

BROJ

19

godina 11
V. 2018.



FINANCIJSKA STABILNOST

HRVATSKA NARODNA BANKA

HRVATSKA NARODNA BANKA

Financijska stabilnost

broj 19, Zagreb, svibanj 2018.

IZDAVAČ

Hrvatska narodna banka
Direkcija za izdavačku djelatnost
Trg hrvatskih velikana 3, 10000 Zagreb
Telefon centrale: 01/4564-555
Telefon: 01/4565-006
Telefaks: 01/4564-687

WEB-ADRESA

www.hnb.hr

Molimo korisnike ove publikacije da pri korištenju podataka obvezno navedu izvor.

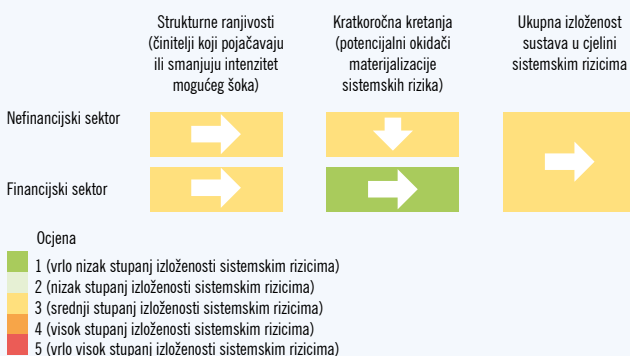
ISSN 1846-940X (online)

Sadržaj

Opća ocjena glavnih rizika i izazova za politiku financijske stabilnosti	5
1. Makroekonomsko okružje	7
Okvir 1. Sistematizirano mjerenje političkih i geopolitičkih rizika: primjer Hrvatske	12
2. Sektor države	15
3. Sektor kućanstava	19
4. Nekretnine	25
Okvir 2. Trendovi na europskom tržištu stambenih nekretnina	28
Okvir 3. Primjena makroprudencijalnih mjera u EU-u i EGP-u povezanih s tržištem stambenih nekretnina	31
5. Sektor nefinancijskih poduzeća	37
6. Bankarski sektor	43
7. Testiranje otpornosti kreditnih institucija na stres	52

Opća ocjena glavnih rizika i izazova za politiku financijske stabilnosti

Mapa rizika, prvo tromjesečje 2018.



Napomena: Strelice označuju promjene u odnosu na Mapu rizika u četvrtom tromjesečju 2017. objavljenu u Makroprudencijalnoj dijagnostici br. 4 (veljača 2018.).

Izvor: HNB

Nastavak gospodarskog rasta i povoljna kretanja u međunarodnom okruženju povoljno su djelovali na financijsku stabilnost. S druge strane, identificirane ranjivosti pokazuju da je jedan od značajnijih rizika za financijsku stabilnost i nadalje moguće pogoršanje uvjeta financiranja na međunarodnim tržištima, koje bi se moglo preliti na porast troškova financiranja domaćih sektora. U skladu s time ukupna izloženost sustava sistemskim rizicima zadržala se na umjerenoj razini.

Prethodnu je godinu obilježila kriza u koncernu Agrokor, čiji je utjecaj na gospodarstvo dosad ipak bio ograničen. Istodobno je utjecaj tog događaja na prinose hrvatskih državnih obveznica bio marginalan i samo privremenog karaktera. Percepcija rizičnosti Hrvatske na stranim financijskim tržištima tijekom 2017. značajno se poboljšala pod utjecajem povoljnih makroekonomskih kretanja i fiskalne konsolidacije. Takav napredak prepoznale su i kreditne agencije, koje su početkom 2018. povećale ocjenu Hrvatske.

Fiskalna prilagodba, koja je rezultirala daljnjim padom omjera duga opće države i BDP-a, ublažila je rizike za financijsku stabilnost koji

proizlaze iz domaćega gospodarstva. Istodobno su smanjene i vanjske ranjivosti, zahvaljujući nastavku razduživanja domaćih sektora prema inozemstvu i dinamiziranju izvoza. Međutim, iako fiskalna disciplina ublažava moguće negativne učinke rasta kamatnih stopa na vanjskim tržištima, i dalje visoka razina duga opće države i inozemnog duga čine zemlju ranjivom na moguće promjene u uvjetima financiranja. Upravo je to jedan od najvažnijih rizika za financijsku stabilnost u idućem razdoblju. Strukturna slabost gospodarstva u srednjem roku očituje se i u relativno niskim procijenjenim stopama potencijalnog rasta, osobito kada se uzmu u obzir osjetno više stope rasta u usporedivim europskim zemljama. Za daljnje smanjenje ukupnih rizika nužan je veći napor u provođenju strukturnih reformi, bez kojih neće biti moguće ubrzati gospodarski rast i osigurati temelje njegove dugoročne održivosti.

Strukturne ranjivosti financijskog sustava ostale su umjerene. One pretežno proizlaze iz valutne i kamatne strukture kredita privatnom sektoru te visokog stupnja koncentracije bankarskog tržišta i koncentracije izloženosti. Međutim, tijekom 2017. intenzivirala se prodaja potraživanja banaka, što je dovelo do poboljšanja kvalitete njihova kreditnog portfelja i smanjenja rizika koji proizlaze iz neprihodonosnih plasmana. Banke su u tom razdoblju apsorbirale i najveći dio troškova povezanih s restrukturiranjem obveza koncerna Agrokor, a rast ispravaka vrijednosti znatno je smanjio njihove pokazatelje profitabilnosti. Unatoč tome, kapitaliziranost bankovnog sustava i dalje je razmjerno visoka, a nastavak kumuliranja značajnih kapitalnih i likvidnosnih viškova dodatno povećava sposobnost apsorpcije potencijalnih gubitaka i ojačava otpornost sustava na moguće poremećaje.

Ranjivost sektora stanovništva smanjila se ponajviše zahvaljujući rastu raspoloživog dohotka, na koji su utjecale porezne izmjene, ali i nastavak gospodarskog oporavka i rast zaposlenosti. Unatoč smanjenju izloženosti kućanstava kamatnom i valutnom riziku, mogući porast kamatnih stopa još uvijek je važan izvor rizika za dio dužnika s ugovorenim varijabilnim kamatnim stopama.

Povoljna makroekonomska kretanja praćena realizacijom programa državnog subvencioniranja stambenih kredita utjecala su na blagi oporavak dugoročnog zaduživanja kućanstava i na posljedični rast cijena stambenih nekretnina. Iako su one u 2017. prvi put nakon izbijanja

krize značajnije porasle, to još uvijek ne stvara neuravnotežujuće pritiske kakvi su već neko vrijeme prisutni na tržištima nekretnina u nekim državama članicama EU-a (više o tome vidi u Okviru 2. Trendovi na europskom tržištu stambenih nekretnina i Okviru 3. Primjena makroprudencijalnih mjera u EU-u i EGP-u povezanih s tržištem stambenih nekretnina).

Sektor nefinancijskih poduzeća u 2017. obilježili su rizici povezani s krizom u koncernu Agrokor. Zahvaljujući stabilizaciji poslovanja koncerna u drugoj polovini godine, opasnost od prelijevanja krize na vjerovnike i dobavljače bitno je smanjena, a o budućem procesu vlasničkog i poslovnog restrukturiranja ovisi i eventualno potpuno otklanjanje tih rizika.

Unatoč spomenutoj krizi općenito dobri poslovni rezultati poduzeća i niske kamatne stope doveli su do smanjenja pokazatelja ranjivosti ovog sektora.

Ispitivanje otpornosti kreditnih institucija na stres i dalje pokazuje da čak ni simulirani malo vjerojatni scenarij globalne krize, čiji bi udari bili pojačani šokovima materijalizacije kreditnog rizika povezanim s krizom u koncernu Agrokor i padom kreditnog rejtinga države, ne bi iscrpio kumulirane kapitalne i likvidnosne zaštite sustava. Ipak, sve veća diversifikacija otpornosti među kreditnim institucijama upućuje na potrebu održavanja visoke razine zaštitnih slojeva kapitala u svrhu očuvanja financijske stabilnosti.

1. Makroekonomsko okruŹje

Iako se globalna ekonomija oporavlja, a finansijska trŹiŹta biljeŹe pozitivne rezultate, geopolitiĉka neizvjesnost u pojedinim razvijenim zemljama, kao i divergentna kretanja monetarnih politika vodećih ekonomija glavni su izvori neizvjesnosti i rizika za finansijsku stabilnost u budućem razdoblju. Istodobno nastavak povoljnih ostvarenja hrvatskoga gospodarstva i smanjenje premije za rizik zemlje donekle umanjuju ranjivost na potencijalne finansijske Źokove.

Međunarodno okruŹje

Globalni gospodarski rast dinamizirao se u 2017. i iznosio 3,8%, a pritom je bio Źiroko rasprostranjen među razvijenim zemljama i zemljama u razvoju. Kao ĉimbenici rasta istiu se povećanje volumena svjetske trgovine, ekspanzivna fiskalna politika SAD-a, povećanje investicijske potroŹnje u većini razvijenih zemalja i sve optimistiĉnija oĉekivanja privatnog sektora. Osim toga, povoljna je kretanja potpomogao i nastavak razdoblja povoljnih uvjeta financiranja. Pozitivan trend ubrzavanja gospodarske aktivnosti u razvijenim zemljama bio je posebno vidljiv u SAD-u, Japanu i europodruĉju. U europodruĉju se bolja ostvarenja biljeŹe u većini zemalja ĉlanica, pri ĉemu je ubrzanje rasta izraŹenije kod baltićkih zemalja, dok najveći doprinos ukupnim kretanjima i dalje daju Italija, Francuska i Njemaĉka. Istodobno se u britanskom gospodarstvu dinamika rasta nastavila usporavati. Kod zemalja u razvoju vidljivo je daljnje poboljšanje gospodarske aktivnosti ponajprije zbog blagog ubrzanja rasta kineskoga gospodarstva, ali i nastavka oporavka zemalja Latinske Amerike i Rusije. Podaci pokazuju da se snaŹna dinamika globalne aktivnosti nastavila i poĉetkom 2018., posebice u SAD-u kao rezultat pozitivnog utjecaja porezne reforme na investicije privatnog sektora i nastavka provođenja ekspanzivne fiskalne politike.

U 2017. godini zabiljeŹen je rast inflacije na globalnoj razini. Inflacija je i nadalje razmjerno niska u zemljama s razvij-

nim tržištima, dok su u zemljama u razvoju kretanja bila divergentna. Rast cijena ponajprije je proizlazio iz oporavka cijena nafte i drugih sirovina na svjetskom tržištu. Takva su kretanja bila potpomognuta dogovorom zemalja članica OPEC-a o smanjivanju dnevne proizvodnje, kao i najavom da će se ono nastaviti do kraja 2018., geopolitičkim neizvjesnostima na bliskom istoku, ali i povećanom potražnjom zbog povoljnijih globalnih gospodarskih kretanja.

U srednjem se roku očekuje nastavak stabilnoga globalnog gospodarskog rasta, a generatori rasta i nadalje će biti zemlje u razvoju. Među tim zemljama rastom će se ponovno isticati velika azijska tržišta, posebice Indija, dok se za Kinu očekuje usporavanje rasta. S druge strane, na usporavanje rasta u srednjem roku u razvijenim će zemljama utjecati neizvjesnosti glede ekonomske i vanjskotrgovinske politike u SAD-u, strukturni problemi država europskog područja i nepovoljni demografski trendovi. Globalna bi inflacija trebala nastaviti rasti, ali nju i dalje ograničavaju potisnuta kretanja u razvijenim zemljama.

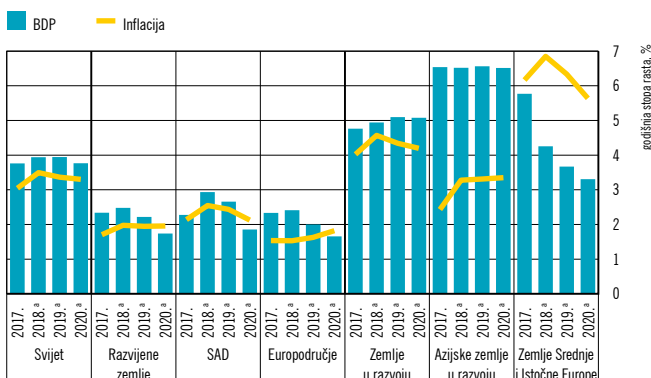
U uvjetima u kojima su ostvarena povoljnija kretanja SAD je nastavio pooštravati monetarnu politiku, a većina razvijenih zemalja nastavlja s provođenjem akomodativne monetarne politike. Fed je reagirao na inflacijske pritiske i poboljšane uvjete na tržištu rada povećanjem referentne kamatne stope tri puta tijekom 2017., ukupno za 75 baznih bodova, a u listopadu je započeo i s postupnim smanjivanjem bilance. U ožujku 2018. monetarna politika SAD-a dodatno je pooštrana povećanjem stope za 25 baznih bodova. Do kraja godine FOMC (*Federal Open Market Committee*) najavio je još nekoliko povećanja ovisno o tome koliko će snažna biti dinamika rasta američkoga gospodarstva u ostatku 2018. (Slika 1.2.). Istodobno je Upravno vijeće ESB-a odlučilo da se referentna kamatna stopa i dalje neće mijenjati, ali je smanjen otkup vrijednosnih papira s prijašnjih 80 na 30 mlrd. EUR mjesečno, počevši od siječnja 2018. Predviđa se da će se neto kupnje vrijednosnih papira provoditi

do kraja rujna 2018., ali i duže ako ne dođe do postojane prilagodbe inflacijskih kretanja ciljnoj razini stope inflacije. S obzirom na to da su inflatorni pritisci i nadalje slabi, tržište očekuje prvo podizanje referentne stope ESB-a od 2011. godine, tek u drugom tromjesečju 2019. U skladu s time uvjeti financiranja u europskom području mogli bi ostati povoljni još neko vrijeme.

Visoka razina globalne likvidnosti i povoljni uvjeti financiranja utjecali su na nastavak pozitivnih trendova na tržištu kapitala u 2017. Na tržištu kapitala bilježi se i povećanje omjera cijena dionica i zarada po dionici, što povećava bojazan da su ocjene rizičnosti na nekim tržišnim segmentima preoptimistične (Slika 1.3.). Dugoročne su se kamatne stope, nakon snažnog rasta krajem 2016., tijekom 2017. uglavnom zadržale na stabilnim razinama, ali su još uvijek niže u odnosu na razdoblje prije krize. Međutim, bilježi se i smanjenje razlike između dugoročnih i kratkoročnih prinosa, što je dosada bilo signal da investitori anticipiraju da bi se trendovi na tržištu kapitala mogli ubrzo promijeniti. Osim toga, snažan se rast cijena na tržištu nekretnina u promatranim zemljama nastavio i tijekom 2017. (Slika 1.3.). Početkom 2018. vidljiv je pad burzovnih indeksa i povećanje prinosa na obveznice, što djelomično odražava povećanu zabrinutost investitora u vezi s razvojem trgovinskog rata između SAD-a i Kine zbog protekcionističkih mjera koje je nametnuo SAD.

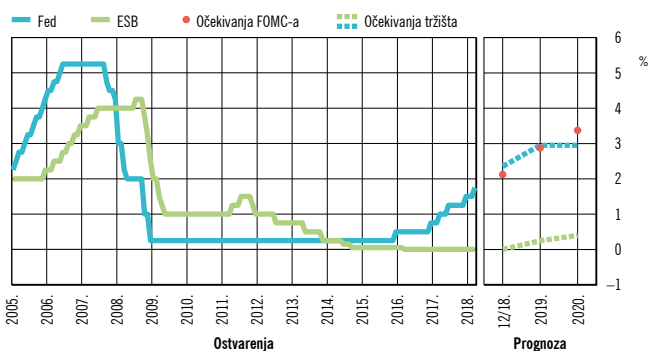
Godinu 2017. obilježila je i relativno niska kolebljivost na tržištu kapitala te značajna ekonomska i politička neizvjesnost koja se smanjivala s približavanjem kraja godine. U protekle dvije godine ekonomske i političke neizvjesnosti snažno su se pojačale (vidi više o tome u sklopu ove publikacije u Okviru 1. Sistematizirano mjerenje političkih i geopolitičkih rizika: primjer Hrvatske), ponajviše kao reakcija na referendum Ujedinjene Kraljevine o izlasku iz EU-a te na parlamentarne izbore u SAD-u i nekim europskim državama. Krajem godine geopolitički se rizik smanjio, ali i dalje je izraženiji u odnosu

Slika 1.1. Realni gospodarski rast i inflacija odabranih tržišta



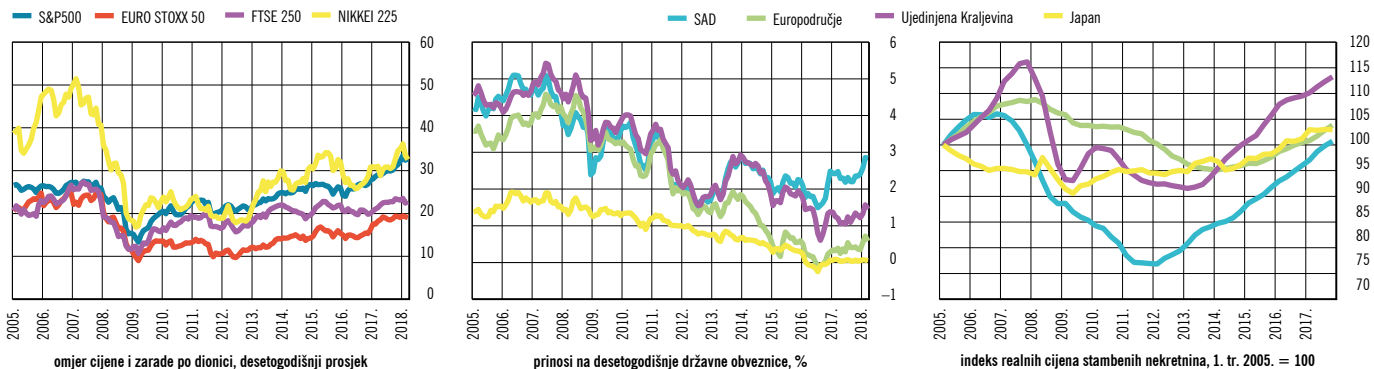
* Prognoza
Izvor: MMF (WEO, travanj 2018.)

Slika 1.2. Monetarne politike SAD-a i europskog područja dodatno su se udaljile



Napomena: Prikazane su referentne kamatne stope Fed-a i ESB-a. Prognoza prikazana isprekidanom linijom predstavlja očekivanja tržišta, dok točke prikazuju očekivanja FOMC-a sa sastanka održanog 21. ožujka 2018.
Izvori: Fed i ESB (ostvarenja); Bloomberg (prognoza)

Slika 1.3. Relativno optimistično vrednovanje dionica upućuje na moguće rizike



Napomena: Za omjer cijene i zarade po dionici za američko tržište (S&P500) upotrijebljen je omjer cijena i zarade po dionici preuzet s internetske stranice Roberta Shillera. Izvori: Bloomberg, OECD; <http://www.econ.yale.edu/~shiller/>

na kolebljivost na tržištu kapitala (Slika 1.4.). Tržište kapitala bilo je obilježeno stabilnom, povijesno niskom kolebljivošću, uz naznake promjene tog trenda početkom 2018. godine.

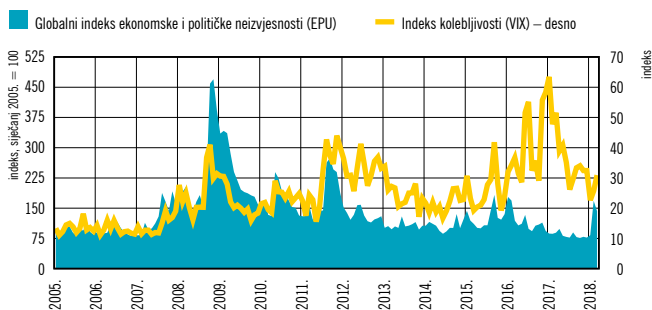
Politička i ekonomska situacija u vodećim gospodarstvima utjecala je i na tečajna kretanja. Tijekom 2017. tečaj američkog dolara osjetno je oslabio prema većini promatranih valuta (Slika 1.5.). Tome su uglavnom pridonijeli politička previranja u američkoj administraciji i nejasan smjer njezine vanjskotrgovinske politike. Istodobno su pozitivni pokazatelji gospodarske aktivnosti u europodručju i očekivanja mogućeg zaustavljanja daljnjeg jačanja ekspanzivnosti monetarne politike ESB-a utjecali na jačanje eura te na sve veći apetit investitora za kupovinom financijske imovine EU-a.

Aktualni rizici u međunarodnom okružju

Iako je ostvaren snažan ciklički oporavak vodećih ekonomija, a globalni financijski sustav nastavio je s povećavanjem otpornosti, potencijalni rizici za financijsku stabilnost i dalje postoje. Nastavak pooštavanja monetarne politike SAD-a, ali i neizvjesnost u vezi s daljnjim intenzitetom fiskalne ekspanzije te vanjskotrgovinskom politikom mogli bi povećati kolebljivost na financijskim tržištima. Takva bi kretanja mogla potaknuti i izraženije jačanje dolara, koje bi onda povećalo globalne neravnoteže, posebice kod zemalja u razvoju, na koje bi značajno mogao djelovati i nastavak financijske liberalizacije Kine. Za zemlje članice EU-a, osim strukturnih slabosti koje ograničavaju daljnje ubrzavanje rasta, neizvjesnost glede uvjeta izlaska Ujedinjene Kraljevine iz EU-a i dalje stvara znatan rizik.

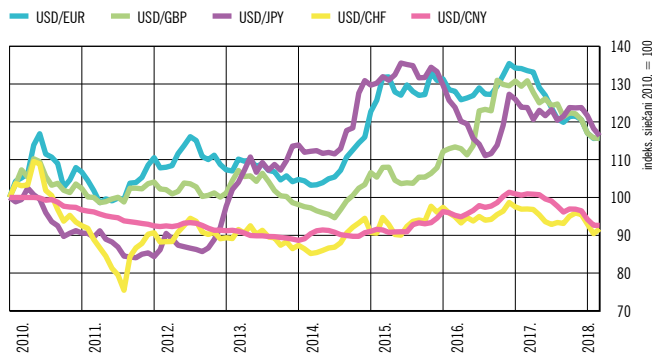
Zbog dugog razdoblja niskih kamatnih stopa, praćenog snažnim rastom vrijednosti financijske imovine te povećanjem apetita investitora za prinosima, izvjesno je očekivati ponovno cjenovno usklađivanje globalnih rizika. Osim toga, vidljivo je i povećanje neizvjesnosti povezano s kretanjem

Slika 1.4. Dok je tržišni rizik u 2017. bio na najnižim razinama, geopolitička je kolebljivost bila značajna



Napomena: VIX je mjera očekivanja glede implicitne volatilnosti S&P500 opcija, koju izračunava i objavljuje Chicago Board Options Exchange (CBOE). Globalni indeks ekonomske i političke neizvjesnosti (engl. *Economic Policy Uncertainty Index*, EPU) indeks je koji prikazuje nesigurnost u budućim politički povezanim ekonomskim pitanjima, a ponderiran je BDP-om prema paritetu kupovne moći uključenih zemalja. Izvori: Bloomberg; Policyuncertainty.com

Slika 1.5. Godinu 2017. obilježilo je slabljenje dolara prema vodećim svjetskim valutama



Napomena: Rast indeksa označuje deprecijaciju valute prema dolaru. Izvor: Bloomberg

cijena različitih vrsta imovine, čak i novih brzorastućih vrsta (npr. kriptovaluta). Nadalje, u razvijenim zemljama, a posebice u EU-u, bilježi se i snažan rast cijena na tržištu nekretnina (vidi više o tome u sklopu ove publikacije u Okviru 2. Trendovi na europskom tržištu nekretnina). Također, moglo bi doći do migracije rizika na bankarski sektor, ali i na druge sektore na tržištu, što upućuje na potrebu za jačanjem regulacije i tih sudionika na tržištu.

Materijalizacija spomenutih rizika i mogući nagli rast nesklonosti ulagača riziku mogli bi dovesti do rasta premije za rizik. Takva bi kretanja najviše pogodila zemlje koje zbog slaboga ekonomskog oporavka i/ili geopolitičkih neizvjesnosti nisu na vrijeme iskoristile vrijeme povoljnih uvjeta financiranja te aktivno upravljale privatnim i javnim dugom.

Domaće okružje

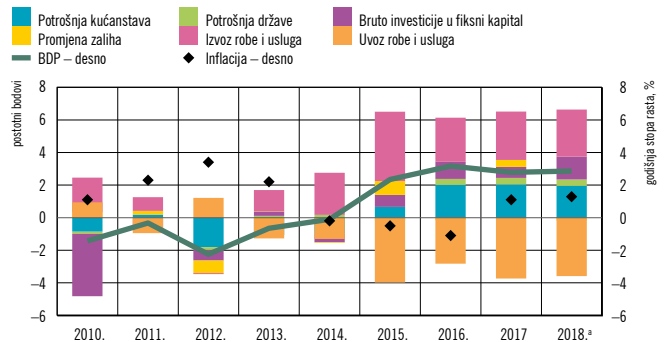
U 2017. se nastavio široko rasprostranjen rast gospodarske aktivnosti, no on se usporio u odnosu na 2016. Povoljnim ostvarenjima u 2017. ponajviše je pridonio rast izvoza robe i usluga kao odraz boljih rezultata u turizmu i jačanja gospodarske aktivnosti glavnih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera (Slika 1.6.). To je pratio i nastavak povoljnih kretanja na tržištu rada. Istodobno se inflacija ubrzala, pod utjecajem jačanja inflatornih pritisaka na cijene hrane i energije iz vanjskog okružja. Stopa rasta BDP-a mogla bi u 2018. biti slična kao i u 2017. uz daljnji izraženi pozitivan doprinos izvoza robe i usluga, ali i investicija. Inflacija bi se mogla tek blago ubrzati u odnosu na prethodnu godinu.

U Hrvatskoj je također zabilježen nastavak oporavka cijena na tržištu nekretnina, dok je tržište kapitala u 2017. obilježila snažna korekcija naniže. Godina 2017. na Zagrebačkoj burzi započela je rastom svih ključnih trgovinskih pokazatelja, a u nastavku godine trgovanje je u velikoj mjeri obilježila kriza u koncernu Agrokor, posebno za kompanije koje su izravno ili neizravno povezane s djelovanjem koncerna. S druge strane, vidljivo je da se pozitivan trend rasta prosječnih cijena stambenih nekretnina s početka 2016. dodatno ubrzao u 2017. (više o tome vidi u poglavlju 4. Nekretnine), djelomično pod utjecajem državnog programa za stambeno zbrinjavanje.

Monetarna je politika i u 2017. godini nastavila biti izrazito ekspanzivna i tako je podržala daljnji oporavak gospodarske aktivnosti. To je rezultiralo dosad najvišom zabilježenom razinom slobodnih novčanih sredstava banaka (Slika 1.8.). Osim toga, kamatne stope banaka dodatno su se smanjile, dok se kreditna aktivnost banaka prema poduzećima i stanovništvu nastavila povećavati (više o tome u nastavku publikacije). Istodobno se krajem 2017. povećala kolebljivost tečaja kune prema euru, ali se početkom 2018. tečaj ponovno stabilizirao, na što su utjecale i devizne intervencije HNB-a.

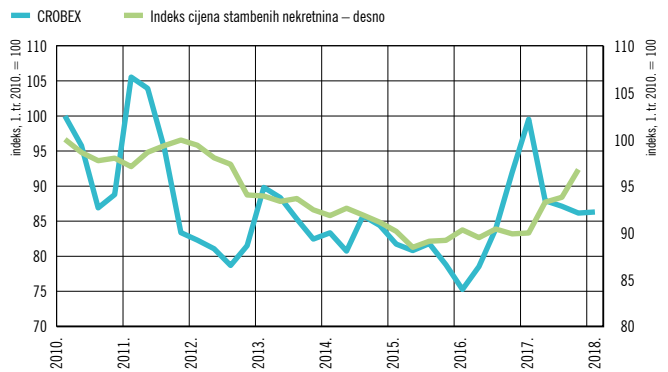
Nastavio se i pad kratkoročnih i dugoročnih kamatnih stopa na zaduživanje države. Na povoljnije uvjete financiranja za državu upućuje i premija osiguranja od kreditnog rizika za

Slika 1.6. Izvoz ostaje generator realnog rasta i u 2018.



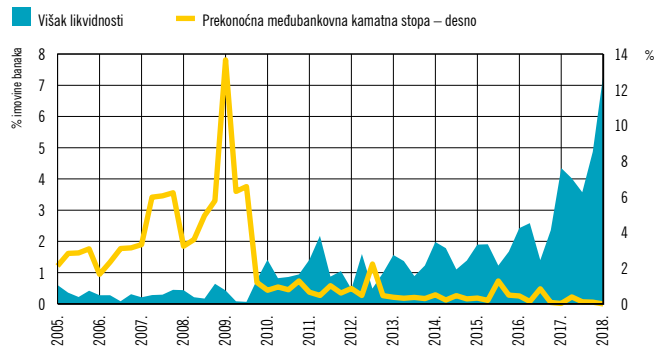
* Prognoza
Napomena: Prikazani su doprinosi rasti BDP-a, godišnje stope realnog rasta BDP-a i prosječne godišnje stope promjene indeksa potrošačkih cijena.
Izvori: DZS; HNB

Slika 1.7. Dok tržište kapitala ponovno stagnira, cijene nekretnina rastu



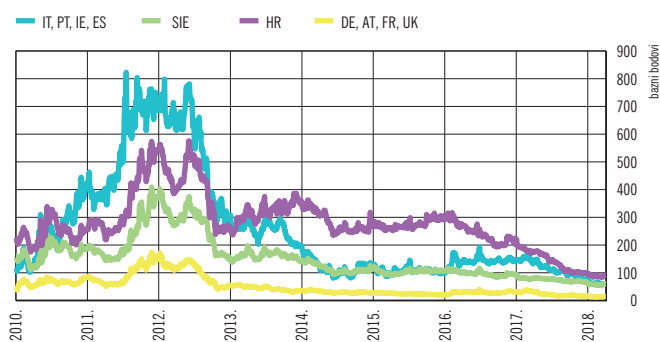
Izvori: DZS; Zagrebačka burza

Slika 1.8. Višak kunske likvidnosti u 2017. bio je dvostruko viši u odnosu na prethodnu godinu



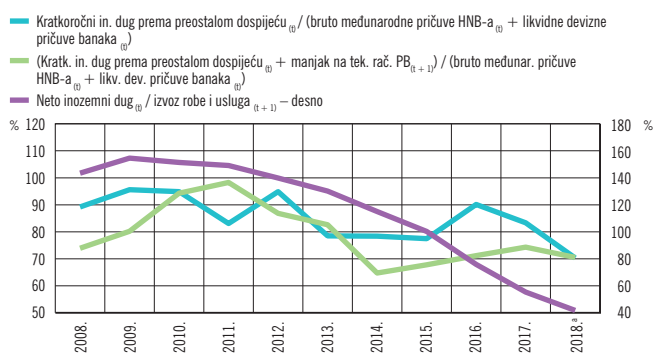
Napomena: Višak likvidnosti je razlika između stanja na računima za namiru poslovnih banaka kod HNB-a i iznosa koji banke moraju održavati na tim računima prema obračunu obvezne pričuve.
Izvor: HNB

Slika 1.9. Percipirani se rizik Hrvatske smanjuje



Napomena: Prikazane su premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za petogodišnje obveznice odabranih tržišta. CDS za odabrane grupe zemalja dobiven je kao jednostavan prosjek.
Izvor: S&P Capital IQ

Slika 1.10. Odabrani pokazatelji vanjskih ranjivosti nastavljaju se poboljšavati



* Prognoza
Napomena: Neto inozemni dug izračunat je kao razlika između bruto inozemnog duga i, s druge strane, bruto međunarodnih pričuva i inozemne aktive banaka.
Izvor: HNB

Hrvatsku, koja se tijekom 2017. više nego prepolovila (Slika 1.9.). Takvim kretanjima kod države pridonijela je i konsolidacija državnih financija koja je rezultirala ostvarivanjem vi-

ka proračuna opće države u 2017. i izlaskom iz procedure pri prekomjernom manjku (više o tome vidi u poglavlju 2. Sektor države). U skladu s time rizici za domaće gospodarstvo povezani s fiskalnom politikom još su se smanjili, međutim izgledno je da će omjer javnog duga i BDP-a još neko vrijeme ostati na povišenim razinama.

Višegodišnji trend smanjivanja vanjskih neravnoteža nastavlja se i u 2017., no rizici za vanjsku poziciju RH i dalje su prisutni zbog otprije akumuliranih visokih obveza prema inozemstvu. Na daljnje bi poboljšanje relativnih pokazatelja zaduženosti povoljno mogao djelovati i rast nominalnog BDP-a. S obzirom na to da se i dalje ne predviđa značajan porast inozemnog zaduživanja domaćih sektora, a i zbog očekivanog nastavka ostvarivanja viška na tekućem računu platne bilance u 2018., pokazatelji vanjske ranjivosti trebali bi se nastaviti poboljšavati (Slika 1.10.).

Aktualni rizici u domaćem okruženju

Identificirane ranjivosti pokazuju da i nadalje jedan od važnijih rizika za financijsku stabilnost u Hrvatskoj čini moguće pogoršanje uvjeta financiranja na međunarodnim tržištima koje bi se prelilo na porast troškova financiranja domaćih sektora. Pooštavanje uvjeta na međunarodnim financijskim tržištima moglo bi pogoršati pokazatelje održivosti javnog duga te ograničiti i poskupjeti pristup privatnoga sektora domaćem i stranom kapitalu. Takav bi razvoj događaja otežao servisiranje dugova te nepovoljno djelovao i na stabilnost bankovnog sustava.

U idućem se razdoblju prognozira nastavak povoljnih ostvarenja u gospodarskoj aktivnosti, a rizici su za ostvarenje takvih kretanja uravnoteženi. S jedne će strane gospodarska aktivnost, a time i glavni rizici za financijsku stabilnost, ovisiti i o postizanju nagodbe i ishodu restrukturiranja u koncernu Agrokor te njihovu učinku na investicijsku aktivnost i osobnu potrošnju. Istodobno bi, na tragu dinamiziranja aktivnosti na globalnoj razini, prihodi od turizma mogli rasti snažnije nego što se trenutačno očekuje.

Okvir 1. Sistematizirano mjerenje političkih i geopolitičkih rizika: primjer Hrvatske

Politički i geopolitički rizici¹, tj. oni koji uključuju zemljopisnu, a katkad i ekonomsku dimenziju političkih rizika, jedan su od mogućih okidača financijske nestabilnosti. Tako su na primjer događanja u Sjevernoj Koreji, sukobi na Bliskom istoku, teroristički napadi, izbjeglički val prema europskim zemljama te izbori u SAD-u i većim zemljama EU-u bili glavni geopolitički rizici globalnih ekonomskih i financijskih kretanja posljednjih godina. Istodobno se zbog pada potpore ekonomskim integracijama, najave ograničavanja međunarodne trgovine i jačanja protekcionističkih mjera očekuje povećanje geopolitičkih kolebljivosti u srednjem roku.

Brojni su kanali kroz koje se geopolitički rizici mogu manifestirati u nekoj zemlji pa tako i u Hrvatskoj. Na primjer, značajni izbjeglički val, teroristički napadi ili javne demonstracije mogu se vrlo nepovoljno odraziti na turistički sektor, a time i na ukupna gospodarska kretanja. S druge strane, dugotrajna domaća politička neizvjesnost mogla bi izazvati porast cijene financiranja države², ali i svih drugih sektora. Isto tako, povišeni politički rizici mogu izravno utjecati na ocjenu poslovne klime, koja je važna investitorima za donošenje odluke o ulaganjima, a time i za investicijsku aktivnost i tokove kapitala s inozemstvom. Zbog tih se razloga stvara potreba za aktivnim praćenjem političkih i geopolitičkih rizika i pravodobnim sagledavanjem mogućih posljedica.

U ovom okviru prikazujemo dvije sistematizirane mjere geopolitičkih odnosno političkih nestabilnosti. Prva se oslanja na dnevnu interpretaciju članaka objavljenih na domaćim internetskim portalima i može se smatrati svojevrsnom mjerom početka materijalizacije promatranih rizika ili njihova daljnjeg produblivanja. Druga, pak, alternativna mjera odražava isključivo percepcije ekonomskih subjekata glede političkog rizika dobivene na temelju međunarodno usporedivih anketnih ispitivanja.

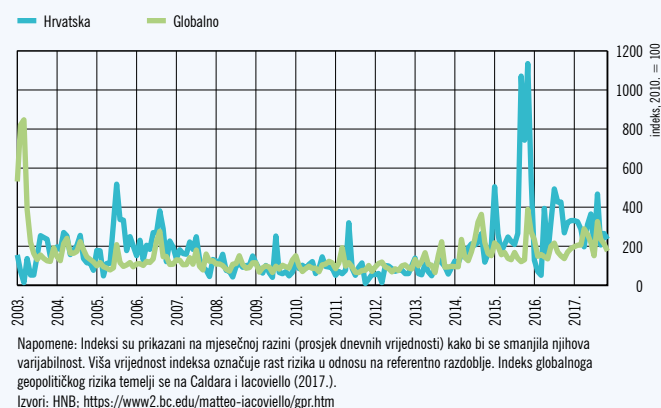
Prije svega, potrebno je formalno definirati (geo)politički rizik. Pritom ovi rizici mogu imati domaću i vanjsku komponentu, odnosno to su svi nepovoljni događaji uzrokovani unutar Hrvatske ili oni u zemljama iz okružja koji se mogu prelići na Hrvatsku. Za potrebe ove analize geopolitički rizik definiramo kao rizik povezan s ratovima, terorističkim činovima, napetostima, negativnim političkim i društvenim previranjima u zemlji i susjedstvu³, a koji utječu na normalan i miran tijek međunarodnih odnosa te na domaće gospodarstvo. Osim što ovom definicijom obuhvaćamo rizik materijalizacije događaja, uključujemo i potencijalne učinke prelijevanja tog rizika. Na primjer, materijalizacija potencijalnih rizika u susjednim državama može izazvati kolebljivosti u tim državama, negativno se odraziti na odnose s Hrvatskom te stvoriti dodatne nepovoljne posljedice u obje ekonomije.

1 Prema Hrvatskoj enciklopediji Leksikografskog zavoda Miroslava Krležje geopolitika se definira kao državna ili koja druga politička aktivnost zasnovana na određenom poimanju geografskog sadržaja međunarodnih i društvenih odnosa te prostorno-političkih relacija unutar njih.

2 P. Gao i Y. Qi: *Political Uncertainty and Public Financing Costs: Evidence from U.S. Municipal Bond Markets*, 2012.

3 U konstrukciju indeksa uključene su države s kojima Hrvatska ima kopnenu granicu: Bosna i Hercegovina, Crna Gora, Mađarska, Slovenija i Srbija.

Slika 1. Sistematizirana mjera materijaliziranih geopolitičkih rizika



Izračun prve sistematizirane mjere zasniva se na metodologiji prikazanoj u Caldara i Iacoviello (2018.)⁴, koji su konstruirali algoritam za brojeve učestalosti članaka u najvažnijim svjetskim financijskim novinama objavljenima u SAD-u, Ujedinjenoj Kraljevini i Kanadi u kojima se pojavljuju odabrane riječi⁵ kojima su definirali geopolitički rizik. S pomoću dobivenih rezultata konstruirali su mjesečni indeks geopolitičkog rizika na globalnoj razini (iz sjevernoameričke i britanske perspektive). Autori su empirijski utvrdili da tako mjereni geopolitički rizik negativno utječe na makroekonomska kretanja i cijene dionica te dovodi do povlačenja kapitala iz zemalja s tržištima u nastajanju prema svjetskim financijskim centrima, poput SAD-a.

Primjenom ovog algoritma za Hrvatsku koriste se vijesti na hrvatskim internetskim portalima⁶ i traže riječi kojima Caldara i Iacoviello definiraju geopolitički rizik (prevedene i prilagođene za slučaj Hrvatske⁷). Pritom se mjeri udio broja članaka koji se odnose na nepovoljna politička (geopolitička) zbivanja u Hrvatskoj i bliskom okružju u ukupnom broju članaka iz segmenta vijesti u nekom danu, što je njegova referentna vrijednost za taj dan.

Kretanja su rizika u Hrvatskoj i na globalnoj razini slična, međutim njihovi uzroci mogu se razlikovati (Slika 1.). Iznimka je uočljiva u 2003. godini, kada se invazija na Irak odrazila na globalna, ali ne i na hrvatska geopolitička kretanja. U slučaju Hrvatske valja istaknuti tri razdoblja naglašenih rizika. Prvo razdoblje, od kraja 2005. do prve polovine 2006. godine, u prvom su redu obilježile neizvjesnosti u vezi s odcjepljenjem Crne Gore od saveza Srbije i Crne Gore te pojava takvih težnji u Kosovu i Republici Srpskoj (BiH). Takva kretanja, kao i potencijalni razvoj sukoba, mogu imati i ekonomske posljedice u Hrvatskoj, s obzirom na jake

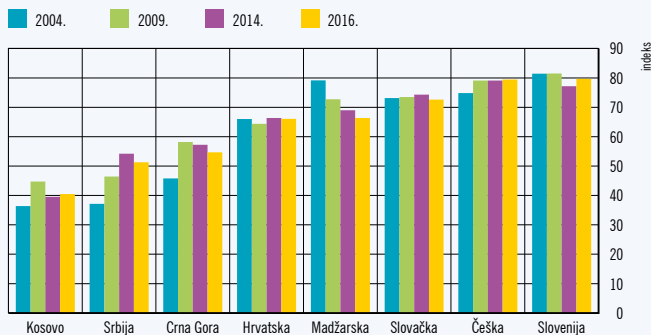
4 Dario Caldara i Matteo Iacoviello: *Measuring Geopolitical Risk*, Working paper, Board of Governors of the Federal Reserve Board, January 2018

5 Popis riječi na engleskom jeziku naveden je u 8. dijelu Dodatka rada (citiranog u prethodnoj bilješci).

6 To uključuje Jutarnji, Večernji i Novi list, Index.hr, Net.hr te Dnevnik.hr.

7 Na primjer, u logičku konjunkciju uključeni su korijeni riječi izbjeglička kriza, dok pojam nuklearnog rata nije razmatran.

Slika 2. Alternativna mjera percepcije političkog rizika



Napomena: Viša vrijednost pokazatelja upućuje na poboljšanje percepcije političkog rizika, a njezina interpretacija moguća je isključivo u relativnom odnosu.

Izvori: *The Worldwide Governance Indicators*; HNB

vanjskotrgovinske odnose⁸ i na važnost percepcije regionalne sigurnosti za turističku djelatnost.

Za razliku od egzogenih faktora koji su djelovali u opisanom razdoblju, iduće razdoblje povećanih rizika, sredinom 2009. godine uglavnom je bilo pod utjecajem domaćih političkih kretanja. Iznenadno odstupanje tadašnjeg premijera s vlasti odrazilo se na vrlo kratkotrajan rast indeksa. Pritom valja napomenuti da tek značajnija i trajnija odstupanja od trenda mogu imati i veće ekonomsko značenje.

Ipak, najintenzivnije razdoblje mjerenih rizika bilježi se u recentnom vremenu, počevši od 2014. godine do danas. Uzroci su toga različiti. Tako su 2014. uglavnom obilježili socijalni nemiri u Bosni i Hercegovini. U iduće dvije godine značajan porast indeksa uglavnom se može povezati s parlamentarnim izborima u Hrvatskoj i izbjegličkom krizom koja je utjecala i na Hrvatsku, ali i zemlje u bliskom okruženju. Upravo je ona najvećim dijelom, krajem 2015. godine, djelovala na zamjetljiviji, ali kratkoročan rast razine domaćeg indeksa. Jednako tako, sve učestalije prijetnje i realizirani teroristički napadi u Europi uz geopolitička zbivanja na Bliskom istoku također su djelovali nepovoljno na rizike. Iako je u posljednjih godinu dana razina mjerenih rizika smanjena, čemu najviše doprinose povoljnija politička situacija (stabilnost) i smirivanje izbjegličke krize u Europi, njihova je prisutnost i dalje naglašena.

Za razliku od opisanog indeksa, konstrukcija alternativne mjere geopolitičkog rizika temelji se na vaganom uprosječivanju⁹ pokazatelja percepcije političkog i s njim povezanoga ekonomskog rizika (*The Worldwide Governance Indicators*¹⁰). Pokazatelji su dobiveni iz upitnika koji popunjavaju stručnjaci iz područja javnog, privatnog i nevladinog sektora o

8 Udio robne razmjene Hrvatske s Bosnom i Hercegovinom, Srbijom i Crnom Gorom tijekom 2005. i 2006. godine iznosio je oko 12%.

9 Tom su prilikom upotrijebljeni javno objavljeni ponderi koje za konstruiranje indeksa političkog rizika rabi PRS Group. Za detalje vidi *International Country Risk Guide Methodology*.

10 Detaljan metodološki opis prikupljanja podataka i konstruiranja pokazatelja opisan je u D. Kaufmann, A. Kraay i D. Mastruzzi: *The Worldwide Governance Indicators: Methodology and Analytical Issues*, 2010.

različitim izvorima rizika kao što su: politička stabilnost, socioekonomski uvjeti, investicijska klima, unutarnje i vanjske nestabilnosti, korupcija, vojne, religijske i etničke napetosti, zakonodavni okvir, demokratska prava, kvaliteta javnih služba itd.

Alternativna mjera percepcije političkog rizika, kao bitne sastavnice geopolitike, identificira slična kretanja kao i prethodni indeks (Slika 2.). Međutim, budući da se temelji na istraživanjima, diskontinuirana je i mnogo stabilnija mjera. Što se tiče Hrvatske, percepcija političkog rizika relativno je stabilna i povoljnija u odnosu na zemlje iz okruženja koje nisu članice EU-a, dok je još uvijek lošija nego u većini drugih članica Unije.

Utjecaj geopolitičkog rizika na neto priljev kapitala

Analiza utjecaja geopolitičkih rizika na makroekonomska kretanja u Hrvatskoj tek je u začetku. Pretežito niske razine tih rizika u Hrvatskoj otežavaju mjerenje njihova utjecaja na ekonomske varijable, dok materijalizacija određenih rizika u posljednjih nekoliko godina može imati dvojakе posljedice. Naime, povećanje rizika ne mora samo negativno utjecati na ekonomiju, već se katkad mogu osjetiti i pozitivni učinci, kao što je to sa snažnim rastom turizma u Hrvatskoj posljednjih godina, tijekom kojih se konkurentske mediteranske destinacije smatraju manje sigurnima.

Budući da su tokovi kapitala posebno važni za gospodarstva koja se oslanjaju na inozemne izvore financiranja, poput hrvatskoga, zanimljivo je promotriti imaju li geopolitički rizici utjecaj na njihova kretanja. Zbog tog je razloga ocijenjen jednostavni model (linearna regresija) odrednica tokova kapitala koji potvrđuje negativan utjecaj razine geopolitičkih rizika na neto priljev kapitala¹¹.

Formalno je za razdoblje od prvog tromjesečja 2003. do drugog tromjesečja 2017. procijenjen sljedeći model

$$y_t = +\beta X_t + \gamma GPI_t$$

gdje su y normalizirana¹² varijabla udjela neto kapitalnih priljeva u nominalnom BDP-u, GPI mjera geopolitičkog rizika za Hrvatsku i X vektor ostalih objašnjavajućih varijabla.

Rezultati prikazani u Tablici 1. pokazuju da rast domaćeg BDP-a, putem boljih ekonomskih uvjeta, osigurava povoljnije okruženje investitorima za realizaciju njihovih investicija, što potiče priljev kapitala. Suprotno tome, saldo opće države negativno djeluje na neto kapitalne priljeve, jer proračunski manjak (negativna vrijednost salda) povećava potrebu za financiranjem države i potiče njezino zaduživanje kod inozemnih investitora. Također, rast prinosa na državne obveznice europskih zemalja u razvoju (mjereno EMBI-jem), koji može upućivati na povećanu neskladnost ulaganjima, dovodi do smanjenja priljeva inozemnoga kapitala¹³.

11 Neto kapitalni priljevi uključuju sva izravna, portfeljna i ostala ulaganja, dok su promjene bruto međunarodnih pričuva HNB-a i dužničke promjene obveza HNB-a (poglavito na osnovi repo ugovora) isključene.

12 Normalizirana oduzimanjem srednje vrijednosti i relativizirana standardnom devijacijom

13 Takvi su rezultati u skladu s nekim već provedenim istraživanjima, poput *Determinants of Capital Flows To the New EU Member States Before and During the Financial Crisis* (A. Jevčak, R. Setzer i M. Suardi, 2010.).

Tablica 1. Rezultati regresijske analize

Objašnjavajuća varijabla	Koeficijent
Stopa rasta BDP-a	0,0590*
Geopolitički indeks (HR)	-0,0025***
ZIBOR prekonoćni	0,2295***
Saldo opće države	-0,1393**
EMBI EURO	-0,0049***
Razlika geopolitičkih indeksa (-1)	-0,0013**
Konstanta	-0,1998

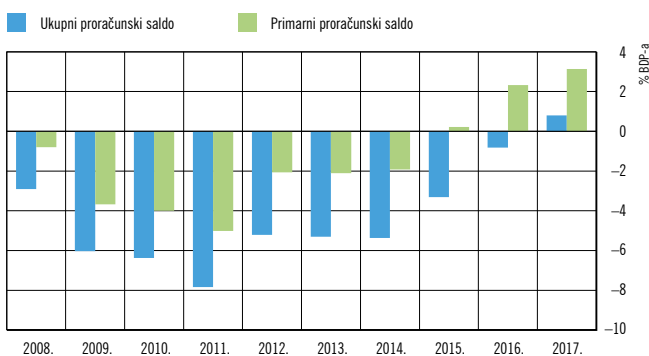
Napomene: Simboli *, ** i *** označuju razine značajnosti od 10%, 5% i 1%. Uključene su objašnjavajuće varijable: mjera geopolitičkog rizika za Hrvatsku, godišnja stopa rasta BDP-a (u postocima), kamatna stopa, saldo opće države (u BDP-u), EMBI za europske države s tržištima u nastajanju (u razinama) te razlika između hrvatskog i globalnog indeksa geopolitičkog rizika. Pozitivna vrijednost označuje priljeve kapitala iz inozemstva u Hrvatsku. Zbog sezonalnosti prisutne u podacima o neto priljevu kapitala razmatrana je njegova prosječna vrijednost u četiri tromjesečja.
Izvor: HNB

Geopolitički rizik statistički je značajan u ovoj estimaciji i očekivano nepovoljno djeluje na neto kapitalne priljeve, jednako kao i divergentna geopolitička kretanja u Hrvatskoj i globalno (mjereno razlikom između hrvatskog i globalnog indeksa geopolitičkog rizika). To se može objasniti rastom nesklonosti riziku i mogućom povećanom kolebljivošću na međunarodnim tržištima i domaćem tržištu.

Za kraj, konstruirani pokazatelji, osim za tokove kapitala, mogu uvelike poslužiti i kao objašnjavajuće varijable kretanja i mnogih drugih ekonomskih varijabla poput cijene zaduživanja, cijene dionica ili drugih financijskih instrumenata. Zbog tog razloga potrebno je daljnje razvijanje prikazanih indikatora kako bi se poboljšala njihova točnost i unaprijedile ostale performanse.

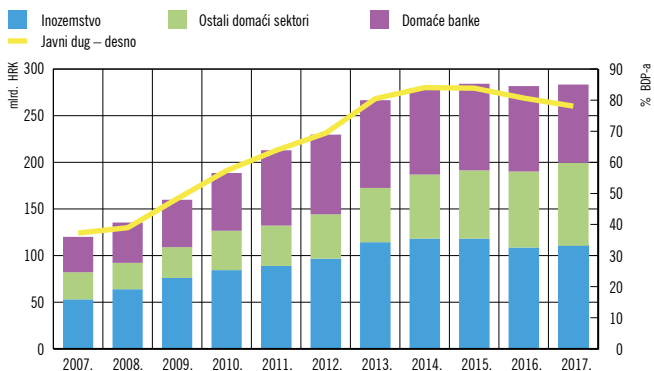
2. Sektor države

Slika 2.1. Saldo opće države



Izvor: Eurostat

Slika 2.2. Dug opće države



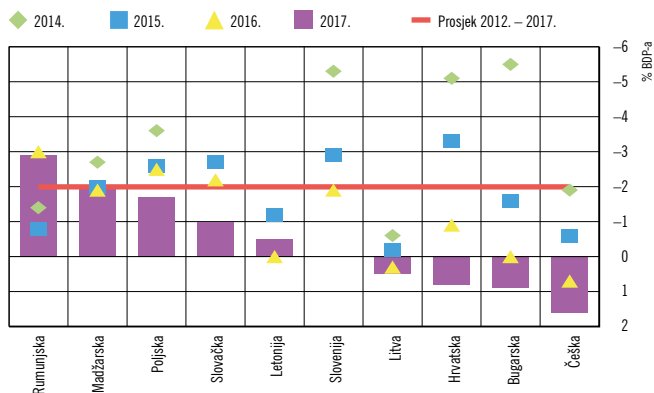
Izvor: HNB i Europska komisija (projekcija)

Tijekom 2017. nastavila se snažna fiskalna konsolidacija koja traje još od 2015., čemu je pridonio i nastavak gospodarskog oporavka. Zahvaljujući tome Hrvatska je u prvoj polovini 2017. izišla iz procedure pri prekomjernom manjku. Pritom je u prošloj godini nakon dugog razdoblja zabilježen višak proračuna opće države na razini od 0,8% BDP-a, dok se udio javnog duga u BDP-u smanjio na 78%. Time se nastavio trend smanjivanja rizika sektora države za financijsku stabilnost.

U 2017. godini nastavljena je fiskalna konsolidacija s ciljem postizanja dugoročne održivosti javnih financija. Godinu su obilježili kriza i restrukturiranje koncerna Agrokor, čiji je utjecaj na gospodarstvo, a posredno i na sektor države, ipak bio ograničen. U takvom je ozračju sektor države proračunsku godinu završio uz manji rebalans u studenome, koji je bio posljedica većih prihoda od očekivanih i preraspodjele dijela rashoda.

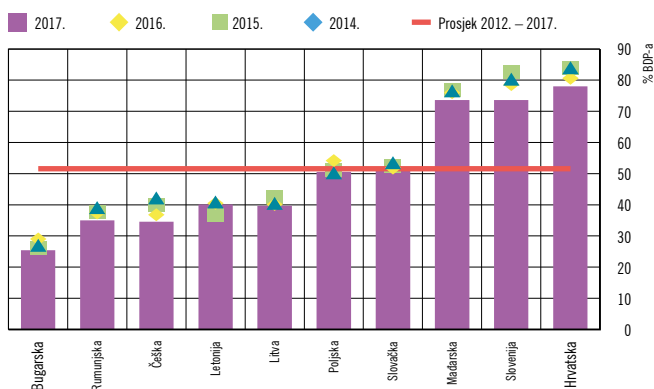
Ostvarena fiskalna konsolidacija rezultat je rasta proračunskih prihoda uz istodobno blago smanjenje rashoda. Na strani prihoda ponajviše su porasli prihodi od indirektnih poreza pod povoljnim utjecajem gospodarskog ciklusa. Smanjenju rashodne strane proračuna snažno je pridonio pad kapitalnih rashoda, a nastavio se i pozitivan trend smanjivanja rashoda za kamate, započet još u 2016. godini. Kao rezultat tih kretanja, lani je prvi put ostvaren proračunski višak opće države, i to u iznosu od 0,8% BDP-a (Slika 2.1.). Osim toga, zabilježeno je i smanjenje omjera javnog duga i BDP-a na razinu od 78%, što je uz povoljna fiskalna kretanja posljedica i rasta nominalnog BDP-a, ali i aprecijacije kune u odnosu na euro (Slika 2.2.). Naime, u valutnoj strukturi javnog duga i dalje prevladava dug u eurima, odnosno kunama uz valutnu klauzulu, s ukupnim udjelom od 73%.

Slika 2.3. Usporedno kretanje manjka opće države



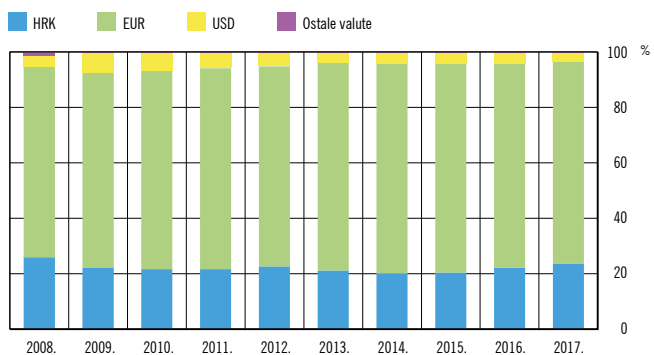
Izvor: Eurostat

Slika 2.4. Usporedno kretanje javnog duga



Izvor: Eurostat

Slika 2.5. Valutna struktura javnog duga

Napomena: Iznosi uključuju trezorske zapise.
Izvor: HNBTablica 2.1. Referentne razine pokazatelja za rizik fiskalne održivosti u 2017. godini^a

Pokazatelj	Sigurno područje	Referentna razina	Razina u Hrvatskoj	Promjena
$r - g^b$ (p. b.)	<	1,1	2,0	↓
Javni dug opće države (% BDP-a)	<	42,8%	78,0%	↓
Ciklički prilagođen primarni saldo (% potenc. BDP-a)	>	-0,5%	3,0%	↑
Potrebe za financiranjem (% BDP-a)	<	20,6%	18,3%	↑
Udio kratkoročnog duga u ukupnom dugu	<	44,0%	4,8%	↓
Dug nominiran u inozemnoj valuti	<	40,3%	76,3%	↑
Prosječno dospijeće javnog duga (godine)	>	2,3	5,4	↑
Kratkoročni vanjski javni dug (postotak deviznih rez.)	<	61,8%	11,4%	↑

^a E. Baldacci, I. Petrova, N. Belhocine, G. Dobrescu i S. Mazraani: *Assessing Fiscal Stress*, IMF Working Paper, WP/11/100^b Implicitna kamatna stopa na dug opće države umanjena za deflator BDP-a (prosjeck pet godina), umanjeno za stopu rasta realnog BDP-a (prosjeck pet godina)^c Plavom bojom označeni su pokazatelji izvan sigurnog područja, dok je smjer promjene u odnosu na prethodnu publikaciju označen strelicom.

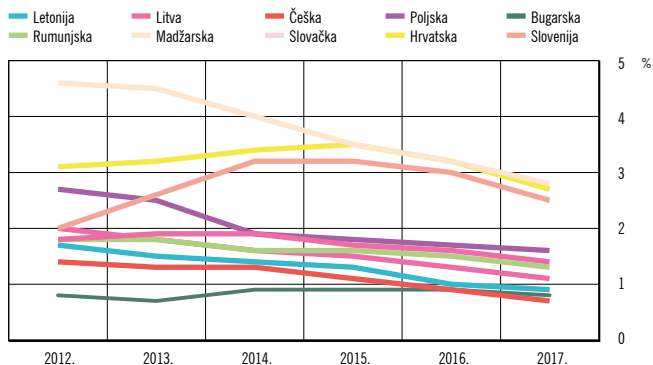
Izvori: MMF WP/11/100; HNB

Hrvatska je u 2017. poboljšala svoju poziciju među usporedivim zemljama glede salda opće države. Nastavak pozitivnih kretanja na planu javnih financija te ostvarenje proračunskog viška poboljšali su položaj Hrvatske u skupini ostalih usporedivih zemalja (Slika 2.3.). Međutim, Hrvatska je i dalje država s najvišim omjerom javnog duga u odnosu na BDP (Slika 2.4.).

Pokazatelji rizika fiskalne održivosti upućuju na smanjeni rizik sektora države za financijsku stabilnost. Većina pokazatelja nalazi se u sigurnom području, a oni nepovoljni većinom su zabilježili pozitivne pomake (Tablica 2.1.). Osim toga, krajem prošle godine država je prijevremeno refinancirala značajan dio duga javnih poduzeća u cestarskom sektoru po bitno povoljnijim uvjetima, što će pozitivno djelovati na rashode za kamate u budućem razdoblju. Takav napredak prepoznale su i kreditne agencije, koje su početkom 2018. povećale ocjenu Hrvatske na razinu nadomak investicijskom rejtingu.

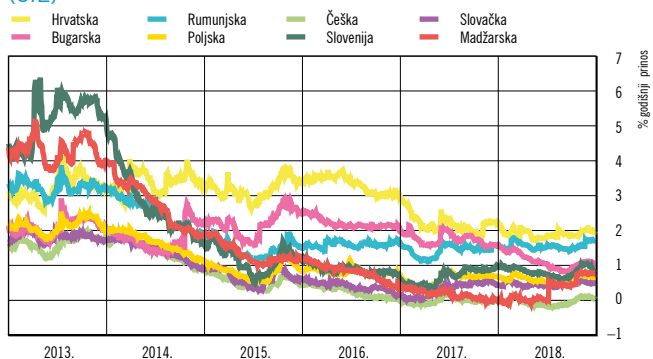
Valutna i ročna struktura javnog duga tijekom 2017. nastavile su se poboljšavati. Naime, ročna struktura hrvatskoga javnog duga duži je niz godina relativno stabilna s vrlo visokim udjelom dugoročnog duga iznad 90%. Takva struktura povoljna je sa stajališta očuvanja trenutačne razine financijske stabilnosti. Zadržana je i povoljna struktura javnog duga prema vrsti ugovorene kamatne stope jer je glavnina javnog duga ugovorena s fiksnom kamatnom stopom, što značajno utječe na smanjenje kamatnog rizika iz perspektive javnih financija. U isto vrijeme, valutna struktura javnog duga s visokom proporcijom duga nominiranog u stranim valutama (EUR i USD) iznad 76% i dalje je relativno nepovoljna (Slika 2.5.). Zbog toga je

Slika 2.6. Rashodi za kamate opće države



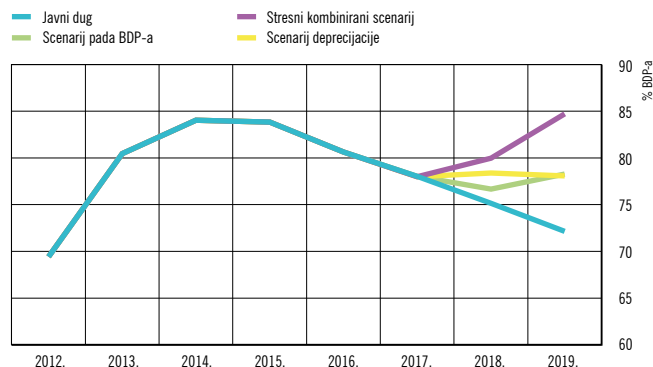
Izvor: Eurostat

Slika 2.7. Kretanje generičkih prinosa dužničkih vrijednosnih papira odabranih zemalja s područja Srednje i Istočne Europe (SIE)



Izvor: BoA Merrill Lynch

Slika 2.8. Različiti scenariji projekcije javnog duga



Izvori: Projekcija Direkcije za financijsku stabilnost HNB-a; Vlada RH

ranjivost sektora države na moguću snažniju deprecijaciju tečaja kune u odnosu prema euru ostala visoka (više o tome vidi u dijelu Testiranje otpornosti kreditnih institucija na stres). Ipak, od 2016. razvidan je rast financiranja u domaćoj valuti, koji se nastavio i tijekom prošle godine, pridonoseći smanjivanju rizika za financijsku stabilnost.

Očekuje se da bi potrebe za zaduživanjem u 2018. mogle biti manje nego u prethodnoj godini. Na niže potrebe za zaduživanjem poglavito utječe manji iznos obveza koje dospijevaju na naplatu. Tako će opća država u 2018. morati refinancirati dospjele obveze u iznosu od oko 14% BDP-a¹, što je znatno manje nego prethodnih godina. S druge strane, projekcije Vlade RH objavljene u Programu konvergencije² pokazuju da se nakon proračunskog viška u 2017. u ovoj godini očekuje blagi manjak proračuna, pa će se država za njegovo financiranje morati dodatno zadužiti. I dok smanjivanje ukupnih potreba za financiranjem povoljno utječe na trend smanjivanja izloženosti domaćih kreditnih institucija prema državi, one su unatoč tome i dalje važan izvor sistemskih rizika za banke (više o tome vidi u poglavlju 6. Bankarski sektor).

Hrvatski je proračun i dalje znatno opterećen visokim iznosima plaćenih kamata, iako se njihov udio u BDP-u u 2017. godini smanjio ispod 3%. Međutim, usporedba s drugim državama Srednje i Istočne Europe otkriva da je Hrvatska i dalje, uz Mađarsku i Sloveniju, među državama s najvećim rashodima za kamate opće države, koje odražavaju visoku razinu duga, ali i višu cijenu zaduživanja (Slika 2.6.). Zbog značajnog poboljšanja salda opće države i očekivanog nastavka povoljnijih uvjeta zaduživanja tijekom 2018., može se očekivati nastavak trenda smanjivanja rashoda za kamate.

Usporedivi generički prinosi država na prostoru SIE-a tijekom 2017. u prosjeku su se blago snizili i uglavnom se stabilizirali (Slika 2.7.). Nastavak pada prinosa na hrvatske obveznice povoljno se odražava na smanjenje fiskalnih rizika, kao i na mogućnost nastavka trenda povoljnijeg zaduživanja i države i ostalih institucionalnih sektora. Pritom treba obratiti pozornost na uzlazni trend kretanja referentnih kamatnih stopa središnjih banaka vodećih svjetskih gospodarstava, koji bi već tijekom ove godine mogao dovesti do promjena u očekivanjima i tržišnom raspoloženju, a time utjecati i na kretanje prinosa domaćih dugoročnih dužničkih vrijednosnih papira (više o tome u poglavlju 1. Makroekonomsko okružje).

Fiskalna konsolidacija mogla bi se privremeno zaustaviti u 2018. Prema projekcijama Vlade RH u 2018. planira se proračunski manjak od 0,5% BDP-a, koji je uvelike posljedica planiranog povećanja kapitalnih investicija. Iako bi se vrijednost javnog duga mogla blago povećati, snažniji rast nominalnog

1 Navedeni iznos uključuje i refinanciranje 1,8 mlrd. EUR kredita cestovnih tvrtki u državnom vlasništvu koje je dogovoreno sa sindikatom domaćih banaka krajem ožujka ove godine.

2 Program konvergencije Republike Hrvatske za razdoblje 2018. – 2021.

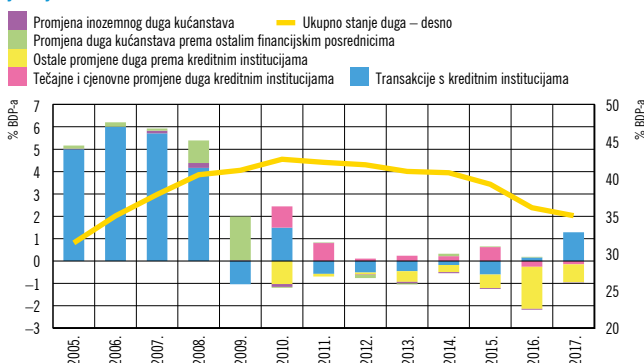
BDP-a trebao bi rezultirati padom relativnog pokazatelja duga na 75,1% BDP-a, što bi se trebalo nastaviti i u idućoj godini. Takva kretanja, ali i poboljšanje većine drugih fiskalnih pokazatelja, upućuju na to da se fiskalni rizici nastavljaju smanjivati. S druge strane, analiza osjetljivosti javnog duga na promjenu osnovnih makroekonomskih veličina pokazuje da bi istovremeno usporavanje rasta BDP-a tijekom dvogodišnjeg razdoblja, praćeno deprecijacijom kune od 5% godišnje, moglo povećati udio javnog duga u BDP-u na gotovo 85% krajem 2019. (Slika 2.8.). Tako značajan utjecaj tih dvaju šokova za materijalizaciju rizika u negativnom scenariju moguće je u podjednakoj mjeri pripisati brzom i snažnom narušavanju dosadašnjega povoljnog trenda ekonomskog ciklusa, kao i nepovoljnom utjecaju valutne strukture duga opće države.

Aktualni rizici za financijsku stabilnost iz sektora države

Očekivani nastavak pozitivnih trendova na području fiskalne konsolidacije pridonosi smanjenju rizika za financijsku stabilnost. Međutim, posredno bi na rashode proračuna mogao nepovoljno utjecati porast nesklonosti riziku na svjetskim tržištima zbog kojeg bi se mogao povećati trošak zaduživanja države, odnosno rashodi s osnove plaćenih kamata. Naime, realno je očekivati da se relativno dugo i stabilno razdoblje niske globalne premije za rizik na financijskim tržištima bliži kraju te da nagle promjene te premije mogu utjecati na brzo pooštavanje uvjeta financiranja, posebice za države s relativno visokim potrebama za financiranjem kao što je Hrvatska. Ipak, nepovoljan utjecaj rasta kamatnih stopa mogla bi u znatnoj mjeri ublažiti poboljšana percepcija rizičnosti Hrvatske, pod uvjetom uspješnog nastavka dosadašnje fiskalne konsolidacije. Osim nastojanja za usporavanjem procikličkog rasta državne potrošnje, za daljnje smanjivanje ukupnih rizika iz sektora države nužan je i dodatni napor u provođenju strukturnih reformi, bez kojih neće biti moguće ubrzati gospodarski rast i utjecati na daljnje smanjivanje strukturnih neravnoteža.

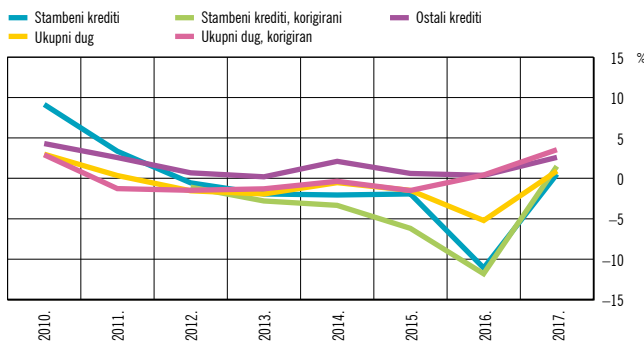
3. Sektor kućanstava

Slika 3.1. Višegodišnje razduživanje kućanstava zaustavljeno je tijekom 2017.



Napomena: Sve su promjene iskazane kao razlika stanja u odnosu na kraj prethodne godine i relativizirane udjelom u BDP-u.
Izvor: HNB

Slika 3.2. Na godišnjoj razini nominalni i efektivni dug kućanstava raste



Napomena: Stopa rasta korigiranoga ukupnog duga i korigiranih stambenih kredita pokazuje promjenu iznosa, pri čemu su isključene tečajne, cjenovne i ostale promjene.
Izvor: HNB

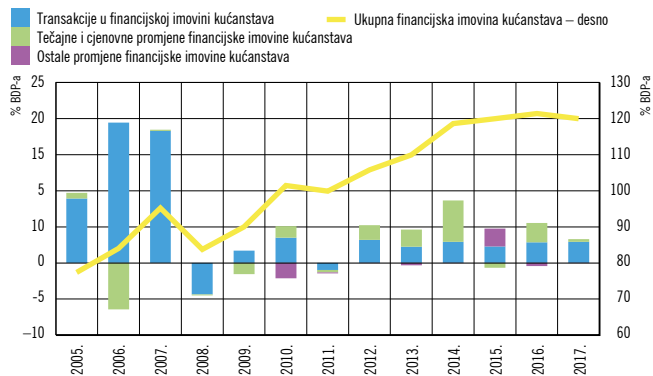
Kućanstva su u 2017. godini blago povećala svoj dug potaknuta gospodarskim oporavkom i pozitivnim kretanjima na tržištu rada. Pritom su se nastavili pozitivni trendovi restrukturiranja agregatnog duga kućanstava, koji su smanjili njihovu izloženost valutnom i kamatnom riziku te ukupnu izloženost sistemskim rizicima.

Oporavak ukupne gospodarske aktivnosti, praćen blagim rastom cijena, unatoč nominalnom i efektivnom rastu ukupnog duga sektora kućanstva blago je smanjio njihovu agregatnu zaduženost, na razinu na kojoj je bila 2006. godine (35,1% BDP-a, Slika 3.1.). Tijekom 2017. godine nakon višegodišnjeg pada dug kućanstava nominalno se povećao za 0,9%, odnosno efektivno za 3,5% (Slika 3.2.). Intenziviranje novoga kreditiranja kućanstava, koje se ogleda u rastu transakcija s kreditnim institucijama (razlika između novoga kreditiranja i otplata postojećih dugovanja), više nego kompenziralo smanjenje duga kućanstava prema kreditnim institucijama na temelju otpisa (evidentirano u ostalim promjenama duga prema kreditnim institucijama), kao i utjecaj blage aprecijacije tečaja. Kućanstva tijekom 2017. nisu mijenjala svoj dug prema ostalim financijskim posrednicima ni prema inozemnim vjerovnicima.

Kućanstva su istodobno na agregatnoj razini povećala financijsku imovinu za 2,7% te se ona krajem 2017. kretala na razini od 120% BDP-a (Slika 3.3.). Depoziti kod financijskih institucija i dalje su dominantan oblik financijske štednje (krajem 2017. godine 44,6% ukupne financijske imovine bilo je deponirano kod kreditnih institucija, Slika 3.4.), pri čemu je depozitni novac nastavio supstituirati štedne i oročene depozite. Porasli su i udjeli u mirovinskim fondovima, koji su glavni alternativni oblik investiranja financijskih sredstava, kao i država gotovog novca.

Nakon što su okončanjem procesa konverzije kredita vezanih

Slika 3.3. Financijska imovina kućanstava raste



Napomena: Sve su promjene iskazane kao razlika stanja u odnosu na kraj prethodne godine i relativizirane udjelom u BDP-u.

Izvor: HNB

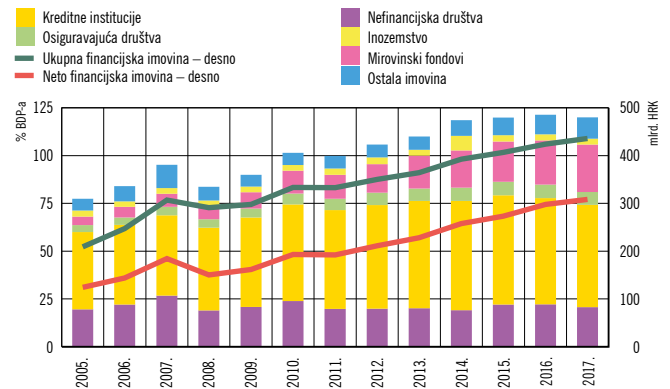
uz švicarski franak sredinom 2016. godine volumeni novoga kreditiranja kućanstava uglavnom stagnirali, tijekom 2017. primjetljivo je intenziviranje dugoročnog zaduživanja (Slika 3.5.). Pritom je ukupan iznos kredita odobrenih kućanstvima tijekom 2017. porastao za 1% (Slika 3.7.). Osim gotovinskih kredita, čiji novoodobreni iznosi gotovo kontinuirano rastu posljednjih deset godina, tijekom četvrtog tromjesečja 2017. posebno je izražen bio rast novoodobrenih stambenih kredita (na godišnjoj razini gotovo za 50%), a što je znatnim dijelom posljedica realizacije programa državnog subvencioniranja stambenih kredita. U sklopu spomenutog programa realiziran je ukupno 2321 stambeni kredit³. Zbog velikoga iskazanog interesa u travnju 2018. najavljen je nastavak tog oblika državnog poticanja stambenog zbrinjavanja za razdoblje do 2020. godine⁴, ali po nešto izmijenjenim uvjetima u odnosu na prošlogodišnji program (ponajprije glede visine subvencije, koja će ovisiti o stupnju razvoja grada ili općine na kojoj se nekretnina nalazi). Može se tako očekivati da će program vjerojatno nastaviti poticati potražnju za stambenim kreditima, koncentriranu u razdoblju njegove provedbe. Osim toga, realizacija tog programa mogla bi nejednako utjecati na kretanje cijena stambenih nekretnina u pojedinim geografskim područjima.

Oporavku dugoročnog zaduživanja kućanstava pridonijelo je i ublažavanje uvjeta kreditiranja tijekom 2017. (Slika 3.8.). Značajno ublažavanje kreditnih standarda (u dijelu visine kamatne marže i naknada te zahtjeva za kolateral) zabilježeno je sredinom 2017. godine, a to je prema odgovorima kreditnih institucija obuhvaćenih anketnim ispitivanjem ponajprije posljedica jačanja konkurentskih pritisaka i smanjenja troška izvora sredstava. U rujnu 2017. na internetskim stranicama Hrvatske narodne banke objavljena je Informativna lista ponude kredita potrošačima, koja, uz ostale osnovne informacije o pojedinim vrstama kredita koje se nude potrošačima, sadržava i podatke o

3 <http://www.mgipu.hr/default.aspx?id=47687>

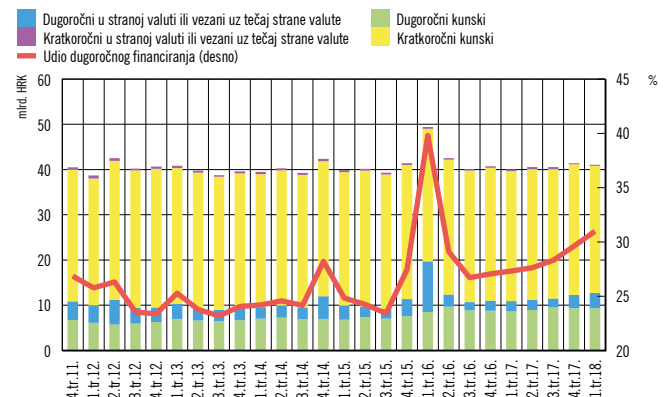
4 <http://www.mgipu.hr/default.aspx?id=56241>

Slika 3.4. Depoziti kućanstava dominantan su oblik ulaganja



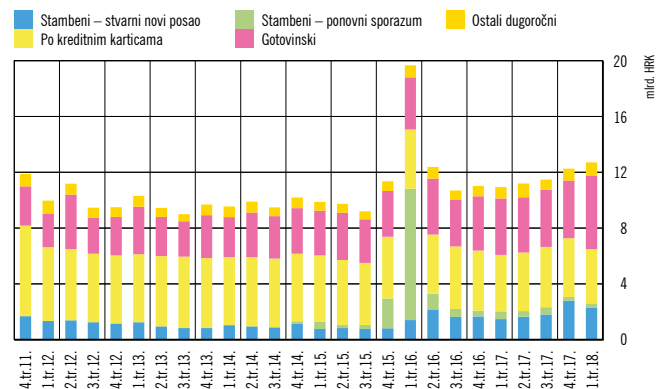
Izvor: HNB

Slika 3.5. Tijekom 2017. intenziviralo se novo dugoročno zaduživanje kućanstava



Izvor: HNB

Slika 3.6. Na rast novoga stambenog kreditiranja krajem 2017. znatan utjecaj imao je program državnog subvencioniranja



Izvor: HNB

aktualnim kamatnim stopama, što će povećati transparentnost kreditnog tržišta i dodatno pridonijeti konkurenciji među kreditnim institucijama. To bi uz povoljna kretanja na tržištu rada (Slika 3.10.) i rast optimizma potrošača moglo dati poticaj kreditnoj potražnji kućanstava (Slika 3.9.).

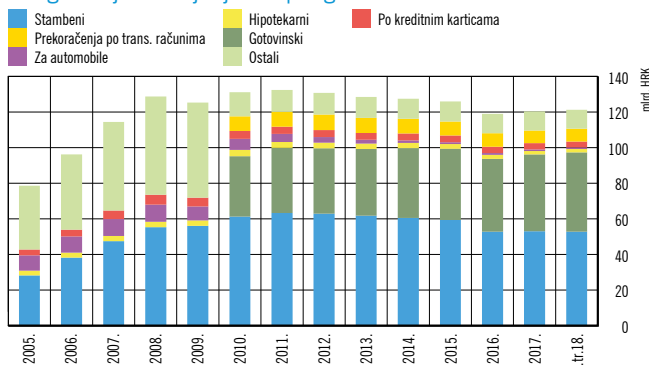
S druge strane, potencijalni ograničavajući čimbenik novoga stambenog kreditiranja tijekom 2018. mogla bi biti primjena Odluke o dodatnim kriterijima za procjenu kreditne sposobnosti potrošača te provođenju postupka naplate dospjelih neplaćenih obveza i dobrovoljne namire, a koja će možda utjecati na ograničavanje kreditne sposobnosti nekih kućanstava⁵. Naime, od početka 2018. godine kreditne institucije pri odobravanju kredita kao bitan element procjene kreditne sposobnosti u obzir moraju uzeti i minimalne životne troškove klijenta, odnosno njegove obitelji, a koji ne mogu biti manji od iznosa dohotka izuzetog od ovrhe. Zakonom o izmjenama i dopunama Ovršnog zakona sredinom 2017. godine povećan je iznos dijela dohotka koji nije moguće ovršiti, a koji se odnosi na dužnike s ispodprosječnom neto plaćom. Taj je iznos za ispodprosječne dohotke ograničen na tri četvrtine prosječne nominalne neto plaće, što umanjuje kreditnu sposobnost tih dužnika. Na mogući negativan utjecaj te odluke upućuje činjenica da su upravo mlađa kućanstava ta koja imaju najveću potrebu rješavanja stambenog pitanja, ali u pravilu i niže razine (Slika 3.11.) kao i stabilnost dohodaka (Slika 3.12.). Bez obzira na to, adekvatna procjena kreditne sposobnosti koja uzima u obzir minimalne životne troškove čini razborito mikroprudencijalno i makroprudencijalno postupanje neophodno za očuvanje financijske stabilnosti, dok je stambeno pitanje mladih obitelji u uvjetima postojećih demografskih kretanja moguće riješiti jedino drugim mjerama.

Izloženost kućanstava valutnom riziku znatno se smanjila tijekom posljednjih pet godina pa je krajem 2017. gotovo polovica kredita odobrenih kućanstvima bila nominirana u kunama (Slika 3.13.). Nasuprot tome, tijekom posljednjeg tromjesečja 2017. te prvog tromjesečja 2018. godine kućanstva su se ponovno počela nešto više dugoročno zaduživati uz euro, što se može povezati s predstavljanjem Strategije za uvođenje eura kao službene valute u Hrvatskoj te nešto nižim kamatnim stopama na te kredite u odnosu na kunske (Slika 3.14.). Ipak, zbog odredbi Zakona o stambenom potrošačkom kreditiranju koje omogućuju potrošačima jednokratnu promjenu valute kredita u bilo kojem trenutku trajanja kreditnog odnosa, opisani trendovi ne bi trebali značajno utjecati na efektivno povećanje izloženosti kućanstava valutnom riziku.

Krajem 2017. gotovo 40% kredita odobrenih kućanstvima bilo je vezano uz fiksnu kamatnu stopu (Slika 3.15.), što upućuje na znatno smanjenje izloženosti kućanstava kamatnom riziku tijekom posljednjih godina. Tako je novo zaduživanje kućanstava, posebno u obliku stambenih kredita, od

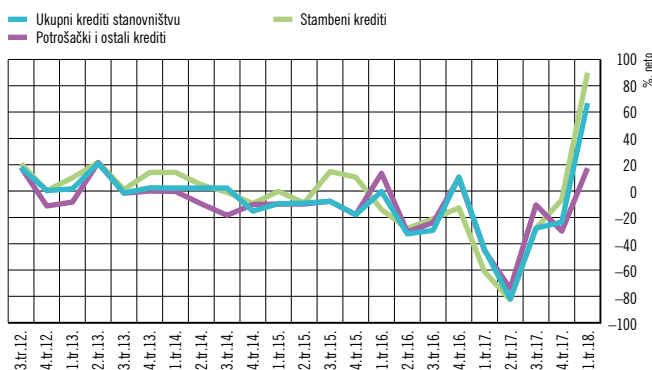
⁵ Odlukom su u hrvatsko zakonodavstvo prenesene dvije smjernice Europskoga nadzornog tijela za bankarstvo (EBA), i to Smjernica EBA-e o procjeni kreditne sposobnosti (EBA/GL/2015/11) te Smjernica EBA-e o provođenju postupka naplate dospjelih neplaćenih obveza i ovršnog postupka (EBA/GL/2015/12).

Slika 3.7. Dinamika novoga kreditiranja zaustavila je višegodišnje smanjenje ukupnog iznosa kredita



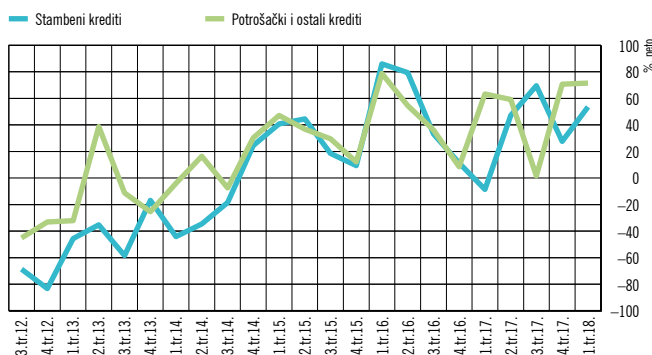
Napomena: Od kraja 2010. godine iz kategorije ostali krediti stanovništva izuzeti su gotovinski krediti i prekoračenja po transakcijskim računima, koji su postali zasebne kategorije.
Izvor: HNB

Slika 3.8. Uvjeti kreditiranja ublaženi su tijekom 2017.



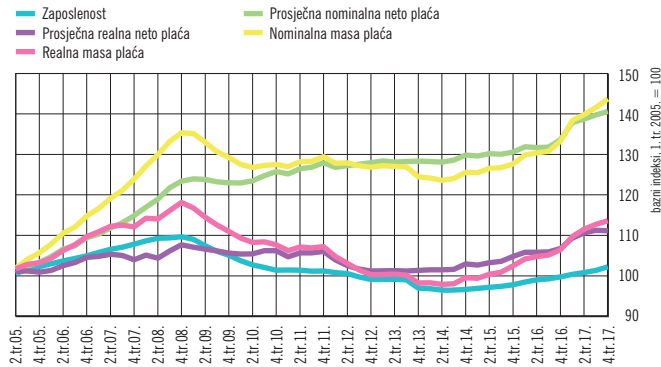
Napomena: Pozitivna vrijednost upućuje na pooštavanje, a negativna na ublažavanje kreditnih standarda.
Izvor: HNB (Anketa o kreditnoj aktivnosti banaka)

Slika 3.9. Banke očekuju jačanje kreditne potražnje



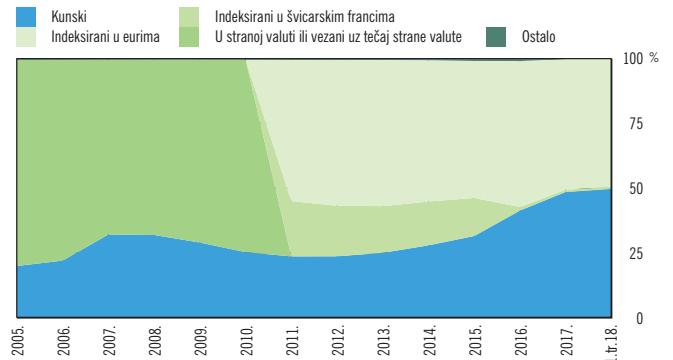
Napomena: Pozitivna vrijednost upućuje na porast, a negativna na smanjenje očekivane potražnje.
Izvor: HNB (Anketa o kreditnoj aktivnosti banaka)

Slika 3.10. Pozitivni trendovi na tržištu rada nastavili su se tijekom 2017.



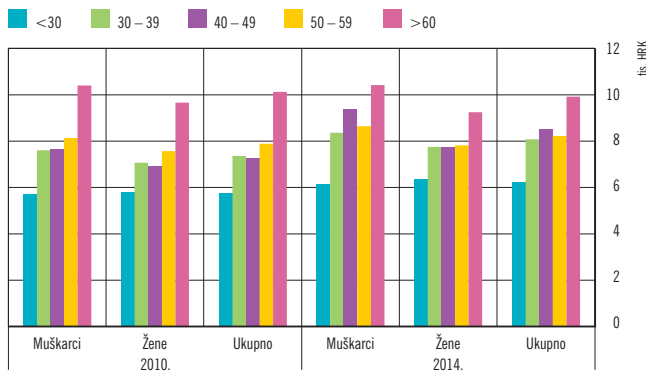
Napomena: Od 2015. iznosi neto plaća iskazani su prema novom statističkom obrascu JOPPD, zbog čega izravna usporedba s iznosima u prethodnim razdobljima nije moguća.
Izvori: DZS; HZMO

Slika 3.13. Dug kućanstava prema kreditnim institucijama nominiran u kunama na povijesnom je maksimumu



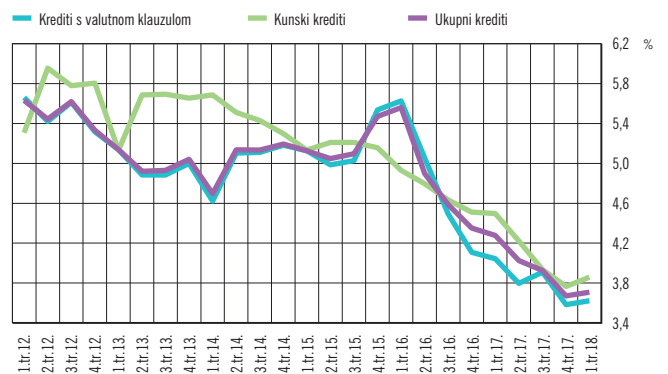
Napomena: Od kraja 2010. godine kategorija kredita u stranoj valuti ili vezanih uz tečaj strane valute razdijeljena je na dvije podskupine kredita: indeksirane uz euro i indeksirane uz švicarski franak.
Izvor: HNB

Slika 3.11. Prosječna isplaćena mjesečna bruto plaća, po spolu i dobnim skupinama, poslodavci s više od deset zaposlenih



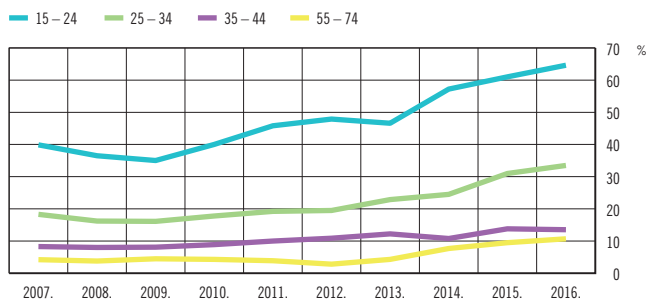
Izvor: Eurostat (Structure of earnings survey, 2010. i 2014.)

Slika 3.14. Nastavio se pad kamatnih stopa na novoodobrene (stambene) kredite



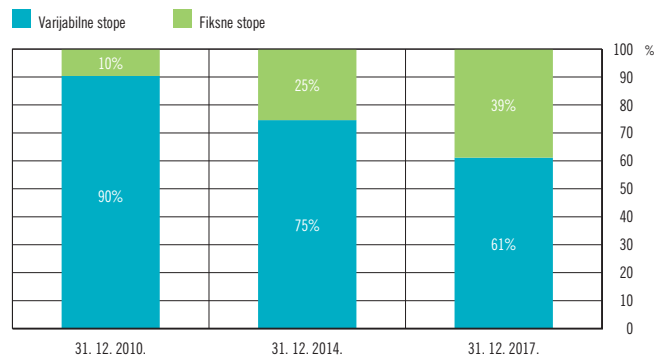
Izvor: HNB

Slika 3.12. Udio privremeno zaposlenih u ukupnom broju zaposlenih po dobnim skupinama



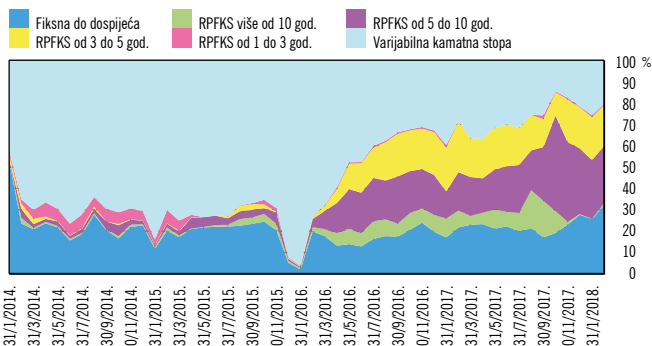
Napomena: Privremena zaposlenost odnosi se na ugovore o radu čiji je raskid dogovorom između zaposlenika i poslodavca unaprijed utvrđen ispunjenjem nekog objektivnog uvjeta (datumom, završetkom zadatka ili povratkom na posao privremeno odsutnog zaposlenika). Ovaj oblik rada obuhvaća sezonska zaposlenja, agencijski rad i stručna osposobljavanja.
Izvor: Eurostat

Slika 3.15. U strukturi duga kućanstava prema kreditnim institucijama raste udio kredita s promjenjivim stopama



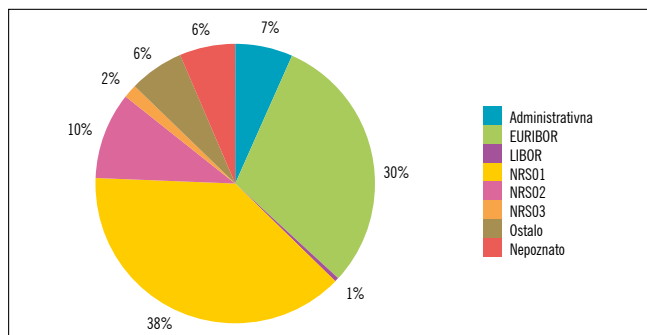
Izvor: HNB

Slika 3.16. Najzastupljenije su stope koje na dulji rok štite potrošače od kamatnog rizika



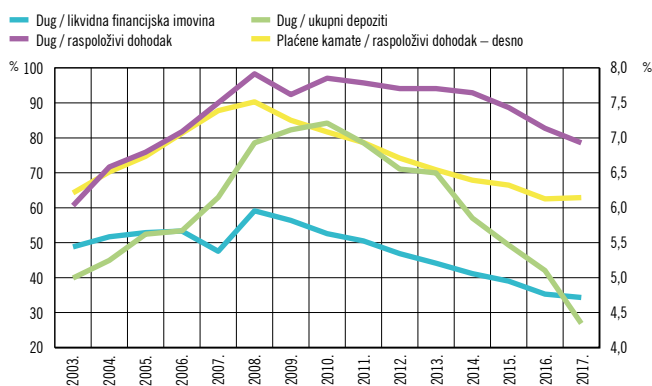
Napomena: Prikazana struktura zasnovana je na informaciji o razdoblju početnog fiksiranja kamatne stope (RPFKS) te služi kao aproksimacija. Fiksne su stope nepromjenjive do dospijeća, a varijabilne su stope one koje su promjenjive ili nepromjenjive u razdoblju kraćem od 12 mjeseci.
Izvor: HNB

Slika 3.17. Promjenjive kamatne stope po najvećem dijelu kredita odobrenih kućanstvima vezane su uz kretanje nacionalne referentne kamatne stope (NRS), stanja na dan 31. 12. 2017.



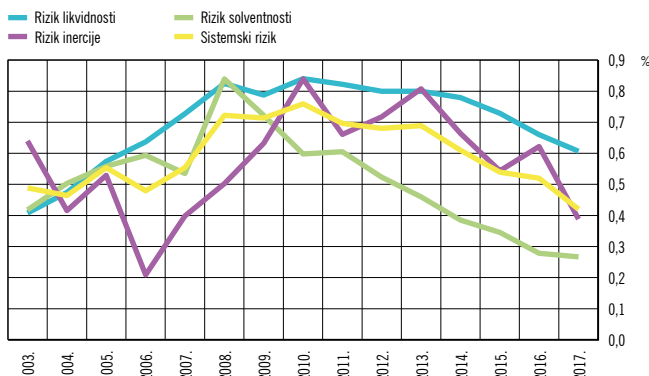
Napomena: Struktura prikazuje referentni parametar uz koji je vezana promjena varijabilne kamatne stope, odnosno uz koji će biti vezana promjena kamatne stope nakon isteka početnog razdoblja fiksiranja.
Izvor: HNB

Slika 3.18. Opterećenost se kućanstava dugom i kamatama smanjuje



Izvor: HNB

Slika 3.19. Sistemska ranjivost kućanstava u daljnjem je padu



Napomena: Ranjivost sektora kućanstava mjerena je sistemskim rizikom kućanstava, tj. prosjekom rizika likvidnosti (RL), solventnosti (RS) i inercije (RI), koji su definirani na sljedeći način:

$$RL_t = 0,5 \cdot \frac{Dug_t}{Raspoloživi\ dohodak_t} + 0,5 \cdot \frac{Plaćene\ kamate_t}{Raspoloživi\ dohodak_t}$$

$$RS_t = \frac{Dug_t}{Neto\ financijska\ imovina_t}$$

$$RI_t = \frac{Plaćene\ kamate_t}{Dug_t + Dug_{t-1} + Dug_{t-2} + Dug_{t-3}} - \left(\frac{Raspoloživi\ dohodak_{t-1}}{Raspoloživi\ dohodak_t} - 1 \right)$$

Izvor: HNB

sredine 2016. dominantno realizirano uz kamatne stope koje potrošače štite od kamatnog rizika tijekom određenog razdoblja (Slika 3.16.). Taj je trend u 2017. godini intenziviran uz porast zastupljenosti stopa nepromjenjivih tijekom cijelog razdoblja otplate kredita, odnosno onih koje na dulji rok (više od pet godina) štite potrošače od kamatnog rizika.

Međutim, iako ovi trendovi pridonose stabilnosti financijskog sustava zbog manje izloženosti kućanstava kamatnom, odnosno kreditnih institucija kamatno induciranom kreditnom riziku, u strukturi duga kućanstava prema kreditnim institucijama i dalje prevladavaju krediti odobreni uz varijabilne kamatne stope. Pritom je promjena tih stopa pretežno vezana uz kretanje nacionalne referentne kamatne stope (Slika 3.17.). Uzimajući u obzir kamatnu strukturu postojećeg duga kućanstava, njihove razine i distribuciju dohodaka te izgledno okončanje razdoblja globalno niskih kamatnih stopa s obzirom na otpočetu, odnosno najavljenju normalizaciju monetarnih politika vodećih svjetskih središnjih banaka, HNB je u rujnu 2017. objavio Preporuku za ublažavanje kamatnoga i kamatno induciranoga kreditnog rizika pri dugoročnom kreditiranju potrošača. Tom se mjerom kreditnim institucijama preporučuje da u postojećim dugoročnim kreditnim odnosima s potrošačima, kod kojih je rizik značajnog rasta tereta otplate zbog promjene kamatnih stopa najizraženiji, aktivno nude zamjenu varijabilne stope fiksnom kamatom stopom po prevladavajućim tržišnim uvjetima i bez dodatnih troškova za potrošača. Stoga se može očekivati kako će, u uvjetima još uvijek niskih kamatnih stopa, omogućavanje zaštite kućanstava od kamatnog rizika, uz istodobni rast informiranosti potrošača⁶, pridonijeti daljnjem smanjenju izloženosti kućanstava ovom riziku.

6 Informativna lista ponude kredita potrošačima

Pokazatelji zaduženosti i kamatnog tereta kućanstava uglavnom su se nastavili poboljšavati tijekom 2017. godine (Slika 3.18.). Premda se nominalni dug kućanstava tijekom 2017. godine blago povećao, pozitivni trendovi na tržištu rada i rast likvidne financijske imovine kućanstava djelovali su na smanjenje pokazatelja njihove zaduženosti. Daljnje smanjenje kamatnih stopa povoljno se pak odrazilo na opterećenost kućanstava otplatama kamata. Spomenuta kretanja djelovala su na smanjenje ukupne sistemske ranjivosti kućanstava, kao i njezinih pojedinih komponenata (Slika 3.19.).

Aktualni rizici povezani sa sektorom stanovništva

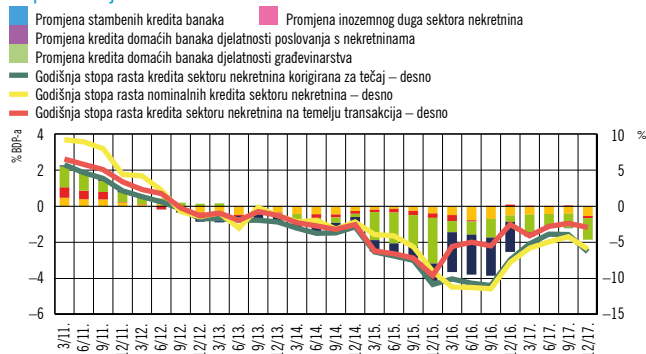
Izloženost kućanstava sistemskom riziku najvjerojatnije se neće značajnije promijeniti tijekom 2018. godine. Rast ras-

položivog dohotka trebao bi uglavnom kompenzirati mogući nastavak blagog rasta nominalnog iznosa duga kućanstava. Također se ne očekuju značajnije izmjene kamatnog troška u kratkom roku s obzirom na rastuću zastupljenost fiksnih kamatnih stopa, čije su razine tek neznatno više od trenutačnih razina varijabilnih stopa, odnosno prevladavajuću vezanost varijabilnih stopa uz nacionalnu referentnu stopu koja unosi određenu inerciju u prijenos viših kamatnih stopa na međunarodnim tržištima na domaće tržište kredita. No kamatni rizik, preko mogućeg rasta referentnih kamatnih stopa, ostaje važan izvor rizika za potrošače u srednjem roku, posebno s obzirom na otpočetnu normalizaciju monetarnih politika vodećih središnjih banaka. Negativan rizik i dalje je ishod restrukturiranja koncerna Agrokor, o čijem modalitetu izravno ili neizravno ovisi nešto više od 100.000 radnih mjesta⁷, a koji bi mogao utjecati na dohotke i kreditnu sposobnost jedne skupine kućanstava, već efektivno umanjenu recentnim zakonskim izmjenama.

⁷ Broj zaposlenih u društvima koncerna Agrokor i društvima gospodarski povezanim s koncernom Agrokor u 2016. godini.

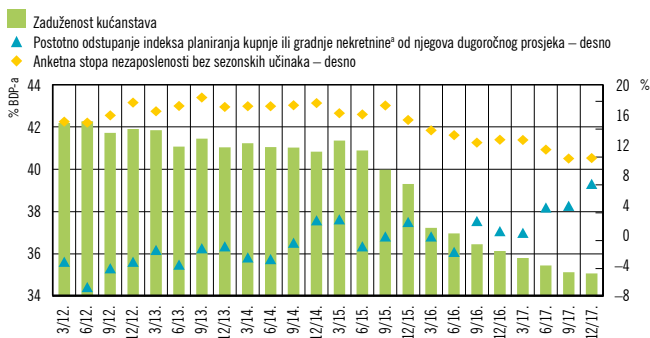
4. Nekretnine⁸

Slika 4.1. Razduživanje sektora nekretnina značajno se usporilo tijekom 2017.



Napomena: Promjene duga iskazane su u odnosu na isto razdoblje prethodne godine te su korigirane za utjecaj tečajnih promjena. U inozemni je dug uključen dug djelatnosti poslovanja s nekretninama i djelatnosti građevinarstva. Transakcije se odnose na stambene kredite i kredite dane djelatnosti poslovanja s nekretninama i djelatnosti građevinarstva. Izvor: Izračun HNB-a

Slika 4.2. Rast cijena stambenih nekretnina i rast optimizma potrošača, u uvjetima pozitivnih makroekonomskih kretanja, uzajamno se osnažuju



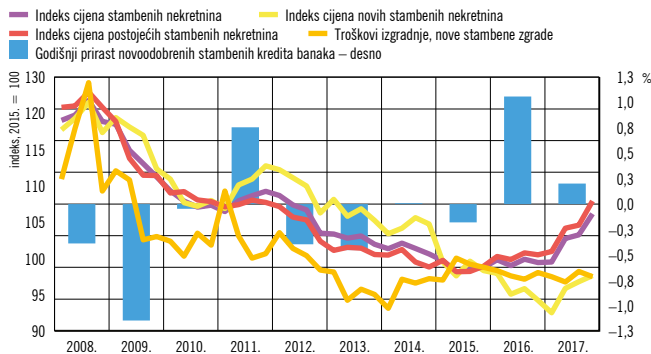
^a Indeks planiranja kupnje ili gradnje nekretnine izračunat je na temelju odgovora na pitanje potrošača o planovima kupnje ili gradnje nekretnine u sljedećih 12 mjeseci iz HNB-ove ankete pouzdanja potrošača. Izvor: HNB

Tržište stambenih nekretnina nakon višegodišnje se kontrakcije u 2017. stabiliziralo potaknuto gospodarskim oporavkom, ali i učincima državnog programa subvencioniranja stambenoga kreditiranja. S obzirom na to da se očekuje nastavak gospodarskog rasta sličnog intenziteta, rizik od nastanka neravnoteža na ovom tržištu i dalje se može ocijeniti niskim.

Sektor nekretnina nastavio je smanjivati svoj dug prema kreditnim institucijama tijekom 2017., no po stopama bitno nižima nego prethodnih godina. Tako se do kraja 2017. nominalni iznos duga kućanstava i poduzeća povezan s tržištem nekretnina smanjio za 5,9%, dok se ukupan dug iz kojeg su isključene tečajne promjene na godišnjoj razini smanjio za 6,3%, što je znatno slabije nego tijekom prethodne godine (prosječno za 10,4% odnosno 9,8%, Slika 4.1.). Najveći doprinos slabljenju razduživanja sektora nekretnina proizašao je iz zaustavljanja pada stambenog duga kućanstava nakon njegova znatnog smanjenja godinu prije zbog zakonske konverzije kredita vezanih uz švicarski franak. Oporavak stambenoga kreditiranja i u idućem bi razdoblju mogao ublažavati intenzitet razduživanja ovog sektora s obzirom na najavljeni nastavak programa subvencioniranja stambenih kredita, posebno ako cjenovni i ostali kreditni uvjeti banaka ne budu značajnije pooštreni (Slika 3.8.). Istodobno su poduzeća iz djelatnosti građevinarstva i poduzeća čije je poslovanje vezano uz tržište nekretnina nastavila smanjivati obveze prema domaćim kreditnim institucijama po razmjerno niskim, ali stabilnim stopama (ukupno je njihov dug na godišnjoj razini smanjen za 0,7% BDP-a do kraja 2017.). Tijekom prethodne godine jedino se razduživanje prema ino-

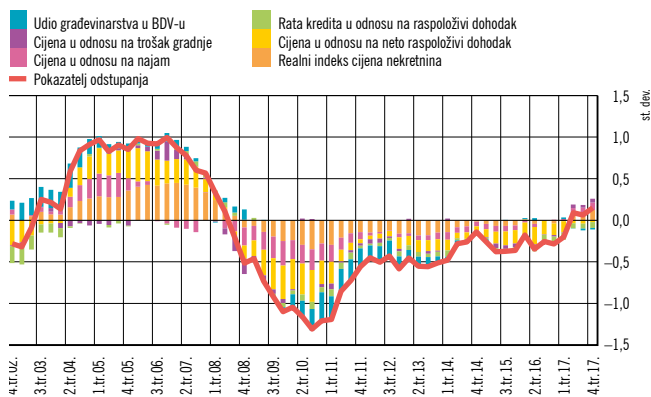
⁸ U ovom se poglavlju osim kretanja na stambenom tržištu analizira i poslovanje nefinancijskih poduzeća iz djelatnosti građevinarstva i poslovanja s nekretninama.

Slika 4.3. Cijene stambenih nekretnina značajnije su porasle krajem 2017.



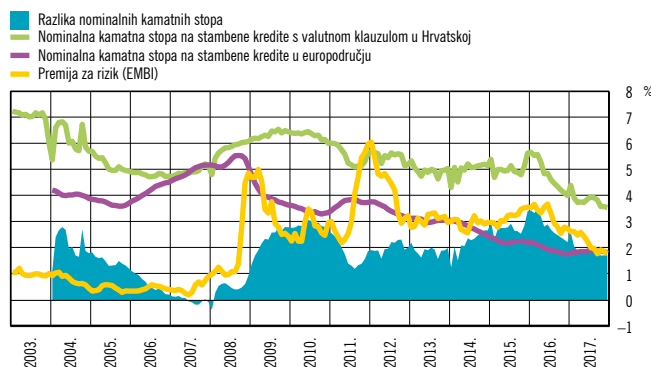
Napomena: Indeks cijena stambenih nekretnina uzima u obzir kvalitativne faktore pri standardiziranju stambenih jedinica. Iz iznosa novodobrenih stambenih kredita isključena su refinanciranja.
Izvori: DZS; HNB

Slika 4.4. Cijene stambenih nekretnina kreću se oko razine temeljene na makroekonomskim fundamentima



Izvor: HNB

Slika 4.5. Pad premija za rizik smanjuje kamatnu razliku



Napomena: Od prosinca 2011. godine kamatne stope računane su prema novoj metodologiji (detaljnije o novoj statistici kamatnih stopa vidi u Biltenu HNB-a br. 204, lipanj 2014.).
Izvori: ESB; HNB

zemnim vjerovnicima intenziviralo, posebice u posljednjem tromjesečju, te umanjilo ukupan efektivni dug sektora nekretnina za 1,2% BDP-a.

Rast optimizma potrošača, koji se ogleda i u namjerama kupnje stambenih nekretnina (Slika 4.2.), te nastavak programa državnog subvencioniranja stambenih kredita mogli bi dati poticaj novom stambenom zaduživanju kućanstava. No, oporavak kreditnog ciklusa značajno će ovisiti i o kretanju agregatnog dohotka stanovništva (tijekom 2018. i 2019. očekuje se ublažavanje pozitivnih trendova na tržištu rada), odnosno mogućnosti da se višim i stabilnijim dohocima kompenziraju izmijenjeni regulatorni⁹ i eventualni nepovoljniji budući tržišni uvjeti financiranja.

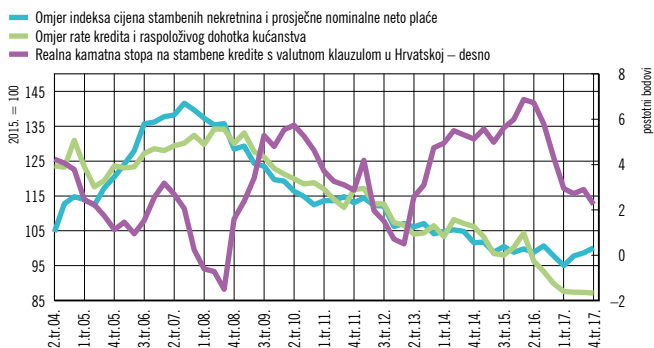
Tijekom ove godine očekuje se daljnji rast cijena stambenih nekretnina, čije su razine krajem 2017. uglavnom bile u skladu s temeljnim makroekonomskim čimbenicima (Slika 4.4.). Očekivani rast cijena vjerojatno neće biti na razinama zabilježenima krajem 2017., kada su cijene porasle za 7,6% u odnosu na godinu prije (Slika 4.3.). Tom znatnom rastu cijena, i postojećih (8,3%) i novoizgrađenih (4,1%) nekretnina, značajno je pridonijela realizacija programa državnog subvencioniranja stambenih kredita, koji su kreditne institucije popratile nešto blažim kreditnim standardima, uz razmjerno niske kamatne stope (Slika 4.5.). Najava nastavka realizacije tog programa za razdoblje do 2020. mogla bi utjecati na cijene nekretnina, dok će se njegova realizacija vjerojatno odraziti na intenzitet i prostornu rasprostranjenost rasta cijena. Kako spomenuti rast cijena nije bio praćen jednako snažnim rastom dohodaka kućanstava, tijekom 2017. zaustavljeno je poboljšavanje njihove financijske dostupnosti¹⁰ (Slika 4.6.). Pritom treba naglasiti da navedeni pokazatelji mjere promjenu dostupnost stambenih nekretnina na svim dijelovima stambenog tržišta i za sve segmente kućanstava, skrivajući postojeću diferencijaciju financijske dostupnosti stambenih nekretnina na geografskoj razini, odnosno za pojedina kućanstava s obzirom na njihova ekonomsko-socijalna i demografska obilježja.

U uvjetima očekivanog izostanka ubrzanja gospodarskog rasta, nepovoljnih demografskih trendova i strukturnih obilježja domaćeg tržišta rada pritisci na opći rast cijena nekretnina u idućem bi razdoblju mogli eventualno proizaći iz nastavka realizacije najavljenih programa državne pomoći pri stambenom zbrinjavanju ili iz prelijevanja većih troškova izgradnje (zbog nedostatka kvalificirane radne snage i rasta cijena sirovina uvjetovanog globalnim kretanjima) na cijene stambenih jedinica. Tome treba pridodati i eventualne špekulativne pritiske domaćih i inozemnih investitora čiji su poslovni obrasci u potrazi za višim prinosima u uvjetima izrazito niskih kamatnih stopa pridonijeli rastu cijena stambenih i komercijalnih nekretnina u

⁹ Zakon o izmjenama i dopunama Ovršnog zakona i Odluka o dodatnim kriterijima za procjenu kreditne sposobnosti potrošača te provođenju postupka naplate dospjelih neplaćenih obveza i dobrovoljne namire.

¹⁰ Mjereno omjerom prosječne rate kredita i raspoloživog dohotka kućanstva i omjerom indeksa cijena stambenih nekretnina i prosječne nominalne neto plaće

Slika 4.6. Rast cijena zaustavio je poboljšavanje financijske dostupnosti stambenih nekretnina



Napomene: Rata kredita odnosi se na prosječan stambeni kredit potreban za kupnju stana od 50-ak kvadratnih metara po cijeni relevantnoj u tom razdoblju (koja se mjeri indeksom cijena stambenih nekretnina). Indeks cijena stambenih nekretnina produžen je u prošlost na temelju kretanja staroga hedonističkog indeksa cijena nekretnina (HICN). Izvor: DZS; izračun HNB-a

velikom broju zemalja Europske unije (vidi Okvir 2. Trendovi na europskom tržištu stambenih nekretnina). Ta su neodrživa i makroekonomska neutemeljena kretanja na nekim europskim tržištima nekretnina stvorila potrebu za širenjem i intenziviranjem regulatornog okvira kako bi se adekvatnim mikroprudencijalnim i makroprudencijalnim djelovanjem obuzdala trenutna uzlazna faza kreditnih ciklusa u određenim zemljama članicama, odnosno osnažile kapitalne i likvidnosne pozicije kreditnih institucija, osobito onih od sistemskog značenja (vidi Okvir 3. Primjena makroprudencijalnih mjera u EU-u i EGP-u povezanih s tržištem stambenih nekretnina).

Aktualni rizici vezani uz tržište nekretnina

Tijekom sljedećeg razdoblja očekuje se nastavak oporavka tržišta stambenih nekretnina, čiji će utjecaj na financijsku stabilnost primarno ovisiti o istodobnom kretanju makroekonomskih čimbenika povezanih s njime. Naime, ako oporavak tržišta nekretnina ne bude praćen ekvivalentnim rastom dohodaka, može se očekivati blaga precijenjenost opće razine cijena stambenih nekretnina, koje trenutačno osciliraju oko svoje uravnotežujuće razine utemeljene na makroekonomskim fundamentima (Slika 4.4.), te posljedično smanjenje njihove financijske dostupnosti. Premda uz postojeća demografska kretanja i očekivani rast agregatnog dohotka domaća potražnja kućanstava za stambenim nekretninama ne bi trebala davati snažniji poticaj neodrživom rastu cijena nekretnina na razini cijele zemlje, domaća i inozemna investicijska potražnja mogla bi prilagođavanjem turističkom potencijalu na pojedinim segmentima stambenog tržišta stvoriti neuravnotežujuće pritiske. S obzirom na to da se ona tek djelomično financira na kreditnom tržištu te da je prema postojećim regulatornim odredbama za takvo financiranje zbog većeg rizika nužno izdvojiti i više kapitala, izloženost kreditnih institucija ovom segmentu sektora nekretnina vjerojatno se neće značajniji promijeniti. Kretanja na tržištu poslovnih nekretnina tijekom ove i iduće godine bit će pod utjecajem ishoda restrukturiranja koncerna Agrokor s obzirom na veličinu njegove distributivne maloprodajne mreže i značenje logističkih objekata.

Okvir 2. Trendovi na europskom tržištu stambenih nekretnina

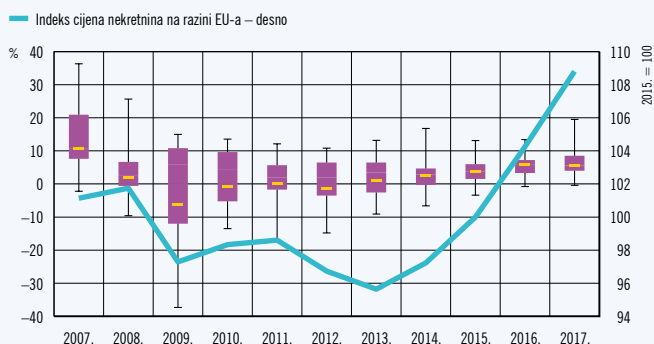
Nakon petogodišnjeg razdoblja stagnacije i pada cijena stambenih nekretnina koji je započeo 2009. godine nakon izbijanja globalne financijske krize, u razdoblju nakon 2014. započeo je njihov postupni oporavak (gotovo dvije trećine zemalja EU-a u posljednje tri godine neprekidno bilježi godišnje stope rasta). Oporavak je u tom razdoblju jačao i širio se među zemljama, u poboljšanim gospodarskim uvjetima (rasta BDP-a, pada stope nezaposlenosti i jačanja optimizma potrošača), popraćeni niskim tržišnim kamatnim stopama i obiljem likvidnosti zbog nekonvencionalnih mjera monetarne politike ESB-a (Slika 1.).

Tako su 2017. godine sve zemlje članice, izuzevši Italiju, zabilježile rast cijena stambenih nekretnina. Pritom je geografska rasprostranjenost oporavka stambenih cijena heterogena: u pojedinim zemljama rast cijena prisutan je tek odnedavno (ili u posljednje dvije godine), a u nekim zemljama (Estonija, Luksemburg, Danska, Velika Britanija, Njemačka) kontinuirano traje već duže vrijeme (Slika 2.). Intenzitet oporavka također nije ravnomjerno raspoređen, pa dok se za neka tržišta bilježe umjerene stope rasta cijena, u drugim zemljama dvoznamenkaste godišnje stope rasta utječu na rast zabrinutosti zbog neodrživog rasta i stvaranja novoga cjenovnog balona na tržištu nekretnina. No pri ocjeni treba biti oprezan jer je snažniji rast na pojedinim tržištima povezan i sa snažnijom korekcijom cijena u postkriznom razdoblju, posebno u regiji SIE (Slika 3.). Paralelno s trendom rasta cijena zabilježena je reakcija na strani ponude stambenih nekretnina te tako indeksi izdanih građevinskih dozvola i volumena radova u građevinarstvu prate trend rasta cijena (Slika 4.). Usprkos rastu aktivnosti građevinskog sektora, oba pokazatelja na strani ponude ipak su još daleko ispod pretkriznih razina. S druge strane, kratkoročna ograničenja u vezi s ponudom mogu stvarati daljnje pritiske na rast cijena te uz špekulativno utemeljeni rast cijena voditi do misalokacije resursa i rasta ranjivosti. Nužno je stoga postaviti pitanje je li trenutni rast održiv i utemeljen na ekonomskim fundamentima?

Za početak, provjeru usklađenosti s makroekonomskim osnovama mogu pružiti jednostavni pokazatelji omjera cijena nekretnina i najma (engl. *Price to Rent*, P-R), odnosno cijena nekretnina i raspoloživog dohotka (engl. *Price to Income*, P-I). U skladu s ekonomskom teorijom cijene nekretnina, najam i dohodak u dugom bi se roku trebali kretati "sličnom dinamikom".¹ Naime, ako postoji odstupanje cijene nekretnina od visine najma, kućanstva će se "prebacivati" između kupnje i iznajmljivanja, što će na kraju cijene dovesti u ravnotežu. Isto tako, dugoročno cijene nekretnina ne bi trebale u velikoj mjeri odudarati od financijske sposobnosti stanovništva da ih pribavi, tj. od njihova raspoloživog dohotka.

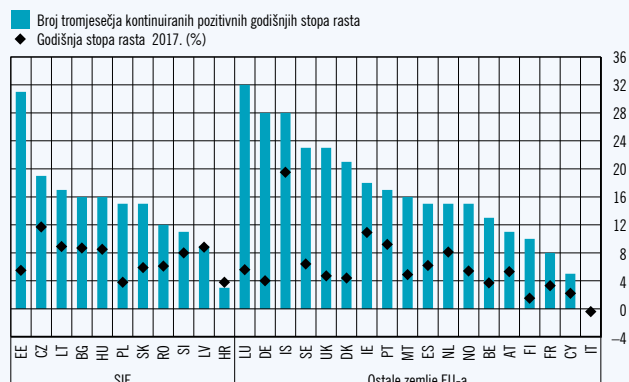
Analiza odstupanja odnosa između cijene i raspoloživog dohotka odnosno cijene i najma od njihova dugoročnog trenda na razini EU-a pokazuje da su u značajnom broju zemalja trenutne cijene iznad dugoročnog (procijenjenog) trenda (Slika 5.). Cjenovna podcijenjenost u odnosu na dugoročni prosjek u zemljama europskog juga poput Italije, Grčke i Portugala (Slika 6.) može se povezati s činjenicom da su te zemlje snažno pogođene posljednjom krizom te cijene nekretnina stoga padaju ili su

Slika 1. Distribucija godišnje promjene cijena stambenih nekretnina na razini EU-a



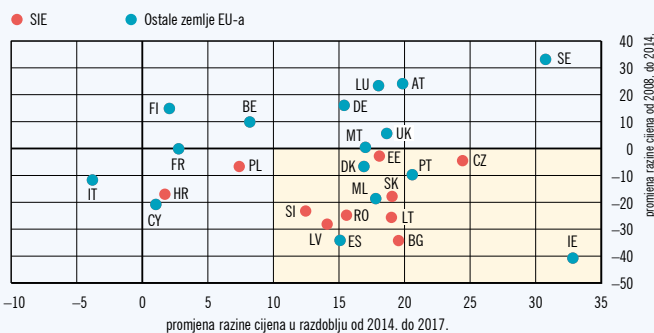
Napomena: Raspon označuju prvi i treći kvartilni razred godišnje stope rasta cijena nekretnina. Narančasta crtica predstavlja medijan. Eurostat agregatni indeks za EU izračunava agregiranjem nacionalnih indeksa. Izvor: Eurostat

Slika 2. Kontinuirani rast cijena nekretnina geografski je široko rasprostranjen



Izvor: Eurostat

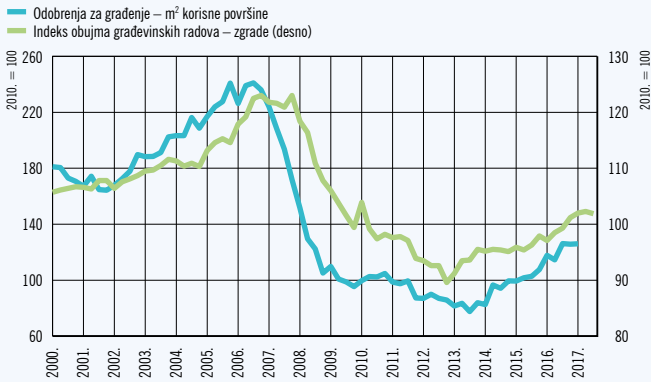
Slika 3. Snažan rast cijena stambenih nekretnina na nekim tržištima može se povezati sa snažnijim padom cijena u postkriznom razdoblju



Napomena: Zbog nepodudarnosti usporedivih podataka za IT, AT, RO, PL postotna promjena razine cijena izračunata je u odnosu na 2010. godinu. Izvor: Eurostat

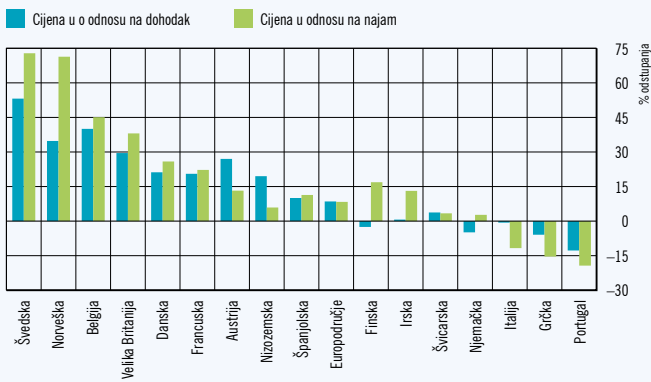
1 C. Himmelberg, C. Mayer i T. Sinai: *Assessing High House Prices: Bubbles, Fundamentals and Misperceptions*, Federal Reserve Bank of New York Staff Reports, no. 218, 2005.

Slika 4. Pozitivna kretanja na strani ponude



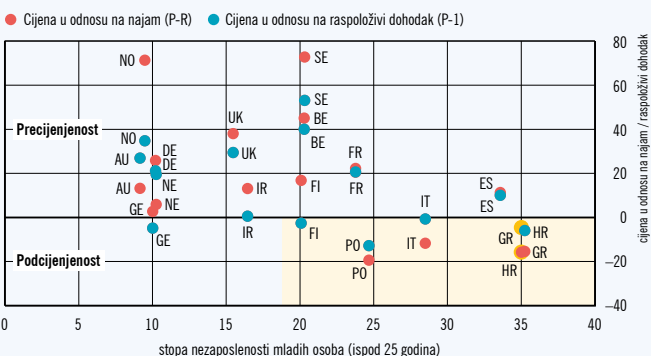
Izvor: Eurostat

Slika 5. Postotak precijenjenosti/podcijenjenosti u odnosu na dugoročni prosjek, 2016.



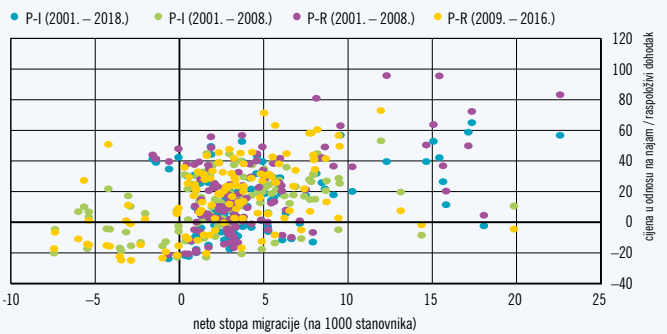
Napomena: Dugoročni prosjek izračunat je na razdoblju od 2000. do 2016.
Izvor: OECD, Analytical house price database (obrada HNB-a)

Slika 6. P-I^a i P-R^a u odnosu na stopu nezaposlenosti mlađih od 25 godina, 2016.



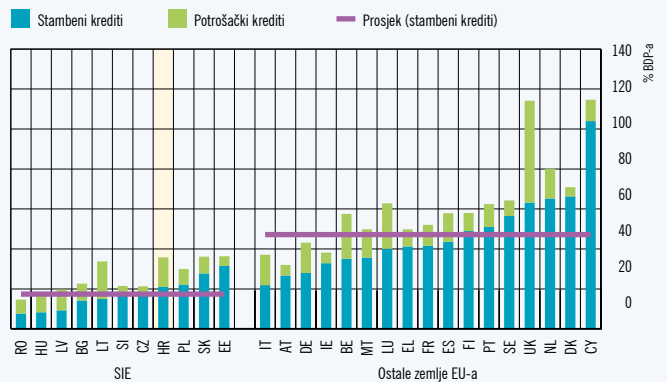
^a Postotno odstupanje od dugoročnog prosjeka
Izvor: OECD, Analytical house price database (obrada HNB-a); Eurostat (obrada HNB-a); HNB

Slika 7. P-I^a i P-R^a u odnosu na stopu migracije (na 1000 stanovnika)



^a Postotno odstupanje od dugoročnog prosjeka
Napomena: Izračun se temelji na podacima za sljedeće zemlje: SE, NO, BE, UK, DE, FR, AU, NE, ES, FI, IR, GE, IT, HR, GR i PO.
Izvori: OECD, Analytical house price database (obrada HNB-a); Eurostat (obrada HNB-a); HNB

Slika 8. Niža stambena kreditna zaduženost sektora stanovništva u regiji SIE



Izvor: ESB

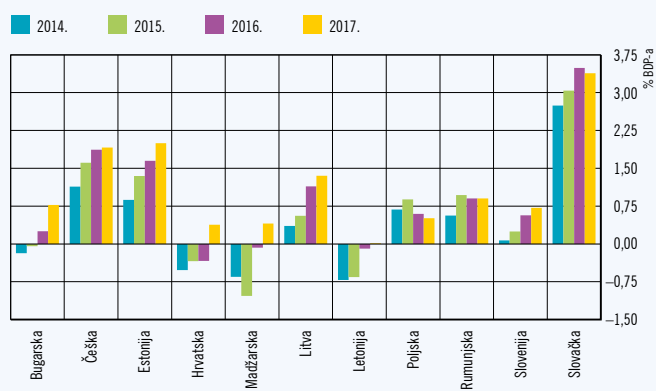
tek započele ciklus rasta. Isto tako, visoka razina nezaposlenosti i migracija mlađih skupina radno sposobnog stanovništva (mlade obitelji) koje najviše potražuju stanove u tim državama, izraženija je nego u zemljama zapadne Europe (slike 6. i 7.).

Takav razvoj može upozoravati na strukturni problem između ponude (kratkoročno fiksne) i rastuće potražnje za stambenim nekretninama, ali i na stanje na tržištu, na kojem uz trenutačno niske razine kamatnih stopa investitori u potrazi za prinosom svojim špekulativnim ponašanjem utječu na cijene. Na zaključak sve veće važnosti kretanja kamatnih stopa i očekivanog prinosa pri formiranju kratkoročne dinamike cijena stambenih nekretnina upućuju i mnogi empirijski radovi poput Sutton i dr.² te Ganoulis i Giuliadori³. Na kretanje cijena stambenih nekretni-

2 G. D. Sutton i A. Subelyte: *Interest rates and house prices in the United States and around the world*, BIS Working Papers, No 665, 2017.

3 I. Ganoulis i M. Giuliadori: *Financial liberalization and house price dynamics in Europe*, Applied Economics, 43:21, 2671 – 2688, 2011.

Slika 9. Jačanje rasta novoga stambenog kreditiranja u regiji SIE, na osnovi transakcija



Izvor: ESB

na uz makroekonomske mogu utjecati i mnogi institucionalni čimbenici specifični za pojedine zemlje, poput psiholoških i demografskih čimbenika, troškova izgradnje, tržišne regulacije, bankovnog tržišta i asimetričnih informacija na tržištu nekretnina.

Osim cjenovne dinamike na tržištu stambenih nekretnina na osnovi spomenutih pokazatelja, neravnoteže i ranjivosti povezane s ovim tržištem mogu se pratiti i putem pokazatelja zaduženosti, odnosno udjela iznosa

stambenih kredita odobrenih sektoru stanovništva u BDP-u (alternativno u raspoloživom dohotku). Pritom je zaduženost povezana i s (ne)posjedovanjem nekretnine koje je određeno kulturološkim navikama, povijesnim nasljeđem, ali i stupnjem uređenosti tržišta najma kao funkcionalne alternative posjedovanju stambene nekretnine⁴. Imajući na umu navedene razlike u razlozima posjedovanja nekretnine, s obzirom na činjenicu da stjecanje vlasništva nad nekretninom često prati i nužnost kreditnog zaduživanja, ne iznenađuje visoka razina stambenog duga zemalja zapadne Europe (Belgije, Danske, Nizozemske, Velike Britanije), u kojima stambeni krediti čine više od 85% ukupnih kredita stanovništvu (Slika 8.). Nasuprot tome, iako stambeni krediti u velikom broju zemalja regije SIE čine relativno manji dio ukupnih kredita, posljednjih je godina prisutan trend jačanja stambene kreditne aktivnosti u velikom broju zemalja, poput Slovačke, Češke i Estonije (Slika 9.).

Međutim, iako je oporavak europskoga i domaćega stambenog tržišta dobrodošao, nužno je pažljivo pratiti kretanja pokazatelja tržišta nekretnina kao i evoluciju sistemskih rizika povezanih s njime zbog iznimne važnosti tog tržišta za cjelokupno gospodarstvo. Time se omogućuje pravodobna i adekvatna primjena makroprudencijalnih, ali i ostalih mjera usmjerenih na prevenciju neodrživog rasta cijena nekretnina i potencijalno prekomjernih izloženosti kreditnih institucija tržištu nekretnina (opširnije vidi u Okviru 3. Primjena makroprudencijalnih mjera u EU-u i EGP-u povezanih s tržištem stambenih nekretnina), čije bi posljedice za cijelo gospodarstvo, prema dosadašnjim iskustvima, mogle biti vrlo značajne.

⁴ Vidi B. J. Wind, P. Lersch i C. L. Dewilde: *Housing wealth inequalities across occupational classes: A comparison of European housing wealth accumulation regimes*, Working paper, No. 9, Tilburg University, Tilburg, 2015.

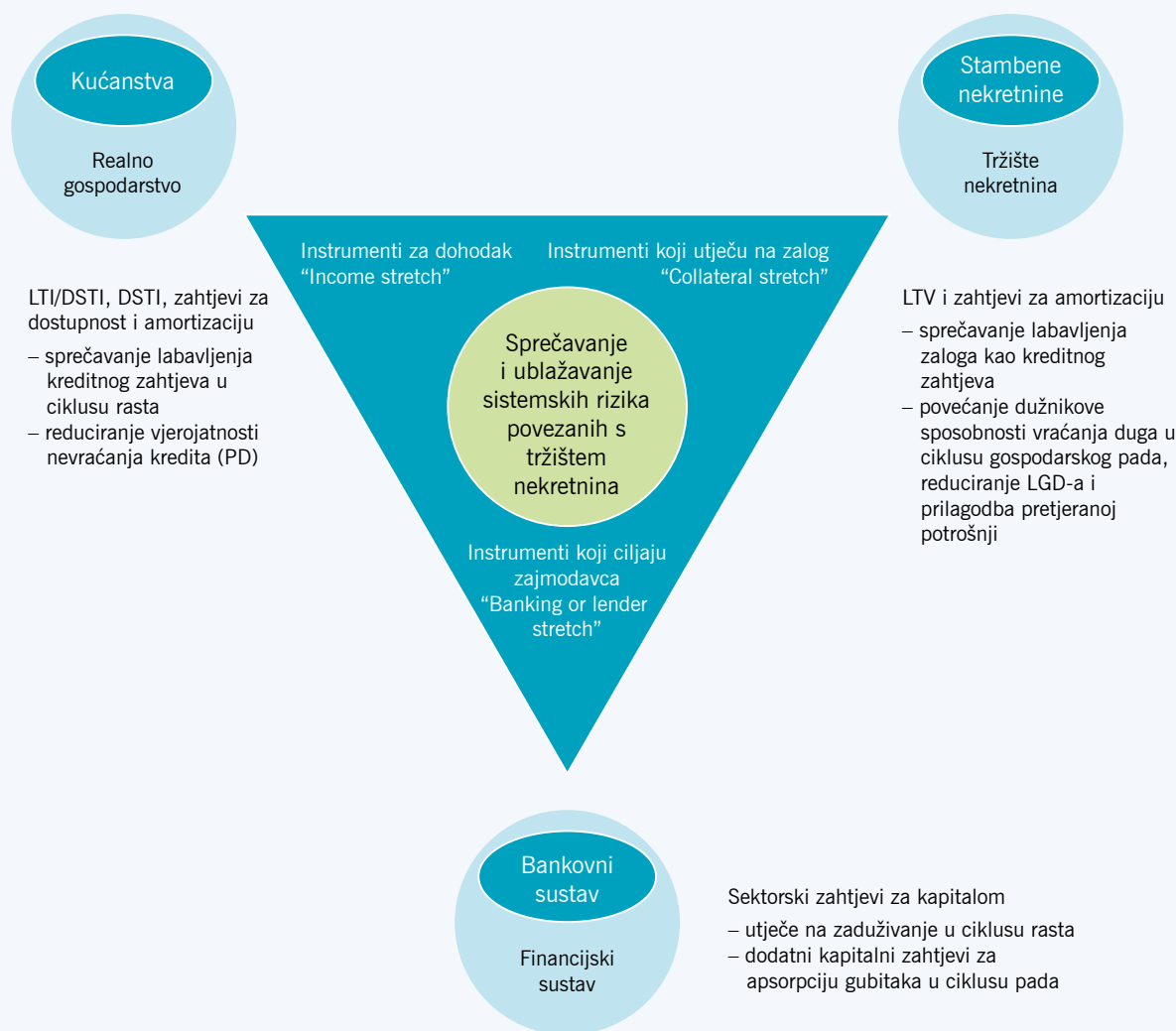
Okvir 3. Primjena makroprudencijalnih mjera u EU-u i EGP-u povezanih s tržištem stambenih nekretnina

Oporavak cijena na tržištu nekretnina Europske unije traje već nekoliko godina, te je u okruženju poboljšanih gospodarskih uvjeta, niskih kamatnih stopa i obilja likvidnosti u pojedinim zemljama dosegnuo već dvoznamenkaste stope rasta (više o tome vidi u Okviru 2. Trendovi na europskom tržištu stambenih nekretnina). S tim u vezi javlja se i zabrinutost zbog održivosti njihova daljnjeg rasta, posebice jer su iskustva iz

dosadašnjih financijskih kriza¹ pokazala da ciklusi snažnog rasta cijena nekretnina mogu ozbiljno ugroziti stabilnost financijskog sustava. Recesije povezane s kreditnim slomovima i padom cijena na tržištu nekretnina nisu izolirana ni rijetka pojava, najčešće su produljenog trajanja te imaju velik utjecaj na zaposlenost i gospodarsku aktivnost². Ekonomski troškovi koji nastaju zbog takvih recesija mogu biti i dva do tri puta veći³ od troškova drugih kriza.

Ranjivosti na tržištu nekretnina uobičajeno se akumuliraju u uzlaznoj fazi ciklusa, da bi se potom u silaznoj fazi redovito negativno odražavale na gospodarsku aktivnost i financijsku stabilnost. Pažljivo praćenje

Slika 1. Vrste instrumenata (mjera) usmjerenih na tržište nekretnina



Izvor: ESRB, *Report on residential real estate and financial stability in the EU*, 2015.

1 Reinhart, Carmen M. i Rogoff, Kenneth S. 2009a, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly*, Princeton, NJ: Princeton University Press

2 Detaljnije o tome vidi u Tablici 1.1. ESRB, *Vulnerabilities in the EU residential real estate sector*, studeni 2016.

3 Claessens S., Kose, M. A. i Terrones, M. E. *What Happens During Recessions, Crunches and Busts?*, prosinac 2008.

trendova na tržištu nekretnina omogućuje da se takve neravnoteže na vrijeme identificiraju te da se razviju mehanizmi i mjere makroprudencijalne politike kojima se može ublažiti kretanje tih ciklusa.

U samoj primjeni makroprudencijalne politike usmjerene na tržište nekretnina postoji nekoliko problema. Identifikacija rizika otežana je jer se nerijetko oslanja na podatke koji su slabo raspoloživi i lošije su kvalitete. To u kombinaciji s nedovoljnim poznavanjem prirode i učinaka pojedinih mjera dovodi do poteškoća u kalibraciji instrumenata kojima se želi djelovati na uočene rizike. Treba uzeti u obzir i moguću međusobnu interakciju mjera makroprudencijalne s ostalim politikama (primjerice s mikroprudencijalnom, monetarnom ili fiskalnom politikom), pri čemu njihova dobra koordinacija može povećati učinkovitost makroprudencijalnih mjera.

Poseban izazov odnosi se na odabir trenutka intervencije zbog tzv. pristranosti nedjelovanja (engl. *inaction bias*): riječ je o tome da su troškovi aktiviranja makroprudencijalnih mjera odmah vidljivi, dok su njihove koristi dugoročne i nevidljive i zbog toga često nepopularne.⁴

Vrste i karakteristike mjera/instrumenata

Instrumentima makroprudencijalne politike usmjerenima na tržište stambenih nekretnina moguće je djelovati na zajmoprimce (kućanstva), na zalag (kolateral) i na zajmodavce (banke). Pritom instrumentarij djelovanja na zajmoprimce i na instrumente zaloga nastoji ograničiti zaduživanje, odnosno akumulaciju rizika, dok je cilj mjera povezanih sa zajmodavcima povećati njihovu otpornost, odnosno omogućiti im da lakše podnesu eventualne gubitke povezane s tržištem stambenih nekretnina (Slika 1.).

Mjere odnosno instrumenti vezani uz zajmoprimce (engl. *income stretch*) u praksi se koriste za ublažavanje sistemskih rizika povezanih s prekomjernim rastom kredita ili cijena nekretnina. Primjenom mjera koje ciljaju dohodak potrošačima se nameću ograničenja glede maksimalnog iznosa kredita u odnosu na visinu dohotka. Pritom omjeri kredita i dohotka (engl. *Loan to Income*, LTI), duga i dohotka (engl. *Debt to Income*, DTI), otplate duga i dohotka (engl. *Debt Service to Income*, DSTI), kao i strožih "zahtjeva za amortizaciju" (otplata glavnice duga i pripadajućih kamata u određenom iznosu te određenom dinamikom), ciljaju na zajmoprimce sklonije prekomjernom zaduživanju te zajmoprimce koji se obično nalaze na repu distribucije takvih kredita. Spomenutim se mjerama osim toga nastoji posredno povećati otpornost financijskog sustava, odnosno smanjiti troškove servisiranja duga i *ex-ante* vjerojatnost neispunjavanja obveza. Navedeni instrumenti nerijetko se nadopunjuju i testovima osjetljivosti (npr. ocjenjuje se utjecaj promjene visine kamatne stope na troškove servisiranja duga).

Instrumenti koji se kao sredstvom zaštite od materijalizacije rizika povezanih s kreditiranjem stambenih nekretnina koriste zalogom odnosno kolateralom (engl. *collateral stretch*), djeluju na način da jačaju duž-

nikovu sposobnost otplate. Tako se utjecajem na visinu omjera zajma i vrijednosti zaloga (engl. *Loan to Value*, LTV) može unaprijed ili naknadno djelovati na mogućnost uredne otplate odnosno rizičnost odobrenoga kredita. Poslovne banke pritom diskrecijskom politikom unutar regulatornog okvira mogu urediti uvjete za vrednovanje kolaterala pri odobravanju kredita, dok regulatorno tijelo uz to može ograničiti i postotak kredita koji ne smiju prijeći propisanu razinu od iznosa ukupno odobrenih kredita, odnosno proporciju u ukupnom kreditnom portfelju banke (tzv. LTV ograničenje). Obje spomenute mjere djeluju kao prigušivač materijalizacije rizika, prije nego što eventualni gubici počnu utjecati na bilance banaka, te mogu pomoći u smanjenju rizika koji proizlaze iz promjene vrijednosti imovine koja služi kao kolateral.

Osim mjera koje ciljaju dohodak odnosno zalag, u praksi se koriste i one usmjerene na kreditne institucije, odnosno bankovni sustav (engl. *banking or lender stretch*). Tim se mjerama djeluje na kapital kreditnih institucija kako bi se povećao njihov potencijal apsorbaranja gubitaka na pojedinačnoj i skupnoj osnovi. To su: kapitalni zahtjevi specifični za sektor stambenih nekretnina, ponderi rizika za izloženost tržištu nekretnina, pretpostavljeni gubitak zbog nastanka statusa neispunjavanja obveza (engl. *loss given default*, LGD), a uobičajeno se uvode u uzlaznoj fazi rasta cijena na tržištu nekretnina.⁵ Posebni kapitalni zahtjevi (odnosno zaštitni slojevi kapitala), poput protucikličkoga zaštitnog sloja kapitala ZS (pck) ili sloja kapitala namijenjenog za zaštitu od sistemskih rizika ZS (srb), koriste se kada se očekuje da bi se rizici vezani uz kreditiranje kupnje stambenih nekretnina mogli prelići i na druge dijelove gospodarstva. Banke u takvoj situaciji moraju držati više kapitala zbog veće izloženosti tržištu nekretnina, što posredno ili neposredno može utjecati na smanjenje ponude kredita kupcima stambenih nekretnina ili pak dovesti do povećanja kamatnih stopa za tu namjenu. Neke središnje banke primjenjuju granularni pristup toj problematici, diferenciran prema tržišnom segmentu, valuti ili zemljopisnom prostoru. Takvo "uže" ciljanje mjera makroprudencijalne politike s izraženim fokusom na specifičan problem ili kreditni instrument obično rezultira ublažavanjem sistemskih rizika, ali može mjere učiniti manje učinkovitim, ponajviše zbog mogućnosti otvaranja prostora za njihovo izbjegavanje. S druge strane, tzv. širi pristup, koji se temelji na istodobnoj primjeni više različitih instrumenata makroprudencijalne politike, također ima neke nedostatke, npr. otežanu kalibraciju različitih instrumenata, čija istodobna interakcija može dovesti i do neželjenih ishoda.

Procjene učinkovitosti mjera u obuzdavanju negativnih trendova i prevenciji šokova na tržištu nekretnina dostupne su i u stručnoj literaturi, no njihovi dosadašnji nalazi nisu jednoznačni. Ipak, postoje naznake da mjere usmjerene na tržište nekretnina mogu biti učinkovite.⁶ Tako prema pojedinim istraživanjima mjere koje se temelje na dohotku, kao što su LTI, DTI ili DSTI ograničenja i sl., mogu djelovati ograničavajuće na rast stambenih kredita i cijenu tih kredita (Igan i Kang, 2011.; Wong

⁵ Ove su mjere sadržane u europskoj regulativi CRD IV (engl. *Capital Requirements Directive*) i CRR (engl. *Capital Requirements Regulation*).

⁶ Potrebno je naglasiti da je ocjena utjecaja makroprudencijalnih mjera vrlo zahtjevna jer se većina mjera u posljednjim godinama uvodila u razdoblju cikličkog uzleta cijena nekretnina, dok se njihov stvarni učinak obično može ocijeniti tek *ex-post*, odnosno u fazi buduće krize.

⁴ Problem bi se mogao ublažiti pristupom zasnovanom na pravilima (engl. *rule-based approach*). Međutim, bilo kakva značajna promjena u tom smislu zahtijeva i pouzdanije pokazatelje i temeljito razumijevanje učinkovitosti instrumenata. Osim pouzdanih pokazatelja, nužan uvjet za primjenu makroprudencijalnih mjera na tržištu nekretnina jest i dobro poznavanje kanala kroz koje se rizici materijaliziraju.

et al., 2011.; Kuttner i Shim, 2013.; Vandenbussche et al., 2015.; McDonald, 2015.; Cizel i sur., 2016.)⁷, dok ograničenja LTV omjera mogu povećati otpornost i na strani zajmoprimaca (Wong et al., 2011.; Hallissey et al., 2014.). S druge strane, pokazalo se da su DSTI ograničenja učinkovitija od LTV ograničenja (Kuttner i Shim, 2013.), kojima bi se bilo poželjno koristiti u kombinaciji s drugim instrumentima, kao što je primjerice DTI (ESB 2014.).

Primjena mjera na tržištu stambenih nekretnina u europskim zemljama i Hrvatskoj

Potaknut negativnim iskustvima iz posljednjeg ciklusa na europskom tržištu nekretnina, Europski odbor za sistemske rizike (ESRB) posljednjih godina nastoji uspostaviti unificirani makroprudencijalni okvir za praćenje stanja i kretanja na tržištu nekretnina te njegovim sastavnicama. Pritom redovito procjenjuje ranjivosti vezane uz stambene nekretnine, koje mogu biti izvor sistemskog rizika za financijsku stabilnost u srednjoročnom razdoblju u svim državama članicama EU-a. Tako je zbog identificiranih ranjivosti u 2016. izdao upozorenja za osam zemalja članica, dok u preostalima nije utvrdio postojanje značajnijih ranjivosti vezanih uz sektor stambenih nekretnina ili su te ranjivosti postojale, ali su već bile obuhvaćene odgovarajućim mjerama makroprudencijalne politike.

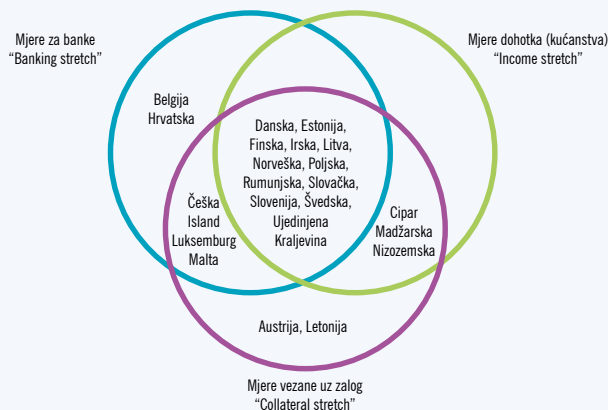
Tijekom 2017. veći broj država članica reagirao je na kretanja na tržištu stambenih nekretnina dopunom regulative vezane uz primjenu pojedinih mjera, a skladu s postojećim i očekivanim promjenama uvjeta na tom tržištu. Tako je gotovo 70% država članica EGP-a prema podacima za 2017. imalo ili je uvelo neku mjeru makroprudencijalnoga karaktera na tržištu stambenih nekretnina⁸. Kako je u Hrvatskoj rast cijena nekretnina započeo kasnije nego u većini drugih država EU-a, za sada nisu uočene srednjoročne ranjivosti pa Hrvatska narodna banka nije uvodila nikakve nove makroprudencijalne mjere za stambene nekretnine. Prema prethodno opisanim skupovima mjera (instrumenta u primjeni) velika većina država članica koja ih provodi čini to primjenom svih raspoloživih vrsta (Slika 2.).

Na prostoru EU-a odnosno Europskoga gospodarskog prostora (EGP) koriste se brojne makroprudencijalne mjere. Protuciklički zaštitni sloj kapitala (ZS (pck)) sa stopom različitom od nule trenutačno primjenjuje pet zemalja: Češka, Slovačka, Švedska, Norveška i Island, a njegovu su

7 Igan, D. i Kang, H. (2011.): *Do Loan-To-Value and Debt-To-Income Limits Work? Evidence From Korea*, IMF Working Papers, str. 297; Wong, E., Li, K. i Choi, H. (2011.): *Loan-to-Value Ratio as a MacroPrudential Tool – Hong Kong's Experience and Cross-Country Evidence*, Working Papers 1101, Hong Kong Monetary Authority; Kuttner, K. N. i Shim, I. (2013.): *Can non-interest rate policies stabilise housing markets? Evidence from a panel of 57 economies*, BIS Working Papers, str. 433; Vandenbussche J., Vogel, U. i Detragiache E., (2015.): *Macroprudential Policies and Housing Prices: A New Database and Empirical Evidence for Central, Eastern, and Southeastern Europe*, "Journal of Money, Credit and Banking", br. 47, str. 343–377; McDonald (2015.): *When is macroprudential policy effective?*, BIS Working paper, br. 496; Cizel, J., Frost, J., Houben, A. i Wierds, P. (2016.): *Effective Macroprudential Policy: Cross-Sector Substitution from Price and Quantity Measures*, IMF Working Paper, br. 94

8 Popis mjera u primjeni na prostoru EU-a i zemalja EGP-a nalazi se kao dodatak na kraju ovog okvira.

Slika 2. Primjena instrumenata (mjera) prema vrsti



Izvori: ESRB, *A Review of Macroprudential Policy in the EU 2017 (Draft)*; prilagodba HNB-a

aktivaciju u 2018. najavile i Ujedinjena Kraljevina i Litva. Uvođenje ZS (pck) u tim je državama bilo potaknuto snažnom kreditnom ekspanzijom, i to ponajviše u segmentu komercijalnih i stambenih nekretnina. Osim toga, pojedine su članice EU-a uvele mjere koje se vežu uz članak 458. CFR-a i odnose se na strože nacionalne kapitalne kriterije povezane sa stambenim nekretninama (belgijska i finska mjera). Belgijska mjera tako uvodi minimalan ponder rizika za izloženost nekretninama kod banaka koje primjenjuju tzv. pristup zasnovan na internim rejting-sustavima – IRB pristup, dok se finska mjera, koja će stupiti na snagu tijekom 2018., odnosi na primjenu obvezujućega maksimalnog iznosa kredita u odnosu na zalog (engl. *Loan-to-Collateral*, LTC) od 85% na prosječni stambeni hipotekarni kredit (osim za kredite koji se koriste pri kupnji "prve" nekretnine). U isto se vrijeme u Švedskoj najavljuje uvođenje mjere koja cilja zajmoprimce (odnosno njihov dohodak) primjenom amortizacijske stope na dug u ovisnosti o visini kredita i odnosa vrijednosti nekretnine. Uvođenje makroprudencijalnih mjera na tržištu stambenih nekretnina omogućeno je i u Austriji na temelju zakonskih izmjena s kraja 2017. godine, no ti instrumenti koji ciljaju zajmoprimce odnosno kolateral još nisu aktivni. U Austriji su u primjeni tek specifične mjere koje se odnose na LTV omjer kod kreditnih institucija obuhvaćenih posebnim zakonom i kod osiguravatelja.

U Hrvatskoj se od makroprudencijalnih mjera, odnosno mjera s makroprudencijalnim karakterom u segmentu tržišta stambenih nekretnina, trenutačno primjenjuju mjere koje djeluju na zajmodavce kroz primjenu strožih kriterija za primjenu povlaštenog pondera za izloženosti osigurane stambenim nekretninama. Naime, u Hrvatskoj se za kreditnu izloženost u potpunosti osigurane hipotekom na stambenu imovinu može primijeniti povlaštena ponder rizika od 35%, ali su ovom mjerom postroženi kriteriji za njegovu primjenu (tako vlasnik kreditom kupljene nekretnine ne može imati više od dvije stambene jedinice u vlasništvu, pri čemu su isključene kuće za odmor, uz kumulativno postojanje uvjeta da u nekretnini boravi odnosno stanuje sam vlasnik ili stanar). Na taj je način u praksi znatno ograničeno korištenje povlaštenog pondera rizika.

Također, onedavno je u Republici Hrvatskoj propisano, kao bitan element pri određivanju kreditne sposobnosti potrošača ili njegove obitelji, da poslovne banke moraju u svojim internim aktima utvrditi minimalnu

razinu troškova života⁹. Ovaj minimalni iznos ne može biti manji od iznosa predviđenog Ovršnim zakonom, pri čemu je zakonskim izmjenama iz kolovoza 2017. od ovrhe izuzet iznos od 3/4 plaće (umjesto 2/3 plaće kao što je to bilo do tada). Na taj je način implicitno povećano

ograničenje pokazatelja servisiranja duga i dohotka (DSTI) za sve zajmoprince, što će ograničavajuće djelovati na potražnju za stambenim kreditima (pri čemu će se ono najviše odraziti na zajmoprince s nižim dohocima).

Tablica 1. Popis makroprudencijalnih mjera za nekretnine u primjeni po državama članicama EU-a i državama EGP-a notificiranih kod ESRB-a

	Instrumenti sa zalogom (<i>Collateral stretch</i>) Smanjuju LGD	Instrumenti za kućanstva/dohodak (<i>Income stretch</i>) Smanjuju PD	Instrumenti za zajmodavce (<i>Banking/Lender stretch</i>) Smanjuju dugoročnu osjetljivost na promjenu kamatne stope
Austrija	LTV: 60% za obveznice pokrivena hipotekom; 80% za hipotekarne kredite odobrene od strane stambenih štedionica; 60% za hipoteke uključene u pokrivanje sredstava u sektoru osiguranja	–	–
Belgija	–	–	Ponderi rizika: dodatak 5 postotnih bodova dodatak za rizike na hipotekarne zajmove belgijskim rezidentima
Cipar	LTV: 80% u slučajevima kada je odobren kredit za financiranje "prvog" prebivališta dužnika 70% za sve ostale slučajeve	DSTI: razlika između ukupnoga mjesečnog dohotka i ukupnih mjesečnih izdataka; ograničeno na 35% ukupnoga mjesečnog dohotka dužnika i ograničeno na 80% neto raspoloživog dohotka (65% za devizne zajmove)	–
Češka	LTV: od 100% (2015.) do 90% (2017.); udio kredita s LTV od 80% do 90% ograničen je na 15% po tromjesečju (2017.); 60% za <i>buy-to-let</i> financiranje s visokim rizikom	–	–
Danska	LTV: 95%; udio kamatnih pozajmica kod kojih LTV prelazi 75% limita zajma ne smije prelaziti 10% ukupnog iznosa kredita po tromjesečju	LTI: ako LTI > 4, kućanstva bi trebala imati pozitivno neto bogatstvo u slučaju 10% smanjenja vrijednosti imovine (25% smanjenje ako LTI > 5)	Rok dospjeća: najviše 30 godina
Estonija	LTV: 85%; 90% u slučaju garancije KredEx-a; do 15% iznosa novih stambenih kredita u tromjesečju može prekoračiti dano ograničenje	DSTI: 50%; do 15% iznosa novih stambenih kredita u tromjesečju smije premašiti dano ograničenje	Dospjeće: najviše 30 godina za stambene kredite; do 15% iznosa novih stambenih kredita u tromjesečju može premašiti dano ograničenje
Finska	LTV: 90%; 95% za kupce prve nekretnine	Stresno ispitivanje može li zajmoprimec servisirati dug ako bi hipotekarna kamatna stopa iznosila 6% i maksimalno dospjeće duga 25 godina	Ponderi rizika: minimalna razina od 10% za prosječni ponder rizika na stambene kredite
Hrvatska	–	–	Stroži kriteriji kod primjene povlaštenog pondera za izloženosti osigurane stambenim nekretninama
Mađarska	LTV: između 35% i 80% (ovisno o valuti zajma)	PTI: 10% –60%; ovisno o valuti i neto prihodu dužnika; <i>de minimis</i> od 300.000 HUF	–
Island	LTV: 85% za kupce druge ili sljedeće nekretnine; 90% za kupce prve nekretnine; 70% za stambene "buy-to-let" namjenu (kredite); 75% za preferencijalno ponderiranje rizika	–	–

⁹ HNB je na temelju Zakona o stambenom potrošačkom kreditiranju (NN, br. 101/2017.), a uzimajući u obzir Smjernice EBA-e o procjeni kreditne sposobnosti (EBA/GL/2015/11) donio Odluku o dodatnim kriterijima za procjenu kreditne sposobnosti potrošača i provedbi postupka naplate dospjelih neplaćenih obveza i dobrovoljnog poravnjanja (NN, br. 107/2017.).

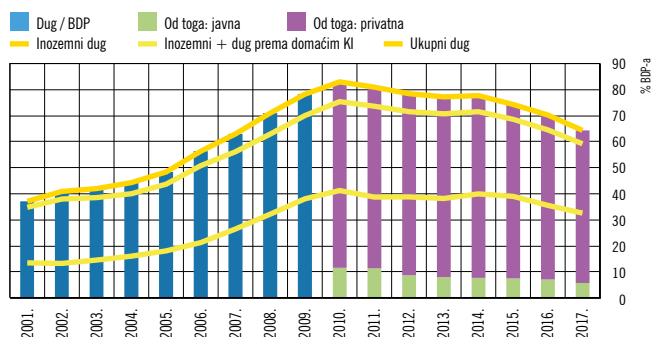
	Instrumenti sa zalogom (<i>Collateral stretch</i>) Smanjuju LGD	Instrumenti za kućanstva/dohodak (<i>Income stretch</i>) Smanjuju PD	Instrumenti za zajmodavce (<i>Banking/Lender stretch</i>) Smanjuju dugoročnu osjetljivost na promjenu kamatne stope
Irska	LTV: 80%; 90% za kupce prve nekretnine	LTI: novi stambeni krediti s LTI > 3,5 trebao bi biti ≤ 20% ukupne vrijednosti novih kredita	Testiranje otpornosti na stres: Zajmodavci moraju procijeniti mogu li zajmoprimci nesmetano vraćati svoje hipotekarne kredite na temelju minimalnog (2%-tnog) povećanja kamatne stope iznad prvotno ugovorene stope; ponderi rizika: LTV < 75% za preferencijalno ponderiranje rizika
Letonija	LTV: 90%; 95% za zajmove obuhvaćene državnim jamstvom prema Zakonu o pomoći u rješavanju stambenih pitanja (iz srpnja 2014.)	–	–
Litva	LTV: 85%	DSTI: 40% neto prihoda; stresirani DSTI od 50% prema scenariju povećanja kamatne stope za 5%; s do 5% ukupne vrijednosti novih stambenih kredita tijekom kalendarske godine dopušteno je premašiti ograničenje DSTI od 40% (ali maksimalno ograničeno na 60%)	Dospijeće: najviše 30 godina za nove stambene kredite
Luksemburg	LTV > od 80%, ponder rizika mora iznositi 75% na dio hipotekarnoga kredita iznad kolateralala	–	Ponderi rizika: 75% za dio hipotekarnoga kredita koji premašuje 80% vrijednosti nekretnine; ponderi rizika: prosječni minimalan ponder rizika od 15% za stambene kredite stanovništvu; testiranje otpornosti na stres: Strogi test stresa za hipotekarne kredite i zahtjevi od banaka da imaju primjerene unutarnje politike upravljanja Ponderi rizika: prosječni minimalan ponder rizika od 15% za stambene kredite kućanstvima Testiranje otpornosti na stres: stroži test za hipotekarne kredite i zahtjevi prema bankama da se njime koriste primjerenim unutarnjim politikama upravljanja
Malta	LTV: 70% pri primjeni pondera rizika od 35%	–	Ponderi rizika: LTV < 70% za izloženosti osigurane hipotekom na stambenu imovinu, uz primjenu 35%-tnog pondera rizika
Nizozemska	LTV: od 106% (2012.) do 100% (2018.)	DSTI: ograničenje ovisno o dohotku i kamatnim stopama LTI: ograničenje ovisno o prihodima i kamatnim stopama LTI: ograničenje ovisno o dohotku i kamatnim stopama	–
Norveška	LTV: 85%; 70% za domaće kreditne linije; 60% za drugu nekretninu na prostoru Oslu; po tromjesečju, s 10% iznosa hipoteke dopušteno je premašiti granicu, a ta granica iznosi 8%, za hipoteke "za zahtjev za amortizaciju u Oslu" ako je LTV > 70%	Amortizacija: stopa od 2,5% za stambene hipotekarne kredite s LTV > 60%; 10% volumena hipoteke dopušteno je da ne zadovolji regulatorne zahtjeve; granica je 8% za hipoteke u Oslu; zahtjev za amortizaciju hipotekarnih kredita s LTV-om koji prelazi 70% LTI: ukupni dug ne smije prelaziti pet puta bruto godišnji prihod; 10% hipoteke po tromjesečju dopušteno je da ne zadovolji regulatorne zahtjeve; granica je 8% za hipoteke u Oslu	Ponderi rizika: stroži uvjeti za modele stambenih kredita osiguranih hipotekom Testiranje otpornosti na stres: provodi se ispitivanje stresne stope / test senzitivnosti pri procjeni sposobnosti otplate zajmoprimca; 10% volumena hipoteke dopušteno je da ne zadovolji regulatorne zahtjeve; granica je 8% za hipoteke u Oslu
Poljska	LTV: 80% od 2017., pa je pao s 90% (2015.); mogućnost postizanja 90% ako je taj dodatni dio (iznad 80%) osiguran / osiguran sredstvima na bankovnim računima	DSTI: interni limiti banaka za sve zajmove kućanstvima; banke bi trebale obratiti posebnu pozornost na zajmove s DSTI > 50%	Dospijeće: najviše 35 godina; banke trebaju procijeniti kreditnu sposobnost koja prethodi dospijeću do 25 godina Ponderi rizika: 150% za izloženosti u cijelosti osigurane hipotekom na stambene nekretnine gdje su otplate glavnice ili kamate ovisne o promjenama tečaja jedne ili više stranih valuta koje se razlikuju od novčanih dohodaka od zajmoprimaca
Rumunjska	LTV: između 60% i 85% (ovisno o valuti zajma)	DSTI: maksimalna razina za potrošačke kredite ovisno o valutnom, kamatnom i riziku dohotka; dug uključuje hipotekarne kredite	Testiranje otpornosti na stres: računovodstvo devizne amortizacije i kamatni šokovi definirani za potrošačke zajmove

	Instrumenti sa zalogom (<i>Collateral stretch</i>) Smanjuju LGD	Instrumenti za kućanstva/dohodak (<i>Income stretch</i>) Smanjuju PD	Instrumenti za zajmodavce (<i>Banking/Lender stretch</i>) Smanjuju dugoročnu osjetljivost na promjenu kamatne stope
Slovačka	LTV: 100%; udio novih zajmova s LTV > 90% ne smije prelaziti 10%, a udio novih kredita s LTV > 80% ne smije prijeći 40%	DSTI: ograničenje od 90% za raspoloživi dohodak dužnika; u slučaju zajmova s promjenjivom stopom, uzima se povećanje kamatne stope od dva postotna boda	Dospijeće: najviše 30 godina; 10% novih kredita može premašiti ovo ograničenje
Slovenija	LTV: 80%	DSTI ograničenje od 50% za mjesečne prihode do 1.700 € i 67% limita za mjesečni prihod iznad ove razine	Ponderi rizika: minimalna razina od 35%
Švedska	LTV: 85%; propisana amortizacija ako je LTV > 50%	Amortizacija: godišnja otplata od najmanje 1% na zajmove s 50% < LTV ≤ 70% i 2% ako je LTV > 70%	Ponderi rizika: minimalna razina od 25%
Ujedinjena Kraljevina	Zahtjev za vjerodostojnu strategiju otplate zajmoprimaca koji primaju hipotekarni zajam od kamata	LTI: novi stambeni hipotekarni zajmovi s LTI > 4,5 trebaju biti < 15% ukupne vrijednosti novih kredita; <i>de minimis</i> iznimka; preporuka FPC-a o stresu kamatnih stopa u procjeni dostupnosti i mjera PRA-e o standardima osiguranja kredita za kupnju nekretnina za iznajmljivanje	Testiranje otpornosti na stres uključujući godišnji scenarij pada cijena stambenog prostora; eventualno praćenih i akcijama menadžmenta i mjera iz "pillar II"

Izvor: ESRB, *A Review of macroprudential Policy in the EU in 2017*; siječanj 2018., obrada HNB-a

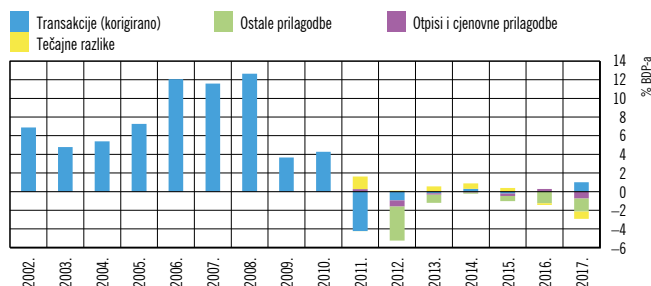
5. Sektor nefinancijskih poduzeća

Slika 5.1. Zaduženost sektora poduzeća nastavlja se smanjivati u 2017. godini



Napomena: Razlika između ukupnoga konsolidiranog duga i zbroja inozemnog duga i duga prema domaćim kreditnim institucijama čini dug prema domaćim društvima za lizing, osiguranjima i ostalim finansijskim institucijama (fondovima, društvima za faktoring i dr.).
Izvori: HNB; Hanfa

Slika 5.2. Prodaja potraživanja i rast BDP-a značajno pridonose smanjenju ukupne zaduženosti



Napomene: Prikazana je dekompozicija promjena zaduženosti na godišnjoj razini. Iz transakcija su isključeni neto iznosi prodanih potraživanja kreditnih institucija, a iz otpisa dio koji je povezan s prodanim potraživanjima (njihovi ispravci vrijednosti). Ostale prilagodbe uključuju prodaje loših potraživanja u bruto iznosu (vidi bilješku 11), preuzimanja dijela duga brodograđilišta od strane države u lipnju 2012., likvidacije domaćih banaka u 2013. i 2016. godini te metodološku promjenu knjiženja naknada u 2013. godini.
Izvori: Hanfa; HNB

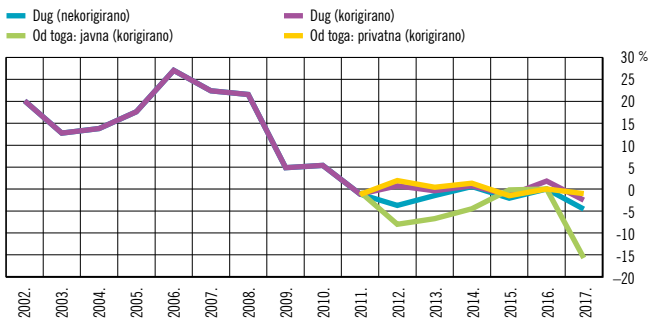
U okružju krize grupe Agrokor tijekom 2017. godine nastavio se pad zaduženosti nefinancijskih poduzeća, pod utjecajem jednokratnih učinaka prilagodba, dok je novo zaduživanje premašilo otplate starih dugova. Pritom je oživljavanje domaće kreditne aktivnosti djelomično služilo za refinanciranje dospjelih inozemnih kredita. Unatoč nepovoljnim događajima vezanim uz grupu Agrokor, vidljivo je smanjenje ranjivosti sektora nefinancijskih poduzeća, ponajviše zbog smanjenja tereta otplate duga.

Kriza grupe Agrokor, čiji je zastoj u podmirivanju obveza prouzročio poteškoće mnogima s njome poslovno i/ili vlasnički povezanim poduzećima i vjerovnicima, obilježila je 2017. godinu. No, zahvaljujući stabilizaciji poslovanja koncerna u drugoj polovini godine, opasnost od prelijevanja krize na vjerovnike i dobavljače bitno je smanjena, u skladu s trenutačnim tijekom završne faze procesa nagodbe s vjerovnicima. Proces vlasničkog i poslovnog restrukturiranja koncerna Agrokor još uvijek stvara neizvjesnost u sektoru nefinancijskih poduzeća, a o njegovu konačnom modelu i provedbi ovisi u kojoj će se mjeri i kojom dinamikom taj rizik smanjivati.

Ukupna zaduženost sektora nefinancijskih poduzeća i dalje je u opadanju, a na kraju 2017. godine spustila se na 64,7% BDP-a (Slika 5.1.). Na njezino smanjenje (za ukupno 5,9 p. b. BDP-a u odnosu na kraj 2016.) poglavito su utjecale značajne prodaje loših potraživanja domaćih kreditnih institucija¹¹ (na

¹¹ Statistički podaci precjenjuju smanjenje zaduženosti sektora nefinancijskih poduzeća, s obzirom na to da dio novih vjerovnika nije obuhvaćen statističkim istraživanjima. Naime, prodana potraživanja i dalje čine dug sektora nefinancijskih poduzeća, samo prema drugim subjektima: društvima za faktoring te ostalim društvima i pojedincima koji se bave otkupom potraživanja. Nakon prodaje trebali bi se lakše namirivati prodani dugovi, ali o tome nema preciznih informacija.

Slika 5.3. Nefinancijska poduzeća, posebno javna, smanjuju svoj dug



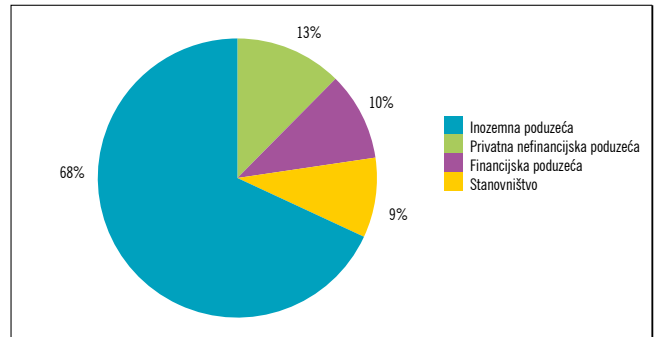
Napomene: Godišnje stope promjene duga nefinancijskih poduzeća. Iz godišnjih stopa promjena duga nefinancijskih poduzeća isključeni su utjecaji tečajnih razlika, prodaje loših potraživanja, preuzimanja dijela duga brodogradilišta od strane države u lipnju 2012., likvidacija domaće banke te metodološka promjena knjiženja naknada u 2013. godini. Izvori: HNB, Hanfa

Slici 5.2. prikazano u ostalim prilagodabama) te ostali otpisi i cjenovne prilagodbe, uglavnom inozemnog duga. Osim toga, na smanjenje zaduženosti dodatno su utjecali blaga aprecijacija kune prema euru i rast BDP-a. Međutim, kada se izuzmu učinci promjene tečaja, otpisa i cjenovnih prilagodba te prodaja potraživanja, nefinancijska su poduzeća u 2017. godini na temelju transakcija povećala dug, tj. preuzela su više novih obveza nego što su otplatila starih. Učinak tih neto transakcija sektora nefinancijskih poduzeća na povećanje zaduženosti sektora iznosio je 1,2 p. b. BDP-a, od čega se znatan dio odnosi na aranžman s Agrokorom u sklopu procesa nagodbe s vjerovnicima (tzv. *roll-up* kredit).

Ukupno se stanje duga sektora nefinancijskih poduzeća nakon stagnacije u prethodnoj godini, u 2017. smanjilo za oko 5% (Slika 5.3.). Godišnja stopa promjene ukupnog duga korigirana za tečajne i cjenovne promjene, prodaje loših potraživanja i ostale metodološke promjene nešto je manja i iznosi oko -2,5%. Naime, na smanjenje ukupnog duga u velikoj mjeri, kao što je već spomenuto, utječu prodaje potraživanja. Potraživanja su prodajom prebačena sa sektora kreditnih institucija na ostale sektore, pa i dalje ostaju obvezom sektora nefinancijskih poduzeća (iako većinom nisu obuhvaćena trenutačno dostupnom statistikom). Glavninu potraživanja kupili su inozemni subjekti, a značajan dio potraživanja i domaća nefinancijska poduzeća te fizičke osobe, no po višoj otkupnoj cijeni nego inozemni kupci, što je vidljivo po njihovoj relativno višem udjelu plaćanja u ukupnoj otkupnoj cijeni (Slika 5.5.) od vrijednosti njihova bruto portfelja u ukupnoj bruto vrijednosti prodanih potraživanja (Slika 5.4.). Fizičke osobe koje otkupljuju potraživanja od kreditnih institucija nerijetko su osobe povezane s izvornim nositeljima duga, stoga su spremnije platiti višu otkupnu cijenu i vlastitim sredstvima, s ciljem zadržavanja kontrole nad poduzećem, dok financijska poduzeća kupuju uglavnom uz veće diskonte, za što je razlog, osim niže kvalitete kupljenih portfelja, vjerojatno i veći manevarski prostor za ostvarivanje zarade.

Javna nefinancijska poduzeća snažno su, a privatna vrlo blago smanjila svoju ukupnu zaduženost (Slika 5.6.). Na

Slika 5.4. Glavninu bruto duga nefinancijskih poduzeća otkupila su inozemna poduzeća



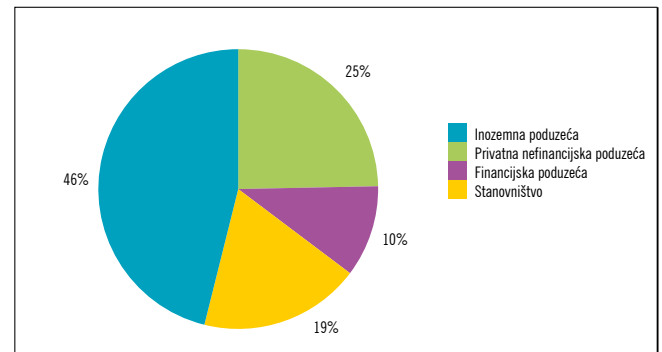
Napomena: Prikazani su sektorski udjeli u nominalnoj bruto vrijednosti prodanih potraživanja u 2017. uključujući i izvanbilančna potraživanja. Izvor: HNB

razduživanje sektora javnih poduzeća u dijelu kredita najviše je utjecalo smanjenje njihovih obveza po inozemnim kreditima (za oko 20%), poglavito poduzeća iz prerađivačke industrije, upravljačke djelatnosti i transporta te energetike (koja su se razduživala i prema domaćim kreditnim institucijama). Iako su se istodobno javna poduzeća zaduživala kod domaćih kreditnih institucija, njihove su se ukupne kreditne obveze smanjile, što se odrazilo i na ukupno smanjenje njihova duga.

Privatna su poduzeća smanjila svoje ukupne dužničke obveze u 2017. godini vrlo blago, a u djelatnostima hotelijerstva, prijevoza, skladištenja i veza zabilježen je čak i rast kreditiranja.

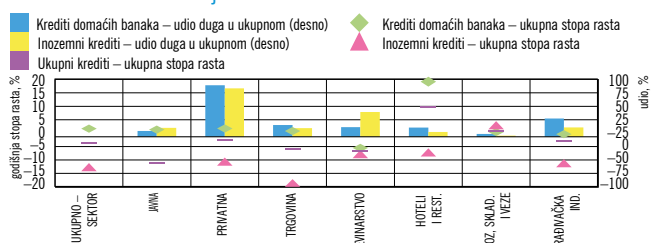
Smanjenje ukupnog duga ostvareno je otplatama inozemnih kredita i njihovim djelomičnim refinanciranjem domaćim zaduživanjem. Inozemni krediti privatnih nefinancijskih poduzeća otplaćuju se u manjoj mjeri nego krediti javnih poduzeća, a kod

Slika 5.5. Inozemna i domaća financijska poduzeća plaćala su relativno najmanju otkupnu cijenu



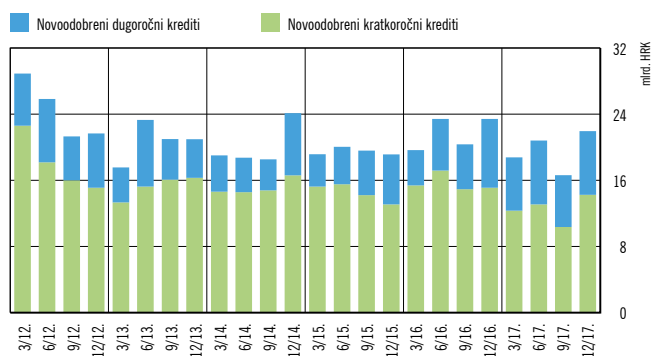
Napomena: Prikazani su sektorski udjeli u kupoprodajnoj vrijednosti prodanih potraživanja u 2017. Izvor: HNB

Slika 5.6. Razduživanje sektora nefinancijskih poduzeća karakterizira i djelomično refinanciranje inozemnih kredita domaćim zaduživanjem



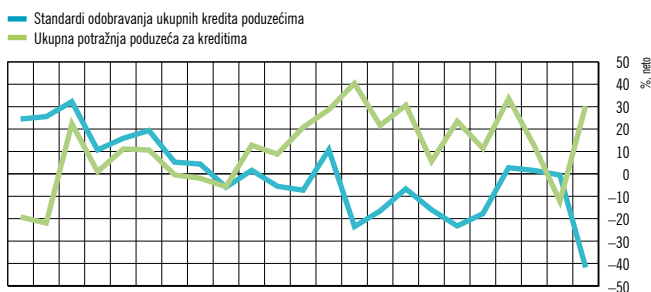
Napomene: Godišnje stope promjena inozemnih kredita i kredita domaćih banaka po djelatnostima u razdoblju od 31. 12. 2016. do 31. 12. 2017. Struktura promjene kredita po djelatnostima prikazana je samo za sektor privatnih nefinancijskih poduzeća, a postoji na horizontalnoj osi označavaju udio izvoznih prihoda u ukupnim prihodima dotične djelatnosti tijekom 2016. godine. Na desnoj osi prikazan je udio domaćih i vanjskih kredita u ukupnim domaćim odnosno vanjskim kreditima. Stope rasta rezultat su transakcija zaduživanja i otplata kredita u promatranom razdoblju (bez korekcija za prodaje te tečajne i druge prilagodbe).
Izvori: HNB; Fina

Slika 5.7. Novoodobreni krediti poduzećima u 2017. blago su smanjeni u odnosu na godinu prije



Napomena: Slika prikazuje novoodobrene kredite domaćih poslovnih banaka nefinancijskim poduzećima.
Izvor: HNB

Slika 5.8. Potražnja za kreditima nastavlja rasti nakon privremenog pada krajem 2017.



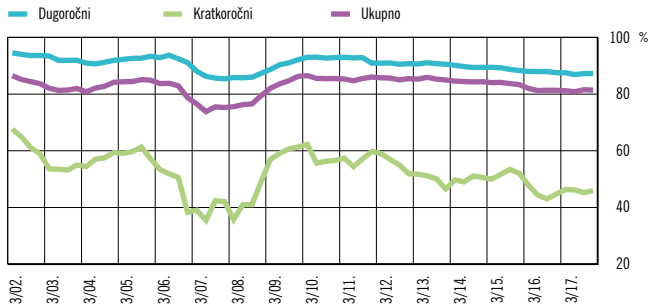
Napomena: Pozitivne vrijednosti pokazuju povećanje potražnje odnosno pooštavanje standarda odobravanja kredita, a negativne smanjenje potražnje odnosno ublažavanje standarda odobravanja. Podaci prikazuju neto postotak banaka ponderiran udjelom u ukupnim kreditima poduzećima.
Izvor: HNB

pojedinih djelatnosti, npr. telekomunikacija, uočava se i rast inozemnih kredita. Refinanciranje dijela inozemnih kredita novim kreditima domaćih kreditnih institucija bilo je jače izraženo u hotelijerskoj djelatnosti te djelatnosti trgovine i prerađivačkoj industriji. Refinanciranje na domaćem tržištu vodi blagom rastu ukupnih domaćih kredita privatnim nefinancijskim poduzećima, što je naznaka boljih uvjeta financiranja poduzeća iz tih djelatnosti kod domaćih kreditnih institucija, ali i posljedica poboljšanja uvjeta financiranja zbog smanjenja kamatnih stopa na domaćem tržištu (Slika 5.12.). Domaći su krediti zbog novih zaduživanja porasli u gotovo svim djelatnostima privatnih nefinancijskih poduzeća (izuzevši građevinarstvo). Zaduzivanje poduzeća iz djelatnosti hotelijerstva pogoduju njihovi dobri poslovni rezultati u uvjetima snažnog rasta broja noćenja i prihoda od turizma. Pritom zadržavanje postojećega visokog udjela deviznih kredita u ukupnim, a s obzirom na pretežno deviznu strukturu prihoda, nema utjecaja na promjenu valutno inducirana kreditnog rizika hotelijerske djelatnosti (Slika 5.10.).

Tijekom 2017. povećalo se dugoročno, a smanjilo kratkoročno zaduživanje nefinancijskih poduzeća kod domaćih banaka. Pritom je stanje kredita nefinancijskim poduzećima kod domaćih banaka tijekom 2017. blago poraslo, dok se novo kreditiranje u odnosu na 2016. usporilo. Novoodobreni krediti poduzećima (Slika 5.7.) u 2017. su godini u odnosu na 2016. smanjeni otprilike za 10%, čemu je najviše pridonijela smanjena potreba za kuskim financiranjem s kraćim rokovima dospjeća. No, za razliku od kratkoročnog financiranja, potreba za dugoročnim financiranjem (neovisno o valuti) u istom je razdoblju porasla. Opisana su kretanja utjecala i na promjenu valutne strukture novoodobrenih kredita, pa se udio kuskih u ukupnim novoodobrenim kreditima u 2017. snizio na 58% sa 63% u 2016. godini. Općenito dobri poslovni rezultati poduzeća, smanjena potreba za financiranjem zalih i obrtnoga kapitala i restrukturiranje duga zaduzivanjem kod domaćih banaka u drugoj polovini odnosno posljednjem tromjesečju 2017. (u skladu s rezultatima Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka) neki su od razloga za takva kretanja u strukturi novoodobrenih kredita.

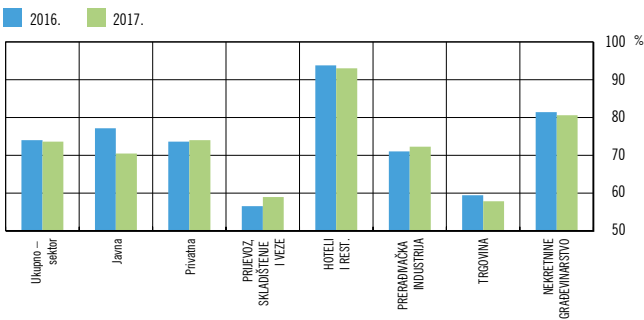
Rezultati Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka tijekom prošle godine upućuju na rast potražnje za kreditima poduzeća, koji se privremeno zaustavio krajem godine, i na gotovo nepromijenjene uvjete kreditiranja (Slika 5.8.). Standardi odobravanja kredita poduzećima, nakon višegodišnjeg zamjetnog ublažavanja, tijekom drugog i trećeg tromjesečja 2017. blago su se pooštrili, a od kraja godine opet se poboljšavaju. U tom smislu, izgledi industrije ili pojedinih poduzeća iz skupine malih i srednjih poduzeća najviše su pridonijeli pooštavanju kreditnih standarda, dok su iznimno povoljna likvidnost banaka uz jačanje međubankovne konkurencije i mogućnosti financiranja na tržištu nastavili djelovati u smjeru ublažavanja uvjeta kreditiranja. Nadalje, potražnja za svim vrstama kredita poduzećima raste, uz iznimku privremenoga blagog smanjenja u posljednjem tromjesečju 2017., isključivo kao posljedica smanjene potražnje velikih poduzeća za dugoročnim kreditima kod jedne veće domaće banke. Usporavanju intenziteta potražnje u drugom polugodištu u odnosu na prva dva tromjesečja 2017. najviše su

Slika 5.9. Udio ukupnog duga poduzeća u stranoj valuti stagnira



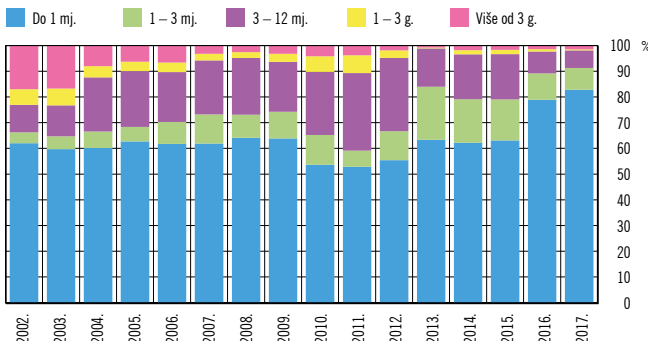
Napomene: Prikazani udio izražen je u ukupnom dugu poduzeća (ovisno o ročnosti). Pretpostavlja se da je sav inozemni dug u stranoj valuti. Uključen je i dug vezan uz tečaj stranih valuta (valutna klauzula).
Izvor: HNB

Slika 5.10. Javna poduzeća značajnije smanjuju svoju izloženost valutnom riziku



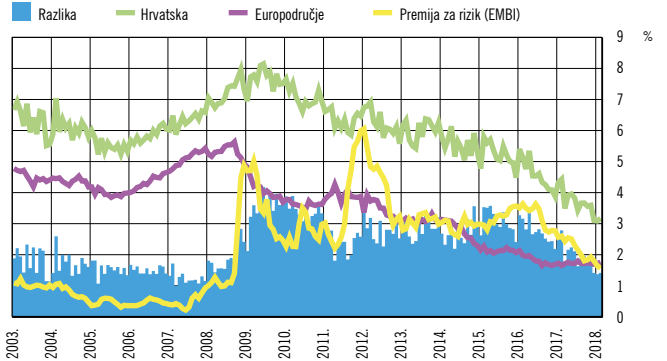
Napomene: Na slici je prikazan udio ukupnog duga poduzeća u stranoj valuti u ukupnim kreditima (ovisno o podsektoru i djelatnosti). Postoci na horizontalnoj osi označuju udio izvoznih prihoda u ukupnim prihodima dotične djelatnosti tijekom 2016. godine. Pretpostavlja se da je sav inozemni dug u stranoj valuti. Uključen je i dug vezan uz tečaj stranih valuta (valutna klauzula).
Izvor: HNB; Fina

Slika 5.11. Rizici povezani s rastom kamatnih stopa poduzećima i dalje su naglašeni



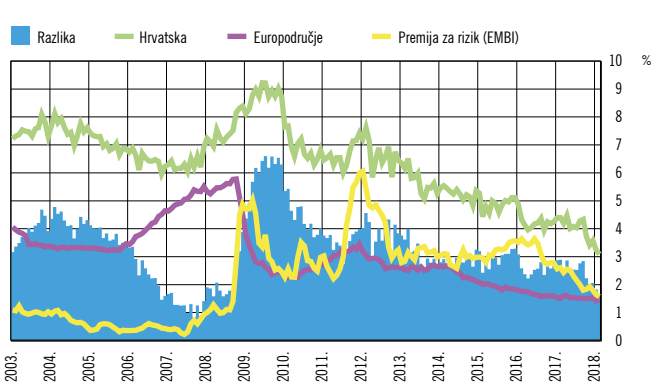
Napomena: Slika se odnosi na strukturu stanja bankovnih kredita nefinancijskim poduzećima prema mogućnosti promjene kamatne stope.
Izvor: HNB

Slika 5.12. U odnosu na europodručje kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima u Hrvatskoj se nastavljaju snižavati



Izvori: ESB; Bloomberg; HNB

Slika 5.13. Kamatne stope na kratkoročne kredite poduzećima u Hrvatskoj u većem dijelu 2017. stagniraju

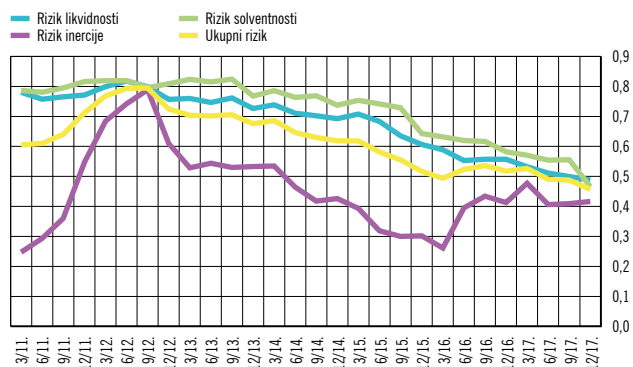


Izvori: ESB; Bloomberg; HNB

pridonijele nešto manje potrebe malih i srednjih poduzeća za financiranjem zaliha i obrtnoga kapitala i investicija, a sve to neovisno o rokovima financiranja. Osim toga, uzrok smanjenja potreba za financiranjem mogu biti i dobra poslovna ostvarenja poduzeća u posljednjim godinama, čime su stvorene određene zalihe za financiranje potreba u kratkom, ali i u dugom roku.

Unatoč dinamičnom razduživanju poduzeća u inozemstvu prošle godine ukupna izloženost sektora nefinancijskih poduzeća valutnom riziku nije se značajnije izmijenila, te se i dalje zadržava na visokim razinama (Slika 5.9.). Spomenuto razduživanje prema inozemnim kreditorima u 2017. godini ponajviše se odrazilo na smanjenje valutnog rizika u sektoru javnih poduzeća. No za razliku od javnih, privatna su poduzeća istodobno značajnije snizila i svoju kunsku izloženost kod domaćih kreditora, čime je njihov valutni rizik ostao gotovo nepromijenjen, a to je zbog njihova dominantnog udjela u ukupnom dugu (oko 90% krajem 2017. godine) utjecalo i na gotovo nepromijenjenu izloženost valutnom riziku cijelog sektora

Slika 5.14. Nastavak razduživanja, posljedično smanjenje tereta otplate duga i smanjenje kamatnih stopa pozitivno utječu na smanjenje rizičnosti sektora nefinancijskih poduzeća



Napomene: Indikatori ranjivosti sektora nefinancijskih poduzeća. Ranjivost sektora nefinancijskih poduzeća ocijenjena je s pomoću tri indikatora. Indikator rizika likvidnosti izračunat je kao omjer zbroja iznosa ukupnog duga i plaćenih kamata sektora u odnosu na bruto operativni višak (BOV):

$$RL_t = 0,5 \cdot \frac{Dug_t}{BOV_t} + 0,5 \cdot \frac{Plaćene kamate_t}{BOV_t}$$

Indikator solventnosti izračunat je kao omjer duga i kapitala:

$$RS_t = \frac{Dug_t}{Kapital_t}$$

Indikator inercije temelji se na mjeri tereta otplate duga $b_{t-1} = dug_{t-1} / BOV_{t-1}$, korigiranoj implicitnim kamatnim stopama i_t i stopama rasta bruto operativnog viška g_t :

$$RI_t = \frac{i_t - g_t}{1 + g_t} b_{t-1}$$

Navedeni su indikatori normalizirani na raspon vrijednosti 0 – 1, a ukupan rizik izračunat je kao prosjek triju spomenutih normaliziranih indikatora:

$$UR_t = \frac{RL'_t + RS'_t + RI'_t}{3}$$

Izvori: HNB, Fina

poduzeća. Promatrano po djelatnostima (Slika 5.10.), najveće smanjenje valutne izloženosti odnosi se na poduzeća koja uobičajeno generiraju niske devizne prihode, odnosno poduzeća iz djelatnosti trgovine, nekretnina i građevinarstva, koja su kretanja svojega inozemnog financiranja prilagodila kretanjima izvoznih prihoda od prodaje. S druge pak strane, poduzeća iz prerađivačke djelatnosti najvećim su dijelom pridonijela smanjenju (oko 31%) kunske izloženosti sektora, što je naposljetku djelovalo na relativno povećanje valutnog rizika sektora. Kod poduzeća iz ostalih djelatnosti izloženost valutnom riziku nije se značajnije promijenila.

Izloženost kamatnom riziku poduzeća tijekom 2017. nije se znatnije promijenila, ali je njegova moguća materijalizacija u slučaju rasta kamatnih stopa poduzećima i dalje naglašena. Naime, u strukturi kredita prema mogućnosti promjene kamatne stope porastao je udjel kredita s promjenjivom kamatnom stopom do 1 mjeseca (za otprilike 4 p. b.), dok se smanjio udjel kredita s promjenjivom kamatnom stopom u razdoblju od 1 do 12 mjeseci (Slika 5.11.). Iako se ukupan udio kredita s kamatnom stopom promjenjivom unutar 12 mjeseci nije izmijenio, zadržao se na iznimno visokih 98%, stoga porast kamatnih

stopa na svjetskom ili domaćem tržištu u budućnosti može biti okidač za materijalizaciju toga sistemskog rizika.

Višegodišnji se trend smanjenja dugoročnih kamatnih stopa domaćih banaka nastavio, a kratkoročne su se kamatne stope nakon gotovo dvogodišnje stagnacije krajem 2017. također započele smanjivati. Cijena kratkoročnog financiranja poduzeća u većem je dijelu 2017. stagnirala oko prosječne razine od 4,24%. Međutim, u posljednjem tromjesečju bilježi se zamjetljiviji pad, ponajviše za kratkoročno financiranje u domaćoj valuti. Tako se vagana kratkoročna kamatna stopa prvi put snizila značajnije ispod 4%, a trend smanjenja nastavio se i na početku ove godine (na 3,09% u veljači 2018.). S druge strane, dugoročne se kamatne stope domaćih banaka sektoru poduzeća kontinuirano smanjuju već nekoliko godina, a na kraju veljače 2018. spustile su se na 3,18%. Pritom su povoljni uvjeti na bankovnom tržištu (visoka likvidnost banaka, jačanje međubankovne konkurencije), ali i izrazitije smanjenje premije za rizik zemlje (približno za 0,9 p. b. tijekom 2017. mjereno EMBI-jem) neki od činitelja koji su pridonijeli kontinuiranom smanjivanju kamatnih stopa domaćih banaka u sektoru poduzeća (neovisno o valuti).

Istodobno se kamatne stope u europodručju nisu znatnije izmijenile u odnosu na razine na kraju 2016. Pritom se financiranje poduzeća s kraćim rokovima dopijea odvijalo uz prosječnu kamatnu stopu od 1,53%, dok su se dugoročne kamatne stope zadržale na razinama od 1,72%. U takvim uvjetima razlika između kamatnih stopa na kredite poduzećima u Hrvatskoj i u europodručju odražava i nadalje relativno visoku premiju za rizik zemlje, iako se ta razlika smanjuje (slike 5.12. i 5.13.).

Sva tri indikatora i ukupan indikator ranjivosti sektora nefinancijskih poduzeća nastavljaju se smanjivati (Slika 5.14.). Daljnje smanjenje duga sektora nefinancijskih poduzeća i iznosa plaćenih kamata u prošloj je godini bilo praćeno rastom bruto operativnog viška (mjera zarada poduzeća), što je utjecalo na nastavak pada indikatora rizika likvidnosti. Slično tome, na smanjenje indikatora rizika solventnosti osim pada duga pozitivno djeluje i ocijenjeno povećanje kapitala i rezerva iz ukupne dobiti poslovanja u skladu s općim gospodarskim rastom. Nadalje, rizik inercije obilježila su kolebljiva kretanja tijekom dvije posljednje godine. Tako se on nakon privremenog porasta tijekom 2016. i početkom 2017. godine blago smanjio, a u drugoj je polovini 2017. stagnirao jer se smanjila razlika između implicitne kamatne stope i stope porasta zarada poduzeća. Sva opisana kretanja pojedinačnih pokazatelja djelovala su i na nastavak smanjenja ukupnog indikatora ranjivosti sektora nefinancijskih poduzeća.

Aktualni rizici sektora nefinancijskih poduzeća

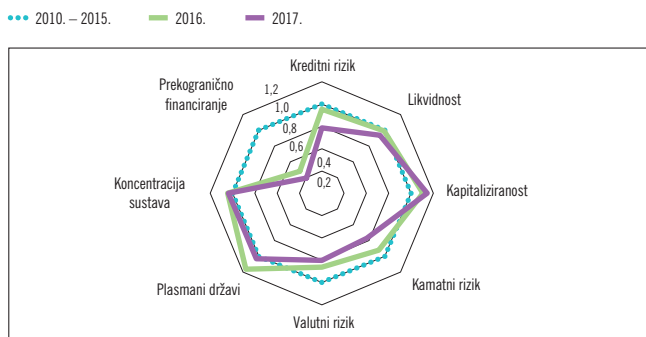
Daljnjoj stabilizaciji financijskog sustava i prevenciji mogućih šok-scenarija u sljedećim godinama trebala bi pridonijeti i obvezna primjena Međunarodnog standarda financijskog

izvještavanja 9 – Financijski instrumenti (tzv. MSFI 9) od početka 2018. Naime, njime se za sve kreditne institucije kao i nefinancijska poduzeća koja kotiraju na tržištima vrijednosnih papira ili podliježu vanjskoj reviziji financijskih izvješća, zahtijeva pravodobno priznavanje fer vrijednosti financijskih instrumenata na temelju očekivanoga kreditnog rizika te njegovo kontinuirano praćenje tijekom cijeloga životnog vijeka. Time se nastoje ukloniti glavne manjkavosti dosadašnjeg raču-

novodstvenog standarda (tzv. MRS 39), čija se neučinkovitost u priznavanju kreditnih gubitaka i rezerviranju tek po njihovu nastanku, u proteklom recesijskom razdoblju prema iskustvima bankovnog sustava pokazala kao „premalo i prekasno“. Upravo je nepravodobno priznavanje i podcjenjivanje kreditnog rizika sektora nefinancijskih poduzeća u prošlosti rezultiralo zakašnjelim aktivnim čišćenjem dijela neprihodonosnog portfelja kreditnih institucija uz visoke stope otpisa.

6. Bankarski sektor¹²

Slika 6.1. Izloženost banaka rizicima nastavila se smanjivati uz istovremeno očuvanje visokih razina zaštitnih slojeva^a



^aSvi navedeni pokazatelji skalirani su kao indeks, pri čemu prosječna vrijednost pokazatelja za razdoblje od 2010. do 2015. ima vrijednost 1. Prikazani su sljedeći pokazatelji: kreditni rizik (udio neprihodonosnih kredita u ukupnim kreditima), prekogranično financiranje (udio obveza prema nerezidentima u ukupnim obvezama), koncentracija sustava (HHI indeks imovine), plasmani državi (udio kredita i vrijednosnih papira države u ukupnoj imovini), valutni rizik (udio deviznih stavki imovine u ukupnoj imovini), kamatni rizik (udio dugoročnih kredita s promjenjivom k. s. u ukupnim dugoročnim kreditima), likvidnost (udio likvidne imovine u ukupnoj imovini) i kapitaliziranost (stopa ukupnoga kapitala). Napomena: Povećanje vrijednosti pokazatelja označuje porast rizika, odnosno zaštitnog sloja u slučaju pokazatelja likvidnosti i kapitaliziranosti.

Izvor: HNB

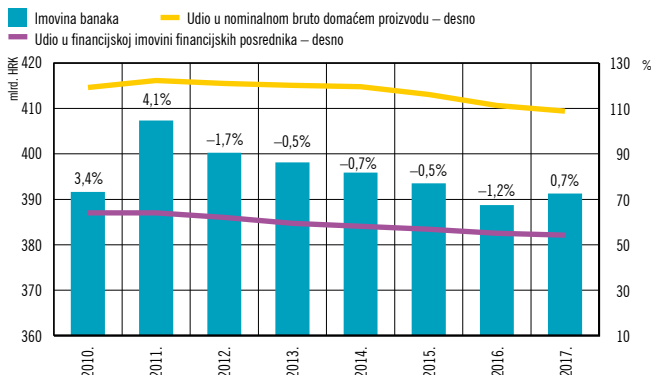
Bankarski sektor u 2017. nastavio je kumulirati kapitalne i likvidnosne viškove, što je bilo popraćeno smanjenjem određenih sistemskih rizika (valutno inducirani kreditni rizik, kamatno inducirani kreditni rizik), a istovremeno se nastavila smanjivati i ovisnost o prekograničnom financiranju. Nastavak procesa čišćenja bilanca banaka od loših plasmana, uz nastavak povoljnih kretanja u makroekonomskom okružju, omogućio je daljnje poboljšavanje kvalitete kreditnog portfelja banaka unatoč gubicima zbog krize koncerna Agrokor. No određeni rizici, poput rastuće koncentracije sustava i relativno visoke izloženosti plasmana prema državi, izlažu banke značajnim sistemskim rizicima. Na kraju je otpornost sustava u 2017. ipak dodatno ojačana uz istodobno smanjenje izloženosti rizicima (Slika 6.1.).

Ključna bilančna kretanja i sistemski rizici

Višegodišnji trend smanjivanja ukupne imovine banaka zastavljen je u 2017. njezinim blagim porastom od 0,7% (Slika 6.2.). Prekidu trenda smanjenja ukupne imovine bankovnog sustava pridonosi povećanje kreditne aktivnosti u privatnom sektoru. Krediti banaka sektorima stanovništva i poduzeća porasli su u 2017. za 5,5 mlrd. kuna odnosno 3,2%. Međutim,

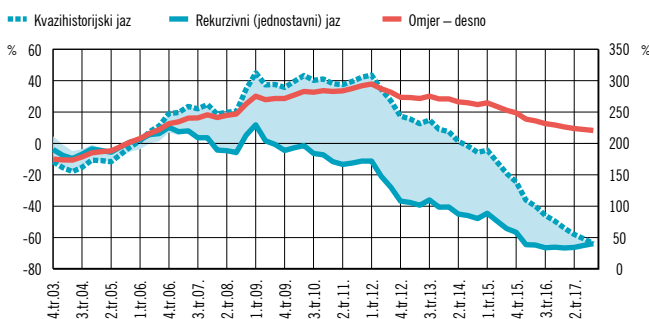
¹² Korišteni podaci u ovom dijelu odnose se isključivo na banke i štedne banke na nekonsolidiranoj razini te ne uključuju podružnice.

Slika 6.2. Višegodišnji trend smanjivanja ukupne imovine banaka zaustavljen je u 2017.



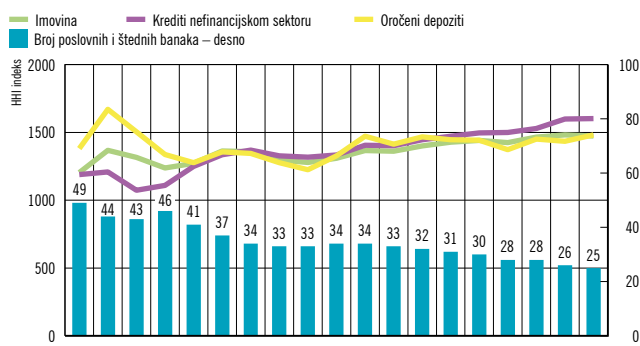
Napomena: Brojčano je označena godišnja stopa promjene ukupne neto imovine bankarskog sektora.
Izvor: HNB

Slika 6.3. I dalje ne postoji ciklički pritisak kreditnog rasta



Napomena: Prikazani su pokazatelji relativne zaduženosti (omjer kredita i bruto domaćeg proizvoda) i kratkoročni jaz (relativno odstupanje omjera od njegova dugoročnog trenda). Kvazi-historijski jaz izračunava se na cijelom uzorku, a rekurzivni jaz na desnostranom pomičnom uzorku (raspoloživih podataka do svakog tromjesečja).
Izvori: DZS; HNB

Slika 6.4. Rast koncentracije bankovnog sustava nastavio se i u 2017.



Napomena: Koncentriranost promatranih stavki iskazana je pomoću Herfindahl-Hirschmanova indeksa koncentracije.
Izvor: HNB

zbog snažnijeg smanjenja izloženosti banaka prema središnjoj državi¹³, kreditni portfelj bankovnog sustava nastavio se smanjivati već šestu godinu zaredom te je njegov udio u ukupnoj imovini na kraju 2017. iznosio samo 58% (Slika 6.5.). Istovremeno je likvidna imovina banaka dodatno porasla i u okolnostima povijesno najvećih likvidnosnih viškova (vidi poglavlje 1. Makroekonomske okružje) banke su se i tijekom 2017. nastavile razduživati prema stranim povezanim subjektima (Slika 6.7.).

Opisana divergentna kretanja u kreditnom portfelju, djelomice potaknuta prestankom povlaštenog tretmana za dio izloženosti prema središnjim državama, općenito smanjuju ranjivosti bilanca banaka kroz slabljenje uzajamne povezanosti financijskog sustava i središnje države te rezultiraju diversificiranijim kreditnim portfeljem. S druge strane, već ranije započeo rast¹⁴ udjela vrijednosnih papira države u portfeljima koji se vrednuju po tržišnoj vrijednosti izlaže banke većim tržišnim rizicima, posebno uvažavajući moguće poremećaje likvidnosti na sekundarnim tržištima koje bi mogla izazvati nagla promjena globalno potisnute premije za rizik. Naime, dužnički su se vrijednosni papiri u imovini banaka nakon snažnog porasta u 2016.¹⁵ nastavili povećavati te su na kraju 2017. dosegli razinu od 52,3 mlrd. kuna, odnosno 13,4% ukupne imovine bankovnog sustava.

S obzirom na nastavak prodaje neprihodonosnih plasmana te razduživanje sektora poduzeća prema inozemstvu, spomenuta kreditna aktivnost sektora stanovništva i poduzeća još uvijek ne generira ciklički pritisak kreditnog rasta koji bi zahtijevao izgradnju dodatne kapitalne zaštite, što pokazuje i procjena referentnog pokazatelja potrebne visine zaštitnog protucikličkog sloja kapitala koji je stoga i idućih godinu dana zadržan na razini od 0%¹⁶.

Visoka razina koncentracije bankovnog sustava i nastavak njezina povećanja i dalje čine značajne strukturne ranjivosti bankovnog sustava (Slika 6.4.). Broj banaka smanjio se i u 2017. te se u razdoblju od 1999. gotovo prepolovio. Skorašnje spajanje dviju ostalih sistemski važnih (OSV) institucija uz nastavak rasta koncentracije bankovnog sustava¹⁷ dodatno će povećati spomenute strukturne ranjivosti, koje se uvažavaju pri kalibraciji zaštitnog sloja za strukturni sistemski rizik (koji se kao veći od zaštitnog sloja za ostale sistemski važne institucije koristi i kao zaštita za potencijalne gubitke koji mogu proizići iz ovih strukturnih ranjivosti).

13 O razlozima smanjenja izloženosti prema središnjoj državi vidi u dijelu Prestanak povlaštenog tretmana za dio izloženosti prema središnjim državama i središnjim bankama.

14 Vidi dio Bankarski sektor, Financijska stabilnost br. 18 iz svibnja 2017.

15 Vidi dio Bankarski sektor, Financijska stabilnost br. 18 iz svibnja 2017.

16 Više detalja na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/makrobonitetne-mjere/protuciklicki-zastitni-sloj-kapitala>

17 Najavljeno je pripajanje jedne stambene štedionice matičnoj banci, redovna likvidacija jedne banke, a izgledno je i preuzimanje banke koja je prošla kroz postupak sanacije.

Izloženost financijskog sustava prema središnjoj državi još uvijek je na povišenim razinama. Zbog pooštavanja tretmana za dio SDSB izloženosti, kao i postupnog prestanka njihova izuzeća iz ograničenja velikih izloženosti, te nastavka fiskalne konsolidacije (vidi poglavlje 2. Sektor države), može se očekivati nastavak recentnog smanjivanja uzajamne povezanosti financijskog sustava i središnje države. Ipak, plasmani banaka državi na kraju 2017. još uvijek čine više od petine imovine bankovnog sustava (20,5%) (Slika 6.6.) i značajno prelaze njegov

regulatorni kapital (152,9%). Takva struktura izloženosti izvor je sistemskog rizika, posebno uzme li se u obzir činjenica da još uvijek relativno visok javni dug može u uvjetima kumuliranih rizika djelovati kao katalizator ozbiljnih sistemskih poremećaja.

Supstitucija prekograničnih izvora sredstava jeftinijim, ali istovremeno po ročnosti kraćim domaćim izvorima, nastavlja se i u 2017. Ovakva kretanja čine izvore financiranja banaka manje ovisnima o bankama majkama. No, time zapravo dolazi

Prestanak povlaštenog tretmana za dio izloženosti prema središnjim državama i središnjim bankama

U skladu s odredbama Uredbe (EU) br. 575/2013 o bonitetnim zahtjevima, izloženostima prema središnjim državama i središnjim bankama (u nastavku teksta: SDSB izloženosti) država članica EU-a nominiranim i s izvorima sredstava u domaćoj valuti, dodjeljuje se ponder rizika 0%¹⁸, odnosno tretiraju se kao izloženosti iz kojih ne proizlazi rizik za banku. Takav tretman izloženosti nije u skladu s temeljnom filozofijom bazelskih sporazuma¹⁹, koji promoviraju utvrđivanje kapitalnih zahtjeva razmjerno razini preuzetog rizika. Do kraja 2017. takav povlašteni tretman imale su i SDSB izloženosti nominirane i s izvorima sredstava u domaćoj valuti bilo koje države članice EU-a, te su primjerice sve izloženosti banaka prema RH nominirane i financirane u eurima bile tretirane kao izloženosti bez rizika. Takva percepcija rizika svakako je pridonijela tome da se banke u razdoblju nakon krize orijentiraju na percipirano manje rizično financiranje države, čime se ojačala uzajamna povezanost financijskog sustava i središnje države.

Međutim, krajem 2017. ukinut je takav povlašteni regulatorni tretman za izloženosti u valutama drugih država članica EU-a (izloženosti u domaćoj valuti i dalje se tretiraju kao izloženosti bez rizika) te će se u prijelaznom razdoblju do 2020. tretman SDSB izloženosti nominiranih u valuti druge države članice postupno²⁰ uskladiti s rizikom utvrđenim prema njihovu kreditnom rejtingu dodijeljenom od priznatih vanjskih institucija za procjenu kreditnog rizika (VIPKR) ili, u slučaju kreditnih institucija koje primjenjuju IRB pristup, rizikom utvrđenim prema internom rejting-sustavu. Uredba 2017/2395 također je omogućila nadležnim tijelima nastavak izuzeća SDSB izloženosti nominiranih u stranoj valuti države članice, što je HNB prihvatio u Odluci o izmje-

nama i dopunama Odluke o velikim izloženostima kreditnih institucija (NN, br. 12/2018.). Takve izloženosti koje su nastale prije 12. prosinca 2017. u potpunosti su izuzete od primjene ograničenja velikih izloženosti, dok će se za one nastale na taj dan ili nakon toga primjena ograničenja postupno pooštavati – do 100% osnovnoga kapitala u 2018.; do 75% osnovnoga kapitala u 2019. i do 50% osnovnoga kapitala u 2020.

Osim povećanja iznosa izloženosti riziku odnosno kapitalnih zahtjeva za spomenute izloženosti, povećavaju se i iznosi izloženosti riziku za neizravne izloženosti, odnosno izloženosti na temelju primljenih jamstava i financijskoga kolaterala središnjih država²¹. Prema važećim rejtingima RH relevantni ponder rizika za izloženosti prema RH iznosi 100%. Vraćanje rejtinga RH u investicijski razred značajno bi umanjilo spomenute učinke jer se za rejtinge investicijskog razreda primjenjuju ponderi rizika ne veći od 50%.

Ukupni učinak prestanka povlaštenog pondera za SDSB izloženosti nominirane u valuti druge države članice koji proizlazi iz postojećih izravnih i neizravnih izloženosti mogao bi u punoj primjeni (kakva je propisana za 2020.) povećati ukupni iznos izloženosti riziku s kraja 2017. za oko 18%. Iako je postojeći višak kapitala na razini bankovnog sustava dostatan za pokriće povećanja kapitalnog zahtjeva koje proizlazi iz prestanka povlaštenog pondera²², razumno je pretpostaviti da će banke nastaviti prilagođavati svoje SDSB izloženosti. Potreba za naglom prilagodbom tih izloženosti značajno je ublažena odredbama Uredbe 2017/2395 koja je omogućila nastavak izuzimanja tih izloženosti iz ograničavanja velikih izloženosti bez obzira na prestanak povlaštenog pondera rizika. Time su značajno ublaženi mogući negativni učinci koji bi proizašli iz nagle prilagodbe SDSB izloženosti nominirane u stranoj valuti, odnosno mogući pritisci na deviznom tržištu, kao i na kunksku likvidnost zbog povećane potražnje kunkskih plasmana od središnje države.

18 Ovakvim (povlaštenim) regulatornim tretmanom koriste se institucije koje za potrebe utvrđivanja razine rizika kojoj su izložene (izračun iznosa izloženosti ponderiranih rizikom za kreditni rizik i razrjeđivački rizik te rizik druge ugovorne strane) primjenjuju tzv. standardizirani pristup, koji se temelji na regulativom propisanim ponderima rizika. Upravo se tim pristupom i koristi velika većina kreditnih institucija u RH. Ipak, čak i institucije koje za navedene potrebe primjenjuju pristup zasnovan na internim rejting-sustavima (IRB pristup) mogu SDSB izloženosti trajno izuzeti iz primjene IRB pristupa odnosno primjenjivati standardizirani pristup te predmetnim izloženostima dodijeliti ponder rizika od 0%.

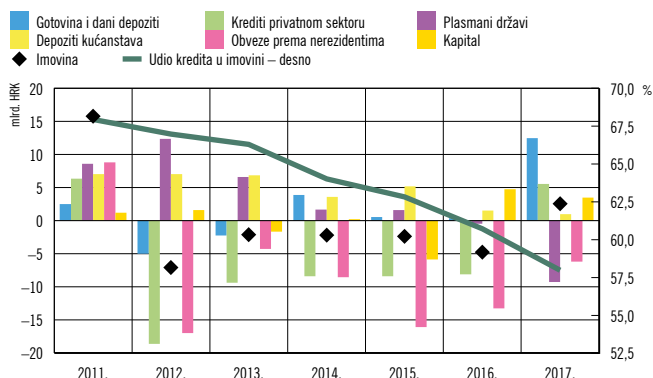
19 Basel II: *International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: A Revised Framework – Comprehensive Version* i Basel III: *A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems – revised version*, lipanj 2011.

20 U 2018. primjenjivat će se 20% pondera rizika utvrđenog prema njihovu kreditnom rejtingu, u 2019. 50%, a od 2020. počinje puna primjena pondera rizika utvrđenog prema kreditnom rejtingu.

21 Na primjer, primjenom jednostavne metode financijskoga kolaterala zaštićenom dijelu izloženosti umjesto pondera rizika dužnika dodjeljuje se ponder rizika davatelja kolaterala, koji u slučaju središnje države neće više nužno iznositi 0%.

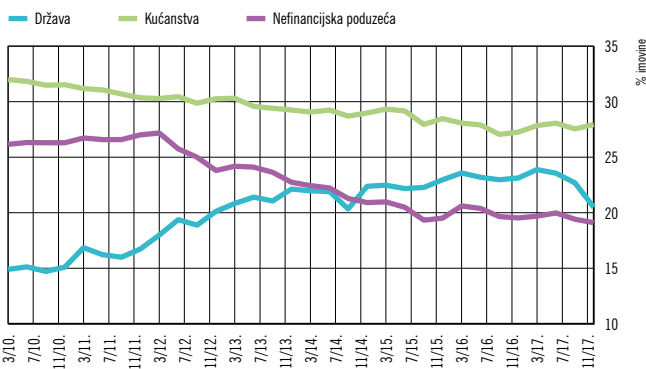
22 Iako ove regulatorne izmjene neće imati značajniji utjecaj na kapitalnu adekvatnost cjelokupnog sustava, efekt na pojedine banke mogao bi biti nešto izraženiji.

Slika 6.5. Smanjenje plasmana državi i razduživanje prema stranim vlasnicima odredili kretanje bilance banaka



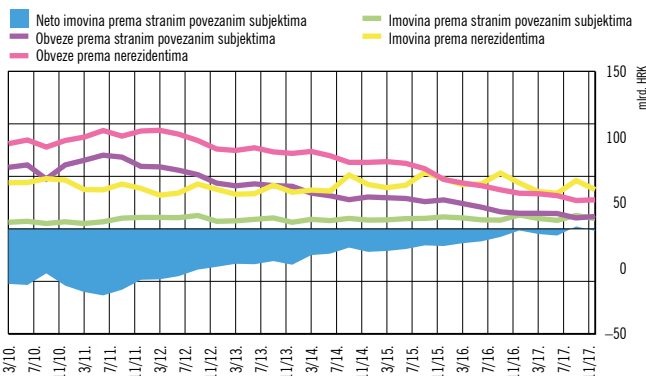
Napomena: Prikazane su godišnje promjene najvažnijih stavki bilance bankarskog sektora.
Izvor: HNB

Slika 6.6. Nakon višegodišnjeg trenda rasta udio izloženosti banaka prema državi u 2017. smanjio se



Izvor: HNB

Slika 6.7. Obveze banaka prema stranim povezanim subjektima gotovo izjednačene s imovinom na kraju 2017.



Napomena: Neto imovina banaka prema stranim povezanim subjektima prikazana je kao razlika između imovine i obveza.
Izvor: HNB

do supstitucije rizika povezanih s izvorima sredstava banaka, gdje je smanjenje rizika prekograničnih odljeva sredstava banaka popraćeno porastom rizika ročne transformacije zbog sve kratkoročnijih obveza. Višegodišnji trend razduživanja banaka prema stranim povezanim društvima sveo je njihov udio u ukupnim obvezama banaka na samo 3,5% na kraju 2017. (Slika 6.7.). Posljedično su na kraju 2017. banke postale neto kreditori i prema stranim vlasnicima i prema nerezidentima općenito, čiji je udio u obvezama banaka pao na 8,3% (što je pad od 17 postotnih bodova u odnosu na kraj 2010. kada su prekogranični izvori sredstava činili četvrtinu ukupnih obveza banaka).

Smanjenjem obveza prema nerezidentima porastao je udio depozita rezidenata, koji su na kraju 2017. činili čak 84% ukupnih obveza banaka. U njihovoj se strukturi i dalje uočava transfer oročenih depozita na transakcijske račune koji su se na kraju 2017. izjednačili s oročenim depozitima (Slika 6.7.). Naime, okružje izrazito niskih kamatnih stopa na međunarodnim financijskim tržištima, ali i uvođenje poreza na kamatu na štednju²⁵ 2015., utjecalo je na ponašanje deponenata u smjeru smanjene sklonosti oročavanju viška sredstava, čime su se sredstva zadržavala na tekućim računima banaka.

Iako se jače oslanjanje banaka na domaće izvore sredstava percipira kao manje rizično od prekograničnog financiranja, opažena promjena u njihovoj strukturi povećava ročnu neusklađenost kredita i depozita (Slika 6.9.) te povezano s time rastu kamatni rizik, rizik likvidnosnih odljeva, a zbog njihove valutne strukture i valutni rizik banaka (više o tome vidi u Okviru 3. Promjena strukture izvora financiranja banaka i potencijalni rizici za financijsku stabilnost u publikaciji Financijska stabilnost br. 18).

U valutnoj strukturi imovine banaka sve je veća zastupljenost domaće valute. Preduvjeti za pojačano kunsko kreditiranje postoje na strani potražnje i ponude. Naime, kako su sredstva na tekućim računima uglavnom nominirana u kunama, porastao je udio kunskih izvora sredstava banaka koji su na kraju 2017. činili polovinu cjelokupne pasive banaka (Slika 6.10.). Dodatno, budući da su prekogranični izvori sredstava primarno nominirani u stranim valutama, spomenuto razduživanje banaka prema nerezidentima rezultiralo je smanjenjem deviznih izvora banaka. Povećanje zastupljenosti kunskih obveza banaka potpomognuto je i s 1,5 mlrd. kuna dugoročne kunske likvidnosti koje je HNB putem pet strukturalnih repo operacija plasirao bankama u protekle dvije godine. Ta su kretanja na kraju dovela i do smanjenja razlike u kamatnim stopama između tradicionalno skupljih kunskih i relativno jeftinijih deviznih kredita.

Istovremeno su preferencije klijenata, potaknutih negativnim iskustvom s kreditima vezanima uz švicarski franak, ali i nižim kamatnim stopama na kunske kredite, sve više usmjerene prema kreditima u kunama. Promatranjem rasta kredita privatnom sektoru na razini transakcija (Slika 6.11.) zamjetna je višegodišnja supstitucija deviznih kredita kunskima, pri čemu

23 Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o porezu na dohodak (NN, br. 143/2014.)

je ona izrazitija kod sektora stanovništva. Time su se sva tri glavna sektora (stanovništvo, poduzeća i država) u recentnom razdoblju odlučila na supstituciju dijela deviznih kredita kunskima, što je kao posljedicu imalo smanjenje njihove izloženosti valutnom riziku, a time i manju izloženost banaka valutno induciranom kreditnom riziku, s obzirom na to da je udio deviznih kredita u ukupnim kreditima banaka od 2014. pao za 13 postotnih bodova te je na kraju 2017. iznosio 62% (Slika 6.12.).

Nastavak supstitucije deviznih kredita kunskima ovisi o dostatnim kunskim izvorima sredstava odnosno preferencijama depozitara. Iako HNB putem strukturnih repo operacija može bankama pružiti pristup dugoročnijim izvorima kunske likvidnosti, promjena razine kreditne euroizacije u sustavu u prvom redu ovisi o sklonosti štednje u domaćoj valuti. Ako bi klijenti banaka, potaknuti primjerice rastom kamatnih stopa, ponovno počeli znatnije štedjeti u stranoj valuti, to bi moglo dovesti do valutne neusklađenosti u bilancama banaka.

Određenu zaštitu od valutnog rizika potrošačima koji ugovore nove stambene kredite uz stranu valutu donosi Zakon o stambenom potrošačkom kreditiranju²⁴. Odredbe Zakona klijentima banaka omogućuju jednokratnu konverziju stambenoga kredita uz stranu valutu u kredit u kunama. Materijalizacija tog rizika može narušiti valutnu poziciju banaka i stvarati pritiske na deviznom tržištu i na međunarodne pričuve HNB-a. Ipak, kumulacija ovog rizika moguća je tek u srednjem roku jer mogućnost konverzije postoji samo za stambene kredite ugovorene nakon stupanja zakona na snagu, i to do uvođenja eura kao službene valute u Hrvatskoj.

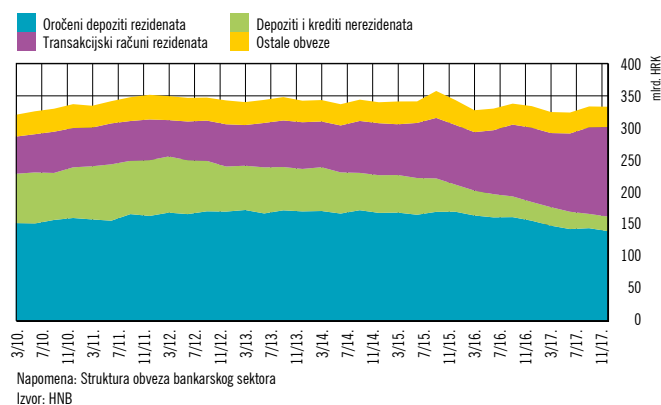
U kreditnim portfeljima banaka sve je više kredita s fiksnom kamatnom stopom, barem u početnom dijelu otplatnog razdoblja kredita. U kreditima s preostalim dospeljećem većim od 1 godine udio kredita s promjenjivom kamatnom stopom smanjio se na 64% na kraju 2017., što je smanjenje od 12 postotnih bodova u odnosu na kraj 2014. (Slika 6.13.). Izvjesno je da su klijenti, poučeni negativnim iskustvima, počeli aktivnije upravljati svojim kamatnim i valutnim rizikom u recentnom razdoblju. Tome su zasigurno pozitivno pridonijele i radnje HNB-a²⁵ usmjerene na povećanje transparentnosti i smanjenje informacijskog jaza na tržištu kredita, ali i poticanje cjenovne konkurencije u bankovnom sustavu.

Unatoč pozitivnim kretanjima u recentnom razdoblju, izloženost klijenata banaka kamatnom riziku i dalje je znatna. Važnost njezina smanjenja prepoznao je i HNB, koji je u rujnu 2017. donio Preporuku za ublažavanje kamatnoga i kamatno inducirana kreditnog rizika pri dugoročnom kreditiranju potrošača, kojom se bankama preporučuje da svoju paletu kreditnih proizvoda prošire kreditima s fiksnom kamatnom stopom, uz minimiziranje popratnih troškova za potrošače.

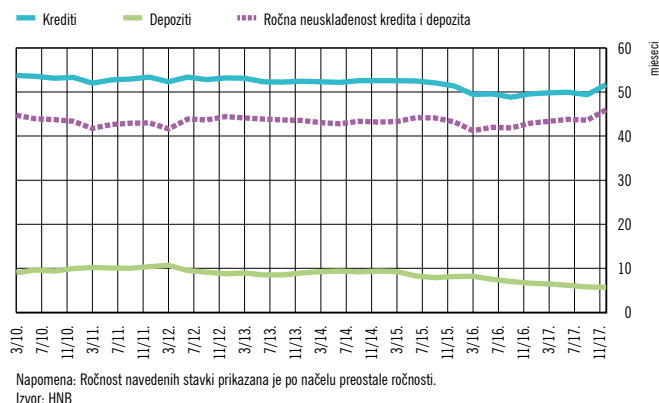
24 Vidi Poglavlje 3. Sektor kućanstava.

25 Informativna lista ponude kredita potrošačima i Odluka o sadržaju i obliku u kojem se potrošaču daju informacije prije ugovaranja pojedine bankovne usluge (NN, br. 130/2012.)

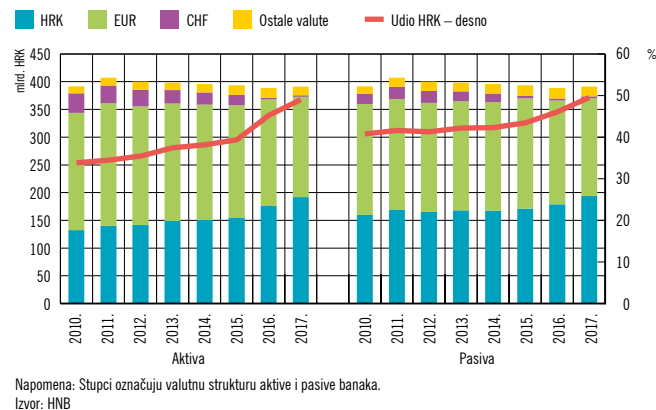
Slika 6.8. Nastavljena supstitucija prekograničnih izvora s depozitima po viđenju rezidenata



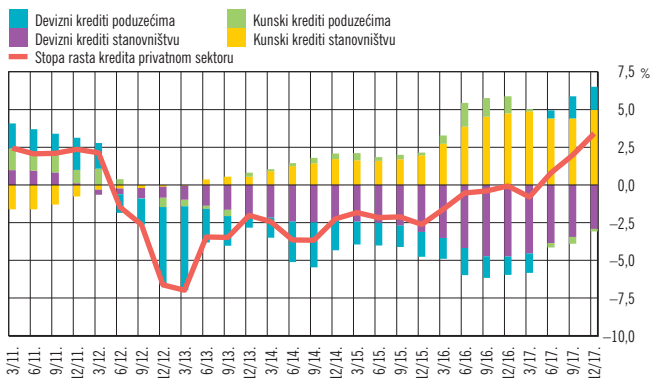
Slika 6.9. Rast ročne neusklađenosti kredita i depozita banaka primarno uzrokovan skraćenjem ročnosti obveza



Slika 6.10. Udio kunske aktive u ukupnoj dosegnuo razinu od 49%

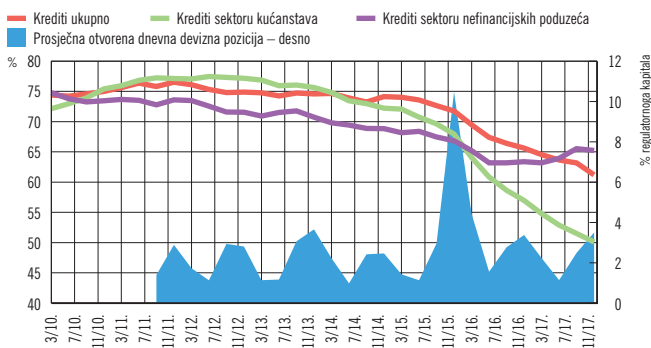


Slika 6.11. Dekompozicija rasta kredita privatnom sektoru



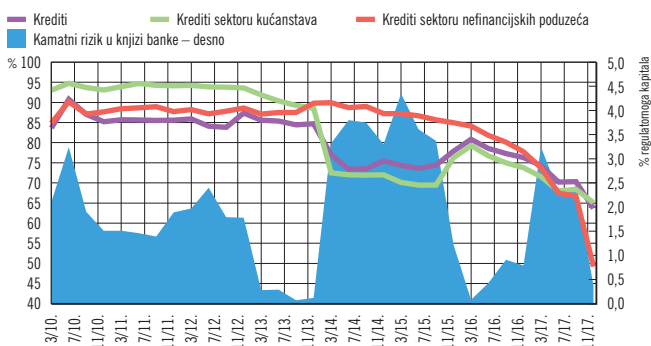
Napomena: Sve se vrijednosti odnose na godišnju stopu rasta po naćelu transakcija.
Izvor: HNB

Slika 6.12. Izloženost banaka valutno induciranom kreditnom riziku nastavila se smanjivati



Napomena: Linijama je oznaćena izloženost banaka valutno induciranom kreditnom riziku i ona se mjeri udjelom deviznih kredita u ukupnim kreditima.
Izvor: HNB

Slika 6.13. Izloženost banaka kamatno induciranom kreditnom riziku nastavila se smanjivati



Napomena: Linijama je oznaćena izloženost banaka kamatno induciranom kreditnom riziku koja se mjeri udjelom kredita s promjenjivom kamatnom stopom u ukupnim kreditima s preostalim dospjiejem duljim od 1 godine.
Izvor: HNB

Rast udjela kredita s fiksnom kamatnom stopom u kreditnom portfelju banaka djeluje i na izloženost kamatnom riziku potrošaćkih kredita s promjenjivom kamatnom stopom. Naime, prema odredbama Zakona o potrošaćkom kreditiranju (NN, br. 143/2013.) visina kamatnih stopa na potrošaćke kredite s promjenjivom kamatnom stopom ogranićena je visinom prosjećne kamatne stope na tržištu. U situaciji rasta kamatnih stopa brzina prilagodbe kamatnih stopa na potrošaćke kredite s promjenjivom kamatnom stopom stoga bi ovisila o prilagodbi prosjećne kamatne stope na tržištu, ćija inercija direktno ovisi o udjelu kredita s fiksnom kamatnom stopom u ukupnim potrošaćkim kreditima.

Direktna izloženost banaka kamatnom riziku, mjerena kamatnim rizikom u knjizi banke, na kraju 2017. bila je na izrazito niskoj razini ispod 1% regulatornoga kapitala²⁶ (Slika 6.13.). No, iako je trenutaćno na vrlo niskim razinama, u srednjem roku moglo bi doći do rasta izravnoga kamatnog rizika u knjigama banaka povezanog sa smanjenjem kamatnog rizika za klijente banaka.²⁷ Međutim, banke uglavnom imaju lakši pristup tržištima financijskih instrumenata kojima se mogu zaštititi od tih rizika (npr. putem derivata ili osiguranjem financijskih gubitaka) odnosno prenijeti ih na treću stranu, pa bi ovi trendovi ipak trebali rezultirati smanjenjem izloženosti sustava kamatnom riziku.

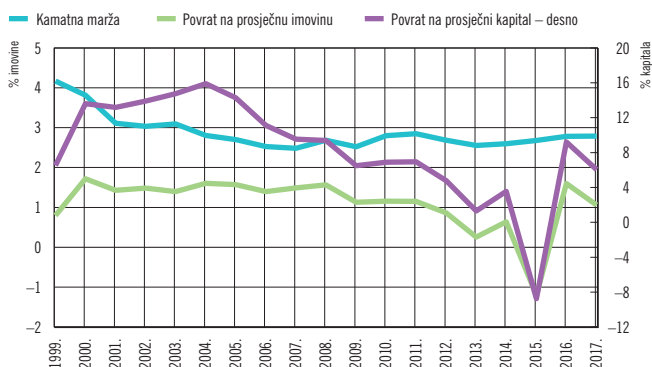
Profitabilnost

Nakon znaćajnih gubitaka u 2015. povezanih s konverzijom kredita uz švicarski franak te posljedićnoga snaćnog oporavka u 2016. profitabilnost banaka i u 2017. zadržala se na relativno visokoj razini, unatoć gubicima u vezi s poslovanjem koncerna Agrokor. Dobit banaka prije poreza u 2017. iznosila je 4,3 mlrd. kuna, što svakako pridonosi kapacitetima banaka za pokriće neoćekivanih gubitaka. Kao i prethodnih godina, zarade banaka u 2017. ponajprije su bile determinirane kretanjem iznosa troškova ispravaka vrijednosti i rezerviranja (Slika 6.15.), koji su bili pod dominantnim utjecajem pogoršanja kvalitete izloženosti banaka prema koncernu Agrokor. U skladu s tim pokazatelji profitabilnosti imovine i kapitala banaka bili su nešto niži nego prethodne godine te su u 2017. iznosili 1,1%, odnosno 6,1% (Slika 6.14.). Gubici povezani s restrukturiranjem koncerna Agrokor mogli bi i dalje utjecati na zarade banaka, no valja primijetiti da su banke već tijekom 2017. prepoznale troškove ispravaka vrijednosti za izloženosti prema Agrokoru i s njime povezanim subjektima, što ogranićava prostor za eventualne dodatne gubitke po tim izloženostima.

²⁶ Prema Zakonu o kreditnim institucijama (NN, br. 159/2013.), ako kod pojedine kreditne institucije kamatni rizik u knjizi banke premaši 20% regulatornoga kapitala, HNB je dućan kreditnoj instituciji naloćiti supervizorske mjere.

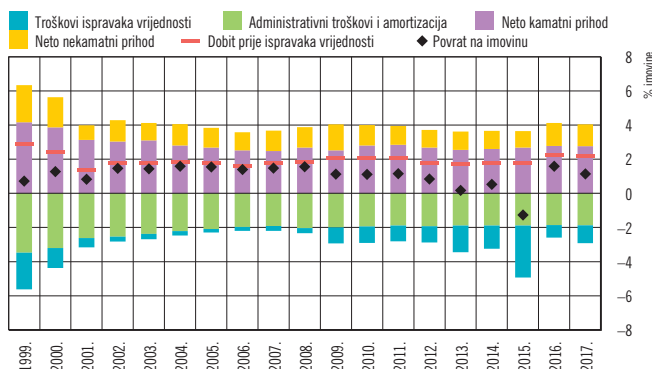
²⁷ Općenito su izravni rizici za banke (kamatni rizik u knjizi banke ili valutni rizik) povezani s rizicima za klijenta (kamatnim ili valutnim) odnosno, gledano iz perspektive banke, s (kamatno ili valutno) induciranom kreditnim rizikom, i to na naćin da smanjenje rizika za klijenta (ugovaranjem fiksnih kamatnih stopa ili kredita u kunama) u bankama dovodi do povećanja izravnih rizika i istodobnog smanjenja induciranih kreditnih rizika.

Slika 6.14. Profitabilnost banaka pod utjecajem povećanih ispravaka vrijednosti



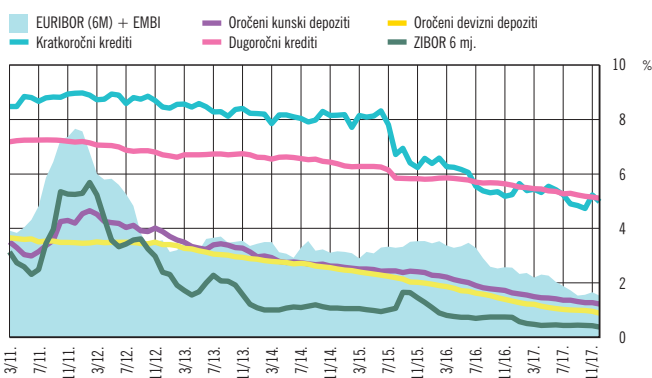
Izvor: HNB

Slika 6.15. Najveći utjecaj na smanjenje profitabilnosti u 2017. u odnosu na 2016. imali su troškovi ispravaka vrijednosti



Izvor: HNB

Slika 6.16. Nastavio se pad aktivnih i pasivnih kamatnih stopa



Napomena: Prikazane kamatne stope na kredite i depozite odnose se na stanja promatranih stavki.
Izvori: Bloomberg; HNB

Uvjeti financiranja banaka nastavili su se poboljšavati i u 2017. budući da su se kamatne stope na kunske i devizne oročene depozite nastavile snižavati te su dosegnule dotad najniže razine od 1,2% za kunske odnosno 0,9% za devizne depozite na kraju godine (Slika 6.16.). Štoviše, trend kontinuiranog povećavanja udjela transakcijskih i štednih računa u ukupnim obvezama banaka dodatno je pogodio profitabilnosti banaka jer banke plaćaju zanemarivo niske kamate na sredstva koja se nalaze na transakcijskim računima, a koji su na kraju 2017. činili čak 42% ukupnih obveza banaka (Slika 6.7.). No preveliko oslanjanje banaka na sredstva na transakcijskim i štednim računima istovremeno ih izlaže znatnom kamatnom riziku u slučaju rasta kamatnih stopa, ako se klijenti odluče na izraženije oročavanje tih sredstava na duže rokove dospijeca i po višim kamatnim stopama.

Kreditni rizik

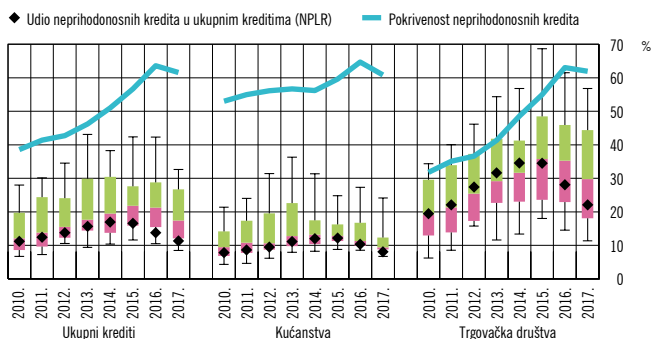
Proces čišćenja bilanca banaka putem prodaje neprihodonosnih plasmana nastavio se te je i u 2017. bio glavna odrednica daljnjeg poboljšavanja kvalitete kreditnog portfelja banaka²⁸. Udio neprihodonosnih kredita u ukupnima na kraju 2017. iznosio je 11,4%, što je sniženje od 5,3 postotna boda u odnosu na kraj 2015. (Slika 6.17.). Kako su ovakva kretanja primarno pod utjecajem prodaje neprihodonosnih kredita (Slika 6.18.), koja je intenzivnija u sektoru nefinancijskih poduzeća, smanjenje udjela neprihodonosnih kredita posebno je snažno u tom sektoru te se on, čak i uz priljev novih neprihodonosnih kredita zbog krize u koncernu Agrokor, samo u 2017. snizio za 6 postotnih bodova. Pritom je višegodišnji rast pokrivenosti neprihodonosnih kredita zaustavljen u 2017. pod utjecajem prodaje visokopokrivenih neprihodonosnih kredita, ali i pogoršavanja kvalitete kredita grupe Agrokor i povezanih poduzeća. No, unatoč tome, pokrivenost neprihodonosnih kredita na kraju 2017. iznosila je relativno visokih 61,5%.

Kvaliteta kreditnog portfelja iskazana udjelom neprihodonosnih kredita u ukupnima (NPLR) pokazala je poboljšanje u 2017. čak i ako se isključi efekt otpisa neprihodonosnih kredita (Slika 6.18.). Dio tog poboljšanja sasvim se sigurno može povezati i s oporavkom dijela neprihodonosnih plasmana pod utjecajem gospodarskog rasta, ali i olakšanja uvjeta financiranja kredita povezanih s trendom snižavanja kamatnih stopa (Slika 6.16.).

Osim povoljnih kretanja agregatnih pokazatelja udjela neprihodonosnih kredita u ukupnim kreditima, ohrabruje i činjenica da se ovaj pokazatelj u posljednje dvije godine snižava kod gotovo svih banaka, o čemu svjedoči spuštanje cjelokupne distribucije ovog pokazatelja (Slika 6.17.). Štoviše, taj je trend pojedinačno prisutan i kod sektora stanovništva i kod sektora poduzeća.

28 Više detalja o dosadašnjem kretanju kvalitete kredita banaka vidi u Okviru 1. Cikličko kretanje kvalitete kredita u Hrvatskoj u publikaciji Makroprudencijalna dijagnostika br. 3.

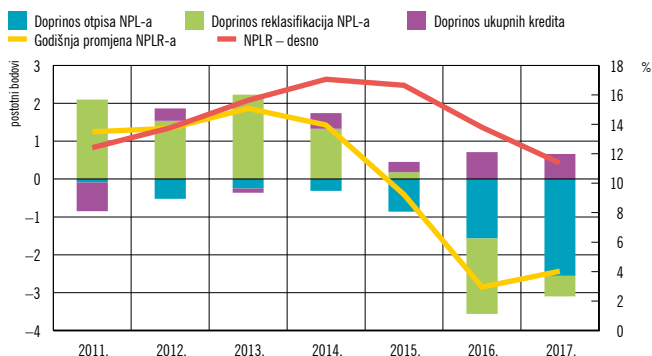
Slika 6.17. Nastavljeno poboljšavanje kvalitete kreditnog portfelja banaka



Napomena: Distribucija NPLR-a po bankama prikazana je pomoću box plot-a na kojem su istaknuti redom: 10., 25., 50., 75. i 90. percentil.

Izvor: HNB

Slika 6.18. Poboljšanje kvalitete kredita ponajprije pod utjecajem prodaje neprihodonosnih kredita



Napomena: Pozitivan doprimos reklasifikacije neprihodonosnih kredita označuje pogoršanje kvalitete kreditnog portfelja i obratno.

Izvor: HNB

Nastavak ovih trendova očekuje se i u sljedećem razdoblju te će primarno ovisiti o nastavku i dinamici procesa prodaje neprihodonosnih plasmana banaka, ali i gospodarskog oporavka. Također, ishod restrukturiranja koncerna Agrokor još uvijek je neizvjestan i zbog njegove važnosti za cjelokupno gospodarstvo može polučiti učinke i na ove pokazatelje. Ako dođe do dogovora koji je nepovoljan za ostala povezana društva, to bi moglo imati negativan učinak na nedavno opažene pozitivne trendove glede kvalitete kredita cjelokupnog sektora nefinancijskih poduzeća. S druge strane, ako banke intenziviraju prodaje neprihodonosnih plasmana, uključujući one povezane s koncernom Agrokor, to bi moglo povoljno djelovati na kretanje NPLR-a.

Također, treba spomenuti da bi primjena Međunarodnog standarda financijskog izvještavanja 9: Financijski instrumenti (u nastavku teksta: MSFI 9), s kojom su kreditne institucije u RH započele s 1. siječnja 2018., trebala osigurati pravodobnije prepoznavanje narušavanja kreditne kvalitete jer bi se očekivani

kreditni gubici kod priznavanja financijskog instrumenta odnosno u slučaju narušavanja njegove kreditne kvalitete trebali ranije prepoznati i vrednovati²⁹.

Likvidnost i kapitaliziranost

Koeficijent likvidnosne pokrivenosti (engl. *Liquidity Coverage Ratio, LCR*)³⁰ sustava nalazi se iznad regulatornog minimuma (za 2017. minimum je iznosio 80%³¹) te se u recentnom razdoblju dodatno povećao. Kretanje LCR-a u 2017. obilježili su proces razduživanja središnje države i javnih poduzeća kod domaćih banaka te povećanje depozita kod središnje banke. Time se, unatoč skraćanju ročnosti izvora, LCR zadržao znatno iznad regulatornog minimuma³² tijekom cijele 2017. (Slika 6.19.). Ipak, visoka likvidnost ne znači da istovremeno postoji valutna usklađenost likvidne imovine i potencijalnih neto odljeva tijekom 30-dnevnog razdoblja stresa, zbog čega se opaža veća kolebljivost LCR-a u pojedinim značajnim valutama. Tako se eurski LCR pod utjecajem smanjenja likvidne imovine i potencijalnih priljeva u eurima u prvom polugodištu 2017. smanjio, dok se priljevom sredstava u stranoj valuti (barem djelomično kao posljedica razduživanja središnje države i javnih poduzeća) u drugoj polovini godine znatno oporavio.

Pokazatelji adekvatnosti kapitala banaka u 2017. dodatno su se poboljšali. Stopa ukupnoga kapitala banaka na kraju 2017. iznosila je 23,2%, što je do sada najviša opažena razina (Slika 6.20.). Stopa ukupnoga kapitala u 2017. porasla je za 0,8 postotnih bodova, čemu su podjednako pridonijeli smanjenje ukupne izloženosti rizicima i povećanje regulatornoga kapitala. U 2017. se, povezano s rekordno visokim iznosima prodaje i otpisa neprihodonosnih kredita banaka, značajno smanjio njihov pritisak na regulatorni kapital banaka. Tako je omjer neto neprihodonosnih kredita i regulatornoga kapitala banaka na kraju godine iznosio 20,5%, što je smanjenje od 18 postotnih bodova u odnosu na kraj 2015. (Slika 6.20.).

Primjena računovodstvenog standarda MSFI 9 djelovat će u pravcu umanjena kapitala banaka koje proizlazi iz inicijalnog priznavanja financijskih instrumenata u bilancama banaka 1.

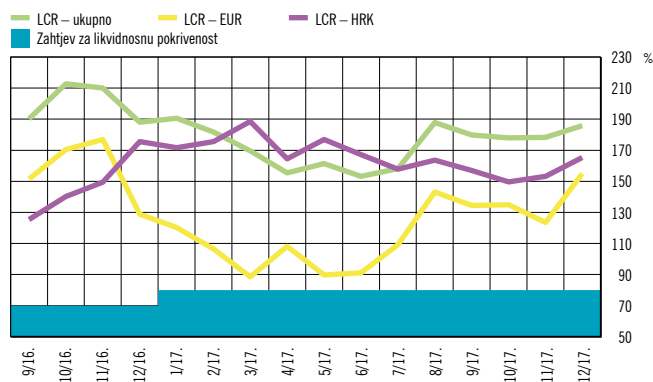
29 Za razliku od MSFI-ja 9, prema dosadašnjem Međunarodnom računovodstvenom standardu 39 (MRS 39) kreditne institucije mogle su prepoznavati kreditni gubitak isključivo kada su postojali jasni dokazi o umanjenju vrijednosti.

30 Jedna od važnih reformi regulatornog okvira EU-a o kapitalnim zahtjevima, s ciljem osiguravanja veće razine otpornosti bankovnog sustava, jest uvođenje zahtjeva za održavanje koeficijenta likvidnosne pokrivenosti. Banke su dužne držati zaštitni sloj za likvidnost koji pokriva potencijalnu razliku između likvidnosnih priljeva i odljeva tijekom 30-dnevnog razdoblja stresa.

31 Zahtjev za likvidnosnu pokrivenost uvodio se postupno i u 2017. primjenjivao se u iznosu od 80%, a od 1. siječnja 2018. nadalje primjenjuje se 100%.

32 Regulatorni zahtjev o minimalnom LCR-u ne definira se na razini pojedinih valuta, odnosno ne uvažava se valutna neusklađenost likvidne imovine i potencijalnih neto odljeva. Regulatorni minimum odnosi se samo na ukupni LCR koji se zadržava daleko od nedopuštenog područja.

Slika 6.19. Koeficijent likvidnosne pokrivenosti (LCR) značajno je iznad regulatornog minimuma



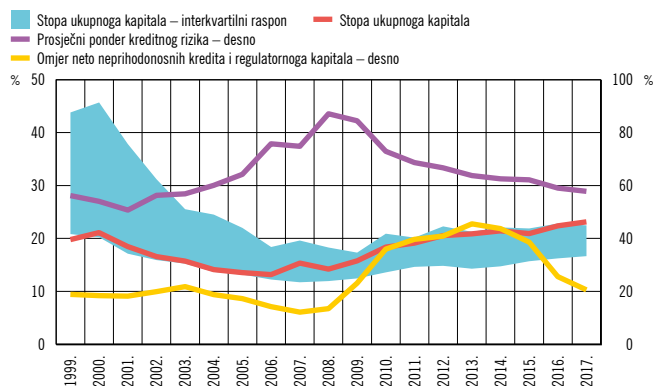
Izvor: HNB

siječnja 2018. Kako bi se umanjili mogući negativni učinci početne primjene standarda MSFI 9, odredbe Uredbe (EU) 2017/2395 omogućile su institucijama (koje se za to odluče)³³ uvećanje osnovnoga kapitala za dio povećanih rezervacija u prijelaznom razdoblju od pet godina.

Aktualni rizici povezani s bankarskim sektorom

Unatoč pozitivnim trendovima razduživanja države i povećanja kreditne aktivnosti privatnog sektora koji bi se trebali nastaviti, nepovoljna uzajamna povezanost financijskog sustava i središnje države još je prisutna, posebno s obzirom na visok javni dug koji može u uvjetima kumuliranih rizika djelovati kao katalizator ozbiljnih sistemskih poremećaja. Visoka koncentracija izloženosti banaka, visoka razina koncentracije samog sektora, ali i njezin nepovoljan trend, čine značajne strukturne ranjivosti bankarskog sektora.

Slika 6.20. Oporavak pokazatelja adekvatnosti kapitala nakon privremenog pogoršanja u drugoj polovini 2015.



Izvor: HNB

Dok veće oslanjanje na domaće izvore financiranja donekle smanjuje rizike povezane s njihovom koncentracijom, ono je istovremeno povezano s povećanjem ročne neusklađenosti imovine i obveza te za banke rastu rizici koji proizlaze iz sve izraženije ročne transformacije obveza u imovinu. Time se banke, u slučaju rasta kamatnih stopa, sve više izlažu potencijalnom kamatnom, ali i valutnom riziku. Isto tako, iako se strukturne ranjivosti povezane s euroiziranosti bankovnog sustava smanjuju, i dalje su značajan sistemski rizik.

Još uvijek prisutne neizvjesnosti glede provedbe restrukturiranja koncerna Agrokor i njegova učinka na s njime gospodarski povezane subjekte mogle bi usporiti pozitivne trendove poboljšavanja kvalitete kreditnog portfelja odnosno smanjenja kreditnog rizika u bankama. Ipak, proces čišćenja bilanca banaka putem prodaja potraživanja učvrstio je solventnu poziciju banaka i općenito smanjio osjetljivost bankovnog sustava na rijetke, ali moguće scenarije stresa, što uključuje i gubitke povezane s neurednim restrukturiranjem koncerna Agrokora (vidi poglavlje 7. Testiranje otpornosti kreditnih institucija na stres).

³³ Tijekom prijelaznog razdoblja banke mogu jednom i promijeniti svoju odluku.

7. Testiranje otpornosti kreditnih institucija na stres

Važnost klasičnog testiranja otpornosti kreditnih institucija na stres ogleda se prije svega u činjenici da ovaj specifičan makrobonitetni alat pomaže regulatorima u procjeni trenutačnih sposobnosti institucija da podnesu neočekivane gubitke koji bi uslijedili nakon materijalizacije sistemskih rizika. Te informacije olakšavaju oblikovanje politika koje bi osigurale ne samo puki kontinuitet poslovanja pojedinih banaka, nego i dostatne kapacitete sustava da u cjelini nastavi neometano pružati usluge financijskog posredovanja i u tako stresnim uvjetima, a posljedično skraćujući njihovo trajanje i tako pridonoseći bržem gospodarskom oporavku.

Nastavak procesa čišćenja bilanca banaka od loših plasmana, njihova prilagodba recentnim regulatornim izmjenama, uz nastavak povoljnih kretanja u makroekonomskom okružju, osnažili su autonomne amortizere potencijalnih gubitaka u sustavu unatoč gubicima povezanim s krizom Agrokor. Stoga čak ni simulirani malo vjerojatni scenarij globalne krize, čiji bi udari bili amplificirani idiosinkratskim šokovima materijalizacije kreditnog rizika zbog krize koncerna Agrokor i padom kreditnog rejtinga države, ne bi iscrpili kumulirane kapitalne i likvidnosne zaštite. Ipak, sve veće razlike u otpornosti među kreditnim institucijama upućuju na potrebu održavanja visoke razine zaštitnih slojeva kapitala u svrhu stabilnosti bankovnog sustava.

Početni simulacijski uvjeti

Trend smanjivanja broja kreditnih institucija u postkriznom razdoblju nastavio se i u prošloj godini³⁴, a nastavak tog procesa može se očekivati i u idućem razdoblju³⁵. Konsolidacija bankovnog sustava najviše je utjecala na zaustavljanje petogodišnjeg trenda smanjivanja bilanca banaka³⁶. Kreditna aktivnost prema privatnom nefinancijskom sektoru bilježi porast, od čega

³⁴ Jedna je banka od zadnje iteracije stresnog testiranja donijela odluku o prestanku poslovanja i pokretanju postupka redovne likvidacije.

³⁵ Najavljeno je pripajanje jedne stambene štedionice matičnoj banci, redovna likvidacija jedne banke, a izgledno je i preuzimanje banke koja je prošla kroz postupak sanacije.

³⁶ Izvršena je dokapitalizacija jedne banke u sklopu vlasničkih preuzimanja te vlasnička ulaganja jedne banke u regiji.

se jedan dio odnosio i na koncern Agrokor³⁷, što je uglavnom povezano s odobravanjem nadređenoga kredita u postupku izvanredne uprave (tzv. roll-up). S druge strane, smanjena je izloženost kreditnih institucija prema državi, uglavnom pod utjecajem procesa restrukturiranja duga trgovačkih društava iz sektora opće države³⁸ te nižih iznosa novih plasmana zbog nešto manjih financijskih potreba države koji su posljedica provedene fiskalne konsolidacije. Osim toga, na smanjenje izloženosti bankovnog sustava prema državi donekle je utjecao i prestanak primjene povlaštenog pondera od 0% za izloženosti prema središnjim državama i središnjim bankama (SDSB) nominiranima u valuti druge države članice EU-a³⁹ (više o tome vidi u poglavlju 6. Bankarski sektor: *Prestanak povlaštenog tretmana za dio izloženosti prema središnjim državama i središnjim bankama*).

Na poslovanje kreditnih institucija u prošloj godini snažno su utjecala događanja povezana s rješavanjem situacije u koncernu Agrokor. Zabilježeni ispravci vrijednosti i rezerviranja za izloženosti prema koncernu Agrokor i s njim povezanim subjektima, čija se dinamika odvijala u skladu s pretpostavkama iz prošle iteracije testiranja otpornosti na stres, smanjili su potencijal neočekivanih gubitaka po tim izloženostima. Istovremeno, rast neprihodonosnih izloženosti povezan s krizom Agrokora samo je usporio oporavak kvalitete kreditnog portfelja na temelju intenzivne prodaje loših plasmana, pa se kapitaliziranost sustava do kraja 2017. poboljšala. S druge strane, proces prodaje visokopokrivenih potraživanja, uz priljeve novih neprihodonosnih kredita povezanih s koncernom Agrokor, zaustavio je trend rasta pokrivenosti loših kredita ispravcima vrijednosti. Unatoč gubicima povezanim s poteškoćama u servisiranju obveza koncerna Agrokor i s njime povezanih subjekata, dobit banaka i pokazatelji profitabilnosti i dalje su bili razmjerno visoki, održavajući time pokazatelje adekvatnosti kapitala i likvidnosti bankovnog sustava na visokim razinama.

Kapitalne pozicije kreditnih institucija u idućem će razdoblju biti pod utjecajem primjene novih računovodstvenih standarda koji se odnose na financijske instrumente (MSFI 9). Stupanjem na snagu s početkom 2018., MSFI 9 utjecao je na umanjeње kapitala kreditnih institucija već na početku simulacijskog horizonta stresnog testiranja kroz početno priznavanje financijskih instrumenata u njihovim bilancama⁴⁰. Osim ovog efekta, primjena MSFI-ja 9 tijekom dvogodišnjeg razdoblja simulacije djeluje na rast rezervacija banaka zbog ranijeg priznavanja očekivanih

37 Društvo od sistemskog značaja za Republiku Hrvatsku prema Zakonu o postupku izvanredne uprave u trgovačkim društvima od sistemskog značaja za Republiku Hrvatsku (NN, br. 32/2017.)

38 Proces restrukturiranja kreditnog duga trgovačkih društava HC-a, HAC-a i ARZ-a

39 Uredba (EU) br. 575/2013

40 Iako su odredbe Uredbe (EU) 2017/2395 omogućile institucijama da tijekom prijelaznog razdoblja od pet godina neutraliziraju trošak porasta rezervacija na njihovu kapitaliziranost (vidi poglavlje 6. Bankarski sektor), ova iteracija testiranja otpornosti na stres provedena je uz konzervativnu pretpostavku da se nijedna institucija neće koristiti tom mogućnošću. Iako takva pretpostavka nije nužno realna, omogućava izravnu usporedbu učinaka među institucijama.

kreditnih gubitaka u segmentu prihodonosnih plasmana⁴¹. Učinci primjene MSFI-ja 9 kao i simulacija pogoršavanja portfelja u stresnim uvjetima u sektoru nefinancijskih poduzeća implementirani su rekalkulacijom⁴² postojećeg modela vjerojatnosti nastanka događaja neispunjavanja obveza (engl. *probability of default*, PD)⁴³ te korištenjem pretpostavki koje uvažavaju supervizorski propisanu razinu gubitka zbog nastanka događaja neispunjavanja obveza (engl. *loss given default*, LGD). Prema tom efektu procijenjena je i kreditna kvaliteta sektora kućanstava uz pretpostavku jednake relativne rizičnosti sektora kućanstava i sektora nefinancijskih poduzeća na razini pojedine kreditne institucije.

Obilježja scenarija

a) Temeljni scenarij

Temeljni scenarij zasniva se na očekivanim makroekonomskim i financijskim kretanjima unutar standardnih projekcijskih kategorija. U simulacijskom se horizontu tako očekuje nastavak povoljnih makroekonomskih kretanja iz prošle godine. Očekivani gospodarski rast europodručja, posebno kroz performanse značajnih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera poput Slovenije, Njemačke i Austrije, potaknut će domaći gospodarski rast.

Povećanju gospodarske aktivnosti u idućem razdoblju pozitivno bi trebale pridonijeti i sve sastavnice domaće potražnje. Očekivani nastavak povoljnih kretanja na tržištu rada, iako nešto slabijim intenzitetom nego prethodne godine, stimulirat će osobnu potrošnju. Istodobno se očekuje dinamiziranje investicijske aktivnosti, poglavito kao posljedica boljega korištenja fondova EU-a, što će dati daljnji poticaj većoj zaposlenosti i rastu raspoloživog dohotka stanovništva. Iako se kriza Agrokora dosad nije snažnije odrazila na gospodarska kretanja, negativni rizici za investicijsku aktivnost i osobnu potrošnju i dalje proizlaze iz mogućnosti problema s restrukturiranjem koncerna Agrokor.

Očekivani nastavak povoljnih fiskalnih kretanja odrazit će se na daljnje poboljšavanje pokazatelja zaduženosti opće države, što bi se moglo odraziti u popravljanju percepcije rizika Republike Hrvatske. Rizik za fiskalnu konsolidaciju povezan je s kretanjima u pojedinim brodogradilištima, sindikalnim pritiscima, neplaćenim obvezama u zdravstvu kao i s potencijalnim arbitražnim postupcima.

41 Pri prelasku instrumenta iz 1. faze prihodonosnog plasmana (engl. *performing*) u 2. fazu "slabije prihodonosnog" plasmana (engl. *underperforming*) općenito raste procjena očekivanoga kreditnog gubitka (engl. *expected credit loss*, ECL) s obzirom na to da se parametri rizika na temelju kojih se ona određuje mijenjaju s jednogodišnjeg razdoblja na cijelo razdoblje trajanja financijskog instrumenta (engl. *lifetime*, ECL).

42 U scenariju stresa model se rekalkulira prema regresijom utvrđenoj stopi nastanka događaja neispunjavanja obveza (engl. *default rate*, DR) koja odražava makroekonomske pokazatelje iz Tablice 7.1.

43 Detaljnije o korištenom modelu vidi u Grebenar, T. (2018.): *Bihevioralni model procjene vjerojatnosti nastanka događaja neispunjavanja obveza i rejting nefinancijskih poduzeća, Istraživanja I-53*, Zagreb, siječanj 2018., HNB

Tablica 7.1. Makroekonomski scenarij

Indikatori	Temeljni scenarij		Stresni scenarij			
			S1		S2	
	2018.	2019.	2018.	2019.	2018.	2019.
Uvjeti financiranja na inozemnom tržištu						
Referentna stopa ESB-a, %	0,00	0,30	0,00	0,00	0,00	0,00
Referentna stopa Fed, %	2,35	2,90	1,05	0,25	1,05	0,25
EURIBOR 3M, %	-0,26	0,18	0,02	0,37	0,02	0,37
BDP (realni rast EU-a), %	2,20	1,90	-1,20	-2,20	-1,20	-2,20
Uvjeti financiranja na domaćem tržištu						
Prinosi na obveznice, promjena prosjeka u p. b.	0,30	0,07	0,55	0,86	0,55	1,29
Dug. kamatne stope, promjena prosjeka u p. b.	-0,25	0,31	0,03	1,05	0,03	1,06
Krat. kamatne stope, promjena prosjeka u p. b.	-0,31	0,31	0,82	2,50	0,82	2,50
Kamatne stope na novč. trž., promjena prosjeka u p. b.	0,01	0,31	1,52	5,30	1,52	5,30
Tečaj						
EUR	7,44	7,44	7,78	8,12	7,78	8,12
CHF	6,35	6,24	6,82	7,26	6,82	7,26
Realni sektor						
Investicije, realno (godišnja stopa rasta, %)	7,1	6,9	2,0	-4,4	2,0	-7,0
Osobna potrošnja, realno (godišnja stopa rasta, %)	3,4	2,9	0,8	-3,1	0,8	-3,7
BDP, realno (godišnja stopa rasta, %)	2,9	2,8	0,6	-2,3	0,6	-3,0
Stopa nezaposlenosti (%)	11,3	10,2	11,6	11,9	11,6	12,1
Cijene nekretnina (godišnja stopa rasta, %)	3,5	2,1	1,4	-3,7	1,4	-3,7
Potrošačke cijene (godišnja stopa rasta, %)	1,3	1,4	1,9	2,7	1,9	2,7
Bilješka:						
Stupanj kreditne kvalitete za ponder za izloženosti prema središnjim državama		4		5		5

Izvor: HNB

Globalni inflacijski pritisci, koji su još uvijek razmjerno prigušeni, ne bi trebali stvarati potrebu za brzom i intenzivnom promjenom smjera monetarnih politika vodećih središnjih banaka, pa se očekuje postupni nastavak otpočete normalizacije monetarnih politika. Premda ovaj proces monetarne normalizacije ne bi trebao znatnije pooštriti globalne uvjete financiranja, mogući porast troškova zaduživanja i dalje ostaje negativni rizik za fiskalnu stabilnost i bilance privatnoga nefinancijskog sektora. Istodobno, kućanstva i nefinancijska poduzeća ne bi trebala biti pod valutnim pritiskom s obzirom na očekivani nastavak održavanja stabilnog tečaja kune prema euru.

b) Stresni scenarij

Privatna potrošnja posljednjih je godina ključni pokretač globalnog rasta, dok doprinos investicija ostaje i dalje nizak⁴⁴. Recentna empirijska istraživanja pokazuju kako je rast predvođen osobnom potrošnjom manje održiv od rasta predvođenog investicijama⁴⁵, pogotovo ako kasnije dovodi do rasta makro-

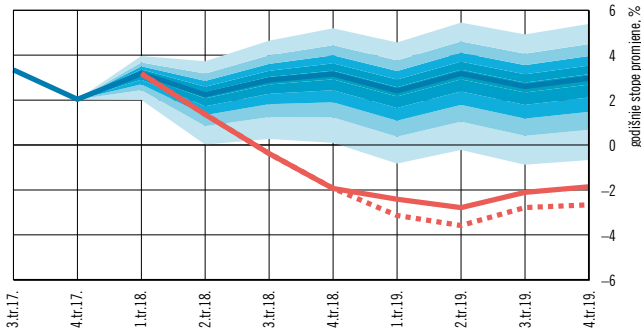
ekonomskih neravnoteža i porasta tereta duga. Naime, za povećanje potencijalnoga gospodarskog rasta nužne su investicije u djelatnosti s potencijalom tehnološkog progressa koji dugoročno povećava produktivne kapacitete gospodarstva i životni standard. Tražeći odgovor na pitanje zbog čega je doprinos investicija gospodarskom rastu i dalje nizak unatoč poboljšanim uvjetima financiranja, empirijski dokazi upućuju na to da nezvjesnost glede budućeg stanja gospodarstva i profitni obrasci imaju ključnu ulogu u poticanju ulaganja, a manje uvjeti finan-

44 Europska komisija (2017.): *Investment in the EU member states: An Analysis of Drivers and Barriers*, Institutional paper 062

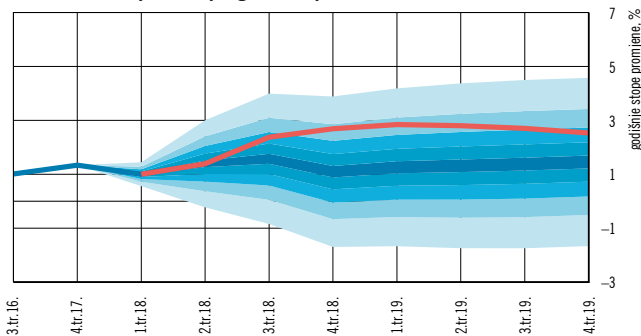
45 BIS (2017.): *Consumption-led expansions*, *Quarterly Review*, str. 25–37, ožujak

Slika 7.1. Vjerojatnost stresnog scenarija

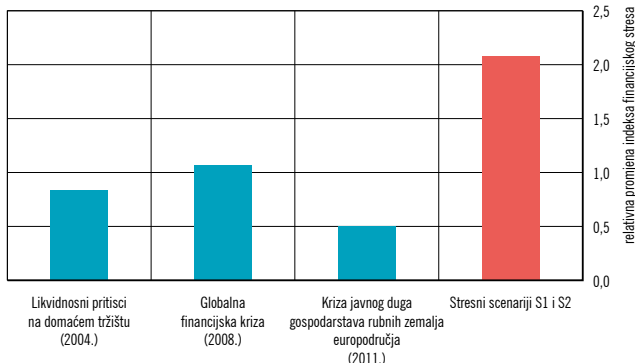
a) Dinamika BDP-a u stresnom scenariju u odnosu na rizike ostvarenja temeljnog scenarija



b) Dinamika potrošačkih cijena u stresnom scenariju u odnosu na rizike ostvarenja temeljnog scenarija



c) Stupanj poremećaja na financijskom tržištu induciran stresnim uvjetima u gospodarstvu



Napomena: Na a) i b) dijelu slike crvenom linijom označena je putanja odnosno varijable u stresnom scenariju S1, crvenom crtkanom linijom putanja odnosno varijable u stresnom scenariju S2, a plavom bojom rizici ostvarenja temeljnog scenarija koji se zasniva na monetarnoj projekciji HNB-a.
Izvor: HNB

ciranja⁴⁶. Sekularni trendovi⁴⁷ u europskom i američkom gospodarstvu mogu opravdavati pad stope investicija i zadržavanje gospodarskog rasta na niskim razinama⁴⁸.

U ovim bi uvjetima inicijalni šok mogao predstavljati recesijski učinak intenzivnijeg zaoštavanja monetarne politike u SAD-u od najavljenog⁴⁹. Učinak kontrakcije gospodarske aktivnosti u SAD-u prelio bi se na europska tržišta iako monetarna ekspanzija u Europi i dalje traje. Europa je prema modelima MMF-a trenutačno izloženija riziku recesije te bi prekogranični efekti američke recesije uz prisutan pomak prema protekcionističkim politikama⁵⁰ mogli putem trgovinskih kanala izravno izazvati snažnu kontrakciju BDP-a u Europi.

Osim smanjenja potencijalnog rasta, ograničavanje slobodne trgovine moglo bi rezultirati i ubrzanjem globalne inflacije, što bi onda impliciralo i nešto intenzivniji tempo normalizacije monetarnih politika te posljedično pogoršanje uvjeta financiranja. Ubrzano zaoštavanje monetarnih politika dovelo bi do korekcije vodećih svjetskih burzi i reevaluacije različitih klasa imovine u odnosu na fundamente i moguće rizike (korekcija premija za rizik) uz rast kolebljivosti na tržištima. Ovaj bi se utjecaj najprije manifestirao kod rizičnije imovine poput državnih obveznica visokozaduženih zemalja s niskim rejtingom, poput Hrvatske. U takvim bi uvjetima u Hrvatskoj ojačali deprecijacijski tečajni pritisci koji bi bili na razinama već zabilježenima u prijašnjim razdobljima stresnih poremećaja.

Opisani bi scenarij svakako utjecao i na očekivanu putanju rasta hrvatske privrede koja je trgovinskim kanalima i kroz sektor turizma uvelike ovisna o kretanjima u europodručju. Razvoj negativnih šokova uvezenih iz inozemstva ovisio bi o trenutačnim ranjivostima domaćega gospodarstva te stanju i specifičnostima u domaćem bankovnom sustavu koji se ogledaju u:

(i) Visokoj izloženosti financijskog sektora prema državi

Iako je nakon duljeg razdoblja jačanja povezanosti financijskog sustava i središnje države prestanak povlaštenog pondera za

46 (i) BIS (2015.): *(Why) Is investment weak?*, Quarterly Review, ožujak;
(ii) ESB (2016.): *Business investment developments in the euro area since the crisis*, Economic Bulletin no. 7

47 Frazu "sekularna stagnacija" izvorno je 1938. skovao Alvin Hansen s ciljem opisanja poteškoća s tromim oporavkom američkoga gospodarstva koji je uslijedio nakon Velike depresije.

48 Teorija sekularne stagnacije korištena je i u prošloj iteraciji testiranja otpornosti na stres.

49 Stresni scenarij pretpostavlja intenzivnije zaoštavanje monetarne politike Feda početkom prve godine simulacije u odnosu na najave (2018.). Međutim, nakon recesijskih učinaka takve politike pretpostavljeno je da se monetarna politika u SAD-u akomodativno relaksira tijekom ostatka simulacijskog horizonta pa je stoga referentna stopa Feda krajem 2018. i 2019. niža u stresnom u odnosu na temeljni scenarij.

50 SAD se tako u prošloj godini povukao iz Transpacifičkoga partnerskog trgovinskog sporazuma (TPP), stopirao pregovore o Transatlantskom sporazumu o trgovini i investicijama (TTIP), dok zaoštavanje trgovinskih odnosa između SAD-a i Kine u posljednje vrijeme dodatno podiže neizvjesnost.

dio izloženosti prema središnjim državama i središnjim bankama potaknuo razduživanje središnje države (vidi poglavlje 6. Bankarski sektor), još uvijek relativno visok javni dug može u uvjetima kumuliranih rizika djelovati kao katalizator ozbiljnih sistemskih poremećaja. Ta povezanost djeluje na adekvatnost kapitala bankovnog sustava već u prvoj godini horizonta simulacije prestankom povlaštenog tretmana za dio izloženosti prema središnjim državama i središnjim bankama te se prema propisanim uvjetima prijelaznog razdoblja pojačava u drugoj godini horizonta simulacije⁵¹. Navedeni regulatorni tretman rezultira povećanjem iznosa izloženosti riziku, odnosno kapitalnih zahtjeva za te izloženosti, kao i za neizravne izloženosti na temelju primljenih jamstava i financijskoga kolaterala središnjih država, u skladu s pretpostavljenim pogoršanjem kreditnog rejtinga Republike Hrvatske u scenarijima S1 i S2. Smanjena percepcija rizika države u početku horizonta simulacije pridonosi tome da pretpostavljeno pogoršanje kreditnog rejtinga Republike Hrvatske ipak ne rezultira povećanjem pondera rizika⁵².

(ii) Procesu restrukturiranja koncerna Agrokor

Ishod rješavanja krize koncerna Agrokor neminovno će se odraziti na kapitalne pozicije kreditnih institucija, zbog čega su, jednako kao i u prethodnoj iteraciji testiranja otpornosti bankovnog sustava na stresne poremećaje, simulirana dva modaliteta stresnog scenarija: a) osnovni stresni scenarij (scenarij S1), koji uz prethodno opisani recesijski utjecaj zaoštavanja monetarne politike SAD-a na domaće gospodarstvo pretpostavlja nagodbu i uredan proces restrukturiranja Agrokor, te b) diferencirani stresni scenarij (scenarij S2), koji se u odnosu na scenarij S1 razlikuje u komponenti neurednog restrukturiranja koncerna Agrokor, što podrazumijeva njegov stečaj i materijalizaciju kreditnog rizika. Pokrivenost ispravcima vrijednosti za izloženosti banaka prema koncernu Agrokor te s njim gospodarski povezanim društvima već je na početku razdoblja testiranja dosegla razinu ranije pretpostavljenog troška u scenariju S1⁵³, što se djelomice može objasniti i pripremom kreditnih institucija za slučaj neurednog restrukturiranja. Stoga se u slučaju scenarija S1 koji podrazumijeva uredno restrukturiranje pretpostavljaju tek dodatni troškovi ispravaka vrijednosti koje su kreditne institucije priznale početkom ove godine, odnosno, u skladu s obveznim progresivnim načinom,

51 Učinci promjena u tretmanu tih izloženosti u skladu s regulatornim odredbama djeluju već u temeljnom scenariju.

52 U scenarijima stresa kreditni rejting RH smanjen je do B (scenarij S1) odnosno B- (scenarij S2), čime stupanj kreditne kvalitete u oba scenarija ne pada niže od razine 5, što još uvijek ne povećava ponder rizika. Ipak, tek manje dodatno pogoršanje kreditnog rejtinga RH (u scenariju stresa dvije ocjene, a u diferenciranom scenariju tek jedna ocjena) prouzročilo bi značajno povećanje pondera rizika za 50%.

53 Operativne pretpostavke potencijalnih gubitaka u restrukturiranju Agrokor za izravne izloženosti od 50% te neizravne izloženosti prema gospodarski povezanim društvima od 20% u urednom scenariju i analogno, 70% i 40% u neurednom scenariju, dobivene su prema shemi kombiniranja povijesnih vjerojatnosti gubitaka. Vidi poglavlje 7. Testiranje otpornosti kreditnih institucija na stres, Financijska stabilnost br. 18.

pretpostavljena je dinamika njihova povećanja svakih daljnjih 180 dana do ispunjavanja uvjeta za reklasifikaciju u prihodonosne izloženosti⁵⁴. Scenarij S2 temelji se na pretpostavci kako će ispravke vrijednosti u visini ukupne izloženosti koncernu Agrokor banke u cijelosti formirati u prvoj godini simulacije. Iznimka su kreditne institucije koje su sudjelovale u kreditu s prvenstvom naplate (tzv. roll-up), što im daje prvenstvo u naplati starog i novog duga u istom iznosu.

Kvantifikacija scenarija i osjetljivosti rezultata

a) Osnovni kvantitativni elementi scenarija

Nakon vrlo povoljnih recentnih makroekonomskih ostvarenja u projiciranom horizontu temeljnog scenarija (2018. i 2019.) očekuje se slična pozitivna dinamika rasta BDP-a od 2,9% odnosno 2,8%.

Za razliku od temeljnog scenarija, konstruirani stresni makroekonomski scenarij S1 rezultirao bi znatno nižim rastom u prvoj godini stresnog testiranja (0,6%), dok bi se u sljedećoj godini gospodarska aktivnost smanjila za 2,3% (Slika 1.a)). U opisanim uvjetima može se očekivati pogoršanje uvjeta na tržištu rada, pa bi se stopa nezaposlenosti (uzimajući u obzir trenutni proces migracije radno sposobnog stanovništva) mogla povećati na 11,9%. Negativni bi trendovi utjecali na pad osobne potrošnje (za 3,1%) i investicija (za 4,4%) u drugoj godini stresnog horizonta. Vjerojatnost je ovakvog scenarija veoma mala, ali svakako zamisliva.

Opisana reevaluacija cijena i rast kolebljivosti na financijskim tržištima odrazili bi se na rast prinosa na državne obveznice koji bi u stresnom scenariju u prosjeku porasli za 55 b. b. u prvoj te dodatnih 86 b. b. u drugoj godini scenarija. Preokretanje gospodarskih trendova koje bi stvorilo pritisak na fiskalnu konsolidaciju i pogoršalo percepciju rizika zemlje posljedično bi smanjilo stupanj kreditne kvalitete za izloženosti prema RH s 4 na 5, što ipak ne povećava ponder rizika u simuliranim uvjetima stresa.

Rast referentnih kamatnih stopa vodećih središnjih banaka prelio bi se na rast kamatnih stopa na domaćem novčanom tržištu bi, uz rast premije za rizik zemlje, znatno poskupio financiranje privatnoga nefinancijskog sektora. S obzirom na dinamiku distribucije šokova, kratkoročne kamatne stope u ovom stresnom scenariju značajnije reagiraju od dugoročnih kamatnih stopa, što dovodi do položenije kamatne krivulje. Tečajne kolebljivosti mogle bi dosegnuti rijetke povijesno zabilježene

54 Odluka o klasifikaciji izloženosti u rizične skupine i načinu utvrđivanja kreditnih gubitaka (NN, br. 114/2017.). Dio restrukturirane izloženosti koja i dalje predstavlja plasmane zadržava se još najmanje 12 mjeseci u rizičnoj skupini B1 (minimalni ispravci vrijednosti u visini od 2%) te nakon 12 mjeseci svakih dodatnih 180 dana ispravci se povećavaju za još 5% potraživanja po glavnici.

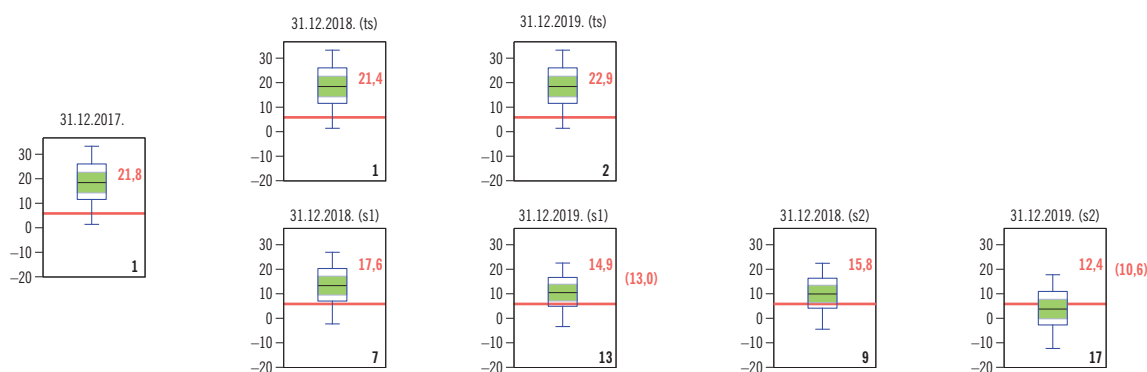
ekstreme. Unatoč tome, inflatorni pritisci na domaćem tržištu bili bi umjereni (Slika 1.b)). Uzme li se u obzir stupanj opisanih šokova⁵⁵ na uvjete financiranja na domaćem tržištu i tečajna dinamika, generirani stupanj stresa na domaćem tržištu premašio bi slične povijesno zabilježene događaje (Slika 1.c)).

Budući da proces nagodbe dužnika koncerna Agrokor još nije okončan, njezin ishod kao i sam budući proces restrukturiranja koncerna mogao bi se odraziti na kapitaliziranost kreditnih institucija kroz dva kanala. Izravan utjecaj bit će materijalizacija kreditnog rizika koncerna Agrokor, kao i s njime gospodarski povezanih subjekata. Osim toga, može se očekivati i neizrav-

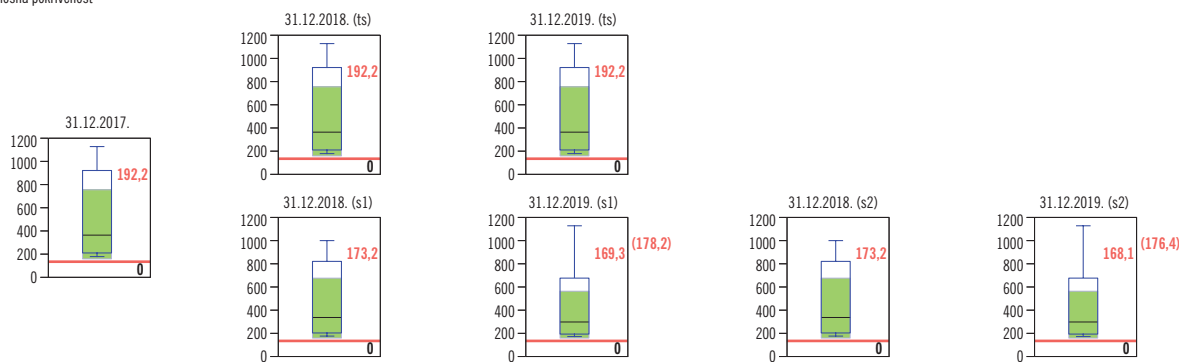
ni utjecaj restrukturiranja sistemski značajnog poduzeća na kreditnu kvalitetu portfelja banaka kroz smanjenje investicija i zaposlenosti, odnosno osobne potrošnje. Ovi su sekundarni učinci u scenariju S2 simulirani kroz pretpostavljeno otpuštanje dijela zaposlenih u koncernu Agrokor i s njime gospodarski povezanim poduzećima⁵⁶ (stopa nezaposlenosti u 2019. u S2 iznosi 12,1%), što je preneseno na smanjenje kvalitete kreditnog portfelja banaka kroz dodatni pad investicija (za 2,6 p. b.) i osobne potrošnje (za 0,6 p. b.) u simuliranom scenariju S2 u odnosu na scenarij S1. Stoga bi u opisanim globalnim stresnim uvjetima i njihovu recesijskom utjecaju na domaće gospodarstvo (pad BDP-a od 2,3% u scenariju S1) stečaj koncerna

Slika 7.2. Solventnost i likvidnost kreditnih institucija u temeljnom i stresnom scenariju

a) Kapitalna adekvatnost



b) Likvidnosna pokrivenost



Napomena: a) Crvenom linijom označena je granična vrijednost stope adekvatnosti redovnog osnovnog kapitala (6,5%), odnosno koeficijent likvidnosne pokrivenosti (100%).

b) Crvenom je bojom označena stopa likvidnosne pokrivenosti na razini sustava, odnosno adekvatnost kapitala na razini sustava, a u zagradama stope koje bi vrijedile kada se jedna veća banka zbog transformacije u podružnicu ne bi prikazivala kao dio sustava.

c) Broj institucija koje nisu prošle na testu (u kapitalnom i likvidnosnom bloku) prikazan je u donjem desnom kutu.

Izvor: HNB

55 Inicijalni šok se zbog vremenske distribucije aktivira tek u drugoj polovini prve godine simulacije (H2 2018).

56 S obzirom na to da se slični događaji, kao što je kriza koncerna Agrokor, u Hrvatskoj dosada još nikada nisu materijalizirali, utjecaj koji bi neuredno restrukturiranje Agrokor imalo na investicije i osobnu potrošnju simuliran je oslanjanjem na međunarodne empirijske analize restrukturiranja prezađuženih poduzeća (Chung, J. i Ratnovski, L. (2016.): *Benefits and Costs of corporate Debt Restructuring: An Estimation for Korea*, IMF Working Paper, WP/16/204, listopad 2016.). Slijedeći ova međunarodna iskustva pretpostavlja se, na temelju broja zaposlenih iz Finine baze podataka za 2016., da će u koncernu Agrokor biti otpušteno 35% zaposlenih, a u s njime gospodarski povezanim poduzećima 15%.

Agrokor mogao, uz korištene pretpostavke simulacije, dodatno umanjiti gospodarsku aktivnost koja bi se u 2019. u scenariju S2 mogla smanjiti za 3%⁵⁷).

b) Osjetljivost na uvjete u temeljnom scenariju

U temeljnom scenariju, koji podrazumijeva nastavak pozitivnih makroekonomskih trendova, kvaliteta kreditnog portfelja u dvije godine stresnog horizonta popravljiva se, pa se očekuje kako će se udio loših kredita koji je na kraju 2017. iznosio 11,4% spustiti na razinu od 9,9% u 2018. te 9,3% u 2019.

Operativne bi se zarade u projiciranom razdoblju obilježenom niskim kamatnim stopama blago smanjile te bi se kretale na razinama od 7,7 mlrd. kuna. U odnosu na predviđeni trošak ispravaka vrijednosti od 4 mlrd. kuna u prvoj te 1,5 mlrd. kuna u drugoj godini simulacije, stopa redovnoga osnovnoga kapitala sustava (SAROK) u prvoj godini blago pada na 21,4%, dok u drugoj godini raste na 22,9%. Kapitaliziranost sustava tako je pod dominantnim utjecajem rasta rizikom ponderirane imovine s obzirom na prestanak važenja povlaštenog pondera za rizik izloženosti prema središnjim državama u valuti države članice EU-a. S obzirom na projicirani nastavak povoljnih makroekonomskih i financijskih kretanja očekuje se kako će kratkoročna likvidnost domaćega financijskog sustava (mjerena omjerom likvidnosne pokrivenosti, LCR⁵⁸) i dalje biti na visokim razinama tijekom sljedeće dvije godine (192%), pri čemu će sve kreditne institucije zadovoljavati regulatorni minimum.

c) Osjetljivost na uvjete u stresnom scenariju

U stresnim uvjetima kvaliteta kreditnog portfelja snažnije bi reagirala. Tako u simulaciji scenarija S1, koji osim uspoređivanja gospodarske aktivnosti i stresa na financijskim tržištima kao pretpostavku uzima i uredno restrukturiranje koncerna Agrokor, udio loših kredita na razini sustava raste na 13,1% u 2018., odnosno 17,4% u 2019. U strukturi portfelja sektoru poduzeća udio loših kredita mogao bi porasti s razine od 22,3% u 2017. na 37% do kraja 2019. Istovremeno bi simulirani šokovi utjecali na kreditnu sposobnost sektora stanovništva te bi zbog njihova ubrzanoga pogoršavanja udio loših kredita unutar portfelja stambenih i potrošačkih kredita mogao do kraja projiciranog horizonta porasti na 9% odnosno 10%.

U scenariju S1 troškovi ispravaka vrijednosti zbog smanjivanja

kvalitete portfelja, čije je priznavanje dodatno ubrzano uvođenjem MSFI-ja 9 te dodatnih rezervacija za Agrokor iznosili bi 6,4 mlrd. kuna u prvoj godini i 10 mlrd. kuna u drugoj godini simulacije. S obzirom na istodobno smanjenje zarada na 6,3 mlrd. kuna u prvoj godini te 6,7 mlrd. kuna u drugoj godini, na razini sustava ostvario bi se gubitak u visini od 3,4 mlrd. kuna kumulativno. Na kapitaliziranost sustava velik utjecaj ima i rast rizikom ponderirane imovine zbog deprecijacije kune i porasta pondera za izloženost države u stranoj valuti. Stopa redovnoga osnovnoga kapitala (SAROK) tako se spušta na 17,6% u 2018. te 14,9% u 2019., pri čemu sedam kreditnih institucija ne zadovoljava minimalne kapitalne standarde u prvoj, a 13 kreditnih institucija u drugoj godini. U simuliranim stresnim uvjetima kreditne bi institucije i dalje raspolagale znatnim likvidnosnim viškovima. Koeficijent likvidnosne pokrivenosti za sustav u prvoj godini simulacijskog horizonta smanjio se tako na 173%, odnosno na 169% do kraja 2019., pri čemu sve institucije zadovoljavaju minimalne likvidnosne standarde.

U scenariju S2, koji uz recesijske uvjete podrazumijeva i stečaj koncerna Agrokor, rezervacije kreditnih institucija rastu za dodatnih 3,6 mlrd. kuna, što bi umanjilo adekvatnost redovnoga osnovnoga kapitala na razini sustava na 15,8% uz devet institucija ispod regulatornog minimuma u prvoj te 12,4% u drugoj godini uz 17 kreditnih institucija s nedostatnom minimalnom kapitalnom adekvatnošću. Tako bi neuredno restrukturiranje koncerna Agrokor moglo, s obzirom na već recesijskim uvjetima oslabljene kapitalne pozicije banaka u scenariju S1, dodatne dvije (u 2018.) odnosno četiri (u 2019.) kreditne institucije spustiti ispod minimalno zahtijevanoga kapitalnog standarda. Međutim, treba naglasiti kako je uglavnom riječ o manjim kreditnim institucijama, pa je adekvatnost kapitala na razini sustava i dalje dostatna za podnošenje simuliranih malo vjerojatnih, ali ekstremnih šokova. U scenariju S2 dodatni predviđeni učinak na likvidnost na razini sustava marginalan je (LCR bi se smanjio za 1 p. b. u odnosu na rezultate scenarija S1) te bi jedna manja institucija pala ispod kritičnog praga testiranja od 100%.

Rezultati integriranih testova likvidnosti i solventnosti potvrđuju i dalje visoku otpornost bankovnog sustava na materijalizaciju zamišljenih, ali malo vjerojatnih scenarija. No sve veća diversifikacija otpornosti među kreditnim institucijama upućuje na potrebu održavanja visoke razine zaštitnih slojeva kapitala u svrhu stabilnosti bankovnog sustava.

⁵⁷ Smanjenje gospodarske aktivnosti od 3% u 2019. u scenariju S2 posljedica je simuliranih stresnih uvjeta u međunarodnom i domaćem okružju (scenarij S1) kojima je pridodano neuredno restrukturiranje koncerna Agrokor. Zbog složenih strukturalnih povezanosti ukupnoga gospodarstva i korištenja konzistentnoga makroekonomskog scenarija, a na kojima se zasniva metodologija testiranja kreditnih institucija na stres, analizom rezultata ovih simulacija teško je izolirati isključivi utjecaj stečaja Agrokor na BDP.

⁵⁸ Puna primjena LCR-a, u visini od 100%, počinje od 2018. Prijelaznom fazom omogućeno je postupno uvođenje LCR-a pa su tako u 2015. kreditne institucije bile dužne održavati LCR od 60%, u 2016. 70%, a u 2017. 80%.

Popis slika i tablica

Mapa rizika	5	Slika 3.5. Tijekom 2017. intenziviralo se novo dugoročno zaduživanje kućanstava	20
Slika 1.1. Realni gospodarski rast i inflacija odabranih tržišta	8	Slika 3.6. Na rast novoga stambenog kreditiranja krajem 2017. znatan utjecaj imao je program državnog subvencioniranja	20
Slika 1.2. Monetarne politike SAD-a i europodručja dodatno su se udaljile	8	Slika 3.7. Dinamika novoga kreditiranja zaustavila je višegodišnje smanjivanje ukupnog iznosa kredita	21
Slika 1.3. Relativno optimistično vrednovanje dionica upućuje na moguće rizike	9	Slika 3.8. Uvjeti kreditiranja ublaženi su tijekom 2017.	21
Slika 1.4. Dok je tržišni rizik u 2017. bio na najnižim razinama, geopolitička je kolebljivost bila značajna	9	Slika 3.9. Banke očekuju jačanje kreditne potražnje	21
Slika 1.5. Godinu 2017. obilježilo je slabljenje dolara prema vodećim svjetskim valutama	9	Slika 3.10. Pozitivni trendovi na tržištu rada nastavili su se tijekom 2017.	22
Slika 1.6. Izvoz ostaje generator realnog rasta i u 2018.	10	Slika 3.11. Prosječna isplaćena mjesečna bruto plaća, po spolu i dobnim skupinama, poslodavci s više od deset zaposlenih	22
Slika 1.7. Dok tržište kapitala ponovno stagnira, cijene nekretnina rastu	10	Slika 3.12. Udio privremeno zaposlenih u ukupnom broju zaposlenih po dobnim skupinama	22
Slika 1.8. Višak kunske likvidnosti u 2017. bio je dvostruko viši u odnosu na prethodnu godinu	10	Slika 3.13. Dug kućanstava prema kreditnim institucijama nominiran u kunama na povijesnom je maksimumu	22
Slika 1.9. Percipirani se rizik Hrvatske smanjuje	11	Slika 3.14. Nastavio se pad kamatnih stopa na novoodobrene (stambene) kredite	22
Slika 1.10. Odabrani pokazatelji vanjskih ranjivosti nastavljaju se poboljšavati	11	Slika 3.15. U strukturi duga kućanstava prema kreditnim institucijama raste udio kredita s fiksnim stopama	22
Okvir 1.		Slika 3.16. Slika 3.16. Najzastupljenije su stope koje na dulji rok štite potrošače od kamatnog rizika	23
Slika 1. Sistematizirana mjera materijaliziranih geopolitičkih rizika	12	Slika 3.17. Promjenjive kamatne stope po najvećem dijelu kredita odobrenih kućanstvima vezane su uz kretanje nacionalne referentne kamatne stope (NRS), stanja na dan 31. 12. 2017.	23
Slika 2. Alternativna mjera percepcije političkog rizika	13	Slika 3.18. Opterećenost se kućanstava dugom i kamatama smanjuje	23
Tablica 1. Rezultati regresijske analize	14	Slika 3.19. Sistemska ranjivost kućanstava u daljnjem je padu	23
Slika 2.1. Saldo opće države	15	Slika 4.1. Razduživanje sektora nekretnina značajno se usporilo tijekom 2017.	25
Slika 2.2. Dug opće države	15	Slika 4.2. Rast cijena stambenih nekretnina i rast optimizma potrošača, u uvjetima pozitivnih makroekonomskih kretanja, uzajamno se osnažuju	25
Slika 2.3. Usporedno kretanje manjka opće države	16	Slika 4.3. Cijene stambenih nekretnina značajnije su porasle krajem 2017.	26
Slika 2.4. Usporedno kretanje javnog duga	16	Slika 4.4. Cijene stambenih nekretnina kreću se oko razine temeljene na makroekonomskim fundamentima	26
Tablica 2.1. Referentne razine pokazatelja za rizik fiskalne održivosti u 2017. godini	16	Slika 4.5. Pad premija za rizik smanjuje kamatnu razliku	26
Slika 2.5. Valutna struktura javnog duga	17	Slika 4.6. Rast cijena zaustavio je poboljšavanje financijske dostupnosti stambenih nekretnina	27
Slika 2.6. Rashodi za kamate opće države	17	Okvir 2.	
Slika 2.7. Kretanje generičkih prinosa dužničkih vrijednosnih papira odabranih zemalja s područja Srednje i Istočne Europe (SIE)	17	Slika 1. Distribucija godišnje promjene cijena stambenih nekretnina na razini EU-a	28
Slika 2.8. Različiti scenariji projekcije javnog duga	17		
Slika 3.1. Višegodišnje razduživanje kućanstava zaustavljeno je tijekom 2017.	19		
Slika 3.2. Na godišnjoj razini nominalni i efektivni dug kućanstava raste	19		
Slika 3.3. Financijska imovina kućanstava raste	20		
Slika 3.4. Depoziti kućanstava dominantan su oblik ulaganja	20		

Slika 2. Kontinuirani rast cijena nekretnina geografski je široko rasprostranjen	28	Slika 5.13. Kamatne stope na kratkoročne kredite poduzećima u Hrvatskoj u većem dijelu 2017. stagniraju	40
Slika 3. Snažan rast cijena stambenih nekretnina na nekim tržištima može se povezati sa snažnijim padom cijena u postkriznom razdoblju	28	Slika 5.14. Nastavak razduživanja, posljedično smanjenje tereta otplate duga i smanjenje kamatnih stopa pozitivno utječu na smanjenje rizičnosti sektora nefinancijskih poduzeća	40
Slika 4. Pozitivna kretanja na strani ponude	29	Slika 6.1. Izloženost banaka rizicima nastavila se smanjivati uz istovremeno očuvanje visokih razina zaštitnih slojeva	43
Slika 5. Postotak precijenjenosti/podcijenjenosti u odnosu na dugoročni prosjek, 2016.	29	Slika 6.2. Višegodišnji trend smanjivanja ukupne imovine banaka zaustavljen je u 2017.	44
Slika 6. P-I i P-R u odnosu na stopu nezaposlenosti mladih od 25 godina, 2016.	29	Slika 6.3. I dalje ne postoji ciklički pritisak kreditnog rasta	44
Slika 7. P-I i P-R u odnosu na stopu migracije (na 1000 stanovnika)	29	Slika 6.4. Rast koncentracije bankovnog sustava nastavio se i u 2017.	44
Slika 8. Niža stambena kreditna zaduženost sektora stanovništva u regiji SIE	29	Slika 6.5. Smanjenje plasmana državi i razduživanje prema stranim vlasnicima odredili kretanje bilance banaka	46
Slika 9. Jačanje rasta novoga stambenog kreditiranja u regiji SIE, na osnovi transakcija	30	Slika 6.6. Nakon višegodišnjeg trenda rasta udio izloženosti banaka prema državi u 2017. smanjio se	46
Okvir 3.		Slika 6.7. Obveze banaka prema stranim povezanim subjektima gotovo izjednačene s imovinom na kraju 2017.	46
Slika 1. Vrste instrumenata (mjera) usmjerenih na tržište nekretnina	31	Slika 6.8. Nastavljena supstitucija prekograničnih izvora s depozitima po viđenju rezidenata	47
Slika 2. Primjena instrumenata (mjera) prema vrsti	33	Slika 6.9. Rast ročne neusklađenosti kredita i depozita banaka primarno uzrokovan skraćanjem ročnosti obveza	47
Tablica 1. Popis makroprudencijalnih mjera za nekretnine u primjeni po državama članicama EU-a i državama EGP-a notificiranih kod ESRB-a	34	Slika 6.10. Udio kunske aktive u ukupnoj dosegnoo razinu od 49%	47
Slika 5.1. Zaduzenost sektora poduzeća nastavlja se smanjivati u 2017. godini	37	Slika 6.11. Dekompozicija rasta kredita privatnom sektoru	48
Slika 5.2. Prodaja potraživanja i rast BDP-a značajno doprinose smanjenju ukupne zaduzenosti	37	Slika 6.12. Izloženost banaka valutno induciranom kreditnom riziku nastavila se smanjivati	48
Slika 5.3. Nefinancijska poduzeća, posebno javna, smanjuju svoj dug	38	Slika 6.13. Izloženost banaka kamatno induciranom kreditnom riziku nastavila se smanjivati	48
Slika 5.4. Glavninu bruto duga nefinancijskih poduzeća otkupila su inozemna poduzeća	38	Slika 6.14. Profitabilnost banaka pod utjecajem povećanih ispravaka vrijednosti	49
Slika 5.5. Inozemna i domaća financijska poduzeća plaćala su relativno najmanju otkupnu cijenu	38	Slika 6.15. Najveći utjecaj na smanjenje profitabilnosti u 2017. u odnosu na 2016. imali su troškovi ispravaka vrijednosti	49
Slika 5.6. Razduživanje sektora nefinancijskih poduzeća karakterizira i djelomično refinanciranje inozemnih kredita domaćim zaduživanjem	39	Slika 6.16. Nastavio se pad aktivnih i pasivnih kamatnih stopa	49
Slika 5.7. Novoodobreni krediti poduzećima u 2017. blago su smanjeni u odnosu na godinu prije	39	Slika 6.17. Nastavljeno poboljšavanje kvalitete kreditnog portfelja banaka	50
Slika 5.8. Potražnja za kreditima nastavlja rasti nakon privremenog pada krajem 2017.	39	Slika 6.18. Poboljšanje kvalitete kredita ponajprije pod utjecajem prodaje neprihodonosnih kredita	50
Slika 5.9. Udio ukupnog duga poduzeća u stranoj valuti stagnira	40	Slika 6.19. Koeficijent likvidnosne pokrivenosti (LCR) značajno je iznad regulatornog minimuma	51
Slika 5.10. Javna poduzeća značajnije smanjuju svoju izloženost valutnom riziku	40	Slika 6.20. Oporavak pokazatelja adekvatnosti kapitala nakon privremenog pogoršanja u drugoj polovini 2015.	51
Slika 5.11. Rizici povezani s rastom kamatnih stopa poduzećima i dalje su naglašeni	40	Tablica 7.1. Makroekonomski scenarij	54
Slika 5.12. U odnosu na europodručje kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima u Hrvatskoj se nastavljaju snižavati	40	Slika 7.1. Vjerojatnost stresnog scenarija	55
		Slika 7.2. Solventnost i likvidnost kreditnih institucija u temeljnom i stresnom scenariju	57

Kratice i znakovi

Kratice

BDP	– bruto domaći proizvod
BDV	– bruto dodana vrijednost
BIS	– Banka za međunarodne namire
CDS	– premija osiguranja od kreditnog rizika (engl. <i>credit default swap</i>)
DZS	– Državni zavod za statistiku
EFSSF	– Europski fond za financijsku stabilnost (engl. <i>European Financial Stability Facility</i>)
EIB	– Europska investicijska banka
EIZG	– Ekonomski institut Zagreb
EK	– Europska komisija
EMBI	– indeks obveznica tržišta u nastajanju (engl. <i>Emerging Market Bond Index</i>)
ESB	– Europska središnja banka
ESM	– Europski stabilizacijski mehanizam (engl. <i>European Stability Mechanism</i>)
EU	– Europska unija
EU CEE	– zemlje Srednje i Istočne Europe
EUR	– euro
Fed	– američka središnja banka (engl. <i>Federal Reserve System</i>)
Fina	– Financijska agencija
g.	– godina
HAC	– Hrvatske autoceste
Hanfa	– Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
HICN	– hedonistički indeks cijena stambenih nekretnina
HNB	– Hrvatska narodna banka
HRK	– kuna
HZZ	– Hrvatski zavod za zapošljavanje
MF	– Ministarstvo financija
mil.	– milijun
mj.	– mjesec
mlrd.	– milijarda
MMF	– Međunarodni monetarni fond
NPLR	– udio ukupnih loših kredita (engl. <i>non-performing loan ratio</i>)
OECD	– Organizacija za gospodarsku suradnju i razvoj
p. b.	– postotni bod
RH	– Republika Hrvatska
ROA	– profitabilnost imovine (engl. <i>return on assets</i>)
ROAA	– profitabilnost prosječne imovine (engl. <i>return on average assets</i>)
ROAE	– profitabilnost prosječnoga kapitala (engl. <i>return on average equity</i>)
ROE	– profitabilnost kapitala (engl. <i>return on equity</i>)
SAD	– Sjedinjene Američke Države
SAK	– stopa adekvatnosti kapitala
SIE	– Srednja i Istočna Europa
SKDD	– Središnje klirinško depozitarno društvo
SDR	– posebna prava vučenja (engl. <i>special drawing rights</i>)

TTIP	– Transatlantsko trgovinsko i investicijsko partnerstvo (engl. <i>Transatlantic Trade and Investment Partnership</i>)
tr.	– tromjesečje
VIKR	– valutno inducirani kreditni rizik
VP	– vrijednosni papiri
ZFO	– Zakon o fiskalnoj odgovornosti

Troslovne oznake za valute

CHF	– švicarski franak
CNY	– juan renminbi
EUR	– euro
GBP	– funta sterlinga
JPY	– jen
USD	– američki dolar

Dvoslovne oznake za zemlje

AT	– Austrija
BA	– Bosna i Hercegovina
BE	– Belgija
BG	– Bugarska
CY	– Cipar
CZ	– Češka
DE	– Njemačka
DK	– Danska
EE	– Estonija
ES	– Španjolska
FR	– Francuska
GB	– Velika Britanija
GR	– Grčka
HR	– Hrvatska
HU	– Mađarska
IE	– Irska
IT	– Italija
LT	– Litva
LV	– Letonija
MK	– Makedonija
MT	– Malta
NL	– Nizozemska
PT	– Portugal
PL	– Poljska
RO	– Rumunjska
SI	– Slovenija
SK	– Slovačka
UK	– Ujedinjena Kraljevina

Znakovi

–	– nema pojave
....	– ne raspolaže se podatkom
0	– podatak je manji od 0,5 upotrijebljene jedinice mjere
ø	– prosjek
a, b, c...	– oznaka za bilješku ispod tablice i slike
*	– ispravljen podatak
()	– nepotpun, odnosno nedovoljno provjeren podatak

