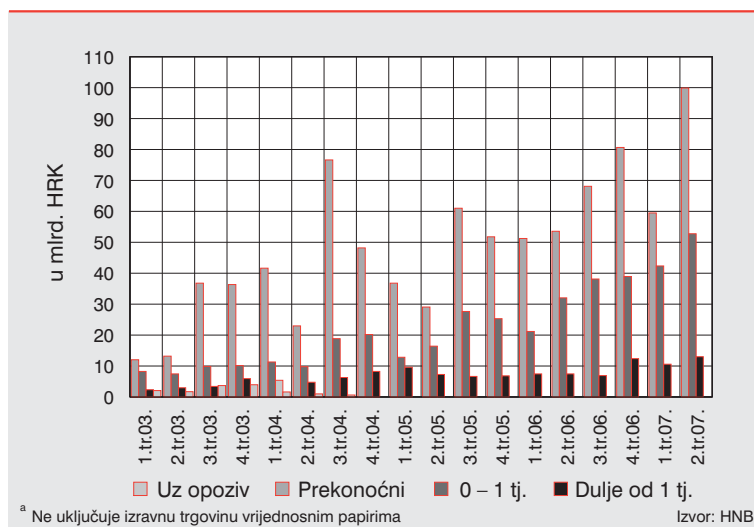
Početak 2007. godine na novčanom tržištu obilježio je učinak devizne intervencije HNB-a održane krajem prosinca 2006., kojom je likvidnost bankarskog sustava povećana za 1,3 mlrd. kuna. Premda je to bila jedina devizna intervencija u prvom polugodištu 2007., u tom je razdoblju prevladavala uglavnom dobra likvidnost financijskog sustava, čemu su pridonijeli i visoki iznosi plasirani na obratnim repo aukcijama središnje banke. Na 26 održanih obratnih repo aukcija tijekom prvog polugodišta 2007. HNB je na tržište prosječno plasirao 2,7 mlrd. kuna, odnosno za 1,6 mlrd. kuna više po aukciji nego u prethodnom polugodištu. Unatoč tome, pritisci na potražnju za kunama iz mjeseca u mjesec bili su sve jači, što je rezultiralo u početku blagim, a pred kraj polugodišta vrlo izraženim rastom kamatnih stopa na novčanom tržištu, kao i povećanjem njihove kolebljivosti.

Slika 34. Prekonoćne kamatne stope i likvidnost banaka

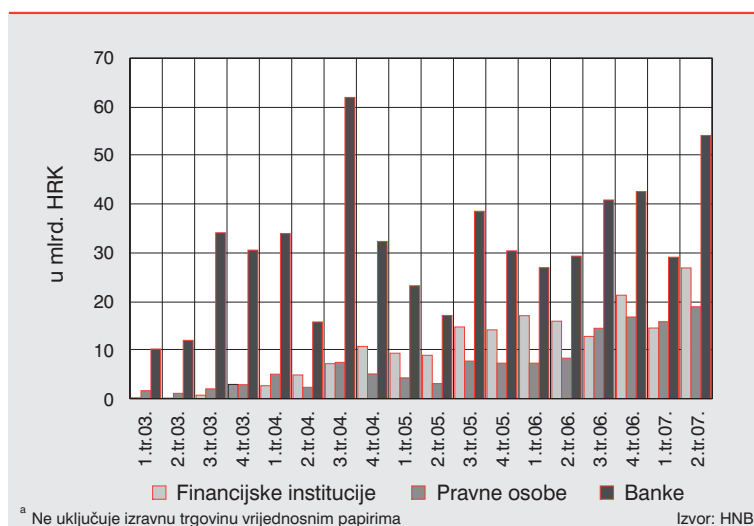


Naime, nakon više od godine dana relativno niskih i stabilnih kamatnih stopa na novčanom tržištu, tijekom koje su kamatne stope na prekonoćne međubankovne kredite pokazivale umjereni trend rasta s razine od ispod 2% prema razini od 4%, krajem prvog polugodišta 2007. došlo je do neuobičajenog porasta njihove razine i kolebljivosti. Naime, od uvođenja obratnih repo aukcija u travnju 2005. te dodatnih prilagodbi mjera monetarne politike, koje su stupile na snagu u prosincu iste godine, kamatne su stope na novčanom tržištu iskazivale znatno manju kolebljivost nego prijašnjih godina, iako se glede toga pitanja još uvijek nisu mogle uspoređivati s prekonoćnom kamatnom stopom EONIA, referentnom za zemlje EMU. Budući da su dostupni podaci upućivali na dobru likvidnost bankarskog sektora, takvo se kretanje kamatnih stopa može pripisati neuobičajenoj neravnoteži na strani ponude i potražnje, pri kojoj manja skupina banaka stvara znatan dio potražnje za kunama, dok sudionici s viškom sredstava nisu voljni taj višak plasirati po do sada uobičajenim cijenama nego uz više kamatne stope.

Slika 35. Ročna struktura prometa na novčanom tržištu^a



Slika 36. Prekonoćni promet u trgovini novcem s bankama^a



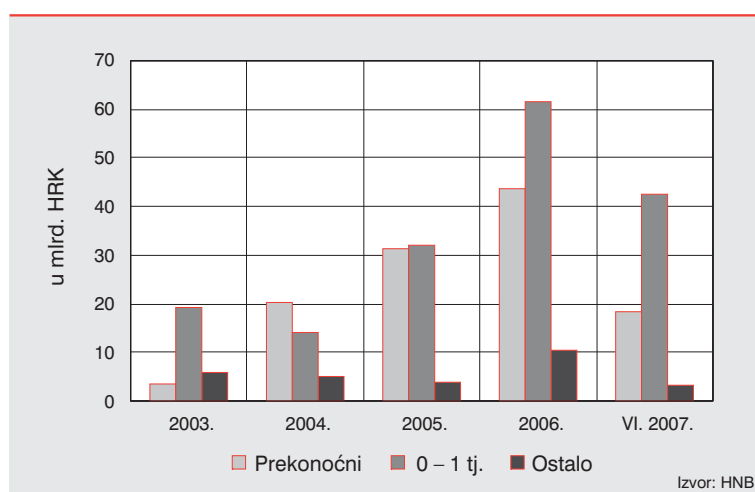
U ročnoj strukturi kredita na novčanom tržištu i u prvom polugodištu 2007. prevladavali su prekonoćni krediti s ukupno 159,3 mlrd. kuna prometa, što je za 52,0% više nego u istom razdoblju prethodne godine. Međutim, dobra likvidnost bankarskog sustava koja je obilježila prvih šest mjeseci 2007. potaknula je sudionike da viškove sredstava plasiraju i na dulje rokove, pa se udio prekonoćnih pozajmica u ukupnim kreditima na novčanom tržištu smanjio za 3,3 postotna boda u odnosu na razinu iz prvog polugodišta 2006. i iznosio je 57,3%. Udio plasmana s rokovima dospjeća do jednog tjedna iznosio je 18,2%, a udio pozajmica novca na rokove dulje od jednog tjedna iznosio je 8,5%.

Prema ostvarenom prometu u prekonoćnoj trgovini depozitnim novcem, najvažniji segment tržišta tijekom prvog polugodišta 2007. bila je izravna trgovina novcem

među bankama, na koju se odnosilo 52,2% prekonoćnog trgovanja. Udio prekonoćne trgovine banaka s financijskim institucijama iznosio je 26,0%, a s pravnim osobama 21,8%.

Udio repo poslova u ukupnim transakcijama na novčanom tržištu u prvih šest mjeseci 2007. iznosio je 23,1%, što je za 4,9% manje nego u istom razdoblju prethodne godine. U tom segmentu trgovine najviše zastupljeni bili su repo poslovi s rokom dospjeća od jednog tjedna, a slijedili su ih prekonoćni repo poslovi. U repo poslovima s bankama u prvom polugodištu 2007. najaktivnije su bile pravne osobe, koje su u ukupnom prometu sudjelovale s 56,3%, slijedile su ih financijske institucije s udjelom od 22,3%, dok je udio repo poslova s drugim bankama iznosio 21,5%.

Slika 37. Ročna struktura repo prometa na novčanom tržištu



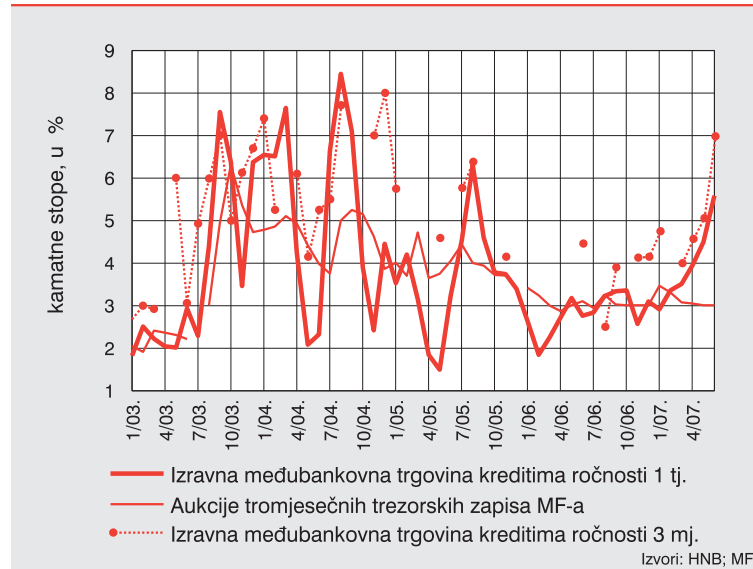
Stanje ukupno upisanih trezorskih zapisa MF-a svih rokova dospjeća povećalo se s 12,3 mlrd. kuna s kraja prosinca 2006. na 12,6 mlrd. kuna na kraju lipnja 2007. Vagana kamatna stopa na trezorske zapise s rokom dospjeća od 91 dan u lipnju 2007. bila je jednaka kao i u prosincu prethodne godine i iznosila je 3,00%, a prinosi na trezorske zapise s rokovima dospjeća od 182 i 364 dana su se smanjili, pa je vagana kamatna stopa na te trezorske zapise u lipnju iznosila 3,20%, odnosno 3,54%, nasuprot 3,50% i 3,90% iz prosinca 2006. Referentne kratkoročne kamatne stope na trezorske zapise MF-a s rokom dospjeća od tri mjeseca u razdoblju od kraja lipnja 2006. do kraja lipnja 2007. ustalile su se na razini od oko 3%, s manjim mjesečnim oscilacijama, dok se međubankovnim kreditima ročnosti tri mjeseca tijekom prvih šest mjeseci 2007. trgovalo po osjetno višim kamatnim stopama.

Početak 2007. godine prekinut je višegodišnji trend smanjenja aktivnih kamatnih stopa poslovnih banaka na kratkoročne kredite. Dok se vagana kamatna stopa na kratkoročne kredite trgovačkim društvima bez valutne klauzule u prvom polugodištu 2007. zadržala oko prosječne razine s kraja 2006. godine, vagana kamatna stopa na kratkoročne kredite stanovništvu bez valutne klauzule blago je porasla.

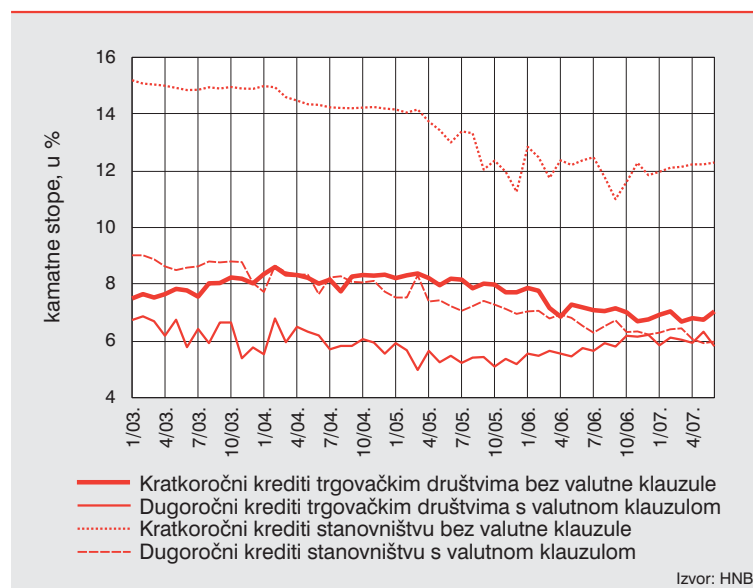
Kamatne stope na dugoročne kredite trgovačkim društvima s valutnom klauzulom,

koje su se tijekom 2006. godine uglavnom povećavale, u prvom dijelu 2007. nisu se znatnije promijenile. Dugotrajni trend smanjenja kamatnih stopa na dugoročne kredite stanovništvu s valutnom klauzulom nastavio se i u prvom polugodištu 2007. godine.

Slika 38. Premija rizika i likvidnosti na novčanom tržištu



Slika 39. Aktivne kamatne stope poslovnih banaka



Kamatne stope na devizne depozite nastavile su višemjesečni trend rasta, a znatno su porasle i kamatne stope na kunske depozite bez valutne klauzule što je posljedica sve izraženijeg nastojanja banaka da se za financiranje svojih plasmana koriste, ukupno gledano, jeftinijim, domaćim kuskim depozitima. Opisana kretanja kamatnih stopa odražavaju rast europskih kamatnih stopa, koji se nastavio i u 2007. godini, kao i očekivanu prilagodbu banaka mjerama HNB-a.

Slika 40. Kamatne stope na prekonočne kredite i na kratkoročne depozite poduzeća



11. Devizno tržište

U prvom polugodištu 2007. aprecijacijski pritisci bili su nešto slabiji od očekivanja pa središnja banka nije održala niti jednu deviznu aukciju²². Početak godine bio je obilježen relativno snažnom potražnjom trgovačkih društava za eurima, ponajviše radi plaćanja blagdanskog uvoza, ali i zbog općenito vrlo slabe pokrivenosti uvoza izvozom. Tako je u prvom tromjesečju došlo do blage deprecijacije domaće valute u odnosu na euro, sa 7,35 HRK/EUR s kraja prosinca 2006. na 7,38 HRK/EUR na kraju ožujka 2007. Međutim, u nastavku prvog polugodišta 2007. prevladali su pritisci na jačanje kune u odnosu na euro, pa je tečaj na kraju lipnja iznosio 7,30 HRK/EUR. Takvim kretanjima pridonijela je sve izraženija potražnja za kunama²³, na koju su uz sezonske čimbenike utjecala i zbivanja na domaćem tržištu kapitala. Što se tiče ponude, jačanju kune pridonio je i snažan priljev izravnih stranih ulaganja u Hrvatsku (2,1 mlrd. EUR u prvih šest mjeseci 2007.) te nastavak inozemnog zaduživanja poduzeća.

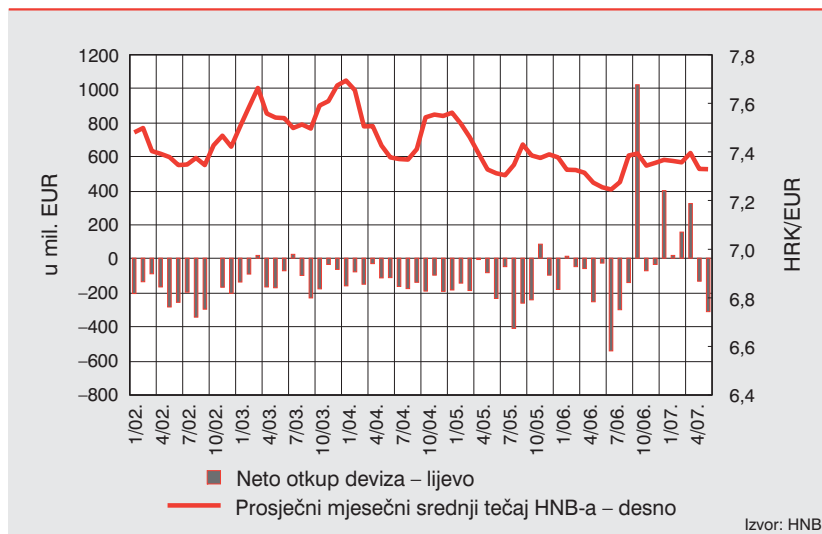
Pritisci na jačanje domaće valute ni u dnevnom ni u duljem razdoblju tijekom prvih šest mjeseci 2007. nisu rezultirali znatnijim oscilacijama nominalnog tečaja kune prema euru.

Tako se srednji tečaj kune prema euru u prvom polugodištu 2007. kretao između 7,30 i 7,41 HRK/EUR, tj. u rasponu od -0,7% do 0,8% oko prosječnoga dnevnog tečaja,

²² Dana 28. prosinca 2006. održana je devizna aukcija središnje banke čiji je monetarni učinak zabilježen tek u 2007. godini jer je datum valute bio 2. siječnja 2007.

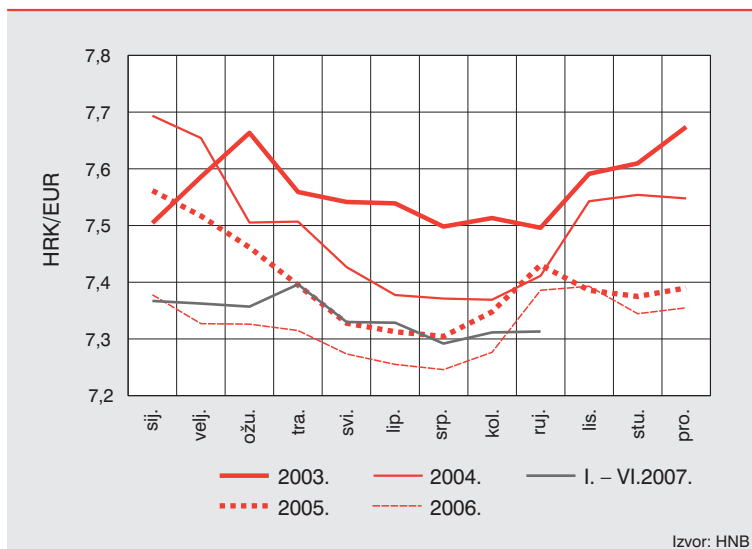
²³ Za detalje vidjeti napomenu u poglavlju 2. Makroekonomska kretanja.

Slika 41. Neto otkup deviza preko poslovnih banaka i srednji tečaj HNB-a



koji je u prvom polugodištu 2007. iznosio 7,36 HRK/EUR, što je nešto uži raspon u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine kad se srednji tečaj kune prema euru kretao između 7,25 i 7,39 HRK/EUR (–0,9% i 1,1% oko prosječnoga dnevnog tečaja, koji je u prvom polugodištu 2006. iznosio 7,31 HRK/EUR). Prosječna apsolutna promjena dnevnog tečaja kune prema euru u prvom polugodištu 2007. bila je relativno mala i iznosila je 0,07% što je neznatno manje nego u istom razdoblju 2006.

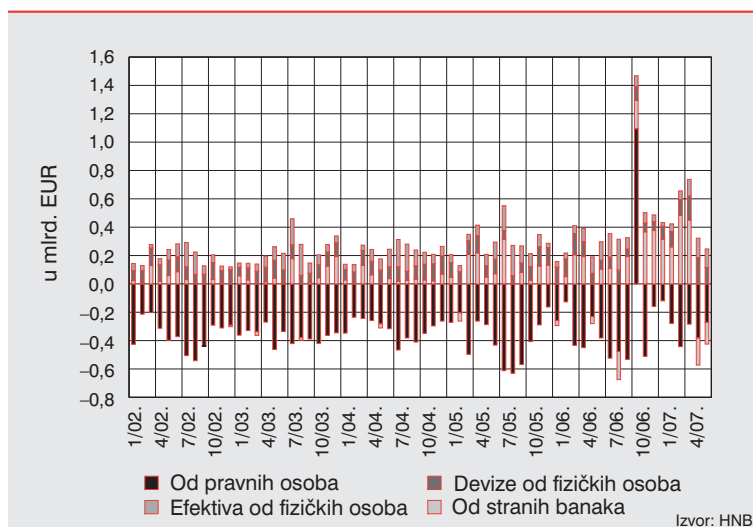
Slika 42. Sezonalnost prosječnoga mjesečnoga srednjeg tečaja HNB-a



U prvih šest mjeseci 2007. prosječni mjesečni promet ostvaren u promptnoj (spot) trgovini devizama kroz banke iznosio je 7,8 mlrd. EUR, što je znatno više od prosječnoga mjesečnoga prometa ostvarenog u istom razdoblju prethodne godine, koji je iznosio 5,0 mlrd. EUR. Kako je uobičajeno na hrvatskom tržištu, najznačajniji neto

kupci deviza bile su pravne osobe, dok su fizičke osobe i strane banke uglavnom bile neto prodavatelji deviza.

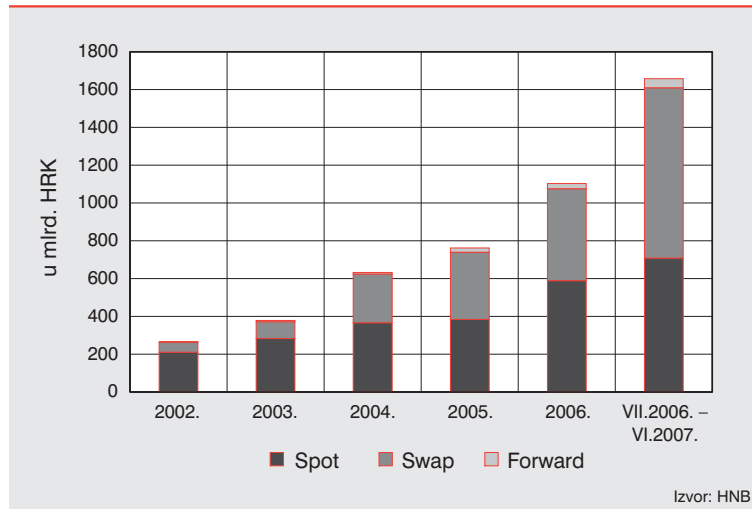
Slika 43. Vrijednost mjesečnog neto spot otkupa deviza preko banaka



Rast prometa na deviznom tržištu u razdoblju od srpnja 2006. do lipnja 2007. godine rezultirao je povećanjem obujma promptnih (spot) transakcija na 707,5 mlrd. kuna, što je bilo za 20% više nego u cijeloj 2006. Unatoč povećanju obujma promptnih transakcija, višegodišnji trend smanjenja njihova udjela u ukupnoj trgovini devizama, koji je nakratko bio prekinut 2006. godine, nastavio se i u promatranom razdoblju, te se on s 53,3% iz 2006. smanjio do kraja lipnja 2007. na 42,7%. Jednako kao i tijekom 2006. godine, u strukturi promptne trgovine domaćih banaka devizama u razdoblju od srpnja 2006. do lipnja 2007. najveće povećanje u apsolutnom i relativnom iznosu ostvareno je u trgovini s pravnim osobama i drugim domaćim bankama, dok je smanjenje zabilježeno jedino u trgovini s domaćim fizičkim osobama. Promet deviznim zamjenama (engl. *swap*) u promatranom se razdoblju povećao za čak 85% i iznosio je 900,9 mlrd. kuna, čime se njegov udio u ukupnoj trgovini devizama povećao na 54,3%, te je prvi put bio veći od udjela promptnih transakcija. U strukturi trgovine domaćih banaka deviznim zamjenama trgovina sa stranim bankama obuhvaćala je 60,8% ukupnog prometa u ovom segmentu devizne trgovine, premda je u promatranom razdoblju zabilježeno njezino smanjenje u odnosu na 2006. godinu uz istodobno povećanje udjela trgovine s drugim domaćim bankama i pravnim osobama na 20,6%, odnosno 18,5%. Promet deviznim terminskim ugovorima (engl. *forward*) u promatranom se razdoblju povećao na 49,1 mlrd. kuna, što je povećanje od 72%, ali je udio toga prometa u ukupnom prometu devizama još uvijek vrlo malen (3,0%). Deviznim terminskim ugovorima domaće banke najviše su trgovale s pravnim osobama, čiji je promet u odnosu na 2006. godinu u apsolutnom iznosu gotovo udvostručen te je dosegnuo 66,2% ukupnoga terminskoga deviznog prometa.

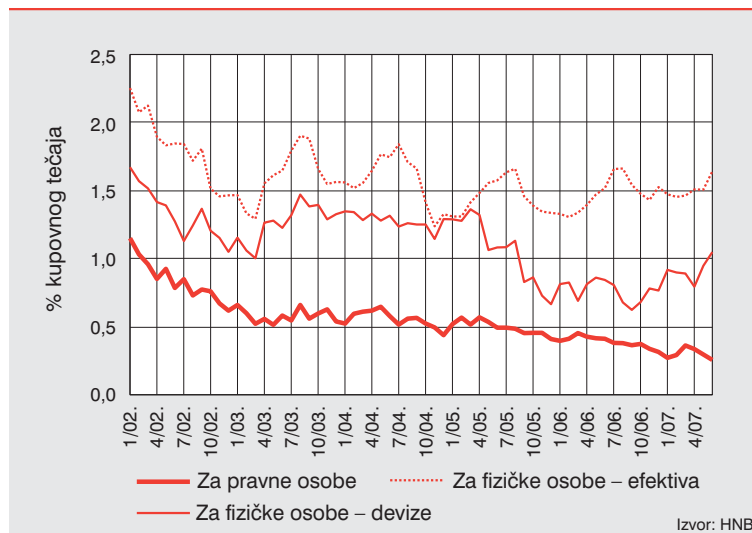
Nastavak rasta prometa na deviznom tržištu i povećana konkurencija rezultirali su daljnjim smanjenjem marža u segmentu trgovine s pravnim osobama. Tako se pro-

Slika 44. Promet deviza prema vrsti transakcije



sječna razlika između prodajnog i kupovnog deviznog tečaja u trgovini s pravnim osobama tijekom prvih šest mjeseci 2007. u odnosu na isto razdoblje prethodne godine smanjila s neznatno više od 0,4% kupovnog tečaja na 0,3% kupovnog tečaja. Nasuprot tome, prosječne polugodišnje marže u segmentu trgovine s fizičkim osobama za devize i kod trgovine s fizičkim osobama za efektivu u promatranom su razdoblju blago porasle, s 0,8% na 0,9%, odnosno s 1,4% na 1,5% kupovnog tečaja.

Slika 45. Razlika između prodajnog i kupovnog prosječnog mjesečnog tečaja



12. Institucionalno okružje

Tijekom razdoblja od kraja lipnja 2006. do kraja lipnja 2007. nastavljeno je usklađivanje hrvatske financijske regulative s pravnom stečevinom EU, koje će se protegnuti i na nekoliko sljedećih godina. Potpuno usklađivanje s Direktivom 2006/48/EZ (o početku obavljanja i obavljanju djelatnosti kreditnih institucija) provest će se donošenjem Zakona o kreditnim institucijama, koji se očekuje u 2008. godini, a koji će kreditne institucije definirati kao banke, stambene štedionice, štedne banke i institucije elektroničkog novca. Jedna od važnijih odredbi toga zakona, koja će se početi primjenjivati od ulaska Hrvatske u punopravno članstvo Europske unije, odnosi se na uvođenje jedinstvene EU putovnice za obavljanje financijskih usluga. To znači da će nakon ulaska u EU financijskoj instituciji s odobrenjem za pružanje financijskih usluga u jednoj od članica Unije biti dopušteno obavljanje istih usluga u Hrvatskoj bez dodatnog odobrenja nadležnih vlasti. Stoga se može očekivati otvaranje poslovnica (za obavljanje financijskih usluga u manjem opsegu ili na određeno vrijeme) ili podružnica (u drugim slučajevima) inozemnih banaka u Hrvatskoj. Novim će zakonom biti preciznije i detaljnije regulirano upravljanje rizicima, a propisana adekvatnost kapitala omogućit će primjenu Basela II. Novost toga zakona bit će i propis o sudjelovanju barem jednoga neovisnog člana u nadzornom odboru svake banke te zahtjev za objavu niza informacija o poslovanju kreditnih institucija što će povećati razvidnost poslovanja i ojačati tržišnu disciplinu. Radi održavanja stabilnosti i sigurnosti bankarskog sustava predviđene su odredbe vezane za segment supervizije kreditnih institucija, pogotovo na konsolidiranoj osnovi, jer se proširuje obuhvat pojma grupe kreditnih institucija, u koju se uključuju i društva povezana zajedničkim vođenjem. Jedan od koraka u sklopu priprema za donošenje Zakona o kreditnim institucijama svakako je bilo i rješavanje pitanja štedno-kreditnih zadruga. Do donošenja Zakona o kreditnim institucijama, problem neusklađenosti poslovanja štedno-kreditnih zadruga s ovom regulativom privremeno je riješen krajem 2006. donošenjem Zakona o kreditnim unijama, te izmjenama i dopunama aktualnog Zakona o bankama, u koji su uključene štedne banke. Nadzor nad kreditnim unijama i štedno kreditnim zadrugama provodit će HNB, koji je već uspostavio kontakt s ovim posrednicima.

Pitanja posebne uprave, prisilne likvidacije i stečajnog postupka kreditnih institucija regulirat će poseban zakon koji bi se trebao donijeti do kraja 2008. godine. Naime, ovo područje danas regulira niz zakona (Zakon o bankama, Stečajni zakon, Zakon o trgovačkim društvima i Zakon o rješavanju sukoba zakona s propisima drugih zemalja u određenim odnosima) pa će se jedinstvenim Zakonom o reorganizaciji i likvidaciji financijskih institucija postići veća razvidnost ovog područja. Također, vezano za Zakon o kreditnim institucijama, u 2008. trebao bi biti donesen i Zakon o elektroničkom novcu, koji će regulirati poslovanje institucija za elektronički novac. Najveći izazov za pripremu ovog zakona odnosi se na primjenu propisa o institucijama za elektronički novac na operatere u mobilnoj telefoniji.

U lipnju 2007. godine donesen je Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o obve-

znim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima, kojim se donekle liberalizirala ulagačka politika mirovinskih fondova. Tako je na primjer dosadašnje ograničenje ulaganja u inozemstvo do 15% imovine fonda prošireno na 20% za obvezne te na 25% za dobrovoljne mirovinske fondove. Osim u dionice koje kotiraju na službenom tržištu, mirovinskim fondovima dopušteno je ulagati i u dionice u kotaciji javnih dioničkih društava, do najviše 5% imovine fonda i do najviše 5% kapitala jednog izdavatelja. Odredbama ovog zakona do dana stupanja Republike Hrvatske u Europsku uniju zadržana je obveza ulaganja mirovinskih fondova u vrijednosne papire Republike Hrvatske i Hrvatske narodne banke do najmanje 50% imovine mirovinskog fonda, kao i ograničenja ulaganja u imovinu izvan Republike Hrvatske. Izmjenama ovog zakona ublaženi su i uvjeti za osnivanje fondova te se ukida odredba o najmanjem broju članova koje bi morao imati pojedini fond, a ujedno se omogućava lakši i efikasniji prijelaz članova između fondova. Propisuje se i da dobrovoljni mirovinski fondovi mogu upravljati drugim dobrovoljnim mirovinskim fondovima, što dosad zakonom nije bilo predviđeno. U srpnju 2007. godine donesen je i Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o mirovinskom osiguranju, kojim se uvodi jedinstveni koeficijent najniže mirovine te se ublažava "penalizacija" prijevremene starosne mirovine. Ovaj zakon početak će se primjenjivati od početka 2008.

S namjerom povećanja pravne sigurnosti, olakšanja prekograničnih transakcija te stvaranja uvjeta za jačanje tržišta kapitala u srpnju 2007. godine donesen je Zakon o financijskom osiguranju, koji je stupio na snagu od početka 2008. godine, a kojim se uređuju pravila za osiguranje financijskih obveza pri sklapanju ugovora. S druge strane, iako je to bilo planirano za 2007. godinu, Zakon o sekuritizaciji bit će donesen vjerojatno u 2008. godini, ali njegovo donošenje ionako nije izravno vezano za približavanje Hrvatske EU. Značajne promjene za tržište kapitala donijet će i Direktiva o tržištima financijskih instrumenata (MIFID), ali s obzirom na njezinu kompleksnost, uvođenje te direktive u Hrvatsku ići će postupno. Zakon se očekuje tijekom 2008. godine, a odredbe vezane za MIFID početak će se primjenjivati tek nakon ulaska Hrvatske u EU. Liberalizacija kapitalnih tokova provodi se postupno u tri faze. Prva faza provedena je krajem 2006. godine liberalizacijom ulaganja rezidenata i nerezidenata u vrijednosne papire (uključujući blagajničke zapise HNB-a i trezorske zapise MF-a). U toj fazi ukinuta je obveza rezidenata fizičkih osoba da kupoprodaju stranih vrijednosnih papira obavljaju isključivo preko domaćih ovlaštenih društava. Druga faza podrazumijeva ukidanje obveze prijave kapitalnog posla kao uvjeta izvršenja plaćanja i prijenosa s osnove tih poslova, a formalno stupa na snagu 1. siječnja 2008. Treća faza, faza potpune liberalizacije kapitalnih transakcija automatski počinje u 2009. godini (datum početka je određen Zakonom o deviznom poslovanju iz 2003. godine). U ovoj fazi ukidaju se zabrane za kratkoročno financiranje nerezidenata, za korištenje financijskih kredita iz inozemstva preko računa u domaćim bankama, za otvaranje računa rezidenta u inozemstvu, za ograničenja za gotovinsko poslovanje između rezidenta i nerezidenta, te za unošenje i iznošenje gotovine preko državne granice.

Jedan od najvećih izazova u poslovanju društava za osiguranje posljednjih godina jest liberalizacija cijena obveznih osiguranja u prometu. Naime, prema Zakonu o obve-

znim osiguranjima u prometu, koji je stupio na snagu 1. siječnja 2006. propisana je obveza liberalizacije toga tržišnog segmenta, s time da su osiguravateljima ostavljene pune dvije godine za njezinu pripremu. O važnosti ovih promjena dovoljno govori činjenica da u Hrvatskoj postoji 1,9 milijuna polica te vrste osiguranja, koje s vrijednosti od oko 2,5 milijarde kuna čine trećinu ukupnog portfelja društava za osiguranje. U prvoj fazi liberalizacije od 1. siječnja 2008. osiguravatelji će svaki za sebe formirati uvjete i cjenike premija u obveznom osiguranju, s tim da ih 60 dana prije njihove primjene treba dostaviti nadzornom tijelu, HANFA-i, radi ocjene poštivanja zakonskih propisa, pravila struke i aktuarskih načela. Nastupajuća liberalizacija pridonijet će jačanju tržišne utakmice. Tijekom 2008. godine očekuje se i novi Zakon o osiguranju, koji bi trebao ukloniti sve neusklađenosti s regulativom EU.

Stambene štedionice nakon 2005. godine bilježe lošije poslovne rezultate na što su djelomično utjecala i regulatorna ograničenja njihova poslovanja. Upravo zato potkraj rujna 2007. godine osnovan je Odbor za stambenu štednju u kojem se nalaze predstavnici svih pet stambenih štedionica. Jedan je od ciljeva toga odbora potaknuti izmjenu Zakona o stambenoj štednji u smjeru liberalizacije ulaganja u više vrsta dužničkih i vlasničkih vrijednosnih papira, financijskih derivata te ulaganja u stanogradnju. Drugi cilj Odbora je promjena Zakona o osiguranju depozita ukidanjem ili smanjenjem stope premije osiguranja na depozite replasirane u državne vrijednosne papire, koji karakteriziraju bilance stambenih štedionica. Spomenuti je zakon upravo u pripremi, a njime će se ovo područje uskladiti s Direktivom o programima osiguranja depozita, pa bi depoziti građana i pravnih osoba trebali biti osigurani u iznosu do 20.000 EUR.

Od ostalih promjena u institucionalnom okviru svakako valja spomenuti da su se u svibnju 2007. godine banke osnivači HROK-a (Hrvatskog registra obveza po kreditima) počele koristiti izvješćima o kreditnoj zaduženosti svojih klijenata. Banke su za sada izrazile isključivo pozitivna mišljenja o funkcioniranju HROK-a, a nisu zabilježeni ni prigovori građana u vezi točnosti izvješća koja se odnose na njihovu zaduženost. Također, broj građana koji su odbili dati pristanak da se za njih izvadi izvješće relativno je malen. Podaci o kreditima primljenim od kartičara zasad se ne nalaze u registru kreditnih obveza, što bi se moglo riješiti novom zakonskom regulativom o kartičnom poslovanju i kreditiranju preko kartica koja je u pripremi.

Tijekom 2008. trebalo bi biti riješeno posebnim zakonom pitanje nadzora financijskih konglomerata (iako Zakon o osiguranju i Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga sadržavaju određene odredbe vezane za suradnju i razmjenu informacija domaćih i inozemnih nadzornih tijela). Također, u istoj godini na snagu bi trebao stupiti novi Zakon o sprječavanju pranja novca i financiranja terorizma te novi Zakon o Hrvatskoj banci za obnovu i razvitak (HBOR), kojim bi se ona definirala kao razvojna i izvozna banka Republike Hrvatske, s ciljem poticanja razvoja hrvatskoga gospodarstva.

13. Bankarski sektor²⁴

Snažna konkurencija među bankama nastavila se i tijekom jednogodišnjeg razdoblja od kraja lipnja 2006. do kraja lipnja 2007. Porast pasivnih kamatnih stopa koji nije pratio jednaki porast aktivnih kamatnih stopa u tom je razdoblju doveo do daljnjeg smanjenja kamatne marže, ali bruto dobit sektora ipak je porasla, i to prije svega zahvaljujući dobrom poslovnom rezultatu velikih banaka. Pod utjecajem mjera središnje banke banke su započele s valutnim restrukturiranjem svojih bilanca s ciljem povećanja udjela kunske imovine i smanjenja udjela kunske imovine uz valutnu klauzulu. Banke su tako u prvom polugodištu 2007. godine uspjele restrukturirati znatan dio svojih bilanca, pa se valutno inducirani kreditni rizik na razini bankarskog sektora osjetno smanjio. Uz to, val dokapitalizacija banaka (potaknut također mjerama središnje banke) doveo je do znatnog porasta kapitala banaka što je uzrokovalo smanjenje pokazatelja njegove profitabilnosti.

Na kraju lipnja 2007. godine na hrvatskom financijskom tržištu poslovale su 33 banke. Struktura bankarskog sektora po veličini banaka nije se promijenila u odnosu na kraj 2006. godine, pa su i dalje najbrojnije bile male banke (23), a broj srednjih (4) i velikih (6) banaka nije se promijenio još od 2004. godine.²⁵ Tijekom prvog polugodišta 2007. godine smanjen je udio imovine velikih banaka u ukupnoj imovini bankarskog sektora za 0,88 postotnih bodova (na 79,77%), a istodobno je zabilježen porast udjela srednjih i malih banaka. Međutim, hrvatski bankarski sektor i dalje karakterizira velika koncentracija: udio imovine dviju najvećih banaka u imovini bankarskog sektora na kraju lipnja 2007. godine iznosio je 41,2%.

U godinu dana proteklih od lipnja 2006. primjetno je izmijenjena vlasnička struktura hrvatskoga bankarskog sektora.²⁶ Tako je u odnosu na kraj lipnja 2006. broj banaka u većinskom domaćem vlasništvu smanjen za četiri te je takvih banaka bilo 17 (od kojih su dvije u većinskom državnom vlasništvu), a broj banaka u većinskom stranom vlasništvu istodobno je porastao s 13 na 16. Na kraju lipnja 2007. banke u većinskom stranom vlasništvu kontrolirale su 90,8% imovine bankarskog sektora, što i ne čudi ako se uzme u obzir da su u vlasništvu stranih dioničara sve velike te tri od četiri banke srednje veličine. Promatrano prema domicilu vlasnika, najveći dio

24 Svi pokazatelji izračunati su na osnovi nekonsolidiranih podataka banaka. Kod pokazatelja koji u nazivniku imaju stavku „imovina” ili „kapital” uzeta je prosječna imovina, odnosno prosječni kapital, u posljednjih godinu dana: pola iznosa na početku razdoblja i pola iznosa na kraju razdoblja. Podaci ne uključuju banke u likvidaciji. Zbog navedenih specifičnosti korištene metodologije neke se vrijednosti pokazatelja mogu razlikovati od vrijednosti sličnih pokazatelja u drugim publikacijama HNB-a.

25 Banke su prema udjelu u ukupnoj aktivi bankarskog sektora razvrstane u tri skupine: male banke (s udjelom manjim od 1%), srednje banke (s udjelom u aktivi većim od 1% i manjim od 5%) te velike banke (s udjelom većim od 5%).

26 U odnosu na stanje na kraju prvog polugodišta 2006. godine u vlasničkoj strukturi banaka došlo je do ovih promjena: Banku Sonic preuzeli su strani dioničari i ona je postala Banco Popolare Croatia; Gospodarsko-kreditna banka postala je Veneto banka, a banka Kovanica je, unatoč tome što su je preuzeli strani dioničari, zadržala svoje ime. Požešku banku preuzela je i pripojila Podravska banka.

imovine bankarskog sektora pripada austrijskim i talijanskim dioničarima (59,62%, i 19,89%).²⁷

Tablica 8. Osnovni podaci o poslovnim bankama u Hrvatskoj, u milijunima kuna i postocima

	31.12.2002.	31.12.2003.	31.12.2004.	31.12.2005.	30.6.2006.	31.12.2006.	30.6.2007.	Promjena 30.6.06./30.6.07.	
								Iznos	%
Broj banaka	46	41	37	34	34	33	33	-1	-3
Imovina (Aktiva)	174.139	204.043	229.305	260.278	277.764	304.605	325.200	47.436	17
Gotovina, depoziti i zapisi MF-a i HNB-a	51.651	67.010	71.823	73.064	70.175	83.698	86.200	16.026	23
Trgovački i investicijski portfelj	21.094	18.241	24.036	26.314	23.515	24.181	23.360	-154	-1
Kreditni portfelj	92.293	110.052	125.202	151.960	174.657	187.775	206.311	31.654	18
Ostala imovina	9.102	8.740	8.244	8.940	9.418	8.951	9.328	-89	-1
Obveze i kapital (Pasiva)	174.139	204.043	229.305	260.278	277.764	304.605	325.200	47.436	17
Kratkoročne obveze	52.893	57.174	59.642	70.860	71.853	81.613	83.507	11.654	16
Dugoročne obveze	95.181	118.809	139.001	154.314	167.691	179.787	190.869	23.178	14
Podređeni i hibridni inst. i ost. obv.	9.557	9.977	10.980	11.660	12.010	11.946	13.564	1.554	13
Kapital	16.509	18.083	19.681	23.443	26.209	31.260	37.260	11.050	42

Izvor: HNB

Na kraju lipnja 2007. godine ukupna imovina bankarskog sektora iznosila je 325,2 mlrd. kuna što je porast od 17,1% u odnosu na stanje prije godinu dana. Gledano po valutama, kao posljedica spomenutog procesa restrukturiranja, kunska imovina banaka porasla je za čak 42,0%, dok je imovina u stranim valutama porasla za samo 6,7%, a kunska imovina uz valutnu klauzulu za 4,0%. Na aktivnoj strani bilance banaka najviše su porasli krediti (za 31,6 mlrd. kuna odnosno za 18,1%), pri čemu se porast od 17,9 mlrd. kuna odnosio na kredite stanovništvu (godišnji porast od 21,5%), a 16,3 mlrd. kuna na kredite trgovačkim društvima (godišnji porast od 24,4%). Od kredita stanovništvu najviše su porasli stambeni krediti (za 29,0%), koji su na kraju lipnja 2007. činili 49,1% ukupnih kredita stanovništvu. S druge strane, najveći dio porasta kredita trgovačkim društvima odnosio se na najviše zastupljene (89,9%) kredite ostalim trgovačkim društvima, kod kojih je zabilježen godišnji porast od 15,2 mlrd. kuna, tj. za 25,7%. Depoziti kod drugih bankarskih institucija također su znatno porasli (za 11,5 mlrd. kuna, tj. za 85,8%), a depoziti kod HNB-a uvećani su za 3,3 mlrd. kuna, tj. za 7,3%. Trgovački i investicijski portfelj banaka i njihova ostala imovina tek su neznatno smanjeni.

Najznačajniji godišnji porast na pasivnoj strani bilance banaka zabilježen je kod oročenih depozita (za 28,0 mlrd. kuna, tj. za 22,3%), pri čemu se prirast od 9,6 mlrd. kuna odnosio na oročene depozite stanovništva. Kratkoročne obveze banaka porasle su za 11,6 mlrd. kuna, tj. za 16,2%, pri čemu je najveću ulogu imao porast depozita na žiroračunima i tekućim računima za 8,2 mlrd. kuna (tj. za 26,5% u odnosu na kraj lipnja 2006.). Istodobno, kratkoročni krediti primljeni od financijskih institucija po-

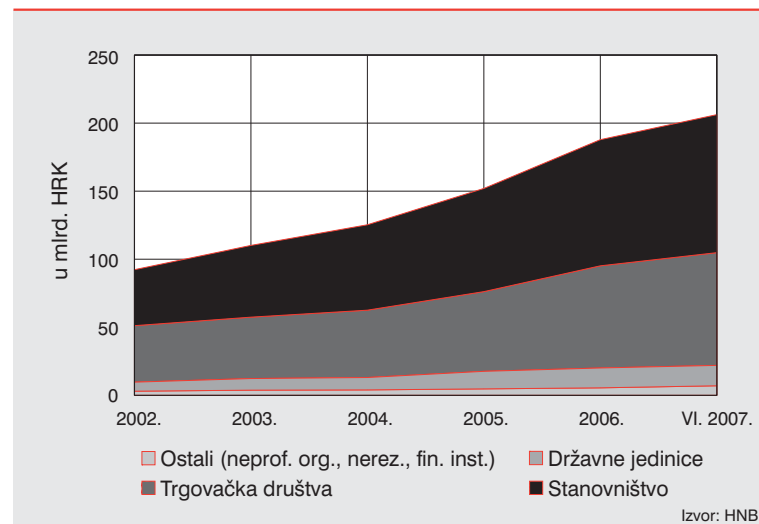
²⁷ Na kraju 2006. godine među stranim vlasnicima imovine hrvatskoga bankarskog sektora prevladavali su talijanski dioničari (približno 44%), ali je (prije kraja polugodišnjega izvještajnog razdoblja u lipnju 2007.) banka majka jedne velike hrvatske banke promijenila talijanskoga u austrijskog vlasnika.

rasli su za 91,6% (za 5,6 mlrd. kuna), dok su kratkoročni krediti od ostalih vjerovnika smanjeni za 30,7% (za 2,8 mlrd. kuna). Podređeni hibridni i ostali instrumenti i ostale obveze povećani su za 1,5 mlrd. kuna što odgovara godišnjem porastu od 12,9%.

Ukupni kapital banaka u godinu dana proteklih od kraja lipnja 2006. porastao je za 11,1 mlrd. kuna, tj. za 42,2%, pri čemu je dionički kapital najviše porastao, za 8,0 mlrd. kuna, tj. za 60,7%. Većina banaka dokapitalizirana je kao odgovor na mjere središnje banke zbog kojih je porasla njihova ukupna izloženost riziku²⁸, a time se smanjila stopa adekvatnosti njihova kapitala, dok su neke banke dokapitalizirane radi širenja poslovanja i osvajanja većega tržišnog udjela.

U Hrvatskoj je udio kredita u imovini banaka standardno visok u odnosu na bankarske sektore država članica EU-25, a tijekom prvog polugodišta 2007. taj je udio porastao za gotovo 2 postotna boda te je na kraju lipnja 2007. iznosio 63,4%. Udio kredita stanovništvu u ukupnim neto kreditima u godinu dana proteklih od kraja lipnja 2006. povećan je s 47,7% na 49,1%, a udio kredita trgovačkim društvima s 38,1% na 41,1%. Udio kredita financijskim institucijama u ukupnim neto kreditima nije se promijenio te se zadržao na 2,6%, dok je smanjenje udjela zabilježeno kod kredita državnim jedinicama (s 10,6% na 7,3%) uzrokovano ponajprije primjetnim smanjenjem kredita središnjoj državi. Valutna struktura kredita na kraju lipnja 2007. bila je sljedeća: 64,9% ukupnih kredita banaka bilo je odobreno u stranoj valuti ili vezano uz stranu valutu što znači smanjenje od 11,5 postotnih bodova u usporedbi sa stanjem prije godinu dana. Tijekom prvog polugodišta 2007. iznos kredita u kunama povećao se više nego što su se povećali ukupni krediti (za 18,9 mlrd. kuna naprema 18,5 mlrd. kuna)²⁹.

Slika 46. Struktura kreditnog portfelja banaka prema sektoru dužnika, na kraju razdoblja

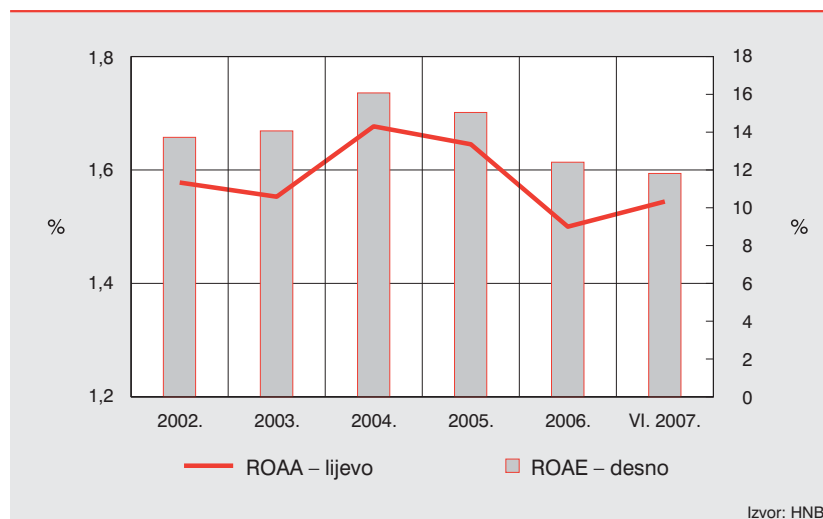


28 Ovim izmjenama bonitetne regulative povećani su postojeći ponderi rizika za potraživanja u stranoj valuti ili u kunama uz valutnu klauzulu od dužnika s neusklađenom deviznom pozicijom.

29 Preciznije, u prvoj polovini 2007. udio kredita u eurima ili vezanih uz euro smanjen je s 53,7% na 47,4%, dok je udio kredita u švicarskim francima ili u kunama vezanim uz švicarski franak blago porastao s 15,0% na 15,8%, a udio kunskih kredita snažno porastao s 28,5% na 35,1%.

Na kraju prvog polugodišta 2007. godine hrvatski bankarski sektor zabilježio je porast dobiti prije oporezivanja na godišnjoj razini od 9,9% u odnosu na 2006. godinu, dok je neto dobit u istom razdoblju porasla za 10,4%. Budući da je bruto dobit u godinu dana proteklih od lipnja 2006. rasla nešto brže nego prosječna imovina, godišnji prinos na prosječnu imovinu povećao se s 1,50% (na kraju lipnja 2006.) na 1,54% (na kraju lipnja 2007.).

Slika 47. Prinos na imovinu i kapital banaka



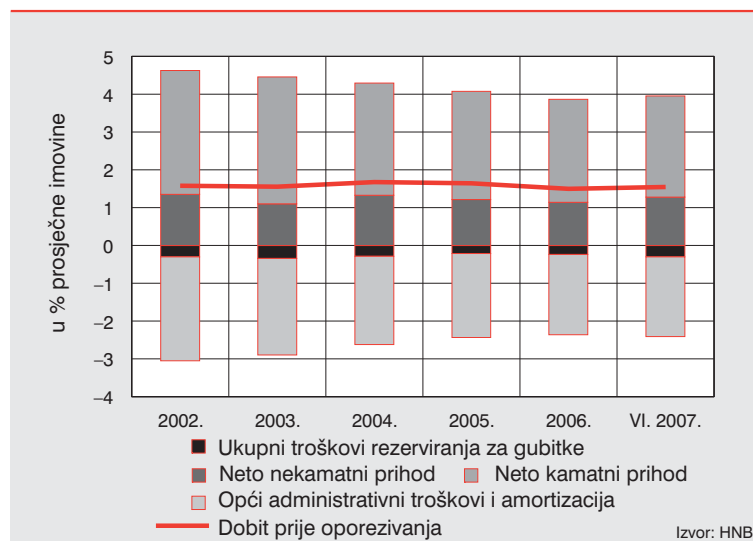
Međutim, treba imati na umu da je u posljednjih nekoliko godina bankarski sektor redovito ostvarivao bolji godišnji pokazatelj ROAA na kraju polugodišta nego na kraju godine. Velike banke su jedine zabilježile godišnji porast ovog pokazatelja u odnosu na kraj 2006. godine (1,66% naprama 1,56%), dok je kod srednjih i malih banaka on smanjen (0,90% naprama 1,14%, odnosno 1,31% naprama 1,50%).

Unatoč porastu neto dobiti od 10,4%, godišnji prinos na prosječni kapital banaka na kraju lipnja 2007. godine smanjen je na 11,8% (u odnosu na 12,4% na kraju 2006.). Razlog smanjenja veliki je porast prosječnoga kapitala banaka na godišnjoj razini, koji je u usporedbi s 2006. godinom porastao za 16,0%. Uobičajeno, najveći utjecaj na kretanje poslovnog rezultata hrvatskoga bankarskog sektora imaju velike banke, kojima pripada 86,4% godišnje bruto dobiti iskazane na kraju lipnja 2007.

Rast neto dobiti banaka u razdoblju od kraja lipnja 2006. do kraja lipnja 2007. ubrzan je u odnosu na 2006. godinu. Neto kamatni prihod porastao je za 4,9%, ali je zbog nešto većeg porasta prosječne imovine (za 6,7%) omjer neto kamatnog prihoda prema prosječnoj imovini neznatno smanjen, na 2,7%. Neto nekamatni prihod rastao je znatno brže: u usporedbi s krajem 2006. godine povećan je za 19,5%, pa je njegov omjer prema prosječnoj imovini banaka porastao s 1,1% na 1,3%.

Opći administrativni troškovi i administracija rasli su nešto brže od neto kamatnog prihoda (6,0%), pa se njihov omjer prema prosječnoj imovini nije promijenio (2,1%). Zbog brzog rasta ukupnih troškova rezerviranja za gubitke njihov se omjer prema

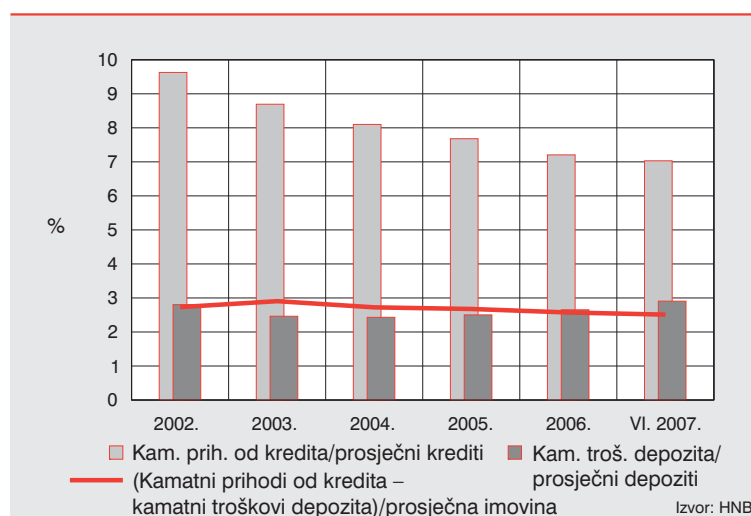
Slika 48. Omjeri profitabilnosti imovine banaka



prosječnoj imovini banaka povećao s 0,2% na 0,3%. Prema tome, upravo je značajan porast neto nekamatnog prihoda, uz istodobni umjereni rast neto kamatnog prihoda omogućio da banke ostvare ukupni neto prihod od 4,0% svoje prosječne imovine, što je unatoč porastu općih administrativnih troškova i amortizacije, te ukupnih troškova rezerviranja na ukupno 2,4% imovine, bilo dovoljno da banke ostvare veću dobit prije oporezivanja prema prosječnoj imovinu u odnosu na 2006. godinu.

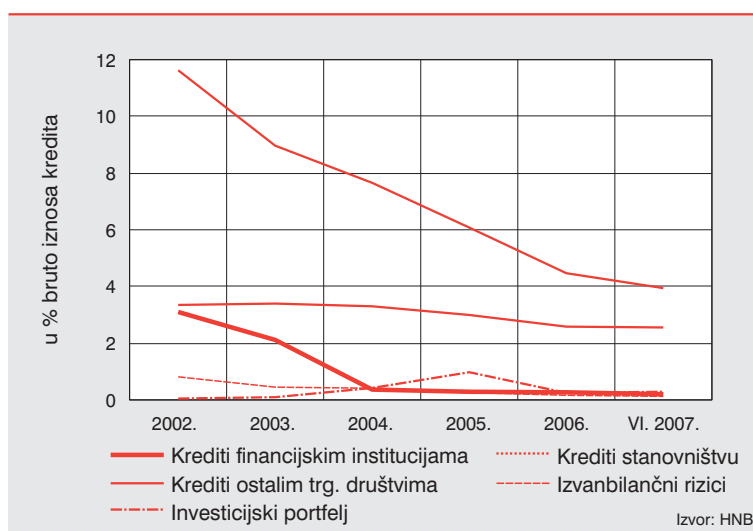
Kod relativnih vrijednosti kamatnih prihoda od kredita i kamatnih troškova depozita nastavljena su nepovoljna kretanja u poslovanju banaka. Omjer kamatnih prihoda na kredite i prosječnih kredita na kraju prvog polugodišta 2007. godine iznosio je 7,0%, čime je nastavljen dugogodišnji trend smanjivanja ovog pokazatelja, a omjer kamatnih troškova depozita i prosječnih depozita porastao je na 2,9%. Ta su kretanja dovela do daljnjeg smanjenja razlike između kamatnih prihoda od kredita i kamatnih troškova depozita u odnosu na prosječnu imovinu.

Slika 49. Kamatni prihodi od kredita i kamatni troškovi depozita



Blagom povećanju godišnje profitabilnosti banaka na kraju lipnja 2007. godine zasigurno je pogodovao i nastavak smanjenja relativnih troškova banaka za pokrivanje kreditnog rizika u svojim portfeljima. Omjer ispravaka vrijednosti za plasmane i potencijalne obveze te ukupnih plasmana i potencijalnih obveza na koje se oni odnose na kraju lipnja 2007. iznosio 1,7% u usporedbi s 1,8% na kraju 2006. Ovo poboljšanje prije svega se odnosi na nastavak dugogodišnjeg trenda smanjivanja procijenjene rizičnosti kredita ostalim trgovačkim društvima, dok se procijenjena rizičnost kredita stanovništvu zadržala na otprilike istoj razini kao i na kraju 2006.

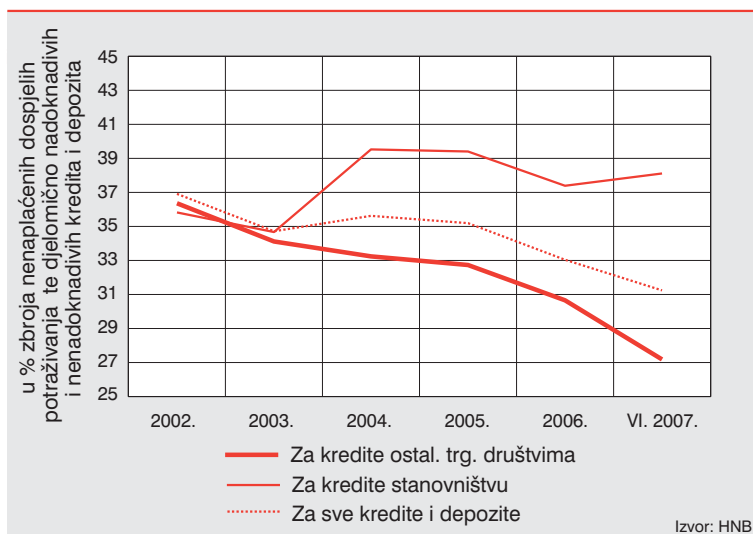
Slika 50. Ispravci vrijednosti kredita, na kraju razdoblja



Prijavljena kvaliteta ukupnih plasmana banaka raste od 1999. godine. U prvom polugodištu 2007. godine neznatno je smanjena u odnosu na kraj 2006. ali je bila i dalje visoka i iznosila je 96,7%. Do ove promjene došlo je zbog porasta udjela djelomično nadoknadivih (B) plasmana u ukupnim plasmanima s 2,0% na 2,2%, dok je istodobno udio potpuno nenadoknadivih (C) plasmana smanjen na najnižu povijesnu razinu od 1,1%. Omjer ispravaka vrijednosti bankovnih kredita i depozita prema zbroju nenaplaćenih dospjelih potraživanja i djelomično nadoknadivih i potpuno nenadoknadivih plasmana na kraju prvog polugodišta 2007. godine smanjio se za gotovo dva postotna boda u odnosu na kraj 2006. To je posljedica smanjenja ovog omjera za kredite dane ostalim trgovačkim društvima pod utjecajem istodobnog smanjenja ispravaka vrijednosti i povećanja nenaplaćenih dospjelih potraživanja i djelomično nadoknadivih i potpuno nenadoknadivih plasmana u apsolutnom iznosu. Ovi podaci, kao i neke druge analize središnje banke, upućuju na to da je hrvatski bankarski sektor u stanju apsorbirati znatne gubitke u slučaju pogoršanja rizičnosti aktive, tj. u slučaju negativnog šoka u makroekonomskom okruženju.

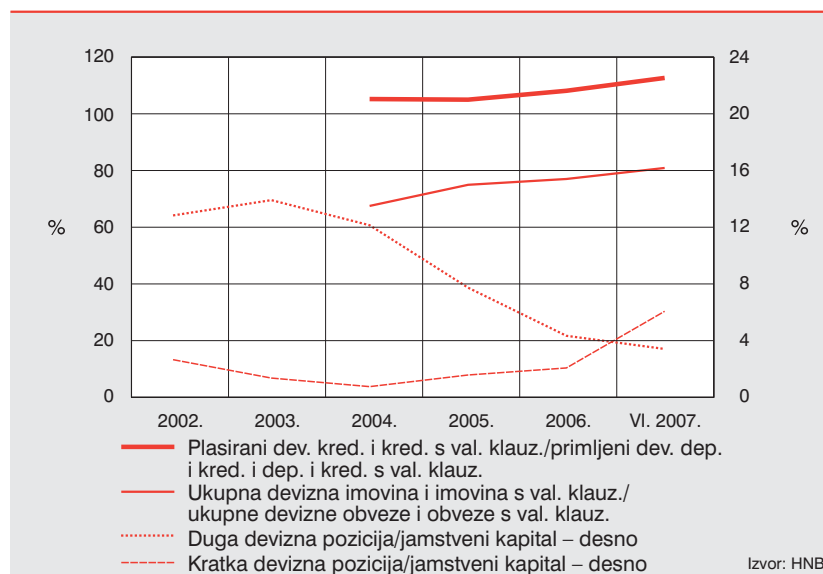
S obzirom na visoki stupanj euroizacije u Hrvatskoj je tradicionalno prisutna sistemaska izloženost banaka valutnom riziku. Na kraju lipnja 2007. godine omjer zbroja kratkih pozicija banaka i zbroja njihovih jamstvenih kapitala iznosio je 6,1%, dok je kod dugih pozicija taj omjer iznosio 3,4%, što sugerira da je izravni valutni rizik u

Slika 51. Ispravci vrijednosti banaka s osnove kredita i depozita, na kraju razdoblja



hrvatskome bankarskom sektoru zanemariv (dopuštena izloženost banaka izravnom valutnom riziku mjerena njihovom ukupnom otvorenom deviznom pozicijom ograničena je na 20% njihova jamstvenoga kapitala). Znatno opasniji rizik za stabilnost hrvatskoga bankarskog sektora valutno je inducirani kreditni rizik (VIKR). Ukupna izloženost VIKR-u na kraju lipnja 2007. iznosila je 206,7 mlrd. kuna (55,4% ukupnih plasmana) što je smanjenje u odnosu na kraj 2006. godine kad je ukupna izloženost ovom riziku iznosila 210,3 mlrd. kuna (60,2% ukupnih plasmana). Očekivano, ovom je riziku najjače izložen sektor stanovništvo. Bez obzira na smanjenje ukupne izloženosti tom riziku u prvom polugodištu 2007., valja imati na umu da su banke na kraju toga razdoblja procijenile da je samo 24,3% plasmana zaštićeno od VIKR-a.

Slika 52. Osnovni pokazatelji valutne izloženosti bankarskog sektora, na kraju razdoblja



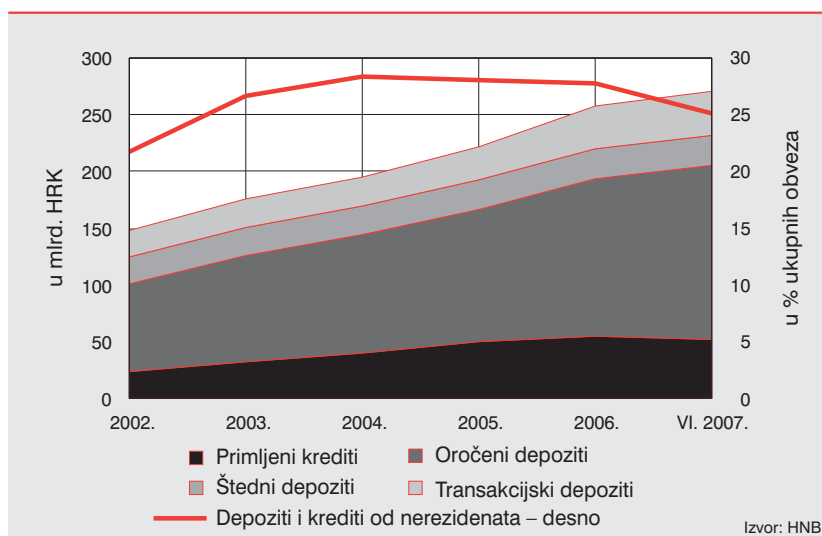
Što se tiče kvalitete instrumenata osiguranja kredita, na kraju lipnja 2007. godine banke su procijenile da je 34,8% ukupnih plasmana osigurano kvalitetnim instrumentima osiguranja, pri čemu je osigurani iznos bio u visini 86,4% iznosa osiguranih potraživanja. Kao instrument osiguranja i nadalje se najčešće koriste nekretnine (60,2%), pri čemu se više od polovine (35,13%) odnosi na stambene nekretnine, koje se koriste najčešće kao instrument osiguranja kredita stanovništvu, a ostatak na poslovne nekretnine, koje se uobičajeno koriste kao instrument osiguranja kredita trgovačkim društvima. Kod kredita državi i financijskim institucijama najčešće se koriste ostali kvalitetni instrumenti osiguranja kao što su vrijednosni papiri i bezuvjetna jamstva. Krediti nerezidentima jedini su u cijelosti osigurani kvalitetnim instrumentima.

Promatrajući rizike u međunarodnom poslovanju banaka i mogućnost zaraze bankarskog sektora, važno je primijetiti da se udio kredita nerezidentima u ukupnim kreditima još od 2000. godine kreće na razini manjoj od 0,6%, dok je udio stranih vrijednosnih papira u ukupnim dužničkim vrijednosnim papirima u lipnju 2007. iznosio 37,7%, pri čemu su to većinom vrijednosni papiri stranih financijskih institucija i stranih država koji odgovaraju definiciji deviznih potraživanja u Odluci o minimalno potrebnim deviznim potraživanjima.

U hrvatskom bankarskom sektoru prisutan je i tzv. rizik financiranja, koji proizlazi iz izravnog zaduživanja banaka kod stranih osoba. Udio obveza po kreditima primljenim od nerezidenata na kraju lipnja 2007. iznosio je 10,9% što je znatno smanjenje u odnosu na 14,4% s kraja 2006. godine. S obzirom na mali međubankovni promet novca (oblik trgovanja koji se odvija bez kolaterala), ne postoji rizik zaraze unutar hrvatskoga bankarskog sektora, pa jedini rizik zaraze za hrvatski bankarski sektor zapravo prijeti iz inozemstva, odnosno preko povezanih inozemnih poduzeća.

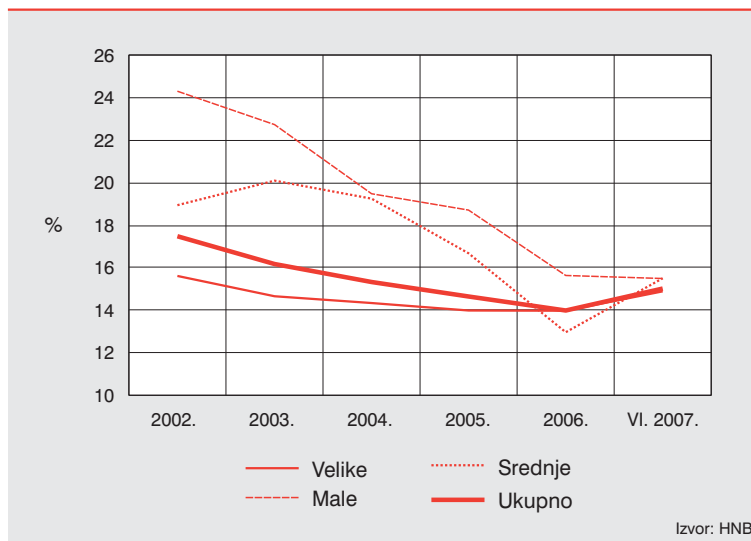
Nakon što se na kraju 2006. godine spustila na svoju najnižu povijesnu razinu, stopa adekvatnosti kapitala bankarskog sektora do lipnja 2007. porasla je za jedan postotni

Slika 53. Struktura obveza banaka prema instrumentima, na kraju razdoblja



bod, na 15,0%. Nakon provedenih očekivanih dokapitalizacija banaka srednje veličine, njihova se stopa adekvatnosti kapitala izjednačila s tim pokazateljem za male banke, koje tradicionalno imaju najvišu stopu adekvatnosti kapitala. Velike banke su također zabilježile višu stopu adekvatnosti kapitala u odnosu na kraj 2006. godine, ali i dalje kao grupa banaka bilježe njezinu najnižu vrijednost. Sve su banke na dan 30. lipnja 2007. imale stopu adekvatnosti kapitala višu od 10%, ali su tri banke objavile da im je ta stopa niža od 11%, a čak kod 12 banaka stopa je bila između 10% i 13%.

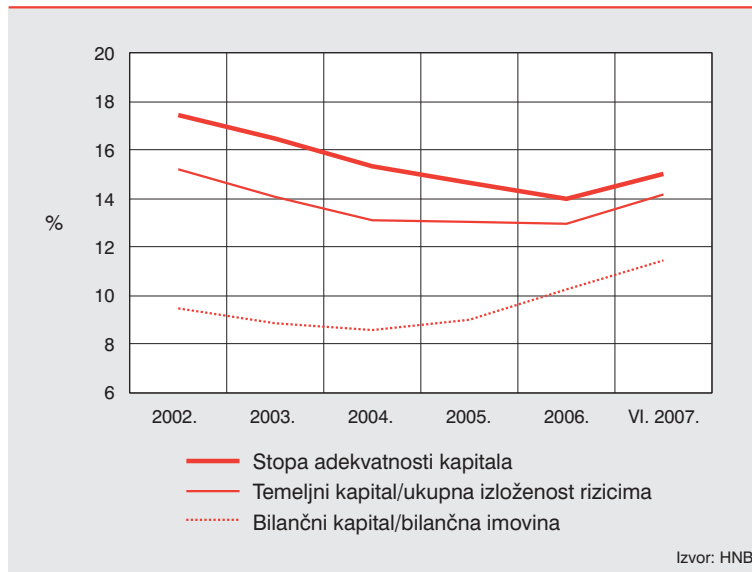
Slika 54. Stope adekvatnosti kapitala po grupama banaka usporedivih značajki



Stopa adekvatnosti kapitala hrvatskoga bankarskog sektora uglavnom se smanjivala zbog bržeg rasta ukupne izloženosti rizicima u odnosu na rast jamstvenoga kapitala, ali promjene vezane za ovu stopu tijekom drugog polugodišta 2006. i prvog polugodišta 2007. većinom su posljedica promjene načina računanja ukupne izloženosti rizicima. Pod utjecajem novih propisa, prema kojima su prva financijska izvješća sastavljena sa stanjem na dan 30. lipnja 2006., povećani su ponderi za devizne kredite i kredite s valutnom klauzulom kod klijenata čija je devizna pozicija nezaštićena. Kako su gotovo svi krediti uz valutnu klauzulu koji su u cijelosti osigurani hipotekama nad stambenim nekretninama plasirani osobama s nezaštićenom deviznom pozicijom, nakon ove promjene neke stavke aktive preselile su se u razred koji se važe višim ponderom, a to je uzrokovalo znatno smanjenje adekvatnosti kapitala bankarskog sektora. Iako ni u kojem pojedinačnom slučaju adekvatnost nije pala ispod zakonom propisanog minimuma, neke su banke odlučile povećati svoj kapital. Nakon dokapitalizacija porastao je omjer bilančnoga kapitala i imovine banaka za 1,2 postotna boda (na 11,5%) u odnosu na stanje na kraju 2006. godine.

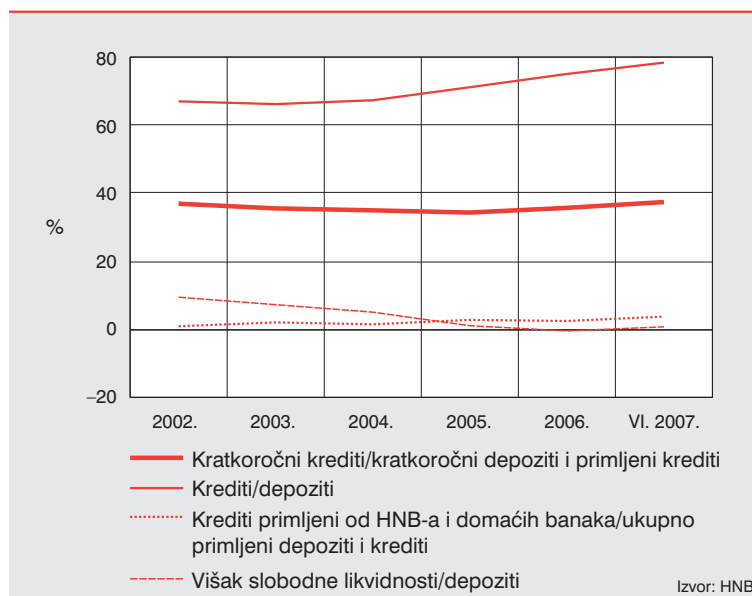
U proteklih godinu dana od kraja lipnja 2006. godine bankarski sektor uglavnom je održavao dobru likvidnost. Kunska likvidnost mjerena pokazateljem viška kunske likvidnosti bankarskog sektora u odnosu na njegovu depozitnu bazu u tom je razdoblju porasla s -0,5% na 0,8%, što sugerira da je likvidnosti bankarskog sektora porasla. Drugi pokazatelji upućuju na vrlo blago smanjenje likvidnosti.

Slika 55. Pokrivenost imovine banaka vlastitim kapitalom

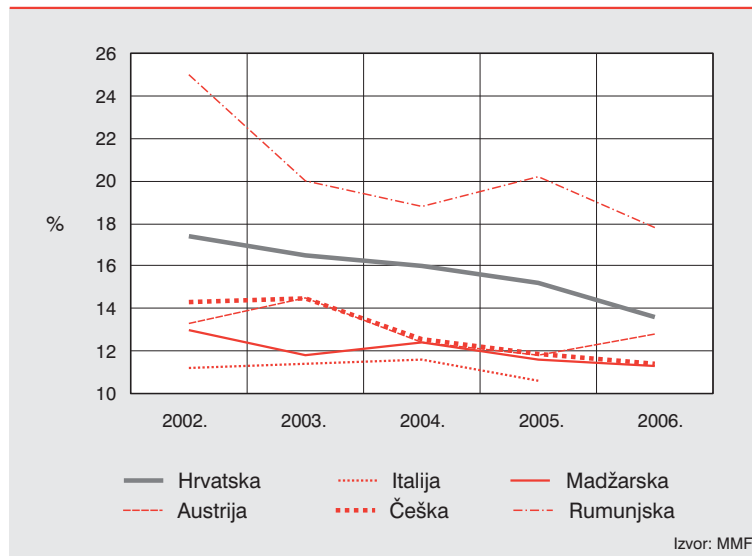


Iako se godišnji pokazatelji profitabilnosti hrvatskoga bankarskog sektora od 2004. godine smanjuju, taj je sektor još uvijek privlačan stranim investitorima što dokazuje i činjenica da su u godinu dana proteklih od kraja lipnja 2006. strani vlasnici preuzeli vlasništvo nad još tri domaće banke. Promatrajući međuovisnost rizika i prinosa, hrvatski bankarski sektor nalazi se između razvijenih europskih bankarskih sektora i bankarskih sektora europskih zemalja u razvoju. Agregirana stopa adekvatnosti kapitala hrvatskoga bankarskog sektora već se nekoliko godina nalazi između te stope za ove dvije skupine europskih zemalja, ali u posljednje vrijeme primjetan je trend približavanja pokazatelju za razvijene europske zemlje. To se može objasniti kontinuiranim smanjenjem percipiranog rizika te procesom konsolidacije bankarskog sektora.

Slika 56. Osnovni pokazatelji likvidnosti bankarskog sektora

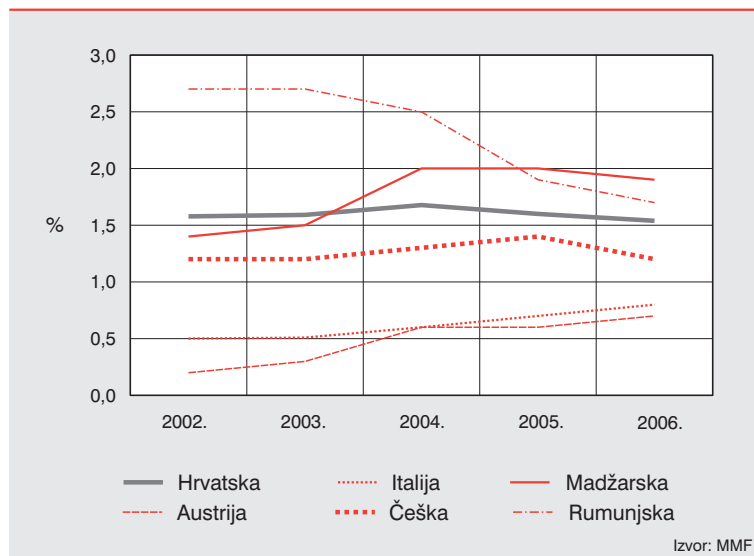


Slika 57. Stopa adekvatnosti kapitala u Hrvatskoj i odabranim europskim zemljama



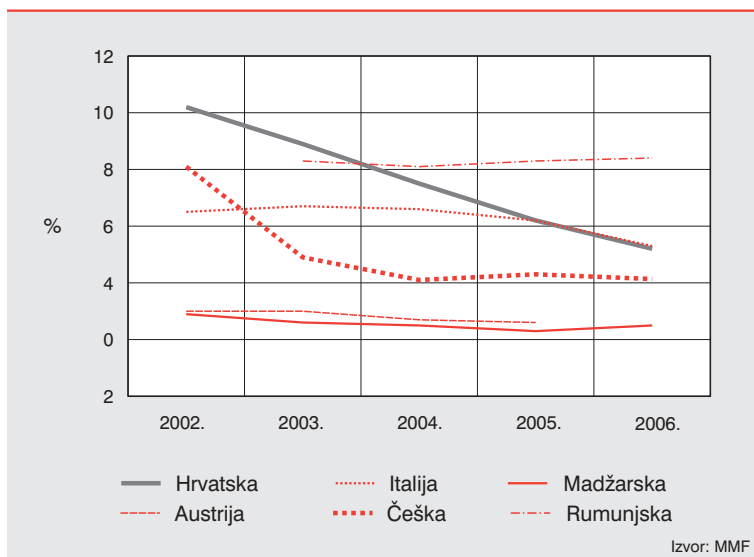
Osim dugogodišnjeg trenda smanjivanja percipiranog rizika, hrvatski bankarski sektor karakterizira i relativno velika bruto zarada po jedinici imovine. Pokazatelji profitabilnosti imovine za hrvatski bankarski sektor tradicionalno su osjetno viši od prosjeka za bankarske sektore domicilnih zemalja banaka majki najvećih hrvatskih banaka, s obzirom na to da banke u Hrvatskoj uspijevaju ostvarivati znatnu zaradu unatoč snažnoj konkurenciji na domaćem tržištu, sve većim regulatornim ograničenjima te nepovoljnim kretanjima na svjetskim financijskim tržištima. Međutim, profitabilnost kapitala hrvatskih banaka u posljednjih se nekoliko godina smanjuje, pa bi hrvatski bankarski sektor u budućnosti, ako se takav trend nastavi, mogao postati manje privlačan stranim investitorima.

Slika 58. Prinos na imovinu bankarskog sektora u Hrvatskoj i odabranim europskim zemljama



Sa stajališta međuovisnosti rizika i profitabilnosti valja uzeti u obzir i udio loših kredita u ukupnim kreditima. Naime, taj se pokazatelj u posljednjih nekoliko godina u Hrvatskoj kontinuirano smanjuje. Prema tome pokazatelju hrvatski se bankarski sektor u posljednjih nekoliko godina primjetno približio zemljama iz kojih dolaze banke majke najvećih hrvatskih banaka (Austrija i Italija) što je i očekivano s obzirom na to da hrvatske banke koriste znanja i tehnologiju svojih banaka majki.

Slika 59. Udio loših kredita u ukupnim kreditima u Hrvatskoj i odabranim europskim zemljama



Tablica A
Odabrani pokazatelji poslovanja bankarskog sektora,
u postocima ako nije drukčije naveden

Pokazatelj	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	VI.2007.
Veličina						
Broj banaka	46	41	37	34	33	33
Imovina (u milijunima HRK)	174.139	204.043	229.305	260.594	304.605	325.200
Profitabilnost						
Prinos na prosječnu imovinu (ROAA) ^a	1,6	1,6	1,7	1,6	1,5	1,5
Prinos na prosječni kapital (ROAE) ^b	13,7	14,1	16,1	15,0	12,4	11,8
Prilagođeni ROAA ^c	1,6	1,5	1,7	1,6	1,5	1,5
Pokazatelj neto operativnog prihoda ^d	1,9	1,9	2,0	1,9	1,7	1,8
Pokazatelj neto kamatnog prihoda ^e	3,3	3,4	3,0	2,9	2,7	2,7
Pokazatelj općih administrativnih troškova i amortizacije ^f	2,7	2,6	2,3	2,2	2,1	2,1
Udio kamatnih prihoda od kredita u prosječnim kreditima	9,6	8,7	8,1	7,7	7,2	7,0
Udio kamatnih troškova depozita u prosječnim depozitima	2,8	2,5	2,4	2,5	2,6	2,9
Udio razlike između kamatnih prihoda od kredita i kamatnih troškova depozita u prosječnoj imovini	2,7	2,9	2,7	2,7	2,6	2,5
Kreditni rizik						
Udio ispravaka vrijednosti u ukupnom iznosu kredita financijskim institucijama	3,1	2,1	0,4	0,3	0,3	0,2
Udio ispravaka vrijednosti u ukupnom iznosu kredita stanovništvu	3,4	3,4	3,3	3,0	2,6	2,6
Udio ispravaka vrijednosti u ukupnom iznosu kredita ostalim trgovačkim društvima	11,6	9,0	7,7	6,1	4,5	3,9
Udio posebnih rezervacija u ukupnom iznosu izvanbilančnih rizika	0,8	0,4	0,4	0,3	0,2	0,1
Likvidnost						
Udio depozita i kredita primljenih od nerezidenata u ukupnim obvezama	21,7	26,7	28,4	28,1	27,8	25,1
Omjer danih kratkoročnih kredita i zbroja kratkoročnih primljenih depozita i kredita	37,0	35,5	35,0	34,3	35,7	37,4
Omjer danih kredita i primljenih depozita i kredita	67,0	66,2	67,3	71,2	75,1	78,3
Udio kredita primljenih od HNB-a i domaćih banaka u ukupno primljenim depozitima i kreditima	0,9	2,1	1,5	2,8	2,5	3,7
Valutni rizik						
Omjer danih deviznih kredita prema primljenim deviznim depozitima i kreditima	11,3	10,2	11,2	15,6	14,1	13,9
Omjer ukupne devizne imovine i ukupnih deviznih obveza	44,5	49,3	50,5	50,7	51,9	50,8
Udio duge devizne pozicije u jamstvenom kapitalu	12,8	13,9	12,1	7,7	4,3	3,4
Udio kratke devizne pozicije u jamstvenom kapitalu	2,7	1,4	0,8	1,6	2,1	6,1
Kapitalizacija						
Stopa adekvatnosti kapitala ^g	17,4	16,5	15,3	14,6	14,0	15,0
Omjer bilančnoga kapitala i bilančne imovine	9,5	8,9	8,6	9,0	10,3	11,5
Omjer temeljnoga kapitala i ukupne izloženosti rizicima	15,2	14,1	13,1	13,0	13,0	14,2

^a Postotni udio dobiti prije oporezivanja u prosječnoj imovini

^b Postotni udio dobiti poslije oporezivanja u prosječnom kapitalu

^c Dobit prije oporezivanja ne uključuje izvanredne prihode i izvanredne rashode

^d Postotni udio neto prihoda od poslovanja prije rezerviranja za gubitke u prosječnoj imovini

^e Postotni udio neto kamatnog prihoda u prosječnoj imovini

^f Postotni udio općih administrativnih troškova i amortizacije u prosječnoj imovini

^g Omjer jamstvenoga kapitala i ukupne izloženosti rizicima

Napomena: Prema nekonsolidiranim preliminarnim statističkim izvješćima banaka za 30. lipnja 2007. i nekonsolidiranim revidiranim izvješćima za ranija razdoblja dostupnim na dan 30. rujna 2007. (bez banaka u likvidaciji). Svi su pokazatelji izračunati na osnovi agregiranih nekonsolidiranih podataka za bankarski sektor na neto načelu (vrijednosti stavki imovine umanjene su za pripadajuće posebne rezervacije). Kod pokazatelja koji se računaju na osnovi prosječnog stanja neke od stavki, prosjeci su izračunati kao aritmetička sredina stanja s početka i stanja s kraja naznačenog razdoblja.

Tablica B
Odabrani pokazatelji zaduženosti nefinancijskih sektora,
u postocima

Pokazatelj	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.	VI.2007.
Dug stanovništva						
– kao % BDP-a	24,8	28,9	31,8	35,6	40,3	42,2
– kao % bruto raspoloživog dohotka ^a	49,3	63,5	68,5	81,7	96,2	103,5
– kao % bankovnih depozita stanovništva	60,8	71,0	77,2	82,9	89,6	94,9
– godišnja stopa rasta	42,5	27,9	19,2	20,2	22,6	22,4
Dug nefinancijskih poduzeća						
– kao % BDP-a	45,2	45,4	47,2	51,4	58,7	62,2
– kao % bankovnih depozita poduzeća	308,5	290,7	302,4	347,6	340,5	366,9
– godišnja stopa rasta	15,2	10,0	12,6	17,2	23,5	24,5
UKUPNO – nefinancijski privatni sektor						
– kao % BDP-a	70,0	74,4	79,1	87,0	98,9	104,4
– godišnja stopa rasta	23,6	16,4	15,2	18,4	23,2	23,6
Dug opće države^b						
– kao % BDP-a	42,1	43,3	45,9	46,9	44,0	43,2
– godišnja stopa rasta	8,5	12,6	15,0	9,9	1,5	3,5
– otplaćene kamate kao % BDP-a	2,0	2,0	2,0	2,2	2,2	2,0
UKUPNO – nefinancijski sektor						
– kao % BDP-a	112,0	117,6	125,0	133,9	142,9	147,6
– godišnja stopa rasta	17,4	15,0	15,1	15,3	15,6	17,0
Implicitni kamatni trošak^c						
– stanovništva, kao % bruto raspoloživog dohotka	4,5	5,7	5,9	6,5	7,0	7,4
– nefinancijskih poduzeća, kao % BDP-a	3,2	3,0	2,8	2,9	3,1	3,4

^a Bruto raspoloživi dohodak stanovništva procijenjen je na osnovi podataka iz Ankete o potrošnji kućanstava u RH, uz pomoć podataka o stanovništvu iz Statističkog ljetopisa RH, obje publikacije DZS-a. Podaci o stanovništvu nakon 2001. godine procijenjeni su na osnovi podataka o migraciji stanovništva.

^b Prema interno konzistentnom najširem obuhvatu opće države, uključujući dug HBOR-a i isključujući neaktivirana državna jamstva. Sva odstupanja u odnosu na pokazatelj izračunat na osnovi službene statistike HNB-a ili MF-a mogu se pripisati različitom obuhvatu opće države.

^c Procjena na osnovi postojećih podataka o kamatama plaćenim bankama

Napomena: Stručna procjena prema podacima HNB-a, DZS-a, Fine, HANFA-e i MF RH dostupnim na dan 22. listopada 2007. Moguće su naknadne revizije podataka povezane s redovitom revizijom statistike inozemnog duga. Podaci o dugu ne uključuju dug prema kartičnim kućama koje izdaju nebankarske kartice – moguća je revizija vrijednosti pokazatelja naviše ako sektorski podaci o potraživanjima kartičnih kuća naknadno postanu dostupni. Dug pojedinih sektora prema nebankarskim financijskim institucijama procijenjen je na osnovi nepotpunih podataka – moguće je naknadno povećanje vrijednosti pokazatelja za neke sektore uz odgovarajuće smanjenje za druge sektore ako sektorski podaci o potraživanjima nefinancijskih institucija naknadno postanu potpuni. Podaci o dugu ne uključuju unutarnji dug sektora kao ni međusobna dugovanja između nefinancijskih sektora.

Literatura

- Informacija o poslovanju poduzetnika Republike Hrvatske u razdoblju siječanj – lipanj 2007. godine*, Fina, rujan 2007.
- Bilten HNB-a, br. 127, 130, 132*, HNB
- Financial Stability Review*, ESB, lipanj 2007.
- Global Financial Stability Report*, MMF, rujan 2007.
- Makrobonitetna analiza, br. 1 – 5*, HNB
- Mjesečni izvještaj za lipanj 2007.*, HANFA, srpanj 2007.
- World Economic Outlook*, MMF, listopad 2007.
- Zakon o deviznom poslovanju* (“Narodne novine”, br. 96/2003.)
- Zakon o kreditnim unijama* (“Narodne novine”, br. 141/2006.)
- Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o bankama* (“Narodne novine”, br. 141/2006.)
- Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima* (“Narodne novine”, br. 71/2007.)
- Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o mirovinskom osiguranju* (“Narodne novine”, br. 79/2007.)
- Zakon o financijskom osiguranju* (“Narodne novine”, br. 76/2007.)
- Zakonu o obveznim osiguranjima u prometu* (“Narodne novine”, br. 151/2005.)
- Zakon o proračunu* (“Narodne novine”, br. 96/2003.)

Izvori na internetu

- Službene internetske stranice središnjih banaka EMU, Bugarske, Češke, Mađarske, Poljske, Rumunjske i SAD-a
- Bankamagazine: www.bankamagazine.hr
- Državni zavod za statistiku: www.dzs.hr
- Europska središnja banka: www.ecb.int
- Eurostat: www.europa.eu.int/comm/eurostat
- Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga: www.hanfa.hr
- Hrvatska gospodarska komora: www.hgk.hr
- Hrvatska narodna banka: www.hnb.hr
- Hrvatska udruga banaka: www.hub.hr
- Hrvatski registar obveza po kreditima: www.hrok.hr
- Međunarodni monetarni fond: www.imf.org
- Ministarstvo financija Republike Hrvatske: www.mfin.hr
- Ministarstvo pravosuđa Republike Hrvatske: www.pravosudje.hr
- Javno-privatni Odbor za konzultacije o budućem hrvatskom Zakonu o sekuritizaciji: www.crosecuritization.com

Kratice i znakovi

BDP	– bruto domaći proizvod
BND	– bruto nacionalni dohodak
CROSEC	– Komisija za vrijednosne papire
DAB	– Državna agencija za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka
DINADOS	– Direkcija za nadzor društava za osiguranje
dep.	– depoziti
dev.	– devizni
dr.	– drugo
DZS	– Državni zavod za statistiku
EMU	– Ekonomska i monetarna unija
ESB	– Europska središnja banka
EU	– Europska unija
EUR	– euro
Fina	– Financijska agencija
HANFA	– Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
HBOR	– Hrvatska banka za obnovu i razvitak
HGK	– Hrvatska gospodarska komora
HNB	– Hrvatska narodna banka
HRK	– kuna
HROK	– Hrvatski registar obveznika po kreditima
HSVP	– Hrvatski sustav velikih plaćanja
IBAN	– međunarodni broj bankovnog računa
IFS	– International financial statistics (MMF)
Ina	– Industrija nafte d.d.
ind.	– industrija
kred.	– kredit
MF	– Ministarstvo financija
mil.	– milijun
mlrd.	– milijarda
MMF	– Međunarodni monetarni fond
MRS	– Međunarodni računovodstveni standardi
MSFI	– Međunarodni standardi financijskog izvještavanja
NKD	– Nacionalna klasifikacija djelatnosti
ODMF	– otvoreni dobrovoljni mirovinski fond
OMF	– obvezni mirovinski fond
ost.	– ostalo
poljop.	– poljoprivreda
prerađ.	– prerađivačka
rib.	– ribarstvo
ROAA	– prinos na prosječnu imovinu

ROAE	– prinos na prosječni kapital
T-HT	– Hrvatske telekomunikacije d.d.
trg.	– trgovački
šum.	– šumarstvo
USD	– američki dolar
ZDMF	– zatvoreni dobrovoljni mirovinski fond
–	– nema pojave
....	– ne raspolaže se podatkom
0	– podatak je manji od 0,5 upotrijebljene jedinice mjere
∅	– prosjek
a, b, c,...	– oznaka za napomenu ispod tablice i slike
*	– ispravljen podatak
()	– nepotpun, odnosno nedovoljno provjeren podatak

