

BROJ

18

godina 10  
V. 2017.



# FINANCIJSKA STABILNOST

HRVATSKA NARODNA BANKA



HRVATSKA NARODNA BANKA

# Financijska stabilnost

broj 18, Zagreb, svibanj 2017.

#### 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](http://www.hnb.hr)

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

ISSN 1846-940X (online)

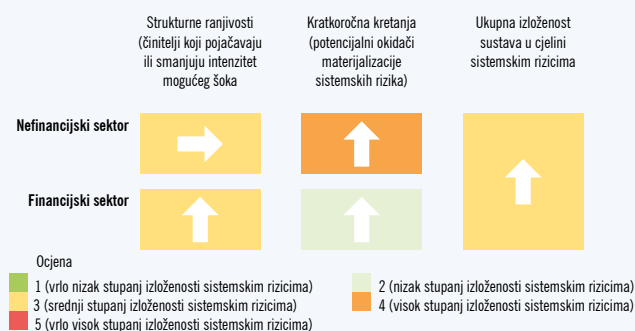
## Sadržaj

Opća ocjena glavnih rizika i izazova za politiku financijske stabilnosti	5
1. Makroekonomsko okruženje	7
2. Sektor države	12
3. Sektor kućanstava	16
Okvir 1. Kretanje ulaganja sektora stanovništva	21
4. Nekretnine	24
Okvir 2. Odstupanje cijena stambenih nekretnina od intrinzične vrijednosti u Hrvatskoj	27
5. Sektor nefinancijskih poduzeća	30
6. Bankarski sektor	34
Okvir 3. Promjena strukture izvora financiranja banaka i potencijalni rizici za financijsku stabilnost	42
7. Testiranje otpornosti kreditnih institucija na stres	44



# Opća ocjena glavnih rizika i izazova za politiku financijske stabilnosti

## Mapa rizika, prvo tromjesečje 2017.



Unatoč nastavku rasta gospodarstva te i dalje dobrim makroekonomskim pokazateljima strukturne ranjivosti domaćega gospodarstva povećale su se, uglavnom pod utjecajem materijalizacije rizika vezanih uz koncern Agrokor. Još uvijek neizvjestan ishod restrukturiranja tog koncerna utječe na rast rizika solventnosti i likvidnosti u sektoru nefinancijskih poduzeća (što je prikazano u gornjem desnom dijelu mape) te u skladu s time na rast ranjivosti u bankarskom sektoru (što je na mapi prikazano u donjem dijelu). Povećana neizvjesnost dovela je i do porasta domaće komponente indeksa financijskog stresa, ponajprije zbog velike kolebljivosti na domaćem dioničkom tržištu. Tako je i za taj indikator mape rizika zabilježeno pogoršanje, unatoč i dalje blagim uvjetima financiranja i niskoj nesklonosti riziku na svjetskim tržištima.

Znatne strukturne ranjivosti domaćega gospodarstva potvrđuje i nadalje visoka premija rizika za Republiku Hrvatsku na međunarodnim tržištima u odnosu na usporedive zemlje. Visok javni dug upućuje na potrebu za dugoročno održivom fiskalnom konsolidacijom. Stoga, iako je strukturni proračunski manjak značajno smanjen, niži proračunski manjak u prošloj godini valja promatrati i u kontekstu relativno visokih stopa gospodarskog rasta te relativno povoljnih uvjeta financiranja. U skladu s time radi smanjenja rizika vezanih uz državni proračun potrebno je nastaviti

s naporima za smanjenje proračunskog manjka, što je trajno moguće ostvariti jedino povećanjem potencijalnih stopa rasta gospodarstva.

Slično tome, iako znatno smanjene, vanjske ranjivosti mjerene omjerom inozemnog duga i BDP-a i nadalje su prisutne te čine zemlju vrlo ranjivom s obzirom na moguće promjene u uvjetima financiranja. Ipak, činjenica da neto inozemnog duga banaka gotovo i nema, smanjuje rizike prelijevanja mogućih bankovnih kriza koje bi zahvatile banke majke hrvatskih banaka na domaće banke. Dodatno, proces restrukturiranja koncerna Agrokor, koji je značajno sudjelovao u hrvatskom inozemnom dugu mogao bi smanjiti teret kamata odnosno novčani odljev koji plaćaju subjekti iz Republike Hrvatske. Osim toga, eventualno pretvaranje duga u vlasničke udjele dovelo bi do smanjenja inozemnog duga, a restrukturiranje i otvaranje kompanija iz koncerna Agrokor prema vanjskim tržištima do rasta profitabilnosti i izvoza u srednjem roku, ali i mogućeg rasta izravnih stranih ulaganja u proizvodne kapacitete. Ipak, preduvjet je za takav razvoj događaja uspješna provedba tek započetog procesa restrukturiranja.

U međuvremenu, unatoč tome što se u 2017. godini očekuju bolji rezultati poslovanja, u sektoru nefinancijskih poduzeća prevladavaju negativni rizici zbog značenja koncerna Agrokor kao dužnika, ali i kao kupca proizvoda, u prvom redu domaće prehrambene industrije.

Rizici iz sektora stanovništva smanjeni su zahvaljujući nastavku procesa razduživanja, kojemu je uz oporavak gospodarstva i zaposlenosti pomogla i konverzija kredita vezanih uz švicarske franke. Uz spomenute povoljne trendove financijska imovina ovog sektora nastavila se povećavati, ali je produženo razdoblje niskih kamatnih stopa djelovalo na promjene u njezinoj strukturi. Tako je uz blagi rast ulaganja u investicijske fondove sve više depozita ovog sektora položeno na vrlo kratke rokove u obliku kunskih depozita po transakcijskim računima (što je iscrpnije opisano u Okviru 1. Kretanje ulaganja sektora stanovništva i Okviru 3. Promjena strukture izvora financiranja banaka i potencijalni rizici za financijsku stabilnost). Ta promjena valutne strukture depozita sektora stanovništva poduprla je rast udjela kunskoga kreditiranja, ali je donijela i neke nove rizike za bankarski sektor. U prvom redu to se odnosi na mogući valutni rizik – većina je prekonocnih depozita kunska,

dok je većina oročenih depozita u eurima. Zbog toga bi nagli prijelaz iz kategorije kratkoročnih u kategoriju dugoročnih depozita mogao rezultirati rastom valutnog rizika.

Ispitivanje otpornosti bankarskog sustava i dalje upozorava na rizike već spominjane u ovoj publikaciji, a to su visoka izloženost sektoru države i koncentracija izloženosti, koja se nedavno materijalizirala u slučaju

koncerna Agrokor. Rezultati ispitivanja otpornosti detaljnije su prikazani u ovoj publikaciji u poglavlju 7. Testiranje otpornosti kreditnih institucija na stres te pokazuju kako je bankovni sustav i dalje sposoban podnijeti malo vjerojatne, ali moguće šokove čak i u situaciji značajnog otpisa plasmana koncernu Agrokor. Otpornost sustava između ostalog rezultat je prikladnih kapitalnih zaštita i drugih mjera koje je HNB uvodio u proteklom razdoblju.



# 1. Makroekonomsko okružje

Pojačana kolebljivost međunarodnih financijskih tržišta i politička neizvjesnost glede ekonomskih politika u pojedinim razvijenim zemljama povećavaju rizike povezane s mogućim pooštavanjem uvjeta financiranja, dok nastavak domaće-ga gospodarskog oporavka i konsolidacija javnih financija donekle smanjuju rizike koji bi mogli ugroziti financijsku stabilnost zemlje.

## Međunarodno okružje

**Iako se globalni gospodarski rast tijekom 2016. dodatno usporio i iznosio 3,1%, ostvarenja su ipak bila povoljnija od očekivanih.** Pritom je usporavanje rasta na godišnjoj razini ponajprije rezultat slabijih gospodarskih ostvarenja u razvijenim zemljama. Tako je u Sjedinjenim Američkim Državama zabilježeno usporavanje gospodarskog rasta zbog značajnog pada investicija koje ni snažan rast izvoza u drugoj polovini godini nije uspio nadoknaditi. Dinamika rasta usporila se i u britanskom gospodarstvu, iako u manjoj mjeri nego što se prije očekivalo, te u europodručju, na čiji rast i dalje ograničavajuće djeluje potisnuta investicijska aktivnost i sporiji rast izvoza. Istodobno se kod zemalja u razvoju dugogodišnji trend usporavanja gospodarske aktivnosti zaustavio. Takvim je kretanjima najviše pridonijelo ublaženo usporavanje rasta kineskoga gospodarstva. Osim toga, zabilježeno je slabljenje krize u Rusiji potaknuto jačanjem domaće potražnje i povećanjem cijena energenata na svjetskom tržištu. S druge strane, u većini država Latinske Amerike bili su vidljivi negativni trendovi. U 2016. potisnuta je investicijska potrošnja u mnogim zemljama pridonijela usporavanju svjetske trgovine (Tablica 1.1.).

**U 2016. godini zabilježen je blagi rast inflacije na globalnoj razini.** Rezultat je to ponajprije oporavka cijena nafte i drugih sirovina, što je bilo posebno izraženo krajem godine nakon dogovora zemalja članica OPEC-a o smanjivanju dnevne proizvodnje. Istodobno su u zemljama u razvoju kretanja i dalje bila divergentna.

**Globalni gospodarski rast u idućim bi se godinama trebao dinamizirati, međutim rizici i dalje ostaju znatni i teško**

**predvidivi.** Vjerojatno će i nadalje generatori globalnog rasta biti zemlje u razvoju. Rast kineskoga gospodarstva mogao bi se nastaviti jednakim tempom kao i u prethodnoj godini zahvaljujući stimulativnim mjerama ekonomske politike i jačanju kreditiranja. U Rusiji se očekuje nastavak jačanja gospodarske aktivnosti i izlazak iz krize zbog snažnije domaće potražnje i lakšeg pristupa financiranju, praćen oporavkom cijena sirovina na svjetskom tržištu. U 2017. se očekuje i okončanje recesije u Brazilu kao rezultat provedaba reforma, labavljenja monetarne politike i smanjenja političke nesigurnosti. Kao i kod zemalja u razvoju, i kod razvijenih se očekuje ubrzanje rasta gospodarske aktivnosti, ali nešto slabijeg intenziteta. Pritom bi se u SAD-u zbog najavljenoga proračunskog stimulansa mogle dodatno osnažiti investicije i potrošnja te ubrzati rast realnog BDP-a. Osim toga, bolji ekonomski rezultati očekuju se i u Ujedinjenoj Kraljevini te Japanu. Očekivanja za razvijene zemlje optimističnija su nego krajem prethodne godine, i to ponajprije zbog spomenutih povoljnijih ostvarenja zabilježenih krajem 2016. i početkom tekuće godine, dok su prognoze rasta za zemlje u razvoju ublažene zbog slabijih očekivanja u nekoliko velikih zemalja, posebice iz Latinske Amerike i s Bliskog istoka. Globalni inflatorni pritisci mogli bi dodatno ojačati zbog oporavka cijena sirovina i globalne potražnje, pa bi inflacija u tekućoj godini mogla biti viša nego u 2016., što se posebno odnosi na razvijene zemlje.

**Projekcija rasta BDP-a u europodručju u idućim razdobljima blago je povećana u odnosu na prethodne rezultate, ali je i nadalje umjerena (Slika 1.1.).** Očekuje se da će na jačanje domaće potražnje, koja je i dalje glavni pokretač agregatnog rasta, poticajno djelovati i dalje relativno niska cijena nafte,

deprecijacija eura te nastavak povoljnih uvjeta financiranja. S druge strane, moglo bi doći do jačanja investicija, ali visok udio loših kredita i nepovoljni uvjeti na tržištu rada u nekim zemljama europodručja ograničavaju izgleda za snažniji rast u sljedećem razdoblju.

Kod glavnih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera među članicama EU-a u idućem se razdoblju očekuje vrlo blago ubrzanje rasta, izuzevši Italiju, gdje rast ograničavaju akumulirane neravnoteže i slabosti u bankarskom sektoru. U 2017. godini očekuje se također rast inflacije i u europodručju i u cijelom EU-u kao rezultat nešto viših cijena energenata, ali oporavak i dalje nije dovoljno snažan za trajno povisivanje temeljne inflacije.

**Financijska su tržišta i dalje obilježena povećanom kolebljivošću.** U 2016. takva su kretanja bila posebno izražena nakon izglasavanja izlaska Ujedinjene Kraljevine iz EU-a krajem lipnja te, u nešto manjoj mjeri, nakon američkih predsjedničkih izbora u studenome i referendumu u Italiji u prosincu. Ipak, snažniji rast gospodarske aktivnosti te viša inflacija čak i uz postupno povećavanje kamatnih stopa osigurali su nastavak pozitivnih trendova na tržištu kapitala u prvim mjesecima 2017. godine (Slika 1.2.). Ostvareni rast dugoročnih kamatnih stopa na globalnoj razini zasada je umjeren te su kamatne stope i dalje niske prema višegodišnjim standardima (Slika 1.3.). U skladu s tim trendovima i dugoročne kamatne stope za većinu državnih obveznica zemalja članica povećane su krajem 2016. i početkom 2017. godine.

**U 2017. godini očekuje se nastavak divergentnih kretanja monetarne politike u SAD-u i europodručju, što bi moglo**

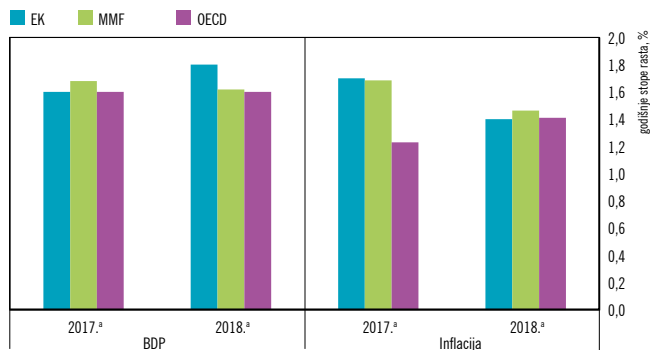
Tablica 1.1. Gospodarski rast, inflacija i trgovina odabranih tržišta, godišnje stope rasta (%)

	Realni BDP				Indeks potrošačkih cijena				Volumen svjetske trgovinske razmjene			
	2015.	2016.	2017. <sup>a</sup>	2018. <sup>a</sup>	2015.	2016.	2017. <sup>a</sup>	2018. <sup>a</sup>	2015.	2016.	2017. <sup>a</sup>	2018. <sup>a</sup>
<b>Svijet</b>	<b>3,4</b>	<b>3,1</b>	<b>3,5</b>	<b>3,6</b>	<b>2,8</b>	<b>2,8</b>	<b>3,5</b>	<b>3,4</b>	<b>2,7</b>	<b>2,2</b>	<b>3,8</b>	<b>3,9</b>
<b>Razvijene zemlje</b>	<b>2,1</b>	<b>1,7</b>	<b>2,0</b>	<b>2,0</b>	<b>0,3</b>	<b>0,8</b>	<b>2,0</b>	<b>1,9</b>	<b>4,1</b>	<b>2,2</b>	<b>3,7</b>	<b>3,6</b>
Europodručje	2,0	1,7	1,7	1,6	0,0	0,2	1,7	1,5	6,2	3,5	4,0	4,0
SAD	2,6	1,6	2,3	2,5	0,1	1,3	2,7	2,4	0,1	0,4	3,0	2,9
Ujedinjena Kraljevina	2,2	1,8	2,0	1,5	0,1	0,6	2,5	2,6	5,8	2,3	2,6	0,6
Japan	1,2	1,0	1,2	0,6	0,8	-0,1	1,0	0,6	2,3	0,8	4,6	4,5
<b>Zemlje u razvoju</b>	<b>4,2</b>	<b>4,1</b>	<b>4,5</b>	<b>4,8</b>	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>	<b>4,7</b>	<b>4,4</b>	<b>0,3</b>	<b>2,2</b>	<b>4,0</b>	<b>4,3</b>
Zemlje Srednje i Istočne Europe	4,7	3,0	3,0	3,3	3,2	3,2	5,7	5,5	5,4	6,0	5,7	5,6
Kina	6,9	6,7	6,6	6,2	1,4	2,0	2,4	2,3	-1,3	3,0	3,7	3,4
Latinska Amerika	0,1	-1,0	1,1	2,0	5,5	5,6	4,2	3,7	1,9	-1,6	4,3	4,4
Rusija	-2,8	-0,2	1,4	1,4	15,5	7,0	4,5	4,2	-12,7	-2,3	5,8	2,9
<b>Hrvatska</b>	<b>1,6</b>	<b>2,9</b>	<b>2,8</b>	<b>3,0</b>	<b>-0,5</b>	<b>-1,1</b>	<b>1,4</b>	<b>1,3</b>	<b>8,8</b>	<b>5,3</b>	<b>8,5</b>	<b>6,6</b>

<sup>a</sup> Prognoza

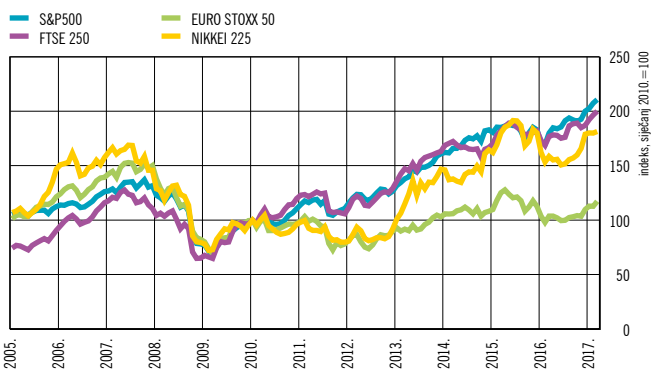
Izvori: MMF (WEO, travanj 2017.); HNB (za Hrvatsku)

Slika 1.1. Prognoza gospodarskog rasta i inflacije u europodručju i nadalje je umjerena



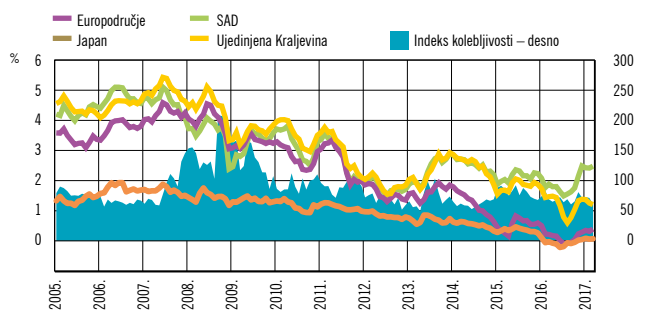
<sup>a</sup> Prognoza  
Izvori: Europska komisija (Winter Forecast, ožujak 2017.); MMF (WEO, travanj 2017.); OECD (Interim Economic Outlook, ožujak 2017.)

Slika 1.2. Na tržištu kapitala nastavljaju se bilježiti pozitivni trendovi



Izvor: Bloomberg

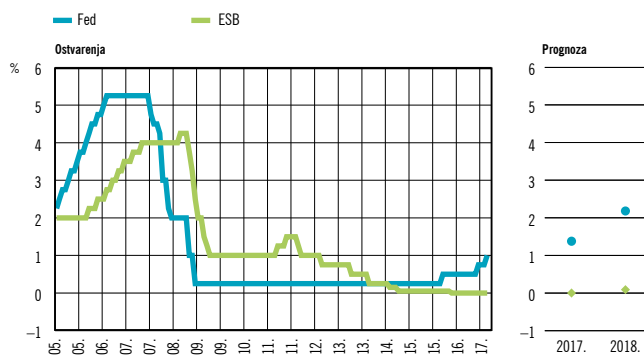
Slika 1.3. Prinosi na državne obveznice u porastu su posljednjih mjeseci



Napomena: Prikazani su povrti na desetogodišnje obveznice odabranih tržišta i indeks kolebljivosti MOVE (engl. *Merrill Lynch Option Volatility Estimate*), kojim se mjeri implicitna kolebljivost jednomjesečnih trezorskih opcija SAD-a.  
Izvor: Bloomberg

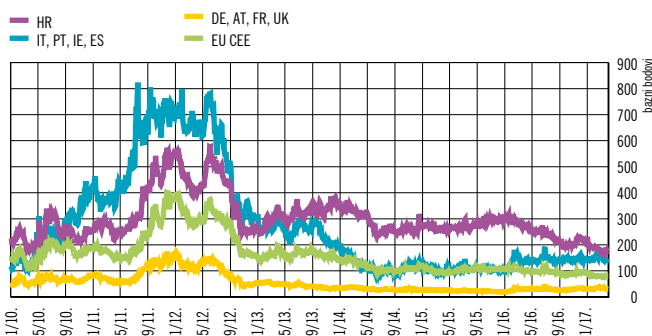
utjecati na međunarodne tokove kapitala i nepovoljno se odraziti na prognoze rasta za neke zemlje s tržištima u nastajanju. Fed je, nakon dužeg odgađanja, a potaknut pozitivnim pokazateljima gospodarske aktivnosti u SAD-u, u prosincu 2016. podignuo referentnu kamatnu stopu za 25 baznih bodova (Slika 1.4.). U ožujku 2017. uslijedilo je dodatno povećanje u istom iznosu, a do kraja godine očekuju se još dva takva povećanja. Za razliku od toga, Upravno vijeće ESB-a odlučilo je u ožujku ove godine da će kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja te kamatne stope na stalno raspoloživu mogućnost granične posudbe od središnje banke i na stalno raspoloživu mogućnost deponiranja kod središnje banke ostati nepromijenjene, na razini od 0,00%, 0,25% odnosno -0,40%. S druge strane, zasad glavna najavljena promjena monetarne politike u 2017. godini bit će usporavanje tempa otkupa vrijednosnih papira s 80 na 60 mlrd. EUR mjesečno. Predviđa se da će se

Slika 1.4. Monetarne politike SAD-a i europodručja dodatno su se udaljile



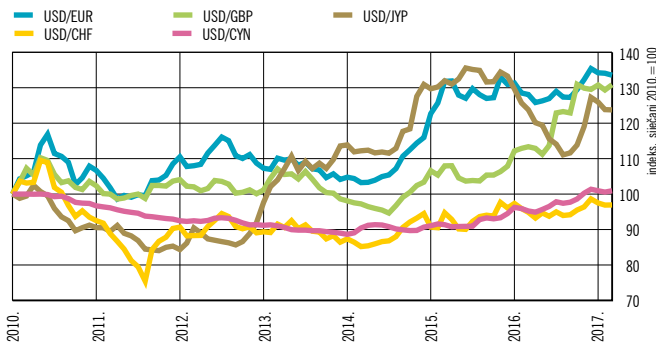
Napomena: Prikazane su referentne kamatne stope Fed-a i ESB-a.  
Izvori: Fed i ESB (ostvarenja); Bloomberg (prognoza)

Slika 1.5. Percipirani se rizik zemalja EU-a 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 1.6. Godinu 2016. obilježilo je jačanje dolara prema vodećim svjetskim valutama



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

neto kupnje vrijednosnih papira provoditi do kraja 2017., ali i duže ako ne dođe do postojeane prilagodbe inflacijskih kretanja u skladu s ciljnom razinom stope inflacije.

**Nastavak provođenja akomodativne monetarne politike ESB-a pridonosi očekivanjima da će se kratkoročne kamatne stope u europodručju zadržati na niskim razinama i u idućem razdoblju.** Prinosi na državne obveznice i dalje su niski, za neke zemlje čak i negativni, a razlike među prinosisima za zemlje EU-a također su smanjene (Slika 1.5.). Uvjeti financiranja nastavili su se poboljšavati i na europskom međubankovnom tržištu, na što upućuje i smanjenje EURIBOR-a. No niske kamatne stope i ekspanzivna monetarna politika ESB-a, uz opterećenost banaka lošim kreditima, ujedno jačaju rizike povezane sa slabom profitabilnošću banaka i osiguravajućih društava te donekle negativno utječu na proces financijskog posredovanja.

**Početak novog ciklusa podizanja kamatnih stopa u SAD-u koji je započeo sredinom 2016. i politička situacija u vodećim ekonomijama značajno su utjecali i na kretanje tečaja.** Tako je američki dolar u drugom polugodištu 2016. snažno aprecirao prema euru i jenu (Slika 1.6.). Ujedno su i mnoga tržišta u nastajanju bila suočena s kolebljivim tečajem. U europodručju su na slabljenje eura krajem 2016. godine djelovali rast nesklonosti riziku i porast političkih rizika, dok je euro nakon Brexita snažno ojačao prema funti sterlinga. Promjena očekivanja na financijskom tržištu glede nastavka razdoblja niskih kratkoročnih kamatnih stopa i njihova divergentnog kretanja u vodećim svjetskim ekonomijama mogli bi dovesti do još veće kolebljivosti na financijskom tržištu, osobito tečaja.

## Aktualni rizici u međunarodnom okružju

**Iako je povjerenje ulagača u posljednje vrijeme ojačalo, izazovi za financijska tržišta u bliskoj budućnosti mogli bi**

**biti mnogostruki.** Nastavak pooštavanja monetarne politike SAD-a, ali i neizvjesnost u vezi s proračunskim stimulansom mogli bi povećati kolebljivost na financijskim tržištima. Takva bi se kretanja u srednjem roku mogla nepovoljno odraziti i na zemlje u razvoju. Osim toga, povećana sklonost protekcionizmu mogla bi usporiti svjetsku trgovinu, dok bi rast nesklonosti riziku mogao dovesti do još znatnijeg pogoršanja globalnih uvjeta financiranja.

**Osim strukturalnih ograničenja u europodručju bi politički rizici mogli pridonijeti slabijim gospodarskim ostvarenjima.** Naime, neizvjesnosti povezane s predviđenim parlamentarnim izborima u nekim članicama i još uvijek nedefinirani proces izlaska Ujedinjene Kraljevine iz Europske unije mogli bi djelovati nepovoljno na gospodarsku aktivnost. Takva bi kretanja, kao i moguće izraženije globalno prelijevanje rasta američkih kamatnih stopa vjerojatno stvarali sve veći pritisak na rast premije rizika u nekim članicama i bankarskim grupacijama.

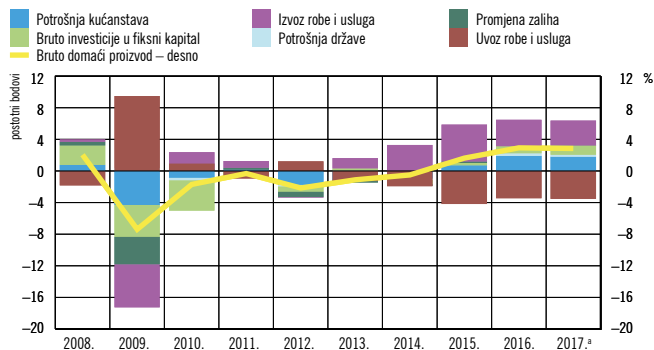
**Zbog dugog razdoblja niskih kamatnih stopa nije neutemeljeno očekivati ponovno cjenovno usklađivanje globalnih rizika.** Materijalizacija svih spomenutih rizika i mogući nagli rast nesklonosti ulagača riziku najviše bi pogodili zemlje s visokim potrebama za financiranjem poput Hrvatske.

## Domaće okružje

**Nakon što je 2016. gospodarski oporavak u Hrvatskoj bio snažniji od očekivanog i za 2017. se prognozira nastavak povoljnih realnih kretanja.** Međutim, stopa rasta BDP-a mogla bi u 2017. biti tek nešto niža od ostvarenja u 2016. i iznositi oko 2,8% (Slika 1.7.). Pozitivan doprinos ukupnoj gospodarskoj aktivnosti u 2017. očekuje se od inozemne potražnje zbog gospodarskog oporavka glavnih vanjskotrgovinskih partnera i jačanja konkurentnosti domaćega gospodarstva te pozitivnih kretanja u turizmu. Istodobno bi se i uvoz robe i usluga mogao dinamizirati, pa bi doprinos inozemne potražnje naposljetku mogao biti neto negativan i veći nego prethodne godine. Osim toga, prognozira se rast osobne potrošnje i oporavak investicijske potrošnje, koji bi pak mogli biti manji od prije očekivanih u skladu s nepovoljnim učincima koje bi financijske poteškoće koncerna Agrokor mogle imati na hrvatsko gospodarstvo. U 2017. moguće je i daljnje intenziviranje korištenja sredstava iz fondova EU-a. U isto vrijeme blagom oporavku kreditne aktivnosti banaka trebali bi pridonijeti oporavak domaće i inozemne potražnje, jačanje optimizma poduzeća i potrošača te ekspanzivno orijentirana monetarna politika (više o tome može se naći u poglavlju 6. Bankarski sektor).

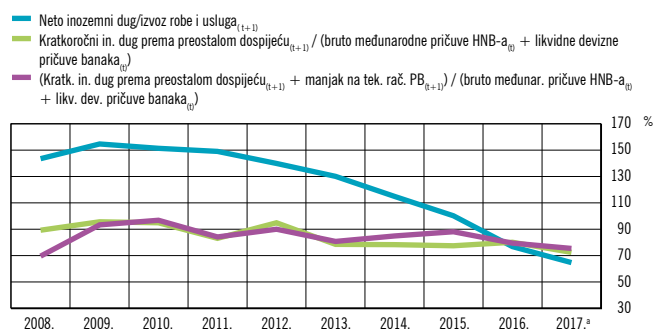
**Unatoč očekivanom poboljšanju pokazatelja vanjske ranjivosti rizici za vanjsku poziciju RH i dalje su prisutni zbog otprije akumuliranih visokih obveza prema inozemstvu.** Bruto inozemni dug mogao bi se nastaviti smanjivati, i to ponajprije zbog snažnog razduživanja banaka, ali i većine drugih sektora. Na poboljšanje relativnih pokazatelja zaduženosti uz niže stanje duga mogao bi djelovati i rast nominalnog BDP-a. S obzirom na to da se ni nadalje ne predviđa značajan porast inozemnog

Slika 1.7. Izvoz, potrošnja kućanstava i oporavak investicija trebali bi najviše pridonijeti rastu u 2017.



<sup>a</sup> Prognoza  
Napomena: Prikazani su doprinosi rastu BDP-a i realni rast.  
Izvori: DZS; HNB

Slika 1.8. Odabrani pokazatelji vanjskih ranjivosti nastavljaju se poboljšavati



<sup>a</sup> 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

zaduživanja domaćih sektora, a i zbog očekivanog nastavka ostvarivanja viška na tekućem računu platne bilance u 2017., pokazatelji vanjske ranjivosti nastavili su se poboljšavati (Slika 1.8.).

**U 2016. nastavljena je snažna fiskalna konsolidacija, pa su se rizici za domaće gospodarstvo povezani s fiskalnom politikom dodatno smanjili, međutim, vjerojatno će omjeri javnog duga i BDP-a još neko vrijeme ostati na povišenim razinama.** Premija za rizik Hrvatske i nadalje je znatno viša od premije za rizik usporedivih zemalja Srednje i Istočne Europe, ali treba naglasiti da se ta razlika smanjuje, posebice u prvim mjesecima 2017. godine (Slika 1.5.).

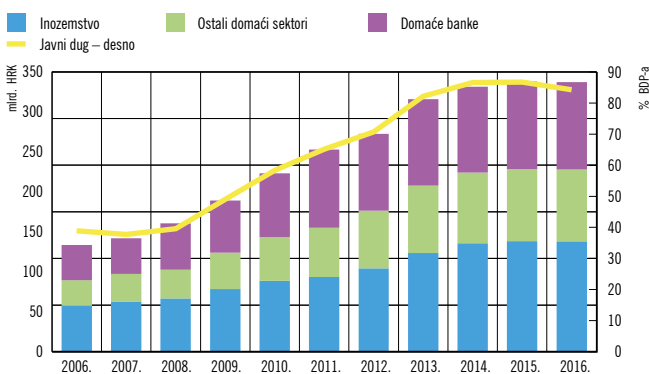
## Aktualni rizici u domaćem okružju

Identificirane ranjivosti pokazuju da je i dalje jedan od značajnijih rizika za financijsku stabilnost moguće pogoršanje uvjeta financiranja na međunarodnim tržištima koje bi se prelilo na porast troškova financiranja domaćih sektora. Materijalizacija šokova koji su spomenuti, a čija bi posljedica vjerojatno bilo pooštavanje uvjeta na međunarodnim financijskim tržištima, mogla bi pogoršati pokazatelje održivosti javnog duga te ograničiti i poskupiti pristup privatnoga sektora i domaćem i stranom kapitalu. Takav razvoj događaja otežao bi servisiranje dugova i nepovoljno djelovao na stabilnost bankovnog sustava.

**Gospodarska aktivnost, a time i glavni rizici za financijsku stabilnost, ovisit će i o oporavku zemalja EU-a, posebice glavnih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera.** Pritom bi usporavanje oporavka vanjskotrgovinskih partnera moglo utjecati na smanjenje hrvatskog izvoza. Isto tako, u idućem bi razdoblju gospodarska aktivnost domaćih sektora uvelike mogla ovisiti i o daljnjem razvoju poslovnih aktivnosti u koncernu Agrokor te prelijevanju negativnih učinaka na povezane gospodarske subjekte, kao i o političkoj stabilnosti u zemlji. S druge strane, doprinos prihoda od turizma mogao bi biti snažniji na tragu kretanja u posljednje dvije godine te zbog percepcije Hrvatske kao sigurne zemlje.

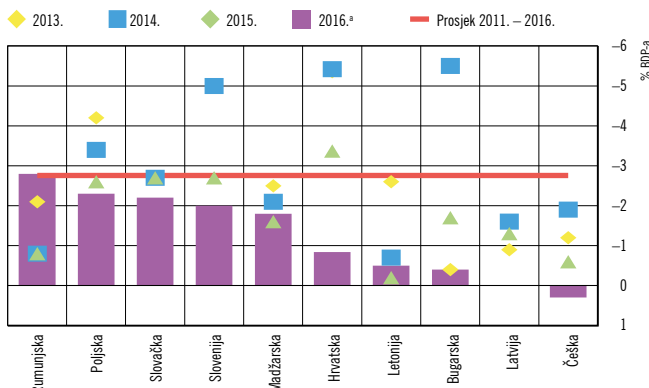
## 2. Sektor države

Slika 2.1. Dug opće države



Izvori: HNB; EK (projekcija)

Slika 2.2. Usporedno kretanje manjka opće države



\* Procjena  
Izvori: EK; HNB

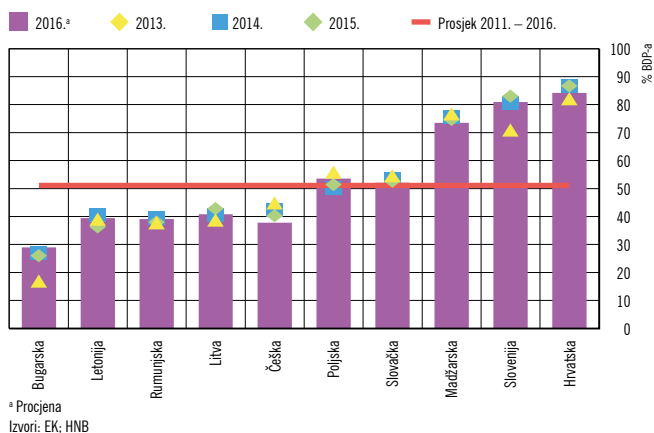
U 2016. nastavila se fiskalna konsolidacija započeta 2015. godine. Smanjenje manjka opće države na 0,8% BDP-a i javnog duga na 84,2% BDP-a znatno umanjuje rizik sektora države za financijsku stabilnost. Iako je strukturni manjak značajno poboljšán, smanjenje manjka opće države postignuto je uz povoljan gospodarski ciklus.

**Sektor države tijekom 2016. potvrdio je nastavak fiskalne konsolidacije započete 2015.** Manjak opće države smanjen je na samo 0,8% BDP-a, a javni dug na 84,2% BDP-a. Konsolidacija javnih financija u 2016. bila je obilježena političkim rizicima od kojih su najvažniji prijevremeni parlamentarni izbori. U tom kontekstu sektor države završio je proračunsku godinu samo uz tehnički rebalans krajem godine zbog organizacijskog preustroja Vlade.

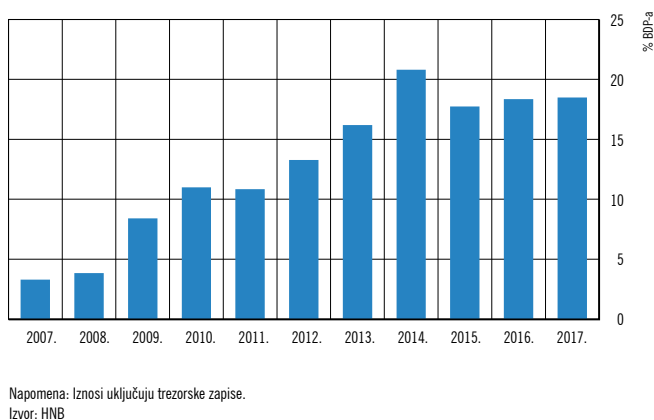
**Smanjenje proračunskog manjka postignuto je ponajviše pod povoljnim ekonomskim utjecajem oporavka na rast proračunskih prihoda.** Poboljšanje proračunskih pokazatelja u obliku smanjenja manjka i javnog duga opće države uzrokovano je ponajviše povećanjem proračunskih prihoda zbog izvrsne turističke sezone te rasta osobne potrošnje. Povoljno kretanje BDP-a utjecalo je pozitivno i na tržište rada, što je rezultiralo povećanjem zaposlenosti od 1,9% u 2016. Istodobno su rashodi zbog političkih okolnosti rasli sporije od prihoda, a to je rezultiralo značajnim smanjenjem manjka opće države u 2016., na samo 0,8% BDP-a.

**Hrvatska je među usporedivim zemljama znatno poboljšala poziciju glede manjka opće države.** Smanjenje manjka opće države na samo 0,8% BDP-a smjestilo je Hrvatsku među zemlje sa značajnom fiskalnom konsolidacijom u 2016. Tako je manjak opće države u Hrvatskoj prošle godine bio višestruko manji od prosjeka u posljednjih pet godina, a kod rashoda za

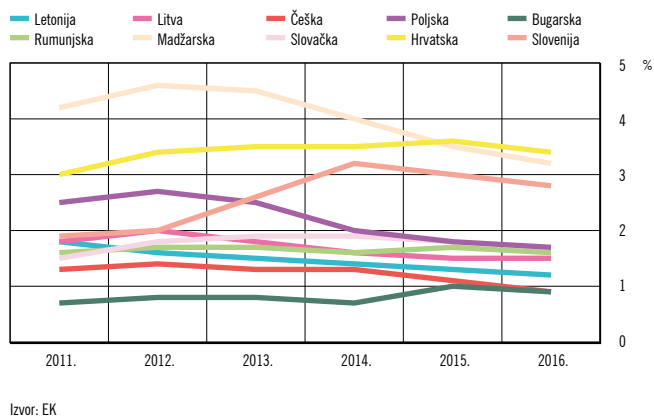
Slika 2.3. Usporedno kretanje javnog duga



Slika 2.4. Potrebe za financiranjem



Slika 2.5. Rashodi za kamate opće države



Tablica 2.1. Referentne razine pokazatelja za rizik fiskalne održivosti<sup>a</sup>

Pokazatelj	Sigurno područje	Referentna razina	Razina u Hrvatskoj	Promjena
$r - g^b$ (p. b.)	<	1,1	3,5	↓
Javni dug opće države (% BDP-a)	<	42,8%	84,2%	↓
Ciklički prilagođen primarni saldo (% potenc. BDP-a)	>	-0,5%	2,0%	↑
Potrebe za financiranjem (% BDP-a)	<	20,6%	18,4%	↑
Udio kratkoročnog duga u ukupnom dugu	<	44,0%	9,3%	↑
Dug nominiran u inozemnoj valuti	<	40,3%	70,1%	↓
Prosječno dospjeće javnog duga (godine)	>	2,3	4,8	↓
Kratkoročni inozemni javni dug (postotak deviznih rez.)	<	61,8%	7,8%	↓

<sup>a</sup> E. Baldacci, I. Petrova, N. Belhocine, G. Dobrescu i S. Mazraani: *Assessing Fiscal Stress*, IMF Working Paper, WP/11/100

<sup>b</sup> 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)

Izvori: MMF WP/11/100; HNB

kamate prvi je put zabilježeno smanjenje u odnosu na prethodnu godinu.

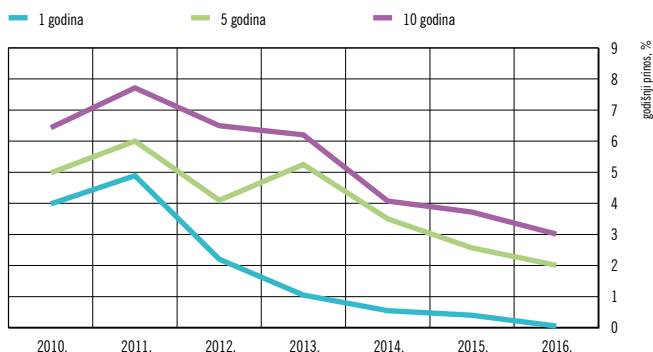
**Javni dug u Hrvatskoj unatoč smanjenju od 2,5 postotnih bodova najviši je među usporedivim zemljama.** Smanjenje omjera javnog duga i BDP-a u 2016. posljedica je znatnog nominalnog rasta BDP-a. Nominalno smanjenje javnog duga bilo je i pod utjecajem aprecijacije kune prema euru, koji ima udio od 68% u ukupnome javnom dugu.

**Pokazatelji rizika fiskalne održivosti potvrđuju smanjenje rizika sektora države za financijsku stabilnost.** Tijekom 2016. svi su se indikatori rizika fiskalne održivosti poboljšali u odnosu na prethodno razdoblje. Samo se tri pokazatelja nalaze u nepovoljnom području, ali za svaki se bilježi pozitivan pomak prema sigurnom području. Ostali se indikatori nalaze u sigurnom području, s time da su pojedini pokazatelji znatno ispod granice referentne razine.

**Valutna struktura javnog duga kontinuirano se poboljšava, dok se ročna struktura uspješno održava u povoljnim omjerima.** Ročna struktura hrvatskoga javnog duga povoljna je već dugi niz godina, te je taj segment upravljanja javnim dugom umanjivao rizike za financijsku stabilnost. Struktura javnog duga prema vrsti kamatne stope također ima povoljnu poziciju jer je 86,2% javnog duga ugovoreno s fiksnom kamatnom stopom, što značajno smanjuje kamatni rizik za javni dug, a time se umanjuje i rizik za financijsku stabilnost. Istodobno je valutna struktura javnog duga nepovoljna i nosi visok rizik za financijsku stabilnost jer je 70% javnog duga u inozemnim va-

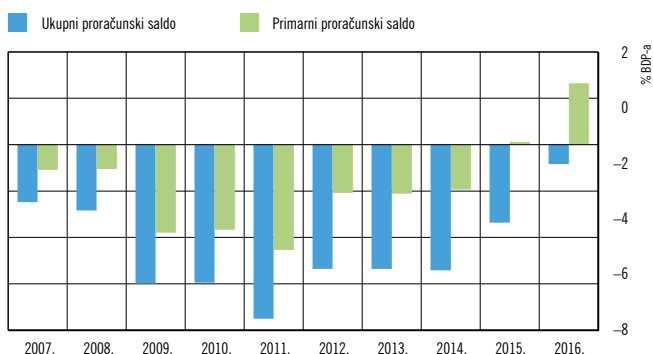


Slika 2.6. Prinos na hrvatske vrijednosne papire u eurima i s valutnom klauzulom u eurima



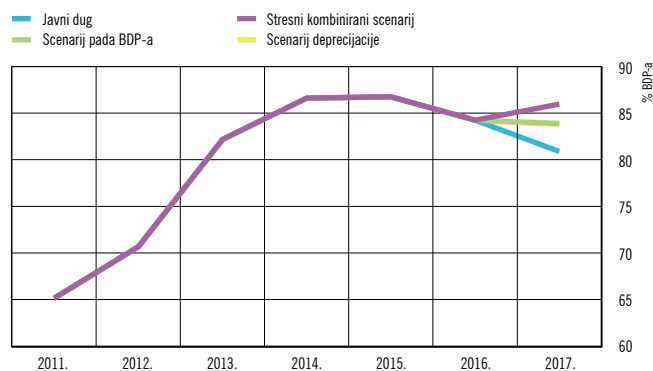
Izvor: Bloomberg

Slika 2.7. Manjak opće države



Izvor: HNB

Slika 2.8. Različiti scenariji projekcije javnog duga



Izvori: HNB; EK

lutama euru i dolaru. Prema tome u stresnom scenariju najveći rizik za financijsku stabilnost proizlazi iz deprecijacije kune. Ipak, u 2016. vidljiv je rast udjela financiranja u domaćoj valuti od strane domaćih banaka (više o tome u poglavlju 6. Bankarski sektor).

**Potrebe za zaduživanjem u 2017. godini rastu, ali samo pod zahtjevima otplata dugova, dok potrebe za financiranjem proračuna neznatno rastu.** Smanjenje manjka opće države na razine ispod 1% BDP-a značajno smanjuje potrebe za zaduživanjem, osim u dijelu vezanom uz otplatu prethodnih obveza zbog dospjeća. U 2017. godini potrebno je otplatiti oko 19% BDP-a s osnove dospjeća, što sadržava i oko 8% BDP-a trezorskih zapisa. Većinu potreba za financiranjem u ovoj godini trebalo bi zadovoljiti na domaćem tržištu, dok je jedno izdanje obveznica bilo inozemno. Strategija refinanciranja inozemnog duga domaćim smanjuje rizik za financijsku stabilnost.

**Hrvatski proračun u velikoj je mjeri opterećen plaćanjima za kamate.** Među usporedivim zemljama Hrvatska s 3,4% BDP-a ima najveće opterećenje proračuna rashodima za kamate. Usporedive zemlje, osim Mađarske i Slovenije, imaju značajno manje rashode za kamate s prosjekom od 1,3% BDP-a. Međutim u 2016. godini prvi je put zabilježen pad rashoda za kamate, a očekuje se daljnji pad i u 2017., što pokazuje preokret dugotrajnoga negativnog trenda.

**Prinosi na državne vrijednosne papire s valutnom klauzulom i bez valutne klauzule u 2017. nastavljaju s padom.** Prinosi su sredinom 2017. gotovo upola manji nego u istom razdoblju 2016., što je posljedica smanjenja fiskalnih rizika i povoljnijih izgleda za hrvatsko gospodarstvo. Međutim, smanjeni su i prinosi drugih usporedivih zemalja pa Hrvatska i dalje među tim zemljama plaća najvišu cijenu za zaduživanje.

**Fiskalna konsolidacija u 2017. smanjuje rizike u stresnom scenariju.** Nastavak fiskalne konsolidacije u 2017. trebao bi zadržati manjak opće države na razini iz 2016., a strukturni bi se manjak mogao blago povećati. To bi uz očekivani rast BDP-a trebalo rezultirati smanjenjem javnog duga na 80,9% BDP-a. Stresni scenariji uključivali su smanjenje stope rasta BDP-a u 2017. godini i deprecijaciju kune od 5%. Realizacija takvoga kombiniranog stresnog scenarija dovela bi do povećanja udjela javnog duga na 86% BDP-a, što je samo za 1,8 postotnih bodova više od razine ostvarene u 2016. Pogodan rezultat stresnog scenarija posljedica je povoljnoga ekonomskog ciklusa, o kojem fiskalna konsolidacija ovisi u najvećoj mjeri.

## Aktualni rizici za financijsku stabilnost iz sektora države

Ostvarena fiskalna konsolidacija uglavnom je uzrokovana rastom prihoda zbog oporavka domaćega gospodarstva i sma-

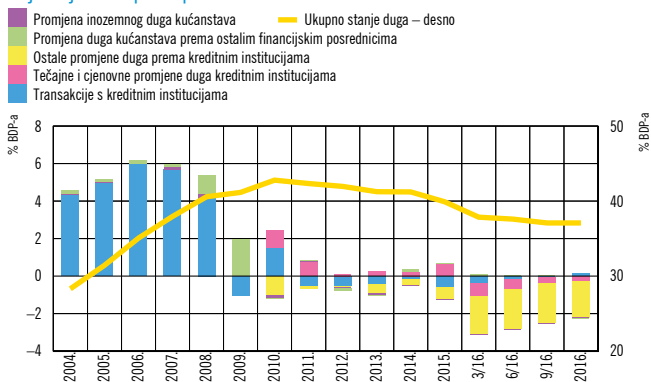


njenjem kamatnih rashoda. Značajan rast nesklonosti riziku na svjetskim tržištima očekivano bi povećao trošak zaduživanja Republike Hrvatske, a tako i kamatne rashode u proračunu. Osim toga, navedeni bi scenarij negativno utjecao na gospodarska kretanja te proračunske prihode (više o tome vidi u publi-

kaciji Makroprudencijalna dijagnostika, br. 1). Smanjenje tih rizika moguće je ostvariti reformama koje će povoljno djelovati na rast potencijalnog BDP-a uz zauzdavanje procikličnog rasta državne potrošnje.

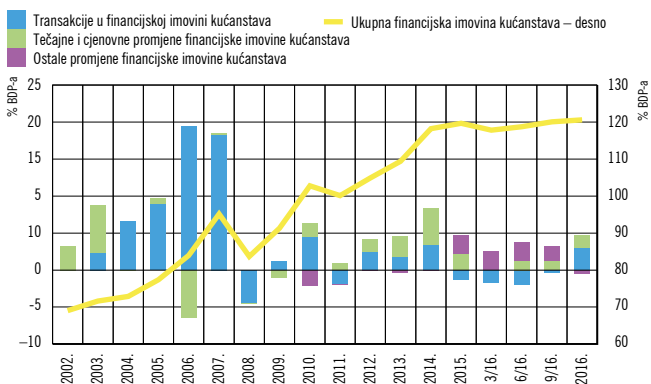
# 3. Sektor kućanstava

Slika 3.1. Nastavak razduživanja sektora stanovništva pod utjecajem otpisa plasmana



Napomena: Sve promjene iskazane su na godišnjoj razini.  
Izvor: HNB

Slika 3.2. Financijska imovina kućanstava raste



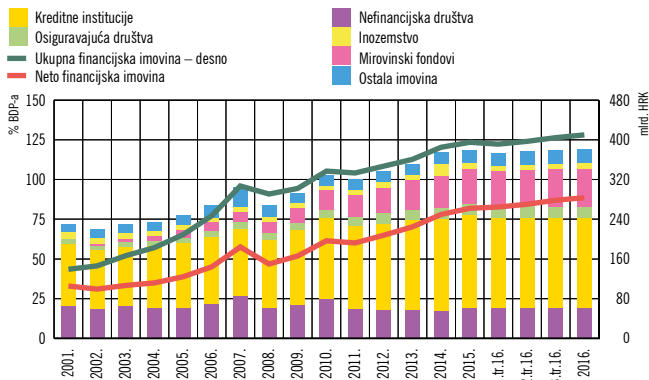
Napomena: Sve promjene iskazane su na godišnjoj razini.  
Izvor: HNB

Nastavi li se intenziviranje ukupne gospodarske aktivnosti u 2017. te se kamatne stope zadrže na dostignutim niskim razinama, možemo očekivati nastavak pozitivnog trenda pada sistemskih rizika kod sektora kućanstava. S druge strane, kamatni rizik, povezan s mogućim rastom referentnih kamatnih stopa, ostaje važnim izvorom rizika za sektor kućanstava.

**Tijekom 2016. dug sektora kućanstava zasnovan na transakcijama porastao je po godišnjoj stopi od 0,4%, prvi put nakon pet godina kontinuiranog pada (Slika 3.1.).** Krajem 2016. zabilježen je blago pozitivan godišnji saldo kod transakcija sektora kućanstava s kreditnim institucijama (mjereno razlikom između novoodobrenih kredita i stvarnih otplata), što znači da je prekinut kontinuirani trend negativnih vrijednosti transakcija koji neprekidno traje još od kraja 2011. godine, što upućuje na blago dinamiziranje kreditne aktivnosti. Istodobno je ukupni dug, koji osim stvarnih otplata (transakcija) uključuje tečajne, cjenovne i druge promjene, na godišnjoj razini smanjen za -5,3%, ponajviše pod utjecajem pada duga kućanstava prema kreditnim institucijama uvjetovanog učincima zakonske konverzije kredita vezanih uz švicarski franak. Pad duga sektora kućanstava povezan je i s otpisima dijela plasmana sektoru stanovništva (evidentirano u kategoriji ostale promjene duga kreditnim institucijama, Slika 1.) s obzirom na zahtjev za ispravke vrijednosti neprihodonosnih plasmana na temelju Odluke HNB-a<sup>1</sup> (Slika 6.17.). Kućanstva su u promatranom razdoblju blago smanjila i svoje obveze prema inozemnim kreditorima i ostalim domaćim financijskim posrednicima (Slika 3.1.). To je smanjenje ukupnog duga zajedno s istodobnim rastom agregatnog dohotka smanjilo agregatnu zaduže-

<sup>1</sup> Odluka o klasifikaciji plasmana i izvanbilančnih obveza kreditnih institucija (NN, br. 41A/2014.)

Slika 3.3. Depoziti kućanstava nastavljaju s dominacijom u strukturi financijske imovine



Izvor: HNB

nost ovog sektora krajem 2016. na pretkriznu razinu od 37,1% BDP-a (Slika 3.1.).

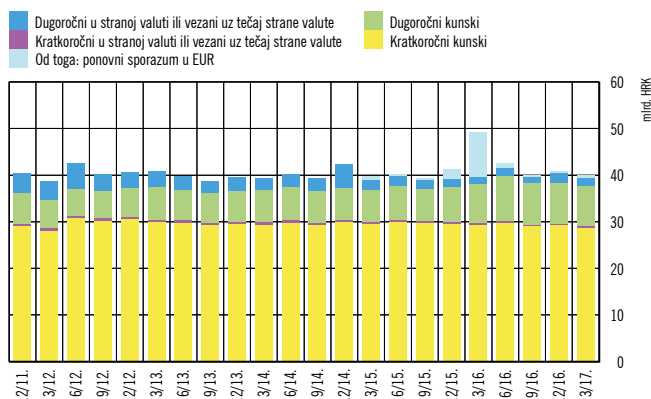
**Kućanstva su istodobno s padom ukupnog duga povećala svoju financijsku imovinu, pa je krajem prosinca 2016. ona iznosila 120,6% BDP-a (Slika 3.2.).** Naime, u protekloj je godini ukupna financijska imovina ovog sektora povećana za više od 14 mlrd. kuna, odnosno za 3,6%. Primjetljivo je kako su se ulagači kao alternativni ulaganju u štedne depozite u prošloj godini djelomično okrenuli ulaganju u investicijske fondove (neto priljev u investicijske fondove u 2016. iznosio je 4 mlrd. kuna; više o tome vidi u Okviru 1. Kretanje ulaganja sektora stanovništva). No unatoč tome, u strukturi imovine nije došlo do veće promjene, pa su potraživanja prema kreditnim institucijama u obliku depozita i nadalje dominantan oblik štednje kućanstava te čine gotovo polovinu ukupne financijske imovine ovog sektora (Slika 3.2.).

**Iako se kreditna aktivnost počela oporavljati tijekom 2016., s obzirom na spomenuti utjecaj zakonske konverzije kredita vezanih uz švicarski franak, otpise i prodaje plasmana te aprecijaciju valute, ukupni iznosi kredita i nadalje se smanjuju (slike 3.4., 3.5. i 3.6.).** Nakon pada u 2015. novo zaduživanje kućanstava intenziviralo se tijekom 2016. uz godišnji rast od 2,8% (isključujući ponovne sporazume kod dugoročnog stambenoga kreditiranja). Pozitivan doprinos godišnjem rastu dugoročnog zaduživanja u 2016. (14,2%<sup>2</sup>) došao je ponajprije od stambenih i gotovinskih kredita (117,1%<sup>3</sup> odnosno 15,3%), dok je kod kredita po kreditnim karticama zabilježen pad od 5,4% (Slika 3.5.). Istodobno su se prvi put od 2007. godine novoodobreni kratkoročni krediti na godišnjoj razini smanjili za 1,3%. Unatoč rastu novoodobrenih stambenih kredita,

2 Utjecaj konverzije kredita nominiranih u švicarskim francima te iznos ponovnih sporazuma na iznos novoodobrenih dugoročnih kredita isključeni su.

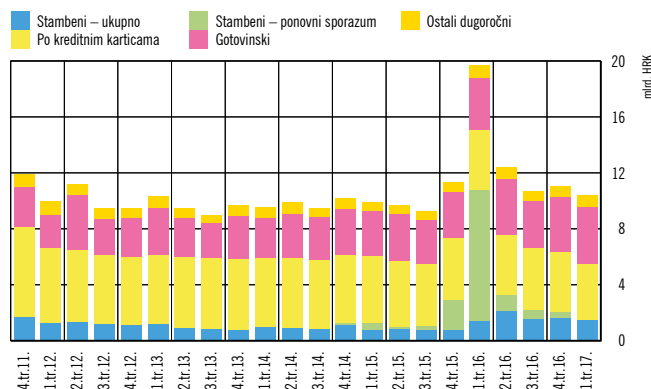
3 Isključimo li sekundarna refinanciranja proizašla iz konverzije (naknadno iz eurskih u kunske), procijenjeni rast novoodobrenih stambenih kredita mogao bi biti u rasponu od 40 do 50%.

Slika 3.4. Kreditna aktivnost blago se intenzivirala u 2016.



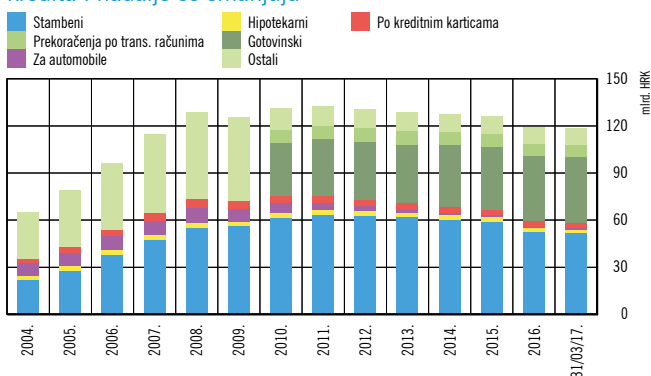
Izvor: HNB

Slika 3.5. Blagi oporavak novoga dugoročnog zaduživanja u 2016.



Izvor: HNB

Slika 3.6. Unatoč jačoj kreditnoj aktivnosti, ukupni iznosi kredita i nadalje se smanjuju



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

ukupan iznos stambenih kredita na godišnjoj je razini smanjen za 11,1% (slike 3.6. i 3.9.). Trend pada zabilježen je i kod ostalih vrsta kredita (Slika 3.6.), osim kod gotovinskih, koji su na godišnjoj razini porasli za 2,3% i čiji iznos jedini od izbijanja financijske krize kontinuirano raste.

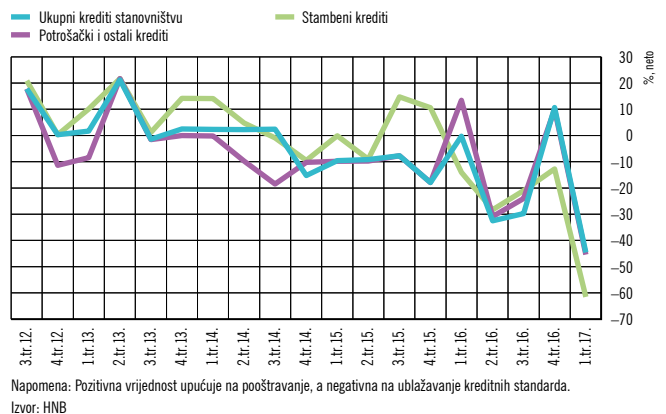
**Oporavku novoga dugoročnog zaduživanja kućanstava pridonijeli su pozitivni signali s tržišta rada (Slika 3.10.) te rast pouzdanja potrošača, dok bi ublaženi kreditni standardi mogli dati poticaj daljnjem dinamiziranju kreditne aktivnosti u 2017. godini (slike 3.7 i 3.8.).** Ublaženi uvjeti odobravanja stambenih kredita prisutni tijekom cijele 2016. nastavili su se i početkom 2017. Rezultat je to jačanja konkurencije među bankama, smanjenja troškova izvora sredstava, ali i pozitivnih očekivanja glede gospodarskih kretanja. Istodobno su standardi odobravanja potrošačkih i ostalih kredita kućanstvima nakon blagog pooštavanja krajem 2016. (postroženje standarda kod jedne velike banke<sup>4</sup>), u prvom tromjesečju 2017. ublaženi (Slika 3.7.).

Pozitivni trendovi na tržištu rada (Slika 3.10.), povećana potrošnja kućanstava, rast cijena na tržištu stambenih nekretnina uz rast pouzdanja potrošača pridonijeli su rastu potražnje stanovništva za kreditima u 2016. godini (Slika 3.8.). Na samom kraju 2016. i početkom 2017. intenzitet očekivanog rasta kreditne potražnje oslabio je, ponajviše pod utjecajem pada očekivane potražnje za kreditima kod nekoliko velikih banaka. Istodobno su ostale kreditne institucije očekivale daljnji rast potražnje za objema skupinama kredita, što upućuje na rast konkurencije među bankama kada je riječ o poslovanju s kućanstvima.

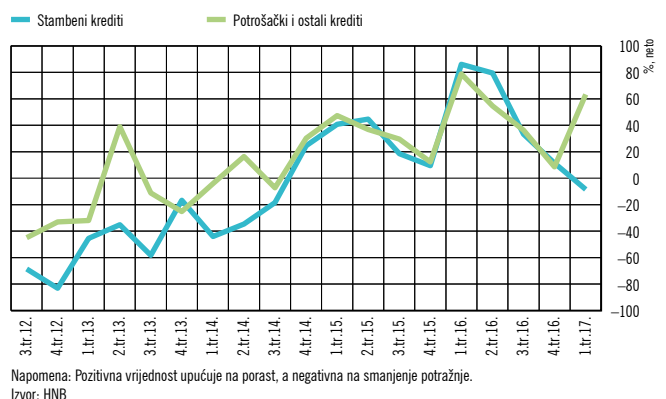
Daljnjem oporavku kreditne potražnje kućanstava tijekom 2017. moglo bi, zajedno s očekivanim rastom ekonomske aktivnosti, pridonijeti upućivanje u saborsku proceduru dvaju zakonskih prijedloga, Zakona o stambenom potrošačkom kreditiranju i Zakona o subvencioniranju stambenih kredita. Očekivano donošenje i stupanje na snagu tih zakona moglo bi stimulirati stambeno zaduživanje kućanstava tijekom drugog polugodišta 2017. s obzirom na mogućnost smanjenja valutnog rizika koji kućanstva preuzimaju pri stambenom zaduživanju u stranoj valuti aktiviranjem opcije jednokratne valutne konverzije kredita, odnosno subvencioniranjem dijela mjesečnih kreditnih anuiteta.

**Smanjenje sklonosti kućanstava preuzimanju valutnog rizika prisutno je još od kraja 2012., otkad je primjetljiva supstitucija kreditiranja vezanog uz stranu valutu kunskim kreditiranjem.** Ona se tijekom 2016. intenzivirala, pa je udio kunskih u ukupnim kreditima na kraju 2016. porastao na dosad najvišu zabilježenu razinu od 41,4% (Slika 3.14.). Snažan rast kunskoga stambenoga kreditiranja tijekom 2016. djelomice je posljedica konverzije kredita u švicarskim francima s obzirom na to da je dio klijenata inicijalno konvertirane eurske kredite u drugom koraku refinancirao, u istoj ili drugoj banci, u kunske kredite. Osim smanjene sklonosti zaduživanju u stranoj valuti zbog iskustva sa švicarskim francima, na pojačano kunsko kreditiranje utjecao je,

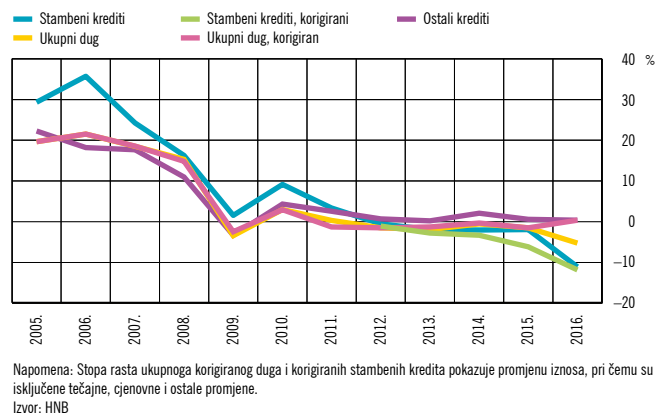
Slika 3.7. Standardi odobravanja kredita kućanstvima ublaženi su



Slika 3.8. Banke očekuju rast kreditne potražnje kućanstava za potrošačkim kreditima

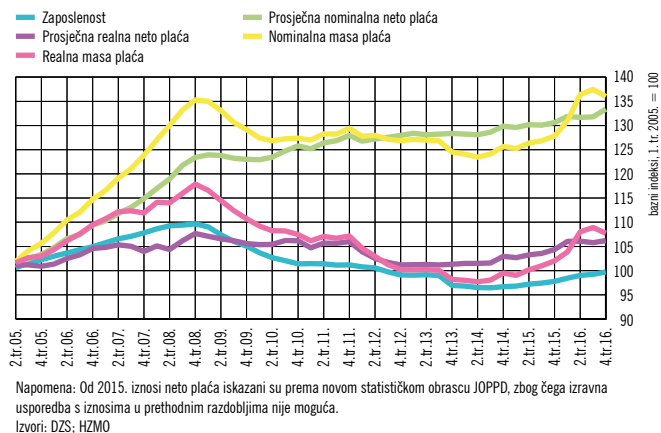


Slika 3.9. Dinamika otpisa plasmana reflektira se u promjenama ukupnog duga kućanstava

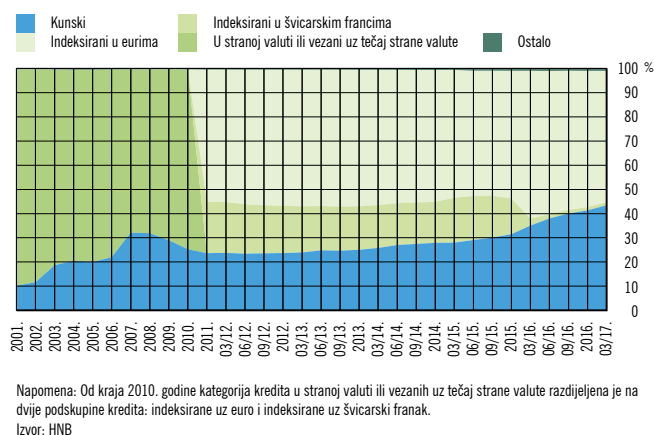


4 Rezultat je to izračuna pokazatelja s obzirom na to da je neto postotak banaka s obzirom na odgovor ponderiran udjelom u ukupnim kreditima stanovništvu.

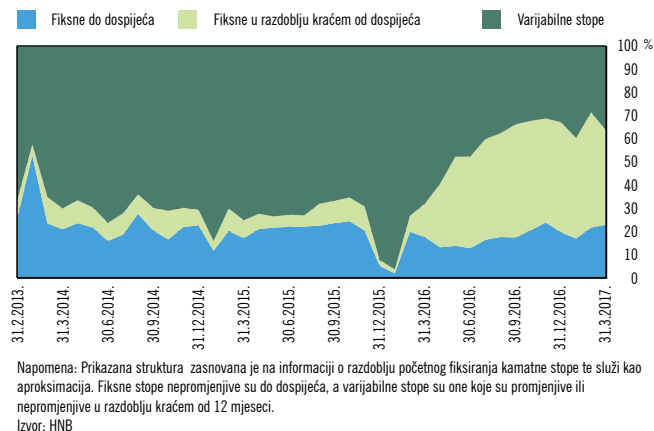
Slika 3.10. Nastavio se pozitivan trend kretanja na tržištu rada



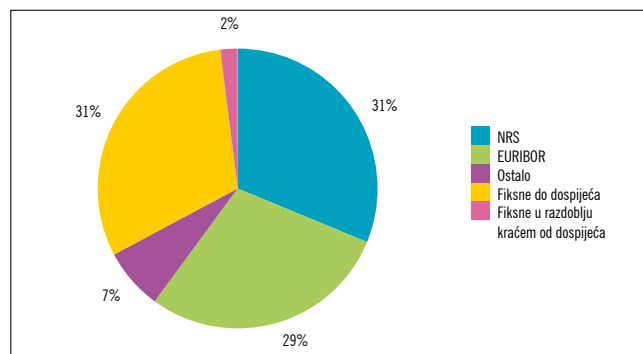
Slika 3.11. Zastupljenost kunskih kredita raste



Slika 3.12. Udio fiksnih stopa u novoodobrenim kreditima raste



Slika 3.13. Kod kreditiranja kućanstava i dalje dominiraju varijabilne kamatne stope (31. ožujka 2016.)



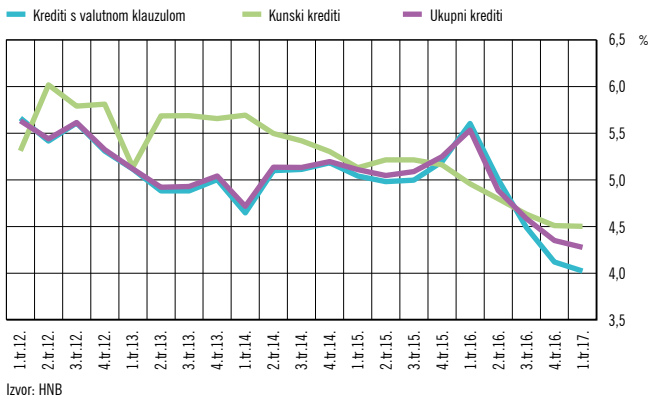
Izvori: Anкета o promjenjivosti kamatnih stopa; HNB

među ostalim, i porast kunskih izvora u strukturi pasive banaka (posebice depozita na transakcijskim računima, Slika 6.4.) koji su u uvjetima općeg pada kamatnih stopa pridonijeli snižavanju kamatnih stopa na kunske kredite i smanjenju razlike između kamatnih stopa na kunske i eurske kredite (Slika 3.14.). S druge strane, regulatorne izmjene usmjerene na veću informiranost potrošača dovele su do rasta konkurencije među bankama, što je zajedno s ekspanzivnim mjerama monetarne politike HNB-a potaknulo banke na veću ponudu kunskih kredita (više o tome vidi u radu I. Ljubaja i S. Petrović Bilješka o kunskom kreditiranju, Pregledi HNB-a, prosinac 2016.).

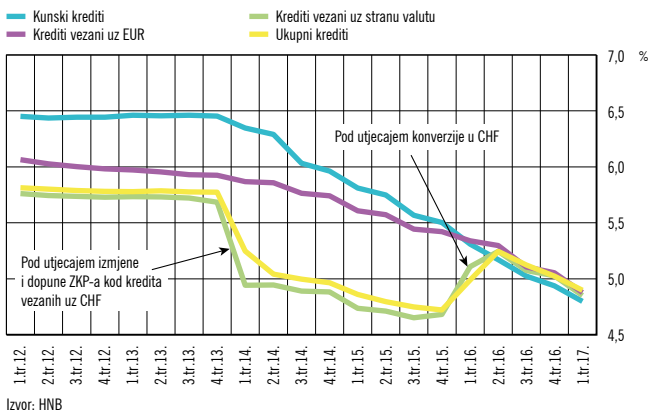
**Premda je izloženost kućanstava kamatnom riziku i nadalje na visokoj razini, tijekom 2016. primjetljivo je preusmjerenje kreditne potražnje kućanstava prema kreditima s nepromjenjivim kamatnim stopama. Taj je trend posebno izražen kod dugoročnoga stambenoga kreditiranja, kod kojeg je kamatni rizik, s obzirom na ročnost obveza, i najizrazitiji.** Tako se tijekom 2016. posebno intenziviralo novo stambeno zaduživanje kućanstava uz kamatne stope nepromjenjive u razdoblju kraćem od dospjeća kredita, čiji je udio krajem 2016. dosegao razinu od 47% (Slika 3.12.). Takvi trendovi upućuju na to da su klijenti postali osjetljiviji na preuzimanje kamatnog rizika, čemu su banke, u uvjetima relativno niskoga kreditnog rasta, prilagodile svoje proizvode. Promjeni preferencija potrošača djelomice je pridonijelo i višegodišnje aktivno nastojanje HNB-a da u redovnim publikacijama te posebnim informativnim materijalima<sup>5</sup> upozori potrošače na rizike koji proizlaze iz kreditnih odnosa, pa tako i na kamatni rizik, čime smo banke potaknuli da nude takve proizvode. Unatoč primjetljivim trendovima kod novoga kreditiranja najveći dio ukupnog duga kućanstava odobren je s varijabilnom kamatnom stopom (67% krajem ožujka 2016. prema podacima iz provedene Ankete o promjenjivosti kamatnih stopa). U strukturi kredita odobrenih s varijabilnom stopom, EURIBOR i NRS gotovo su podjednako

<sup>5</sup> Financijska stabilnost, broj 12, veljača 2014.; Financijska stabilnost, broj 15, Okvir 2. Kamatni rizik u Republici Hrvatskoj, srpanj 2015.; Rizici za potrošače u kreditnom odnosu, lipanj 2016.; Makroprudencijalna dijagnostika, broj 1, veljača 2017.

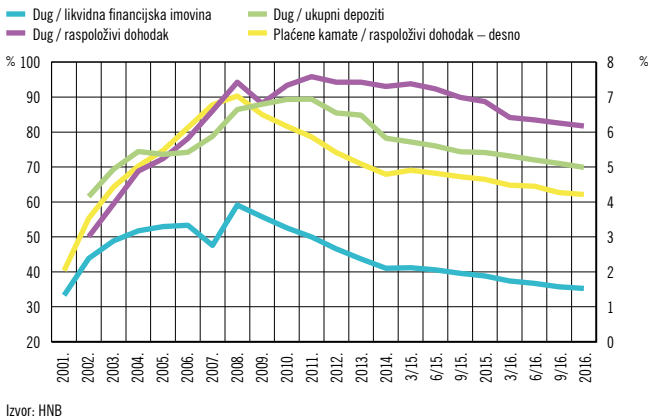
Slika 3.14. Opći trend pada kamatnih stopa na novoodobrene (stambene) kredite nastavljen je



Slika 3.15. Kamatne stope na stanja kunskih i eurskih stambenih kredita izjednačene su



Slika 3.16. Opterećenost kućanstava dugom i kamatama smanjuje se



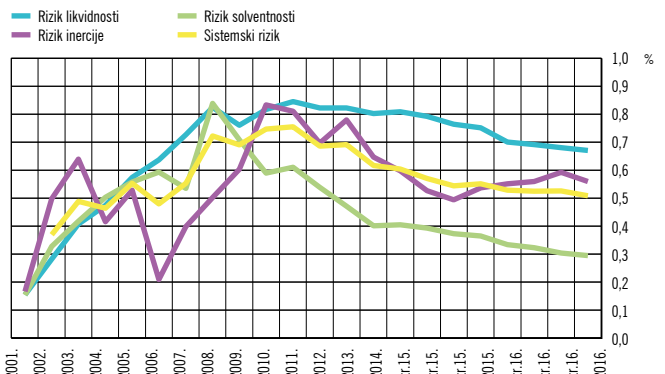
zastupljeni kao referentni promjenjivi parametri (46% odnosno 43% kredita, Slika 3.13.).

**Pokazatelji zaduženosti i kamatnog tereta kućanstava nastavili su se poboljšavati tijekom cijele 2016. godine (Slika 3.16.).** Pad ukupnoga nominalnog duga kućanstava te posljedno, u uvjetima niskih kamatnih stopa, i kamatnog troška (u promatranom razdoblju za 5,3% odnosno 5,4%), kao i istodobni rast likvidne financijske imovine (4,3%) smanjili su opterećenost kućanstava dugom i kamatama na razine posljednji put zabilježene prije više od desetljeća. Spomenuto, uz rast raspoloživog dohotka i zaposlenosti, djelovalo je na smanjenje ukupne sistemske ranjivosti kao i njezinih pojedinih sastavnica (Slika 3.17.).

### Aktualni rizici povezani sa sektorom stanovništva

Nastavak pozitivnog trenda pada sistemskih rizika izgledan je i u ovoj godini zbog očekivanog zadržavanja kamatnih stopa na dostignutim niskim razinama (slike 3.14. i 3.15.), kao i zbog očekivanog intenziviranja ukupne gospodarske aktivnosti koja će se uz poreznu reformu s početka godine odraziti i na raspoloživi dohodak, dok bi nominalni dug mogao stagnirati. S druge strane, kamatni rizik povezan s mogućim rastom referentnih kamatnih stopa ostaje važnim izvorom rizika za klijente s obzirom na izraženu dominaciju financiranja sektora kućanstava uz promjenjive kamatne stope (Slika 3.13.). Rizik je tim veći s obzirom na trenutačno iznimno niske, čak negativne, referentne kamatne stope ESB-a, ali i nastavak promjene smjera monetarne politike Fed-a, koja bi se u idućem srednjoročnom razdoblju mogla zbiti i u europodručju.

Slika 3.17. Sistemska ranjivost kućanstava nastavlja s padom



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:

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

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

$$RI_t = \frac{Plaćene\ kamate_t}{Dug_t + Dug_{t-1} + Dug_{t-2} + Dug_{t-3}} - \left( \frac{Raspoloživi\ dohodak_t}{Raspoloživi\ dohodak_{t-4}} - 1 \right)$$

Izvor: HNB

## Okvir 1. Kretanje ulaganja sektora stanovništva

Posljednjih je godina zamjetljiv trend promjena u strukturi primljenih depozita sektora stanovništva, o čemu smo u ovoj publikaciji već pisali u prošlom broju (vidi Financijsku stabilnost br. 17) kao i u ovom broju u Okviru 3. Promjena strukture izvora financiranja banaka i potencijalni rizici za financijsku stabilnost. Cilj je ovog okvira procijeniti učinke mogućeg prelijevanja dijela depozita s transakcijskih računa u druge likvidne oblike imovine poput ulaganja u investicijske fondove i dionice.

Od sredine 2013. vidljivo je povećanje sredstava položenih na transakcijske depozite. Taj se trend ubrzao u 2014., 2015. i 2016. godini (Slika 1.).

Rezultat je to djelomično regulatornih promjena u vezi s reklasifikacijom deviznih tekućih računa i žiroračuna stanovništva<sup>1</sup>, novela koje su se odnosile na oporezivanja dohotka od kapitala fizičkih osoba i kontinuiranog trenda pada kamatnih stopa na oročene depozite. Budući da su izmjenama u Zakonu o porezu na dohodak istodobno od oporezivanja izuzeti primici od kamata do 0,5% godišnje ostvareni po transakcijskim računima, spomenute zakonske izmjene odrazile su se i na strukturu depozita kućanstava u kreditnim institucijama.<sup>2</sup>

Osim smanjenja udjela oročenih depozita u strukturi ukupnih depozita i njihova transfera na *a vista* depozite zamjećuje se i produljenje njihove prosječne inicijalne ročnosti, pretpostavlja se također zbog sadašnjih niskih kamatnih stopa i dugotrajnog trenda njihova pada. S obzirom na to da od sredine 2012. godine bilježimo također pad kamatnih stopa na oročene kunske i devizne depozite te da su zbog uvođenja poreza na kamate na štednju građana prihodi od štednje kućanstava kontinuirano padali, ulagači su se u manjoj mjeri okrenuli ostalim financijskim posrednicima kao alternativni ulaganju u štedne depozite. Tu se ponajprije misli na ulaganja u investicijske fondove (Slika 2.).

Ako se kretanje ukupne neto imovine investicijskih fondova raščlani prema vrstama fondova, razvidno je da su neke kategorije fondova značajno rasle, mjereno saldonom odnosno razlikom između uplata i isplata iz fondova posljednjih godina. Tako je samo tijekom protekle, 2016. godine neto priljev mjereno razlikom između novih uplata i isplata u sve vrste fondova premašio 4 mlrd. kuna, s najvećim rastom u skupini novčanih i obvezničkih fondova (slike 3. i 4.).

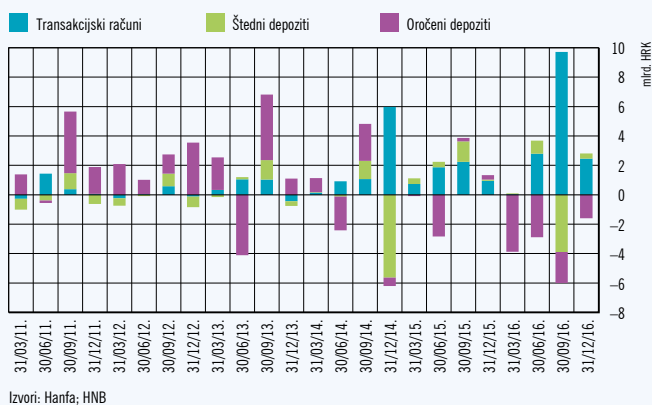
Također, značajan rast imovine pod upravljanjem obvezničkih i novčanih fondova posljednjih godina upućuje na činjenicu da ulagači još uvijek nisu spremni na preuzimanje višeg stupnja rizika, te da i dalje biraju konzervativnije oblike ulaganja, s nižim prinosima (Slika 5.) poput ulaganja u obvezničke i novčane fondove.

Toj činjenici pogodovalo je i kasnije uvođenje oporezivanja kapitalnih dobitaka od ulaganja u investicijske fondove u odnosu na prethodne promjene u Zakonu o porezu na dohodak, a koje su se odnosile na opo-

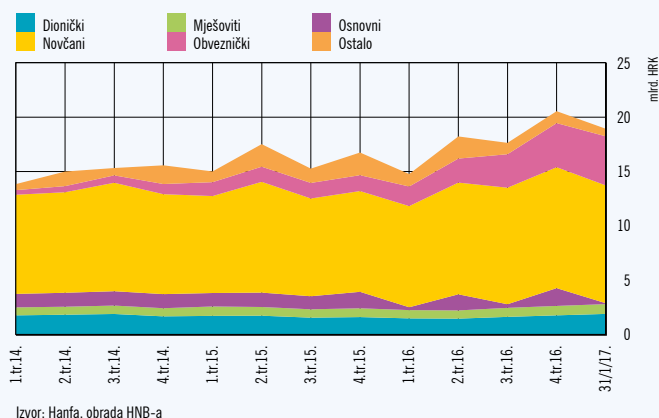
1 Prema Odluci o izmjenama i dopunama Odluke o statističkom i bonitetnom izvješćivanju (NN, br. 127/2014.) ukinuta je direktna povezanost između pojedinog instrumenta s računima kontnog plana banke.

2 Financijska stabilnost, br. 17, okvir Depoziti kućanstava, srpanj 2016., str. 26.

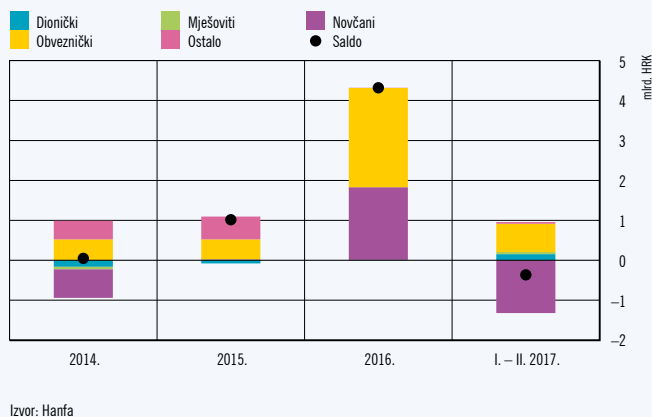
Slika 1. Mjesečna promjena prema instrumentu ulaganja (sektor kućanstava)



Slika 2. Kretanje imovine prema vrstama fondova

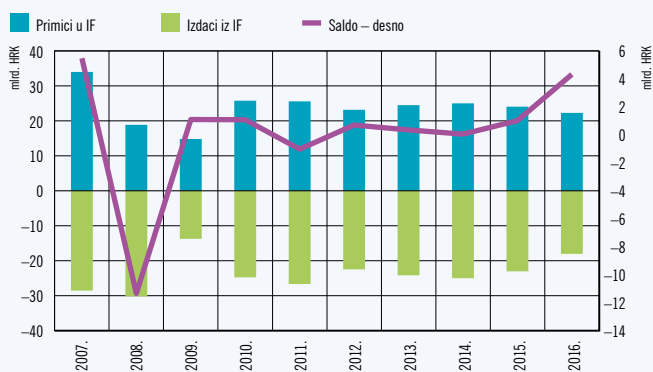


Slika 3. Kretanje salda između uplata i isplata iz otvorenih fondova





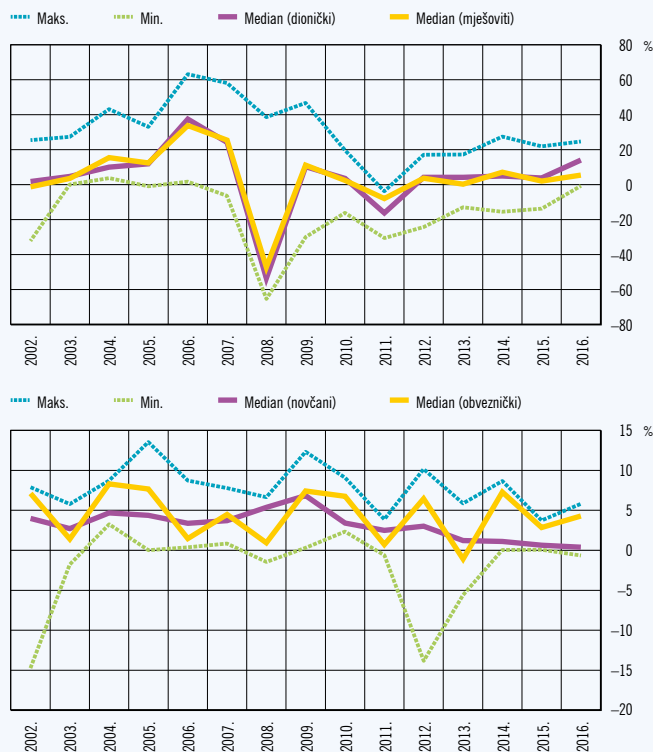
Slika 4. Bilanca uplata i isplata u pojedine vrste otvorenih investicijskih fondova



Izvor: Hanfa

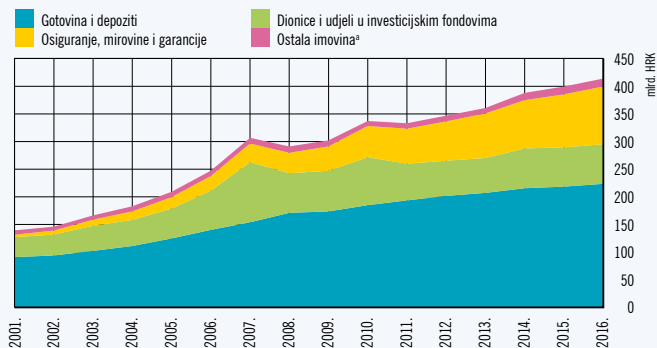
rezivanje dohotka od imovine. Naime, nove odredbe Zakona o dohotku, odnosno odredbe o oporezivanju kapitalnih dobitaka od ulaganja u otvorene investicijske fondove, stupile su na snagu tek početkom 2016. godine. Kako je oporezivanje prihoda od kamata počelo godinu dana prije, otvorio se svojevrsan prostor za regulatornu arbitražu, pa su ulagatelji iz skupine fizičkih osoba dio sredstava s bankovnih transakcijskih računa, pretpostavlja se, uložili u novčane i obvezničke fondove odnosno one vrste fondova koji nose niži stupanj rizika, a ostvaruju relativno slične

Slika 5. Kretanje prinosa investicijskih fondova po godinama



Izvor: HR Portfolio

Slika 6. Kretanje ukupne financijske imovine stanovništva



\* Ostala imovina uključuje: dužničke vrijednosne papire, izvedene financijske instrumente i dioničke opcije zaposlenika te ostala potraživanja.  
Izvor: HNB

ili više povrate od tradicionalne bankovne štednje odnosno ulaganja u depozite.

### Ulaganja u investicijske fondove

Iako su promjene poreznih propisa te pad pasivnih kamatnih stopa, čini se, utjecali na preferencije i ponašanje stanovništva, koje je u potrazi za novim vrstama niskorizičnih ulaganja manji dio vlastite financijske imovine preusmjerilo uglavnom direktno u dionice te u obvezničke i novčane fondove, neto učinak takvog preusmjeravanja štednje prema skupini ostalih financijskih posjednika, odnosno prema investicijskim fondovima, bio je s obzirom na kretanje ukupne financijske imovine stanovništva zanemariv (Slika 6.). Ni struktura ukupne financijske imovine stanovništva nije se značajno mijenjala, a jedini koji su dulje od desetljeća kontinuirano ostvarivali snažan rast imovine bili su mirovinski fondovi, i to ponajviše zahvaljujući konstantnim i donekle predvidivim uplatama u fondove i predominantno usmjerenom ulaganju u dužničke vrijednosne papire države.

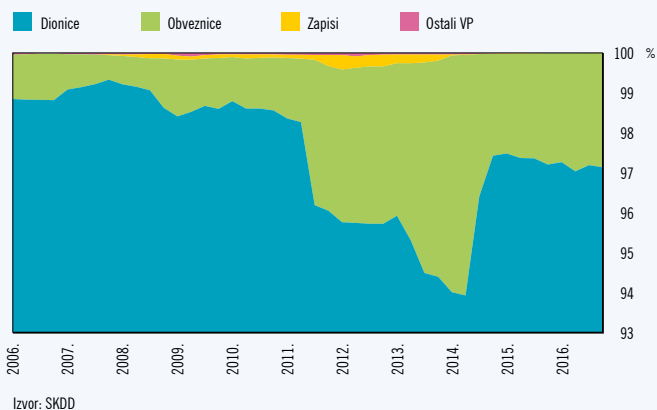
### Struktura ostale financijske imovine stanovništva

Promatra li se struktura ostale financijske imovine stanovništva, ona se u razdoblju nakon krize nije vidljivije mijenjala i najrašireniji oblik ulaganja i nadalje su ostala ulaganja u dionice, uz blagi rast proporcije ulaganja u obveznice (Slika 7.).

Pritom je tržišna vrijednost dionica u vlasništvu domaćih fizičkih osoba od sredine 2012. pa do konca prošle godine porasla s 23 mlrd. na više od 61 mlrd. kuna. Glavnina tog rasta dogodila se u drugoj polovini 2014. godine i nije bila posljedica rasta tržišne vrijednosti ulaganja, već pretežno vlasničkih promjena na način da je iznos veći od 30 mlrd. kuna ugovorno prenesen sa strane pravne na domaću fizičku osobu. Primjetniji rast vrijednosti domaćih dionica odvija se tek od druge polovine prošle godine, čemu u prilog svjedoči i intenzivniji rast lokalnoga dioničkog indeksa – CROBEX (Slika 8.). Također, gledajući novčani priljev u pojedine vrste fondova odnosno odljev prema podacima Hanfe, tek od početka ove godine evidentan je rast priljeva novčanih sredstava u dioničke fondove i pad ulaganja u novčane fondove (Slika 4.). S obzirom na to da je povećanje ulaganja u rizičnije i kolebljivije vrste fondova još



Slika 7. Dominacija dionica u portfelju vrijednosnih papira – domaća fizička osoba



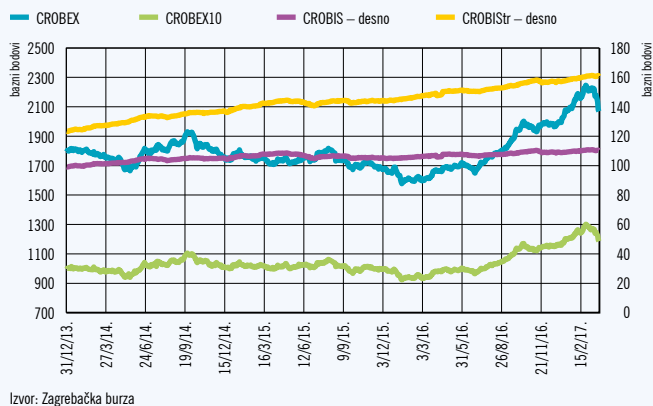
skromno, čini se da se preferencije kućanstava u tom smislu zasad ne mijenjaju.

#### Glavni rizici vezani uz kretanje ulaganja sektora stanovništva

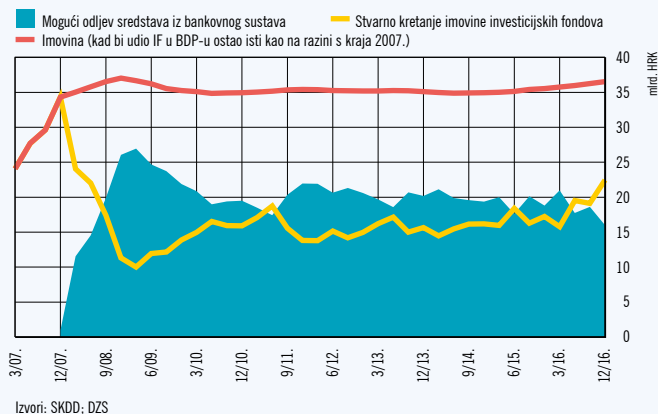
Prikupljeni podaci i provedena analiza pokazuju kako čak ni u situaciji izrazitijeg rasta ulaganja u rizičnije oblike imovine poput dionica i dioničkih investicijskih fondova, sličnom onom koji se ostvario za vrijeme ulagačke euforije na domaćem tržištu kapitala u razdoblju prije 2008. godine, domaćem bankovnom sustavu ne prijeti značajnija materijalizacija rizika od mogućeg prelijevanja imovine iz visokolikvidnih transakcijskih depozita u ulaganje u otvorene investicijske fondove ili dionice.

Slika 9. na kojoj se uspoređuje kretanje imovine investicijskih fondova (žuta crta) s crvenom crtom koja prikazuje moguću razinu imovine u investicijskim fondovima pod pretpostavkom da je ona ostala ista proporcija u odnosu na BDP iz 2007. godine, kada je i ostvaren najveći

Slika 8. Kretanje dioničkih i obvezničkih indeksa CROBEX i CROBIS



Slika 9. Odstupanje stvarne imovine u investicijskim fondovima od njezine projekcije s obzirom na razinu BDP-a iz 2007.



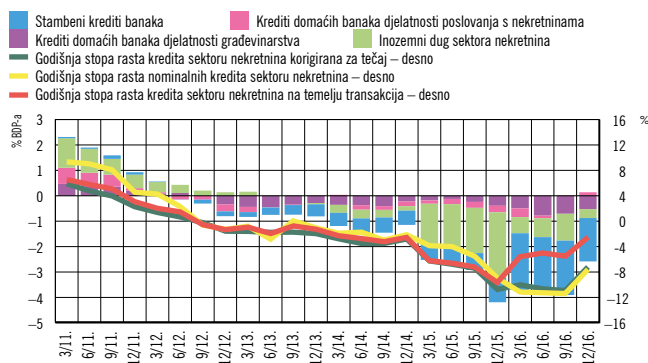
rast cijena rizičnijih klasa imovine poput dionica te ulaganja u dioničke fondove, pokazuje da bi mogući priljev u sve vrste investicijskih fondova iznosio oko 15 mlrd. kuna, pri čemu bi manje od 10% tog iznosa poteklo od porasta samih valuacija. Tome bi trebalo dodati i utjecaj neposrednog ulaganja stanovništva u dionice, koji je zbog brojnih statusnih promjena uvrštenih papira, njihova delistiranja te dvojbene vrednovanja (s obzirom na to da većina dionica ne kotira na uređenom tržištu) mnogo teže procijeniti. Ipak, u ekstremnom slučaju, kada bi procijenjeni maksimalan priljev novčanih sredstava u fondove u iznosu od 15 mlrd. kuna bio financiran isključivo s transakcijskih računa stanovništva u bankama, odnosno kada bi se ostvario značajan kratkoročni odljev depozita, likvidnost bankovnog sustava mjerena LCR pokazateljem i dalje bi ostala znatno iznad regulatornog minimuma (trenutačno 80%).

Utjecaj na pojedinu banku ovisio bi, naravno, o njezinoj pojedinačnoj likvidnosnoj situaciji i investicijskim odlukama klijenata. No nije realno očekivati da bi klijenti naglo i u kratkom roku mijenjali svoje preferencije prema ulaganju i štednji, to više jer bi ih tek dugotrajniji oporavak na tržištu kapitala uvjerio u održivost rasta cijena rizičnijih imovinskih klasa.

Treba istaknuti da se pojačani interes kućanstava za ulaganje u rizičnije oblike imovine posljednjih mjeseci donekle poklopio s intenziviranjem gospodarskog rasta i poboljšanjem makroekonomskih pokazatelja domaćeg gospodarstva. Međutim, provedena analiza pokazuje da je sektor stanovništva još uvijek uglavnom suzdržan glede povećanja ulaganja imovine u rizičnije financijske instrumente i da je tek manji dio svojega financijskog bogatstva spreman alocirati na taj način. U tom kontekstu ni najnovija dužnička i likvidnosna kriza koncerna Agrokor ne ide u prilog smanjenju rizičnosti ulaganja izravno u dionice i posredno u dioničke fondove.

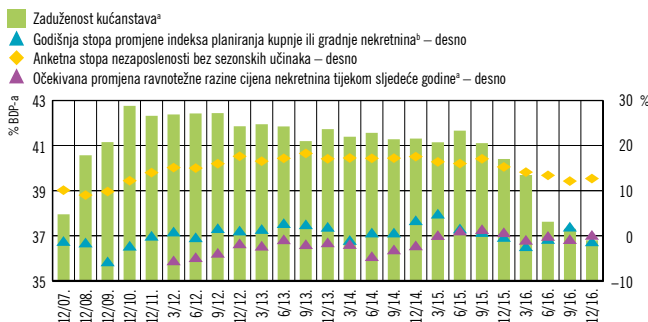
# 4. Nekretnine<sup>6</sup>

Slika 4.1. Nastavljen trend razduživanja sektora nekretnina



Napomena: Promjene duga korigirane su za utjecaj tečajnih promjena. U inozemni dug uključen je 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. Unatoč pozitivnim kretanjima na tržištu rada, kućanstva se nastavljaju suzdržavati od dugoročnih ulaganja



\* Očekivane godišnje promjene za isto razdoblje iduće godine (+12 mjeseci) procijenjeno na temelju modelske ocjene uzimajući pritom u obzir HNB-ove projekcije kretanja relevantnih odrednica stambenih nekretnina.  
<sup>8</sup> 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

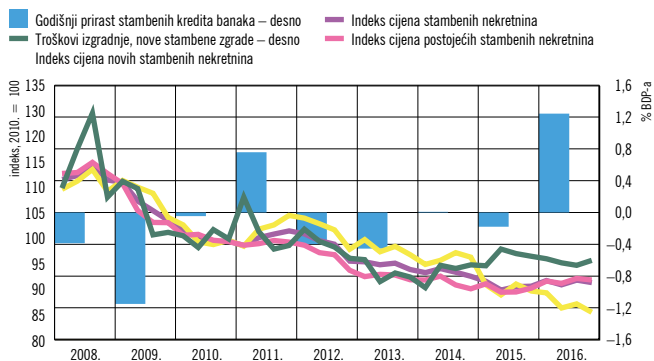
Unatoč poboljšanju pokazatelja financijske dostupnosti stambenih nekretnina potpuni oporavak tržišta nekretnina nije moguć bez rasta potražnje za stambenim jedinicama, na što bi utjecaj mogle imati i najavljene intervencije države.

**Višegodišnji trend razduživanja sektora poduzeća i kućanstava povezanih s tržištem nekretnina započeo krajem 2012. godine nastavio se i tijekom 2016.** Pod utjecajem zakonske konverzije kredita inicijalno odobrenih u švicarskim francima krajem 2016. najveći kumulativni doprinos smanjenju duga došao je od stambenih kredita (pad za 1,7% BDP-a), unatoč snažnom godišnjem porastu novoodobrenih stambenih kredita na razini 2016. od 117,1%, isključimo li primarna refinanciranja koja su direktno proizašla iz konverzije kredita u švicarskim francima. Ipak, važno je istaknuti kako je dio ovog rasta generiran refinanciranjem konvertiranih kredita u švicarskim francima u kunske kredite u drugom koraku<sup>7</sup> (Slika 7.), koji se ne evidentiraju zasebno u statističkim izvješćima. Istodobno su poduzeća iz djelatnosti građevinarstva dodatno smanjila svoje domaće kreditne obveze za 0,5% BDP-a, dok su poduzeća iz djelatnosti poslovanja s nekretninama povećala svoje kreditne obveze domaćim kreditorima za 0,2% BDP-a (riječ je o promjenama iznosa duga korigiranim za tečajne promjene). Sumarni inozemni dug obaju sektora krajem godine smanjen je za 0,4%. Ukupan dug tako se u jednogodišnjem razdoblju smanjio za 7,6%, odnosno 7,1% ako se isključi utjecaj tečajnih promjena (Slika 1.). Promotrimo li ukupan dug zasnovan na stvarnim ot-

<sup>6</sup> U ovom se poglavlju osim kretanja na stambenom tržištu analizira i poslovanje nefinancijskih poduzeća iz djelatnosti građevinarstva i poslovanja s nekretninama.

<sup>7</sup> Isključimo li procijenjena sekundarna refinanciranja proizašla iz konverzije (iz eur-skih u kunske kredite), procijenjeni rast novoodobrenih stambenih kredita mogao bi biti u rasponu od 40 do 50%.

Slika 4.3. Cijene novih stambenih nekretnina nastavljaju padati



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

platama duga (transakcijama<sup>8</sup>) prema kreditnim institucijama, on se u jednogodišnjem razdoblju smanjio za 2,5% (Slika 4.1.).

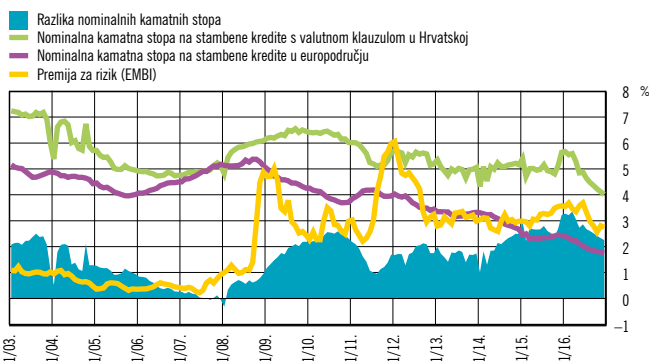
**Unatoč poboljšanjima na tržištu rada i rastu raspoloživog dohotka sektor kućanstava i nadalje se suzdržava od većih dugoročnih ulaganja u nekretnine.** Naime, optimizam povezan s planiranjem kupnje odnosno gradnje nekretnine, nakon solidnog porasta sredinom prošle godine, krajem godine zabilježio je novi pad (1,2% godišnje) upućujući na to da se kućanstva i nadalje teže odlučuju na dugoročni oblik zaduživanja u svrhu kupnje ili izgradnje stambenih nekretnina (Slika 4.2.). Prosječne cijene stambenih nekretnina nastavile su pozitivan trend godišnjih stopa rasta započet početkom 2016. (Slika 4.3.), no primjetljiva je razlika u trendu kretanja prosječnih cijena s obzirom na to je li riječ o novim ili postojećim stambenim objektima. Naime, za razliku od kretanja prosječnih cijena postojećih objekata koje neprekinuto rastu od posljednjeg tromjesečja 2015., prosječne cijene novih stambenih objekata bilježe kontinuirani negativan trend započet početkom 2012., te su krajem 2016. na godišnjoj razini bile niže za 4,7%. Na korekciju je, među ostalim, utjecala i promjena raspoloženja kupaca pri kupnji. Naime, za razliku od pretkriznih godina, kad su kupci bili manje oprezni, danas se odluka o kupnji ipak donosi opreznije s obzirom na kvalitetu gradnje, lokaciju te ostala kvalitativna obilježja nekretnine.

**Pokazatelji financijske dostupnosti stambenih nekretnina nastavljaju se poboljšavati (Slika 4.5.).** Agregatna financijska dostupnost nekretnina<sup>9</sup> nastavila je u 2016. s pozitivnim trendom upućujući na zaključak kako razdoblje povoljnijih kretanja za ulaganje na ovom tržištu još traje (za više vidi Okvir 2. Odstupanje cijena stambenih nekretnina od intrinzične vrijed-

8 Iz ukupnog duga sektora nekretnina kod domaće komponente (stambeni krediti i krediti dane djelatnosti poslovanja s nekretninama i djelatnosti građevinarstva) isključene su sve promjene osim transakcija.

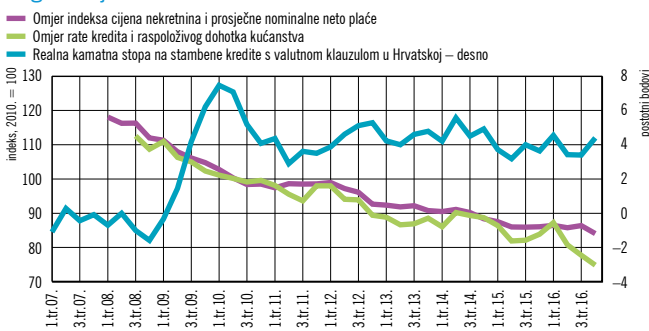
9 Mjereno omjerom prosječne rate kredita i raspoloživog dohotka kućanstva i omjerom indeksa cijena stambenih nekretnina i prosječne nominalne neto plaće

Slika 4.4. Niža premija za rizik odrazila se na pad kamatne razlike



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

Slika 4.5. Stambene nekretnine financijski su bitno dostupnije nego ranije



Napomena: Realna kamatna stopa na stambene kredite s valutnom klauzulom deflacijom je promijenjena prosječne nominalne neto plaće s isključenim utjecajem kriznog poreza, a prikazana je kao pomični prosjek triju uzastopnih razdoblja. Rata kredita odnosi se na prosječan stambeni kredit potreban za kupnju stana od 50-ak kvadrata po cijeni relevantnoj u tom razdoblju (koja se mjeri indeksom cijena nekretnina).  
Izvori: DZS; izračun HNB-a

nosti u Hrvatskoj). Takvom je kretanju, među ostalim, pridonio i nastavak pada kamatnih stopa na nove stambene kredite (Slika 7.), što je zajedno s nižom premijom za rizik države, krajem godine dovelo do smanjenja kamatne razlike (Slika 4.4.). Istodobno je rast raspoloživog dohotka, zajedno s aprecijacijom kune u odnosu na euro, pridonio nastavku povoljne agregatne financijske dostupnosti stambenih nekretnina (Slika 4.5.).

**Premda spomenuti trendovi upućuju na početak stabilizacije tržišta nekretnina, snažniji oporavak neće biti moguć bez povećanja potražnje za stambenim jedinicama, na što bi utjecaj mogle imati i najavljene intervencije države.** Donošenjem Zakona o subvencioniranju stambenih kredita<sup>10</sup>, koji ima za glavni cilj pomoći pri kupnji prvog stana ili kuće mladima

10 Ovim zakonskim rješenjem APN (Agencija za pravni promet i posredovanje nekretninama) sklapa ugovor s odabranim poslovnim bankama koje su odabrane nakon prikupljanja javnih ponuda.

od 45 godina pod specifičnim uvjetima, mogao bi se potaknuti rast aktivnosti na tržištu nekretnina s trenutačno vrlo niske razine, posebice nakon što su cijene novoizgrađenih stanova dodatno spuštene (Slika 4.3.). No, s druge strane, posljednjom poreznom reformom od početka 2017., kada je smanjena stopa poreza na nekretnine s dosadašnjih 5% na 4%, ukinuto je i oslobođenje plaćanja poreza na osnovi kupnje prve nekretnine, što povećava ukupan trošak nekretnina za kupce prvih nekretnina koji su dosad bili barem djelomično oslobođeni ovog poreza. Ipak, agregatni utjecaj spomenutih zakonskih izmjena na kupce prve nekretnine mogao bi biti pozitivan uz državne subvencije na kredite, iako one vjerojatno neće obuhvatiti sva kućanstva koja kupuju svoju prvu nekretninu. Od 1. siječnja 2018. očekuje se i uvođenje poreza na nekretnine kao zamjena za komunalnu naknadu, što je već i predviđeno Zakonom o lokalnim porezima.

## Aktualni rizici vezani uz tržište nekretnina

Očekivana povoljnija kretanja na tržištu rada i rast raspoloživog dohotka zbog poreznih reformi s početka 2017. godine, u idućem bi razdoblju mogli pozitivno utjecati na agregatne pokazatelje financijske dostupnosti stambenih nekretnina. Ipak, trenutačno se ne očekuje znatan rast cijena stambenih nekretnina koji bi u dugom roku stvorio neravnoteže na tržištu. Mogući rizici proizlaze iz neizvjesnosti vezane uz utjecaj uvođenja poreza na nekretnine početkom sljedeće godine te iz Nacrtom zakona o komunalnom gospodarstvu predviđenog uvođenja građevinske

skope rente i doprinosa za građenje komunalne infrastrukture<sup>11</sup>, što će biti dodatni trošak pri gradnji. S uvođenjem navedenih izmjena možemo očekivati rast poreznog opterećenja i negativan utjecaj na oporavak tržišta nekretnina.

Rizici su prisutni i na komercijalnom segmentu tržišta nekretnina s obzirom na najavljeni proces restrukturiranja Agrokora. Podaci o ovom dijelu tržišta nekretnina i inače su oskudni, pa je nemoguće kvantificirati utjecaj koji bi Agrokorovo restrukturiranje moglo imati na tržište poslovnih nekretnina. Naime, očekuje se da ono zasigurno u jednom dijelu obuhvati i segment maloprodajnih prostora te logističkih centara u sastavu Agrokora.

Spomenuti manjak podataka o svim segmentima tržišta nekretnina, njegova sistemska važnost te utjecaj na gospodarstvo i financijski sustav, među ostalim i zbog svoje procikličnosti, prepoznat je i na razini Europske unije. ESRB je tako krajem 2016. donio Preporuku o zatvaranju praznina u podacima o nekretninama (ESRB/2016/14), čiji je cilj na razini EU-a uskladiti okvir za praćenje tržišta nekretnina po podsektorima (stambeno tržište, tržište iznajmljivanja i komercijalno tržište) uzimajući u obzir veličinu i važnost pojedinog segmenta u nacionalnim okvirima. Preporuka obvezuje nositelje makroprudencijalne politike da ustroje sustav prikupljanja podataka, što će svakako u budućnosti pomoći u identifikaciji sistemskih rizika koji prijete s ovog tržišta. Provedba ove preporuke u Republici Hrvatskoj trebala bi osigurati detaljniji skup podataka o tržištu nekretnina nositeljima ekonomske politike kako bi im omogućio pravodobno djelovanje u smanjivanju i sprečavanju neravnoteža proizišlih s tog tržišta.

<sup>11</sup> Građevinska renta planira se kao davanje za korištenje već izgrađene komunalne infrastrukture, dok bi se doprinos za građenje komunalne infrastrukture plaćao za gradnju nove infrastrukture. Namet plaća investitor pri gradnji nekretnine ovisno o lokaciji.

## Okvir 2. Odstupanje cijena stambenih nekretnina od intrinzične vrijednosti u Hrvatskoj

Kretanje cijena nekretnina izravno je povezano s cjelokupnim poslovnim ciklusom kroz nekoliko kanala interakcije cijena nekretnina s makroekonomskim varijablama:

- *direktni efekt bogatstva* (engl. *wealth effect*) – s obzirom na to da (stambene) nekretnine čine znatan dio bogatstva kućanstava utječući time na njihovu agregatnu potražnju (*t*). Ciarlone (2012.) ističe rezultate koji upućuju na činjenicu kako je učinak (cijene) stambenog bogatstva na potrošnju veći u gospodarstvima u razvoju u odnosu na ona naprednija gospodarstva, dok suprotno vrijedi za učinak financijskog bogatstva. Utjecaj stambenog bogatstva na agregatnu potražnju u Hrvatskoj, među ostalim, potvrđen je i u radovima Ahec Šonje, Čeh Časni, Vizek (2012.)<sup>1</sup>, Čeh Časni (2014.)<sup>2</sup>.
- *indirektni efekt bogatstva* – nekretnine kao glavni izvor kolaterala za preuzimanje duga naposljetku pojačavaju kanal prijenosa promjene realnog bogatstva na potrošnju kućanstava. Zbog spomenutoga, dinamika cijena nekretnina može znatno utjecati na stabilnost financijskog sustava s obzirom na varijacije vrijednosti kolaterala te kreditni rizik koji proizlazi iz izloženosti banaka sektoru nekretnina. Istodobno kretanja na tržištu nekretnina u velikoj mjeri determiniraju investicijsku aktivnost građevinarskog sektora podržavajući konjunkturu.

Međutim, ako dinamika kretanja cijena nekretnina nije utemeljena na ekonomskim i financijskim fundamentima, ona može u uzlaznoj fazi gospodarskog ciklusa djelovati kao akcelerator neodrživoga kreditnoga i građevinskog rasta, s posljedicom da u silaznoj fazi uzrokuje snažniji pad i dugotrajniji oporavak. Važnost cikličkih i strukturnih obilježja tržišta nekretnina za financijsku i ukupnu ekonomsku stabilnost te s time povezana u pravilu relativno skromna raspoloživost i primjerenost dostupnih podataka vezanih uz ovo tržište, koja nije svojstvena samo Hrvatskoj, prepoznata je i na europskoj razini.

Stoga je krajem 2016. godine Europski odbor za sistemske rizike donio i objavio Preporuku o zatvaranju praznina u podacima o nekretninama<sup>3</sup>. Intencija je Preporuke na razini Europske unije uspostaviti usklađeni okvir za praćenje zbivanja na tržištu nekretnina (stambenom tržištu, tržištu iznajmljivanja te komercijalnom segmentu), što uključuje i harmonizaciju definicija i metoda za izračun pokazatelja povezanih s ovim tržištem kako bi se osiguralo rano prepoznavanje ranjivosti koje bi mogle dovesti do budućih kriznih razdoblja. Implementacija spomenute Preporuke u Hrvatskoj, koja je planirana do kraja 2020. godine, zasigurno će dodatno unaprijediti analize i procjene kretanja na ovom tržištu u

1 Ahec, Š. A., Čeh Časni A. i Vizek M. (2012.), *Does housing wealth affect private consumption in European post transition countries? Evidence from linear and threshold models*, Post-Communist economies, 24(1)

2 Čeh Časni, A. (2014.), *Housing Wealth Effect on Personal Consumption: Empirical Evidence from European Post-Transition Economies*, Czech journal of economics and finance, 64 (2014), 5; 392-406

3 ESRB (2016), *Recommendation of the ESRB on closing real estate data gaps* (ESRB/2016/14)

Tablica 1. Ponderi za izračun kompozitnog indikatora

Pokazatelj	Ponder
Realni indeks cijena nekretnina	8,15%
Cijena u odnosu na najam	20,60%
Cijena u odnosu na neto raspoloživi dohodak	23,47%
Cijena u odnosu na trošak gradnje	7,16%
Cijena u odnosu na neto plaću	25,58%
Rata kredita u odnosu na raspoloživi dohodak	15,04%

Izvor: Izračun HNB-a

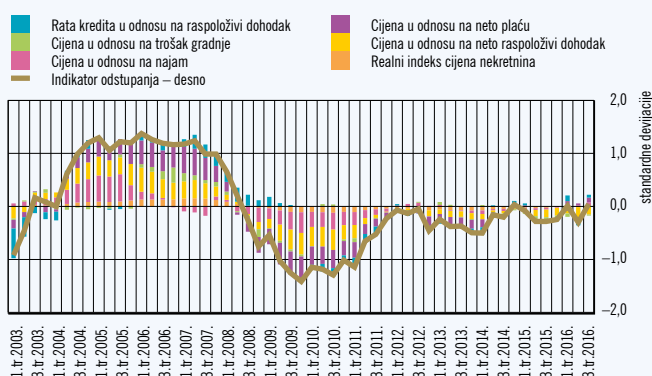
cilju pravodobnoga i adekvatnog formiranja makroprudencijalnih mjera usmjerenih na smanjivanje sistemskih rizika povezanih s ovim tržištem.

Stoga, kako bi se identificirala razdoblja podcijenjenosti odnosno precijenjenosti cijena nekretnina u Hrvatskoj u odnosu na tržišne činitelje, izračunat je kompozitni indeks "odstupanja" cijena stambenih nekretnina od tzv. fundamentalne cijene. Za određivanje pondera korištenih za agregaciju primijenjena je metoda glavnih komponenata (Tablica 1.).

Analiza pokazuje različita razdoblja precijenjenosti cijena stambenih nekretnina s obzirom na način uklanjanja trenda u podacima. Primjenom pristupa uklanjanju trenda preporučenog u radu Hamilton (2016.) razdoblje precijenjenosti započelo je već početkom 2005. te je potrajalo do 2007. Već krajem 2007. te početkom 2008. dolazi do snažne kontrakcije u svim podindeksima te su cijene u razdoblju od 2009. do 2012. modelski bile podcijenjene u odnosu na fundamentalnu razinu. Od početka 2012. cijene se nalaze u području blage neuravnoteženosti, s tendencijom uravnoteženja.

Pogleda li se osim toga i nekoliko jednostavnih pokazatelja koji mogu upućivati na podcijenjenost ili precijenjenost cijena stambenih nekretnina, poput odnosa između cijene i raspoloživog dohotka (*P-I*) odnosno

Slika 1. Pokazatelj odstupanja cijena stambenih nekretnina od dugoročnog trenda



Izvor: Izračun HNB-a

cijene i najma ( $P-R$ ) ( $\phi(2000-2016q3)=100$ ), za Hrvatsku i odabrane zemlje EU-a mogu se primijetiti gotovo identična razdoblja precijenjenosti cijena nekretnina u svim usporedivim zemljama. Istodobno je primjetljiva varijacija u intenzitetu precijenjenosti (mjereno odnosom između cijene i raspoloživog dohotka), pri čemu je u Hrvatskoj ona bila na nižim razinama nego u usporedivim zemljama poput Irske, Danske i Španjolske (Slika 3.). U postkriznom razdoblju promatrani pokazatelji u Hrvatskoj imaju silazni trend zbog pada cijena nekretnina uz stagnaciju raspoloživog dohotka i iznosa rente (Slika 3.).

Konstruirani kompozitni pokazatelj odstupanja cijena nekretnina od temeljnih činitelja pomoći će u identificiranju faza akumuliranja prekomjernih rizika na razini cijelog sustava koji proizlaze iz prekomjernoga rasta cijene nekretnina, što preko prethodno spomenutih kanala utječe na rast rizika u financijskom sustavu. Iako trenutni pokazatelji (kompozitni indikator precijenjenosti/podcijenjenosti, kao i raspoloživa modelska mjera odstupanja cijena od uravnotežujuće razine) ne upućuju na generiranje cikličkih rizika povezanih s tržištem nekretnina, strukturna obilježja ovog tržišta koja se reflektiraju u i nadalje relativno niskoj likvidnosti nekretnina i povišenom kreditnom riziku poduzeća povezanih s ovim tržištem, zahtijevaju s makroprudencijalnog aspekta detaljnu po-

zornost i višedimenzionalnu analizu, čemu se nužno treba prilagoditi i postojeća informacijska podloga.

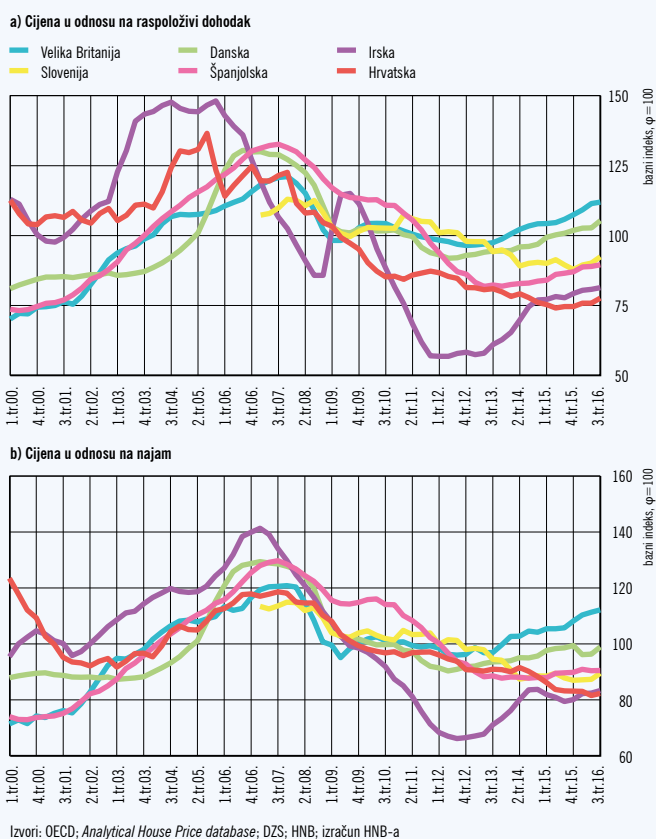
### Metodologija izračuna

Fundamentalna cijena u ovom slučaju određuje se na osnovi činitelja koji odražavaju kretanja na strani ponude i potražnje za stambenim nekretninama. U relevantnoj literaturi korištene su različite empirijske metode procjene odstupanja vrijednosti nekretnina od fundamentalne razine koje se ugrubo mogu sažeti u dvije osnovne metodološke linije:

- različite ekonometrijske tehnike koje stavljaju u odnos cijene nekretnina s odrednicama na strani ponude i potražnje (za Hrvatsko tržište tako je raden ECM model<sup>4</sup>), te
- modeli vrednovanja tržišne imovine (engl. *asset pricing framework*) poput odnosa troška posjedovanja nekretnina (engl. *user cost*) i prinosa od najma. Sličan pristup je metodologija sadašnje vrijednosti (engl. *present value*), koja stavlja u omjer diskontirani budućni prinos od najma s trenutnom tržišnom cijenom nekretnine.

Mana je navedenih tehnika podložnost znatnim nesigurnostima pri izračunu s obzirom na nužnost ispunjavanja određenih pretpostavki pojedinih modela, ali i dostupnost podataka. Stoga se posljednjih nekoliko godina u literaturi i empiriji sve češće konstruiraju i rabe kompozitni indikatori sastavljeni od relevantnih ekonomskih pokazatelja na strani ponude i potražnje na tržištu nekretnina, najčešće ponderiranih primjenom metode glavnih komponenti (engl. *Principal Component Analysis – PCA*). Mišljenje autora koji se koriste predloženom metodom je kako bi zaključak, međutim, trebao biti pouzdaniji ako veći broj različitih pokazatelja upućuje na slično kretanje na tržištu (podcijenjenost/precijenjenost). Kombinirajući tako veći broj pokazatelja odstupanja cijena stambenih nekretnina od neke stabilne razine korištenjem multivarijatne metodologije UBS od 2012. konstruirao pokazatelj za Švicarsku – *UBS Swiss Real Estate Bubble Index*<sup>5</sup>, koji u sebi komprimira šest podindeksa. Sličnu metodologiju primjenjuju i Schneider (2013.)<sup>6</sup> za Austriju, Lenarcic i Damjanović (2015.)<sup>7</sup> za Sloveniju te Micallef (2016.)<sup>8</sup> za Maltu.

Slika 2. Usporedba kretanja pojedinih pokazatelja



4 Procijenjeni ECM model sadržava nezavisne varijable ponude i potražnje konstruirane pomoću metode glavne komponente te realnu kamatnu stopu na stambene kredite s valutnom klauzulom i indeks pouzdanja potrošača. Zavisna varijabla u modelu logaritmirani je hedonistički indeks cijena nekretnina deflaciran indeksom potrošačkih cijena. Za više vidi Okvir 2. Model cijena nekretnina, Financijska stabilnost, broj 12, veljača 2014.

5 UBS Swiss Real Estate Bubble Index: Q3 2016

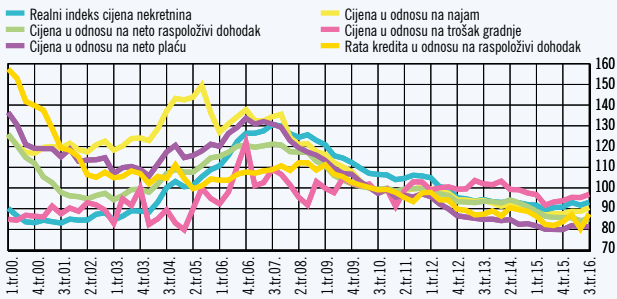
6 Schneider, M. (2013.), *Are recent increases of residential property prices in Vienna and Austria justified by fundamentals*, Monetary Policy & the Economy Q4/2013, pp. 29-46

7 Lenarcic, C. i Damjanovic, M. (2015.), *Slovene residential property prices misalignment with fundamentals*, Banka Slovenije Working Paper 2015.

8 Micallef, B. (2016.), *Property price misalignment with fundamentals in Malta*, Working Paper, No. 03/2016, Central Bank of Malta



Slika 3. Kretanje cijena stambenih nekretnina te pojedinih makroekonomskih i financijskih indikatora



Napomena: Kretanje cijene najma dobiveno je iz indeksa potrošačkih cijena – 04.1 Stvarne najamnine za stanovanje. Neto plaća izračunata je kao prosječna plaća u posljednja tri mjeseca, i to za mjesec u kojemu je zaradena, a ne isplaćena. Rata kredita odnosi se na prosječan stambeni kredit potreban za kupnju stana od 50-ak kvadrata po cijeni relevantnoj u tom razdoblju (koja se mjeri indeksom cijena nekretnina). Indeks troška građevinskih radova izračunava se iz agregiranih indeksa cijene građevinskih materijala i troškova rada za novogradnju te je preuzet s Eurostata. Izvori: DZS; Eurostat; HNB

Sljedeći spomenute primjere, za konstruiranje pokazatelja odstupanja cijena stambenih nekretnina u Hrvatskoj od makroekonomskih i financijski zasnovanih činitelja korišteno je šest indikatora koji pokazuju glavne pokretače tržišta: realni indeks cijena stambenih nekretnina, odnos cijene i najma, odnos cijena i neto raspoloživoga dohotka, odnos cijena i prosječne neto plaće, odnos rate stambenoga kredita i raspoloživoga

dohotka kućanstava, odnosno cijene i troška gradnje – nove stambene zgrade (Slika 3.).

U tumačenju faze nekretninskog ciklusa na osnovi kompozitnog indeksa korišteni su podaci u obliku “jaza”, odnosno njihova odstupanja od trenda. Za izračunavanje odstupanja od linearnog trenda u literaturi često se uzima jednostrani HP filter uz parametar izgladivanja ( $\lambda$ ) od 400,000 koji prati preporuku ESRB-a<sup>9</sup> za računanje protucikličkoga zaštitnog sloja kapitala s obzirom na to da kreditni ciklus može biti znatno duži od tradicionalnoga poslovnog ciklusa. Za razliku od tradicionalnog pristupa, u radu primjenjujemo alternativni pristup koji u svom kritičkom radu predlaže Hamilton (2016.)<sup>10</sup>, koji prati ideju kako bismo trebali definirati trend kao komponentu koju bismo trebali moći predvidjeti dvije godine unaprijed i cikličku komponentu kao pogreške povezane s tim prognostičkim modelom<sup>11</sup>.

Naposlijetku, koristeći se metodologijom OECD za konstruiranje kompozitnih pokazatelja<sup>12</sup>, za određivanje pondera korištenih za agregaciju primijenjena je metoda glavnih komponenta<sup>13</sup>. Ova metoda reducira veći broj moguće koreliranih varijabla u manji broj nekoreliranih varijabla (linearne kombinacije inicijalnih varijabla) koje se nazivaju glavne komponente. Prva glavna komponenta objašnjava najveći proporcionalni dio varijabilnosti u podacima, a svaka sljedeća komponenta objašnjava maksimalni preostali dio varijabilnosti.

9 ESRB, (2014.), *Operationalising the countercyclical capital buffer: indicator selection, threshold identification and calibration options*, European Systemic Risk Board, Occasional Paper Series, No. 5

10 Hamilton, J. D. (2016.), *Why You Should Never Use the Hodrick-Prescott Filter*, Department of Economics, UC San Diego

11 Putem OLS regresije procijenimo  $y_{t+h}$ , s konstantom i s četiri posljednja podatka  $y$  u vremenu  $t$ . U slučaju tromjesečnih podataka  $h = 8$ , čime dobivamo funkciju trenda

$$y_{t+h} = \beta_0 + \beta_1 y_t + \beta_2 y_{t-1} + \beta_3 y_{t-2} + \beta_4 y_{t-3} + v_{t+h}$$

gdje reziduali regresije nude kvalitetan način za uklanjanje trenda i dobivanje cikličke komponente

$$\hat{v}_{t+h} = y_{t+h} - \hat{\beta}_0 + \hat{\beta}_1 y_t + \hat{\beta}_2 y_{t-1} + \hat{\beta}_3 y_{t-2} + \hat{\beta}_4 y_{t-3}$$

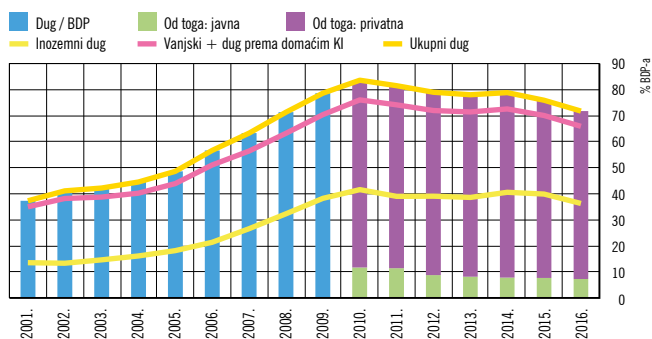
12 OECD, (2008) *Handbook on Constructing Composite Indicators: Methodology and User Guide*

13 Ponder  $v_i$  izračunava se množenjem kvadrata faktorskog opterećenja  $a_{ij}$  (factor loading) varijable  $i$  kod faktora  $j$ , s objašnjenim dijelom varijance podataka  $\phi_j$  faktora  $j$ , gdje faktor  $j$  predstavlja faktor na kojem varijabla  $i$  ima najveće opterećenje. Broj faktora je izabran tako da uzimajući najmanji broj faktora objašnjavamo najveći dio varijance u podacima. Zbroj pondera za sve varijable normaliziran je u 1.

$$M_i = \sum_j^J v_j x_{ij}, v_i = a_{ij}^2 \phi_j, \phi_j = \sigma_j^2 / \sum_{j=1}^J \sigma_j^2$$

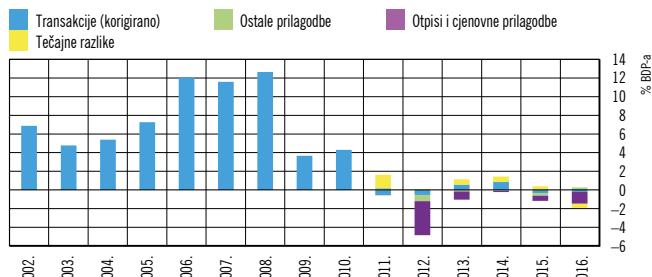
# 5. Sektor nefinancijskih poduzeća

Slika 5.1. Zaduženost sektora poduzeća snizila se u 2016. godini za 4,2 p. b.



Napomena: Zaduženost sektora nefinancijskih poduzeća kao omjer duga i BDP-a. Razlika vanjskog duga i duga prema domaćim kreditnim institucijama do ukupnog duga (ostali dug) čini dug prema domaćim društvima za lizing, osiguranjima i ostalim financijskim institucijama.  
Izvori: Hanfa; HNB

Slika 5.2. Rast BDP-a, prodaja potraživanja i aprecijacija kune značajno pridonose vanjskom i domaćem smanjenju ukupne zaduženosti<sup>a</sup>



<sup>a</sup> Prikazi su utemeljeni na revidiranim podacima iz konsolidirane bilance stanja financijskih računa sektora nefinancijskih poduzeća i usklađeni s izmjenama u sektorizaciji po metodologiji ESA 2010.  
Napomena: Dekompozicija promjena zaduženosti nefinancijskih poduzeća kao omjer promjene duga u odnosu na BDP. Ostale prilagodbe jesu dio duga brodogradilišta koji je preuzela država u lipnju 2012., prodaje loših potraživanja, likvidacija domaćih banaka u 2013. i 2016. te metodološka promjena knjiženja naknada u 2013. godini.  
Izvori: Hanfa; HNB

Strukturne ranjivosti sektora nefinancijskih poduzeća nastavljaju se smanjivati ponajprije zahvaljujući nastavku pozitivnih kretanja u gospodarstvu tijekom 2016. i jednakim očekivanjima za 2017. godinu. Ipak, određeni je rizik u ovoj godini još uvijek neizvjestan ishod restrukturiranja koncerna Agrokor uz popratne sekundarne efekte.

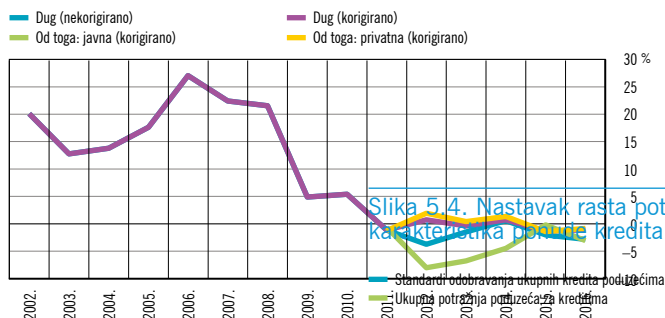
**Ukupna zaduženost sektora nefinancijskih poduzeća tijekom 2016. godine i dalje blago opada.** Ukupna zaduženost smanjila se na 71,7% BDP-a na kraju 2016., sa 75,9% BDP-a koliko je iznosila na kraju 2015. godine (smanjenje za 4,2 p. b., Slika 5.1.). Pritom je utjecaj neto transakcija<sup>12</sup> na promjenu zaduženosti blago pozitivan jer smanjuju zaduženost za 0,2 p. b., dok je uz efekt zamjene vanjskog duga kapitalom tijekom prošle godine utjecaj tako korigiranih transakcija upola manji, na razini od otprilike 0,1 p. b. Ipak, glavnina smanjenja ukupne zaduženosti odnosi se na efekt rasta BDP-a (smanjenje za 2,0 p. b.) te značajne prodaje potraživanja domaćih kreditnih institucija (smanjenje za 1,3 p. b.) koje su, uz likvidaciju jedne manje domaće banke, prikazane u ostalim prilagodbama na Slici 5.2. Jednako tako, znatan utjecaj na smanjenje zaduženosti sektora nefinancijskih poduzeća ima i aprecijacija kune prema euru (za 0,4 p. b.), čime se dodatno smanjuje teret otplate duga. Tijekom 2016. se godine kao posljedica otplate duga više smanjuje vanjski dug i privatnih i javnih poduzeća. Istovremeno se kod domaćih kreditnih institucija oba sektora blago zadužuju. Slični trendovi neto transakcija domaćeg i inozemnog duga nastavili su se i u prvom tromjesečju 2017.

Rezultirajuća korigirana stopa promjene ukupnog duga sektora nefinancijskih poduzeća kao i privatnih poduzeća u 2016. blago

<sup>12</sup> Neto transakcije su nova zaduženja – otplate.



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



Slika 5.4. Nastavak rasta potražnje i poboljšanja kretanja kreditiranja poduzećima tijekom 2016.



Napomena: Godišnje stope promjene duga nefinancijskih poduzeća, iz godišnjih stopa promjena duga nefinancijskih institucija isključeni su utjecaji tečajnih razlika, prodaje loših potraživanja, dio duga brodografičarskih poduzeća koji je preuzela država u lipnju 2012., likvidacija domaćih banaka u 2013. i 2016. te metodološka promjena knjige naknada u 2013. godini.  
Izvori: Hanfa; HNB

je negativna (oko -1%), dok za javna nefinancijska poduzeća iznosi oko -3% (Slika 5.3.).

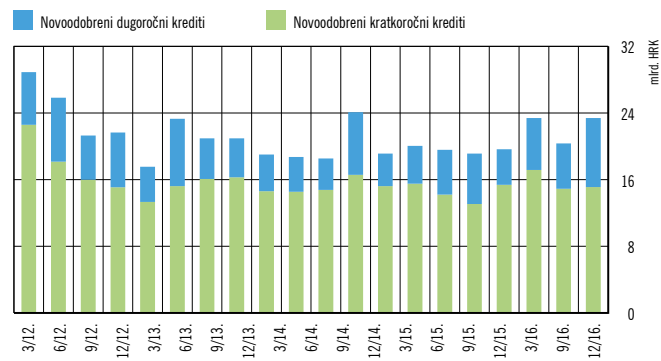
S aspekta djelatnosti, najvišu stopu smanjenja inozemnih kredita uz istovremeno najviši rast kredita kod domaćih kreditnih institucija imaju poduzeća iz djelatnosti hotelijerstva i restorana. S obzirom na značajan rast broja hćenja i prihoda od turizma u prethodne dvije godine i još bolja očekivanja za sezonu u 2017. godini, poduzeća iz djelatnosti hotelijerstva, prije svega veliki međunarodni hotelski lanci, smanjuju svoje inozemne kredite, dok je rast domaćih kredita u toj djelatnosti rezultat investiranja u dodatne kapacitete i radni kapital za aktivnosti domaćih pružatelja usluga u turizmu. Značajno smanjenje inozemnih kredita spomenute djelatnosti, osim otplate glavnice, posljedica je značajnijih otpisa i prilagodbi, dok poduzeća iz djelatnosti trgovine i iz građevinarstva smanjuju svoje vanjske kredite uglavnom njihovom otplatom. Porast kredita kod domaćih kreditnih institucija prisutan je još u prerađivačkoj djelatnosti, dok ostale djelatnosti smanjuju svoje kredite, intenzivnije inozemne nego domaće.

**Rezultati ankete o kreditnoj aktivnosti banaka u posljednja tri tromjesečja 2016. upućuju na nastavak rasta potražnje za kreditima poduzeća i ublažavanja uvjeta kreditiranja, a što se odnosi na gotovo sve segmente poduzeća i skupine kredita (Slika 5.4.).** Povoljna kretanja standarda odobravanja kredita u kontinuitetu se bilježe posljednje dvije godine, a takva su kretanja karakteristika ponude kredita, osim poboljšanim očekivanjima glede općih gospodarskih kretanja, uglavnom potaknuta stanjem na bankovnom tržištu (iznimno povoljnom likvidnošću banaka i intenziviranjem međubankovne konkurentnosti). Potražnja za kreditima u takvim uvjetima trebala bi nastaviti višegodišnji trend rasta i u budućem razdoblju, a opisana kretanja tijekom 2016. već su se odrazila u dinamiziranju rasta novoodobrenih kredita domaćih banaka (Slika 5.5.). Oni su u posljednjih devet mjeseci 2016. prosječno, na godišnjoj razini, porasli za 25,2% (dugoročni) odnosno 10,2% (kratkoročni), ali u gotovo ravnomjernih apsolutnim iznosima. Dodatno, povećanoj potražnji za kreditima tijekom 2017. moglo bi pridonijeti

restrukturiranje koncerna Agrokor, i to ponajviše zahvaljujući novom kreditiranju samoga koncerna i njegovih dobavljača, ali i očekivano pojačanoj potrebi za refinanciranjem postojećeg duga dobavljača.

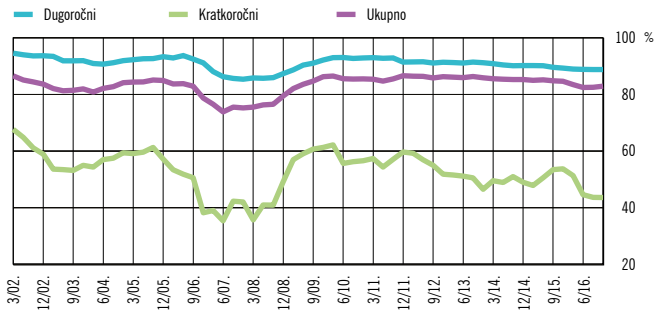
**Rast novoodobrenih kredita nefinancijskim poduzećima u posljednja tri tromjesečja 2016. nije uspio anulirati dominantan utjecaj otpisa i prodaje potraživanja te aprecijacije domaće valute na kretanje stanja duga prema domaćim bankama, čime se nastavilo njegovo daljnje smanjivanje (slike 5.3. i 5.5.).** Kao što je već spomenuto, navedeni rast kreditiranja podjednako se odnosi na financiranja s kraćim i duljim rokovima dospelja, uglavnom u domaćoj valuti. Udio je kunskih u ukupnim novoodobrenim kreditima u razdoblju od drugog do četvrtog tromjesečja 2016. u odnosu na godinu ranije prosječno porastao sa 7% na 9% (za dugoročne kredite), odnosno snizio se s 58% na 54% (za kratkoročne kredite). Dominacija kratko-

Slika 5.5. Novoodobreni krediti poduzećima porasli su, neovisno o valuti



Napomena: Na slici su prikazani novoodobreni krediti domaćih poslovnih banaka nefinancijskim poduzećima.  
Izvor: HNB

Slika 5.6. Udio ukupnog duga poduzeća<sup>a</sup> u stranoj valuti neznatno je snižen

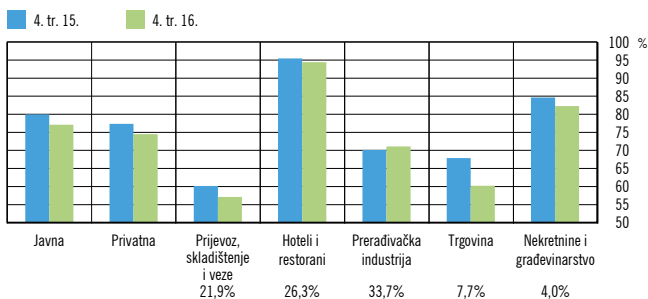


<sup>a</sup> Pretpostavlja se da je sav inozemni dug u stranoj valuti. Uključen je i dug vezan uz tečaj stranih valuta (valutna klauzula).

Napomena: Prikazani udio izražen je u ukupnom dugu poduzeća (ovisno o ročnosti).

Izvor: HNB

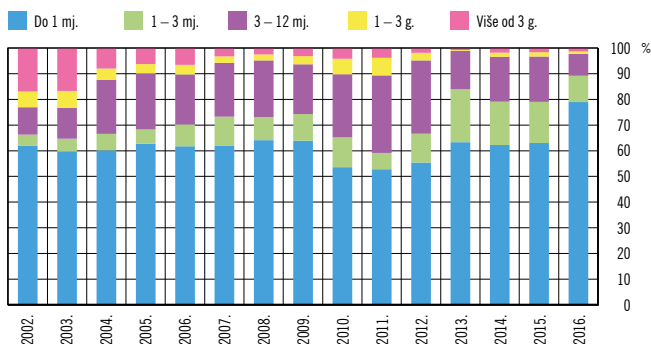
Slika 5.7. Većina djelatnosti i podsektori smanjuju svoju izloženost valutnom riziku, pri čemu djelatnost trgovine značajnije



Napomene: 1. Na slici je prikazan udio ukupnog duga poduzeća u stranoj valuti u ukupnim kreditima (ovisno o podsektoru i djelatnosti). 2. Postoci na horizontalnoj osi označuju udio izvoznih prihoda u ukupnim prihodima određene djelatnosti tijekom 2015. godine. 3. Pretpostavlja se da je sav inozemni dug u stranoj valuti. 4. Uključen je i dug vezan uz tečaj stranih valuta (valutna klauzula).

Izvori: Fina; HNB

Slika 5.8. Rizici povezani s rastom kamatnih stopa poduzećima nisu se značajnije izmijenili



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

Izvor: HNB

ročnih u strukturi ukupnih novoodobrenih kredita pridonijela je da se u promatranom razdoblju udio ukupnih novoodobrenih kunskih kredita blago snizi s prosječnih 65% na 63%. Slična dinamika kretanja novoodobrenih kredita, gledano po ročnoj i valutnoj strukturi, zabilježena je i početkom ove godine.

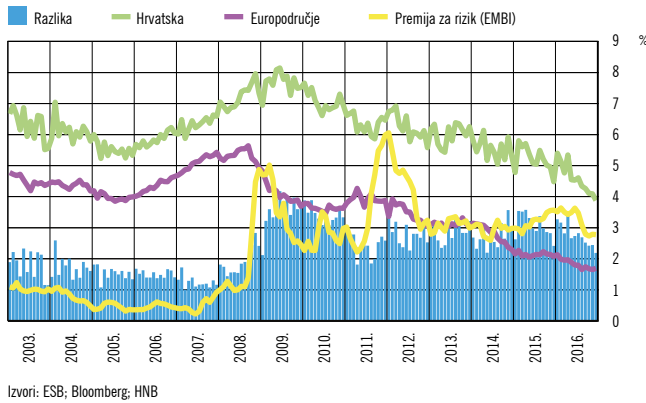
**Zbog nešto dinamičnijeg razduživanja poduzeća u inozemstvu u odnosu na porast njihova financiranja kod domaćih banaka, ukupna izloženost sektora nefinancijskih poduzeća valutnom riziku blago se snizila, i dalje se zadržavajući na visokim razinama (Slika 5.6.).** S tim u vezi, smanjenje valutnog rizika odnosi se na oba sektora, i privatni i javni. Promatrano po djelatnostima, najveći doprinos blagom smanjenju valutne izloženosti sektora dolazi od poduzeća iz djelatnosti trgovine, kod kojih se oko 73% smanjenja ukupnog duga odnosi na dug u stranoj valuti i većinom prema inozemstvu. Kod poduzeća iz ostalih djelatnosti izloženost valutnom riziku nije se značajnije promijenila (Slika 5.7.).

**U odnosu na kraj 2015. godine izloženost kamatnom riziku poduzeća tijekom 2016. stagnira, čime se njegova moguća materijalizacija u slučaju rasta kamatnih stopa poduzećima nije značajnije izmijenila, ali i dalje se zadržavala na povišenim razinama.** Naime, struktura kredita prema mogućnosti promjene kamatne stope pokazuje porast udjela kredita s promjenjivom kamatnom stopom do 1 mjeseca (gotovo 16 p. b.) istodobno anulirajući smanjenje udjela kredita s promjenjivom kamatnom stopom u razdoblju od 1 do 12 mjeseci (Slika 5.8.). Usporedno s tim, za približno 1 p. b. snizio se i udio kredita s promjenjivom kamatnom stopom preko 12 mjeseci pridonijevši tako neznatnom porastu već visokog udjela kredita s kamatnom stopom promjenjivom unutar godine dana.

**U posljednja tri tromjesečja 2016. bilježi se stagnacija kratkoročnih i nastavak višegodišnjeg trenda smanjivanja dugoročnih kamatnih stopa domaćih banaka.** Cijena kratkoročnog financiranja poduzeća kretala se na prosječnoj razini od 4,15% uz uobičajen raspon svoje kolebljivosti. S druge strane, blagi pad prinosa do dospijeca na dugoročne državne obveznice Hrvatske praćen visokom likvidnošću i intenzivnijom međubankovnom konkurentnošću na domaćem tržištu neki su od činiteља koji su pridonijeli značajnijem smanjenju cijene dugoročnog financiranja poduzeća u razdoblju od ožujka do prosinca prošle godine (za približno 0,9 p. b.). Tako se vagana dugoročna kamatna stopa na kraju 2016. prvi put snizila na razine ispod 4%. Nastavak opisanih kretanja kamatnih stopa u Hrvatskoj zabilježen je i početkom ove godine.

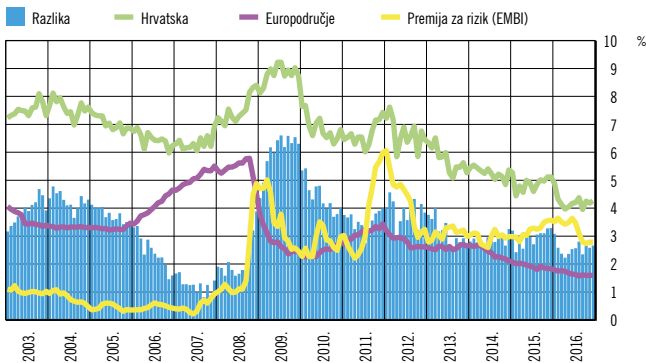
Nadalje, trend snižavanja kamatnih stopa u europodručju nastavio se, pri čemu se u posljednjem tromjesečju 2016. neznatno usporio. U takvim uvjetima razlika između kamatnih stopa na kredite poduzećima u Hrvatskoj i u europodručju porasla je (za kratkoročne kredite) odnosno snizila se (za dugoročne kredite) te odražava i dalje relativno visoku premiju za rizik zemlje (slike 5.9. i 5.10.).

Slika 5.9. Intenziviranje pada kamatnih stopa na dugoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj



Izvori: ESB; Bloomberg; HNB

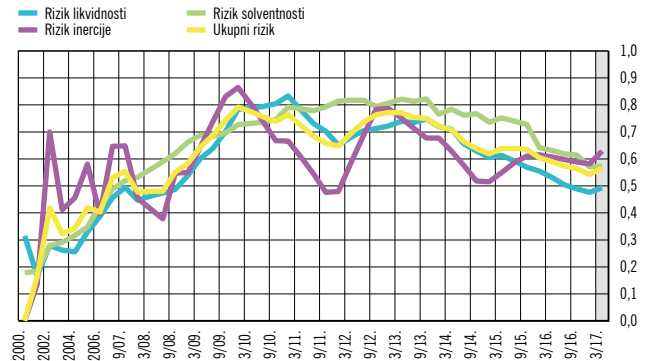
Slika 5.10. Nakon zamjetljivijeg pada kamatnih stopa na kratkoročne kredite u Hrvatskoj početkom 2016., u ostatku godine stagniraju



Izvori: ESB; Bloomberg; HNB

U skladu s povoljnim gospodarskim kretanjima u 2016. sve se tri indikatora ranjivosti sektora nefinancijskih poduzeća smanjuju, s očekivanim nastavkom smanjivanja i u ovoj godini (Slika 5.11.). Ipak, spomenuto smanjenje rizičnosti sektora nefinancijskih poduzeća može biti ugroženo zbog restrukturiranja sistemski značajne grupacije koja je zapala u teškoće s podmirivanjem dospjelih obveza (koncern Agrokor). Ovisno o ishodu restrukturiranja, neizvjestan je njegov efekt na pokazatelje rizičnosti u ovoj godini. Naime, nepovoljan ishod mogao bi povećati rizike likvidnosti i inercije, što bi utjecalo i na povećanje ukupne razine rizičnosti sektora nefinancijskih poduzeća uz sekundarne efekte prelijevanja rizika i na ostale sektore, ponajprije na sektore bankarstva i stanovništva. S druge strane, pozitivan ishod restrukturiranja mogao bi dodatno potaknuti pad rizika likvidnosti ako se skрати vrijeme plaćanja obveza dobavljačima i državi te smanji zaduženost koncerna prodajom dijela imovine i racionalizacijom poslovanja. Ipak, takav bi se pozitivan scenarij odvijao postupno tijekom duljeg razdoblja.

Slika 5.11. Nastavak pozitivnih gospodarskih kretanja i očekivanja dobrih poslovnih rezultata u 2016. te smanjivanje duga pridonose daljnjem padu rizičnosti sektora poduzeća



Napomena: 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 operativnu dobit, tj. EBITDA:

$$RL_t = 0,5 \cdot \frac{Dug_t}{EBITDA_t} + 0,5 \cdot \frac{\text{Plaćene kamate}_t}{EBITDA_t}$$

Indikator solventnosti izračunat je kao omjer duga i kapitala:

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

Indikator inercije čini omjer plaćenih kamata i prosječnog duga korigiranog za rast bruto dobiti iskazane kao EBITDA:

$$RI_t = \frac{\text{Plaćene kamate}_t}{\frac{Dug_t + Dug_{t-1} + Dug_{t-2} + Dug_{t-3}}{4}} - \left( \frac{EBITDA_t}{EBITDA_{t-4}} - 1 \right)$$

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

$$UR_t = \frac{RL_t + RS_t + RI_t}{3}$$

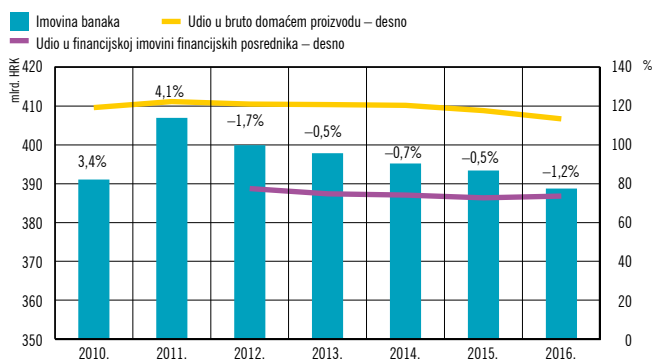
Očekivana dobit (EBITDA) poduzeća procijenjena je u skladu s projekcijom rasta BDP-a za 2016. godinu. Osjenčano područje i odgovarajuće vrijednosti indikatora ranjivosti označuju simulaciju negativnih efekata restrukturiranja grupe Agrokor.  
Izvori: Fina; HNB

## Aktualni rizici povezani sa sektorom nefinancijskih poduzeća

Uz nastavak pozitivnih gospodarskih kretanja rizici za financijsku stabilnost koji dolaze iz ovog sektora trebali bi se nastaviti smanjivati, u prvom redu zbog očekivanoga daljnjeg rasta profitabilnosti sektora nefinancijskih poduzeća i akumulirane dobiti iz prethodnih godina koja može biti zaštitni kapital za očuvanje likvidnosti sektora u kraćem roku. Očekivani nastavak dostupnijeg i jeftinijeg financiranja korporativnog sektora, popraćen poboljšanim valutnom strukturom novih zaduživanja (u kunama) trebao bi olakšati teret otplate njihova duga i pridonijeti smanjenju valutnog i kamatnog rizika. S druge strane, visoka razina ukupnog duga nefinancijskih poduzeća i dalje predstavlja značajnu strukturnu ranjivost, a povećana kolebljivost na međunarodnim financijskim tržištima zbog brojnih političkih rizika mogla bi naposljetku rezultirati nepovoljnijim uvjetima financiranja. Isto tako, ovisno o tijeku restrukturiranja koncerna Agrokor, očekivano smanjenje rizičnosti unutar ovog sektora u 2017. godini moglo bi biti anulirano.

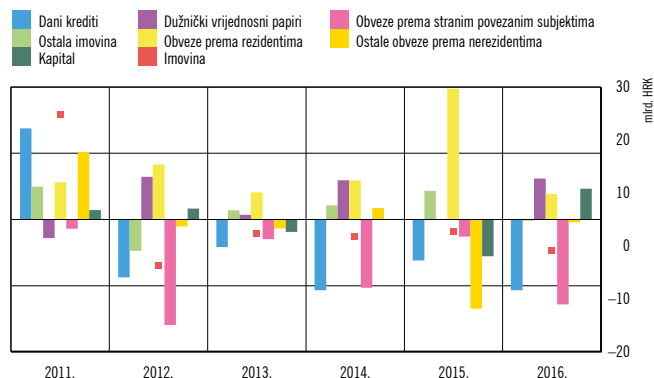
# 6. Bankarski sektor<sup>13</sup>

Slika 6.1. Višegodišnji trend pada ukupne imovine banaka nastavio se i u 2016.



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

Slika 6.2. Smanjenje kreditnog portfelja i razduživanje prema stranim vlasnicima odredili su kretanje bilance banaka



Napomena: Godišnja promjena najvažnijih stavki bilance bankarskog sektora  
Izvor: HNB

Iako trendovi prisutni u 2016. upućuju na smanjenje rizika zahvaljujući daljnjem poboljšavanju kvalitete kreditnog portfelja, rastu profitabilnosti te većoj diversificiranosti izvora financiranja, strukturne ranjivosti bankarskog sektora u obliku visoke razine koncentracije sektora te valutno induciranoga kreditnog rizika i dalje su prisutne.

## Bilančne ranjivosti

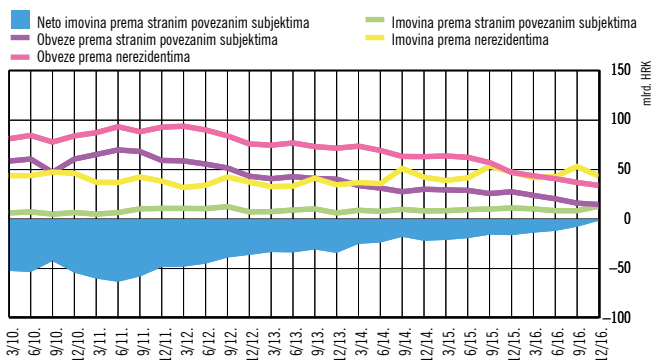
**Imovina banaka smanjila se i petu godinu zaredom (Slika 6.1.).** Nastavak smanjivanja kreditnog portfelja čini domaće izvore financiranja banaka dostatnima te su se one tijekom 2016. nastavile značajnije razduživati prema stranim povezanima subjektima (Slika 6.2.). Ipak, smanjivanje kreditnog portfelja petu godinu zaredom ne proizlazi iz smanjivanja kreditne aktivnosti, već je ono uglavnom posljedica intenzivnije prodaje neprihodonosnih potraživanja, djelomičnog otpisa glavnice kredita zbog konverzije kredita uz švicarski franak, tečajnih kretanja, kao i izlaska dviju banaka iz sustava<sup>14</sup>.

**I dalje je prisutna nepovoljna uzajamna povezanost financijskog sustava i središnje države, posebno što se tiče značajne koncentracije izloženosti prema RH, čiji još uvijek relativno visok javni dug može u uvjetima kumuliranih rizika djelovati kao katalizator ozbiljnih sistemskih poremećaja.** Bez obzira na sada povoljniju valutnu strukturu izloženosti prema središnjim državama te na činjenicu da je ovakav poslovni model banaka u razdoblju nakon krize uglavnom unaprijedio kvalite-

<sup>13</sup> Korišteni podaci u ovom dijelu odnose se isključivo na banke i štedne banke te ne uključuju podružnice.

<sup>14</sup> Nad Bankom splitsko-dalmatinskom d.d. otvoren je stečajni postupak, a cjelokupna imovina i obveze BKS Bank d.d. prenesena je stranom matičnom društvu u sklopu njezine pretvorbe u podružnicu.

Slika 6.3. Obveze banaka prema stranim povezanim subjektima gotovo su izjednačene s imovinom na kraju prosinca 2016.



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

tu imovine i donio bankama stabilnost zarada, udio plasmana državi u ukupnoj imovini bankovnog sustava, koji je posljedica oslanjanja banaka na percipirano manje rizično financiranje države, još uvijek se zadržava na razmjerno visokoj razini (18,8% na kraju 2016.) (Slika 6.6.).

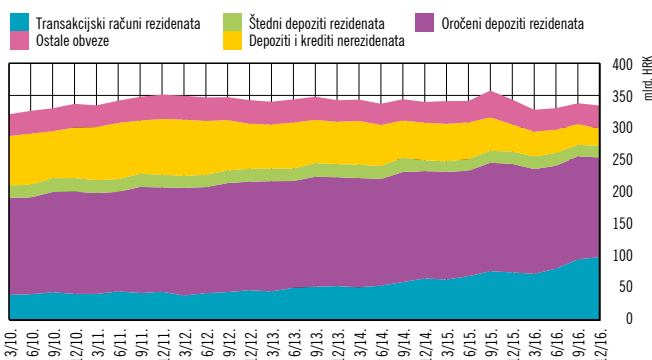
Značajan je trend u kreditnom portfelju banaka i refinanciranje dospjelih kredita središnjoj državi RH (koji su većinom eurski) kunskim obveznicama i upisom dugoročnih trezorskih zapisa. Ukupni plasmani državi smanjeni su tijekom 2016. tek za 0,8%, no spomenuto refinanciranje promijenilo je strukturu imovine bankovnog sustava (Slika 6.6.) te su vrijednosni papiri na kraju 2016. dosegli najvišu razinu dosad, gotovo 50 milijarda kuna, odnosno 12,8% ukupne imovine bankovnog sustava. Ta je promjena vjerojatno potaknuta i skorašnjim prestankom tretmana izloženosti prema središnjim državama i središnjim bankama nominiranim i s izvorima u stranoj valuti države članice, kao izloženostima bez rizika<sup>15</sup>. Osim toga, zamjenom kredita državi za trezorske zapise i obveznice banke povećavaju i svoj koeficijent likvidnosne pokrivenosti (LCR) te povećavaju udio imovine koji je moguće koristiti kao zalag pri redovitim i strukturnim repo operacijama.

U smislu rizika, veći udio vrijednosnih papira države koji se drži u portfeljima koji se vrednuju po tržišnoj vrijednosti čini banke ranjivijima, posebno uvažavajući poremećaje likvidnosti na sekundarnim tržištima koje bi mogla izazvati nagla promjena globalno potisnute premije za rizik.

**U 2016. nastavila se supstitucija prekograničnih izvora sredstava jeftinijim, ali istovremeno i po ročnosti kraćim domaćim izvorima, čime za banke rastu rizici koji proizlaze**

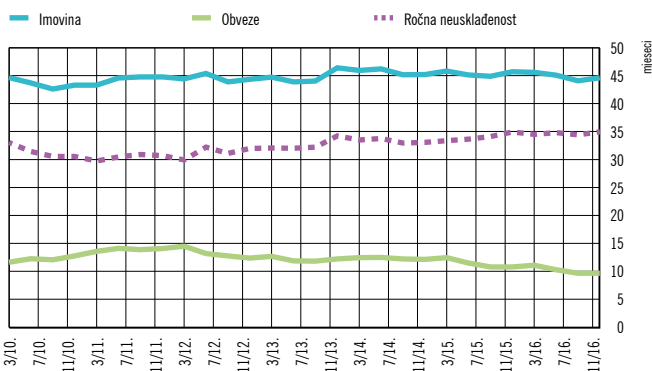
<sup>15</sup> Prema odredbama Uredbe (EU) 575 /2013 o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva tim se izloženostima do 31. prosinca 2017. dodjeljuje isti ponder rizika kao i onima u domaćoj valuti, odnosno 0%. Počevši od 2018., njihov izračun iznosa izloženosti riziku postupno će se (do 2020.) uskladiti s razinom rizika koja proizlazi iz kreditnog rejtinga koji su im dodijelile priznate vanjske agencije za procjenu rejtinga.

Slika 6.4. Intenziviran rast sredstava na transakcijskim računima banaka



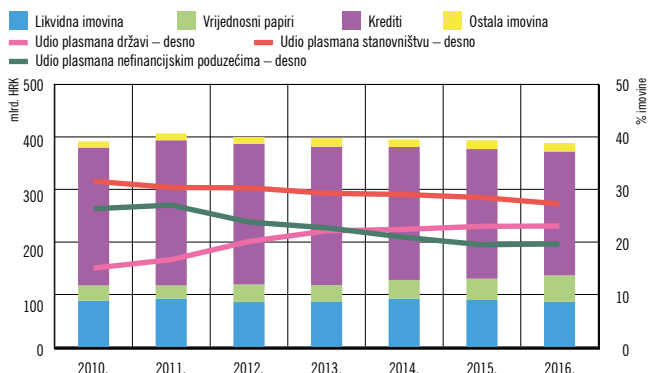
Napomena: Struktura obveza bankarskog sektora. Izvor: HNB

Slika 6.5. Rast ročne neusklađenosti imovine i obveza banaka primarno je uzrokovan skraćenjem ročnosti obveza



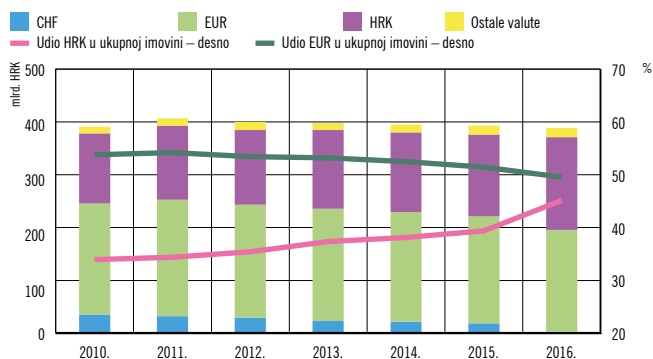
Izvor: HNB

Slika 6.6. Udio kredita u ukupnoj aktivi banaka pao je na razinu od 61%



Napomena: Struktura imovine bankarskog sektora. Izvor: HNB

Slika 6.7. Udio kunske imovine u ukupnoj imovini banaka dosegao je razinu od 45%



Izvor: HNB

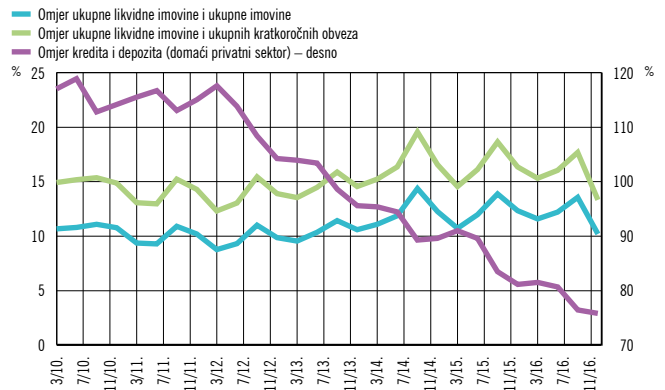
**iz ročne transformacije obveza u imovinu.** Višegodišnji trend razduživanja banaka prema stranim povezanim društvima na kraju 2016. gotovo je izjednačio obveze prema stranim povezanim društvima i njima dane kredite i depozite (Slika 6.3.). Neto imovina banaka prema stranim povezanim subjektima na kraju 2016. iznosila je samo –1,6 milijarda kuna, odnosno –0,4% ukupne imovine banaka. Na temelju tih kretanja ovisnost banaka o prekograničnom financiranju na dosad je najnižoj razini te na kraju 2016. obveze prema nerezidentima iznose samo 10% ukupnih obveza banaka. Istodobno je zabilježen porast ukupne inozemne aktive, koja je na kraju prosinca 2016. bila viša od inozemnih obveza za 9,6 mlrd. kuna, čime su domaće banke postale neto kreditori nerezidenata (Slika 6.3.).

Smanjenjem obveza prema nerezidentima porastao je udio depozita rezidenata, koji su na kraju prosinca 2016. činili čak 81% ukupnih obveza banaka (Slika 6.4.). Takva kretanja čine izvore financiranja banaka manje ovisnima o bankama majkama. I dalje se uočava transfer oročenih depozita na transakcijske račune (Slika 6.4.), čime se povećava ročna neusklađenost imovine i obveza banaka (Slika 6.5.) 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 1. Kretanje ulaganja sektora stanovništva i u okviru 3. Promjena strukture izvora financiranja banaka i potencijalni rizici za financijsku stabilnost).

Spomenuto povećanje kunkskih obveza banaka potpomognuto je i s 993,4 milijuna kuna dugoročne kunske likvidnosti koje je HNB putem četiri strukturne repo operacije održane prošle godine plasirao bankama.

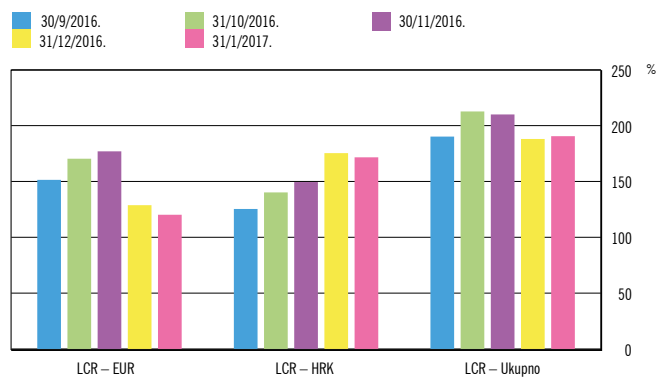
Istovremeno se uočava i promjena u valutnoj strukturi imovine banaka, odnosno porast udjela imovine nominirane u domaćoj valuti. Tijekom 2016. devizne stavke u imovini banaka smanjile su se, dok se imovina banaka nominirana u domaćoj valuti povećala (Slika 6.7.). Tako je udio kunske imovine u ukupnoj imovini banaka na kraju prosinca 2016. dosegao razinu od 45%.

Slika 6.8. Pokazatelji likvidnosti na visokim razinama s nastavkom višegodišnjeg trenda rasta



Izvor: HNB

Slika 6.9. Koefficient likvidnosne pokrivenosti (LCR) značajno je iznad regulatornog minimuma



Izvor: HNB

## Izloženost izravnim i neizravnim rizicima

**Pokazatelji likvidnosti bankarskog sektora u Hrvatskoj su se i tijekom 2016. zadržali na relativno visokim razinama, što je prije svega uzrokovano smanjenjem kreditnog portfelja banaka prodajom potraživanja te konverzijom kredita vezanih uz švicarske franke.** Tako se pokazatelj omjera kredita i depozita dodatno smanjio na najnižu razinu zabilježenu od 2004. godine te je na kraju prosinca 2016. pao ispod razine od 80% (Slika 6.8.).



**Koeficijent likvidnosne pokrivenosti (engl. *Liquidity Coverage Ratio – LCR*)<sup>16</sup> sustava nalazi se znatno iznad regulatornog minimuma (trenutačno 80%<sup>17</sup>).** Primarno pod utjecajem povećanja dužničkih vrijednosnih papira središnje države (Slika 6.2.) banke su u recentnom razdoblju osnaživale zaštitni sloj za likvidnost te tako, unatoč skraćanju ročnosti izvora, zadržale ukupni LCR znatno iznad regulatornog minimuma, dok je u skladu s tim kretanje kunskog LCR-a suprotno od kretanja eurskog LCR-a (Slika 6.9.).<sup>18</sup>

Banke i dalje imaju relativno malu valutnu neusklađenost imovine i obveza, a time i izloženost izravnom valutnom riziku, no još uvijek su značajno izložene neizravnom valutnom riziku budući da je na kraju 2016. oko 86% kredita još uvijek nezaštićeno od valutno induciranoga kreditnog rizika (Slika 6.10.). Značajnije smanjenje te vrste rizika nije moguće bez osiguravanja dugoročne kunske likvidnosti u financiranju banaka. Nadalje, djelomična zaštita potrošača od valutnog rizika pomoću mogućnosti jednokratne konverzije stambenoga kredita uz stranu valutu u kredit u kunama – koju donosi Nacrt zakona o stambenom potrošačkom kreditiranju – posredno smanjuje izloženost banaka valutno induciranom kreditnom riziku, ali i povećava njihovu izloženost izravnom valutnom riziku koju bi banke u slučaju materijalizacije tog rizika očekivano pokušale smanjiti na deviznom tržištu, što bi očekivano stvorilo pritisak na devizne pričuve u slučaju naglog rasta potražnje za devizama. Takvi se učinci očekuju tek u dužem roku jer se odredbe o konverziji valute stambenoga kredita u alternativnu valutu odnose isključivo na stambene kredite odobrene nakon stupanja na snagu ovog zakona.

**Veći oprez klijenata u vezi s preuzimanjem kamatnog rizika (ugovaranjem fiksnih kamatnih stopa barem u dijelu razdoblja kredita) smanjuje još uvijek visoku razinu kamatno induciranoga kreditnog rizika.** Provedbom konverzije kredita uz švicarski franak u kredite uz euro<sup>19</sup>, kamatni rizik u knjizi banke smanjio se na razinu ispod 1% regulatornoga kapitala, gdje se i zadržao tijekom cijele 2016. (Slika 6.11.) S druge strane, izloženost banaka kamatno induciranom kreditnom riziku, iako djelomično ograničena odredbama Zakona o potrošačkom kreditiranju (NN, br. 143/2013.) kojima se ograničava nagli porast kamatne stope na kredite potrošačima, još je uvijek zna-

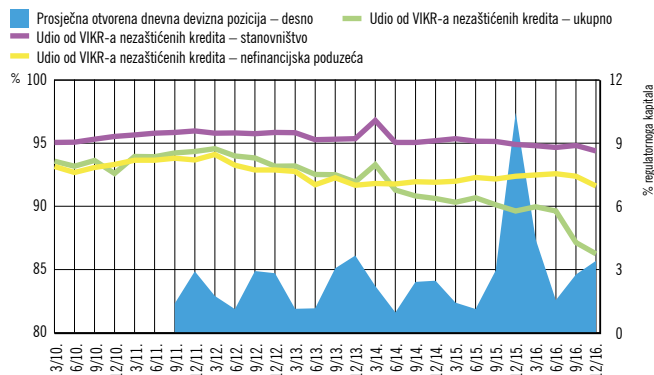
16 Jedna od važnih reformi regulatornog okvira EU-a o kapitalnim zahtjevima, s ciljem osiguravanja veće razine otpornosti bankovnog sustava, jest uvođenje zahtjeva za održavanje koeficijenta likvidnosne pokrivenosti. Banke su dužne držati zaštitni sloj za likvidnost koji pokriva potencijalnu razliku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

17 Zahtjev za likvidnosnu pokrivenost uvodi se postupno te se u 2017. primjenjuje 80%, a od 1. siječnja 2018. primjenjivat će se 100%.

18 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.

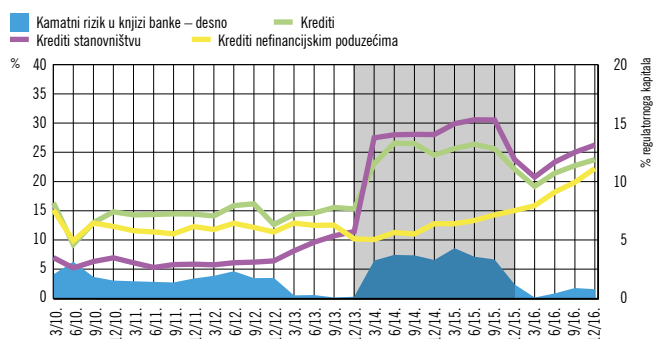
19 Zakonom o izmjenama i dopunama Zakona o potrošačkom kreditiranju (NN, br. 143/2013.) kamatne stope na kredite vezane uz švicarski franak bile su fiksirane od siječnja 2014. godine, što se reflektiralo porastom kamatnog rizika u knjizi banke.

Slika 6.10. Izloženost banaka valutnom i valutno induciranom kreditnom riziku



Izvor: HNB

Slika 6.11. Izloženost banaka kamatnom i kamatno induciranom kreditnom riziku



Prikazan je udio kredita s fiksnom kamatnom stopom kojima je preostalo dospijanje više od 1 godine u ukupnim kreditima s preostalim dospijanjem duljim od 1 godine. Označeno je razdoblje u kojem su kamatne stope na kredite vezane uz švicarski franak bile zakonski fiksirane.

Izvor: HNB

čajna. Međutim, u kreditima s preostalim dospijanjem duljim od 1 godine (kao onima relevantnim za kamatno induciranu kreditni rizik) opaža se porast udjela kredita s fiksnom kamatnom stopom koji je na kraju 2016. iznosio 24% (Slika 6.11.). Nastavak takvih trendova bez promjene u izvorima banaka mogao bi dovesti do rasta izravnoga kamatnog rizika u knjigama banaka.

## Strateški rizici

**Pod utjecajem smanjenja troškova ispravaka vrijednosti i rezerviranja, ali i značajnih jednokratnih prihoda, profitabilnost banaka u 2016. značajno se oporavila.** Dobit iz poslovanja koja će se nastaviti (prije poreza) za 2016. iznosila je 6,2 mlrd. kuna, što svakako pridonosi kapacitetima banaka za pokriće neočekivanih gubitaka. Kao i prethodnih godina, zarade banaka u 2016. ponajprije su bile determinirane kretanjem iznosa troškova ispravaka vrijednosti i rezerviranja, koji su u 2016. iznosili 2,8 mlrd. kuna, što je njihova najniža razina od

2011. godine. U 2016. djelomično se poboljšala i dobit banaka prije ispravaka vrijednosti te je iznosila 9 mlrd. kuna, dok se u prethodne četiri godine kretala oko 7 mlrd. kuna. Pozitivan utjecaj na to imali su i značajni jednokratni prihodi povezani s vlasničkim ulaganjima<sup>20</sup> i prodajama nenaplativih potraživanja, pri čemu su prodaje potraživanja realizirane po cijenama većima od neto knjigovodstvenog iznosa, što je rezultiralo prihodom od 338,6 mil. kuna po toj osnovi u odnosu na 209,3 mil. kuna iz 2015.

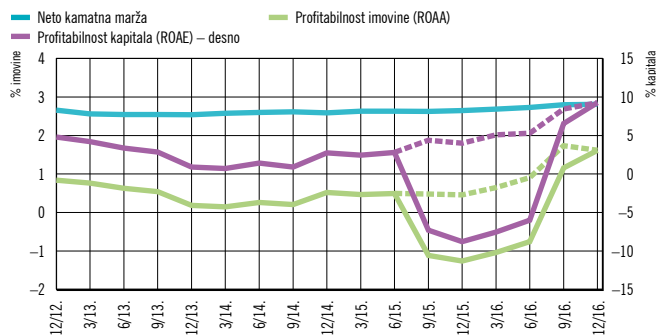
Pokazatelji prosječne profitabilnosti imovine i kapitala banaka znatno su se popravili u posljednjih godinu dana, te je prosječna profitabilnost imovine na kraju prosinca 2016. iznosila 1,6%, dok je prosječna profitabilnost kapitala iznosila 9,3% (Slika 6.12.). Pozitivan utjecaj na profitabilnost banaka ima i blagi rast neto kamatne marže banaka, koji je uzrokovan relativno bržim smanjivanjem kamatnih troškova banaka u odnosu na smanjivanje njihovih kamatnih prihoda. Nastavak tog trenda u budućnosti ovisi o kretanju kamatnih stopa na depozite i kredite, kao i strukturi depozita (rast udjela transakcijskih depozita općenito smanjuje kamatne troškove banaka) (Slika 6.13.).

U 2017. godini očekivano značajan utjecaj na zarade banaka imat će i troškovi ispravaka vrijednosti i rezerviranja vezanih uz izloženosti grupe povezanih osoba koncerna Agrokor i njegovih dobavljača s čijim su formiranjem banke već započele. Iako će na kraju ti efekti uvelike ovisiti o načinu provedbe i dinamici restrukturiranja Agrokorova duga, kao i efektima na njegove dobavljače, oni bi za pojedine banke mogli biti značajni, posebno u slučaju neurednog restrukturiranja (vidi poglavlje 7. Testiranje otpornosti kreditnih institucija na stres).

**Visoka razina koncentracije bankovnog sustava i nastavak njezina nepovoljnog trenda i dalje predstavljaju značajne strukturne ranjivosti bankovnog sustava (Slika 6.15.).** Iako zaštitni slojevi za ostale sistemski važne institucije i strukturni sistemski rizik, koji obuhvaća i ranjivosti sustava povezane sa značajnom koncentracijom, čine kapitalne zahtjeve većima za značajne kreditne institucije i time izgrađuju amortizere za pokriće potencijalnih gubitaka, poslovni modeli određenih banaka čine ih više ranjivima na ove rizike, što bi posebno moglo doći do izražaja ako se u obzir uzmu gubici odnosno smanjenje prihoda koje će generirati izloženosti prema koncernu Agrokor. Okrupnjavanje bankovnog sustava nastavlja se i skorašnjim spajanjem dviju sistemski važnih institucija.

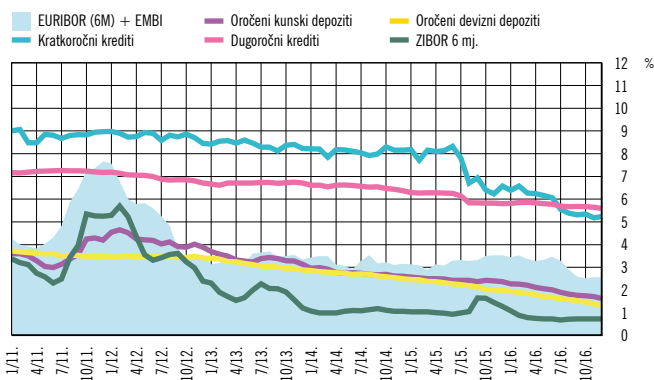
20 Prodaja dionica Visa Europe Ltd. bankama je donijela prihode od 656,8 mil. kuna, a snažan utjecaj na kretanje dobiti imali su i prihod jedne banke od vlasničkog ulaganja u društvo kćer u iznosu od 342,8 mil. kuna te prodaja udjela jedne banke u kartičarskoj kući, pri čemu je ostvaren dobitak od 251 mil. kuna.

Slika 6.12. Profitabilnost banaka u odnosu na prethodne godine znatno je porasla pod utjecajem relativno nižih ispravaka vrijednosti



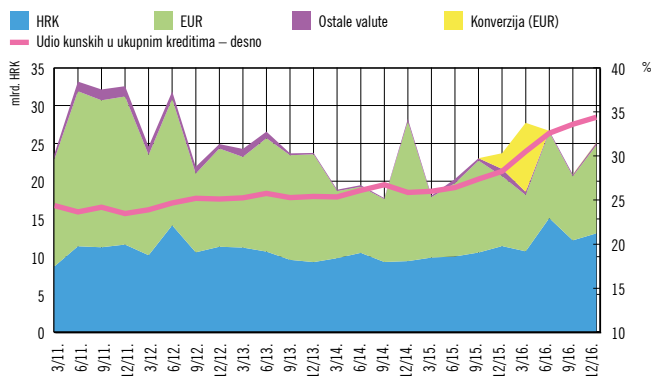
Napomena: Isprekidanim linijama prikazane su vrijednosti pokazatelja bez efekta konverzije kredita u švicarskim francima.  
Izvor: HNB

Slika 6.13. Nastavljen je pad aktivnih i pasivnih kamatnih stopa



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

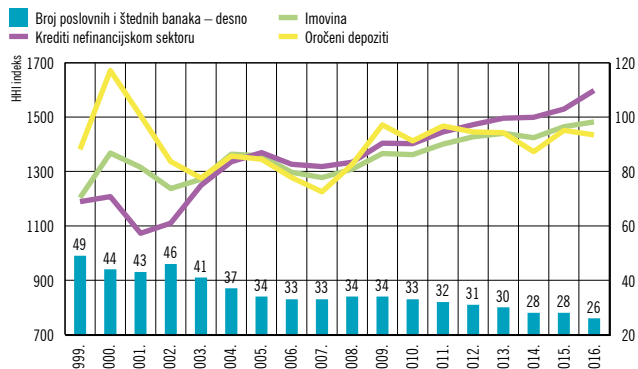
Slika 6.14. Struktura novoodobrenih dugoročnih kredita banaka, prema valuti



Izvor: HNB



Slika 6.15. Rast koncentracije bankovnog sustava nastavio se i u 2016.



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

## Kreditni rizik

Nastavkom intenzivnijeg čišćenja bilanca banaka poboljšanje kvalitete imovine započeto u drugoj polovini 2015. nastavilo se i u 2016. Udio neprihodonosnih kredita u ukupnima na kraju 2016. iznosio je 13,8%, što je sniženje od gotovo tri postotna boda u odnosu na kraj 2015. (Slika 6.16.) Kako su takva kretanja primarno pod utjecajem prodaje neprihodonosnih kredita, koja je intenzivnija u sektoru nefinancijskih poduzeća, smanjenje udjela neprihodonosnih kredita posebno je vidljivo u tom sektoru. Pritom se rast pokrivenosti neprihodonosnih kredita nastavio i u 2016. te je pokrivenost ukupnih neprihodonosnih kredita banaka na kraju 2016. iznosila 63,6%.

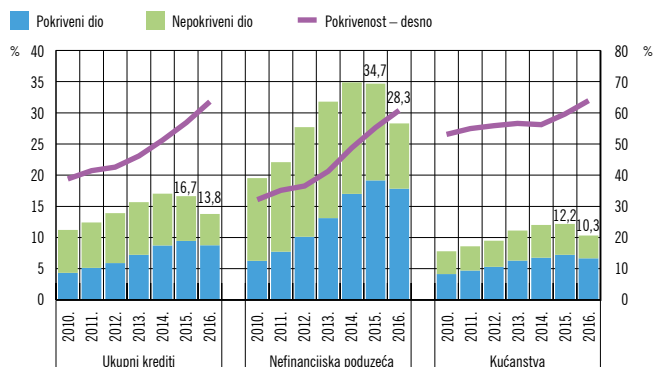
Poboljšanje kvalitete kreditnog portfelja u 2016. najviše je potaknuto intenziviranjem procesa čišćenja bilanca banaka, odnosno otpisima neprihodonosnih plasmana koji su poglavito bili pod utjecajem pojačane prodaje neprihodonosnih plasmana. Naime, u 2016. godini banke su, potaknute strategijama prihvaćenima na razini njihovih međunarodnih grupa te progresivnim karakterom zahtjeva za ispravcima vrijednosti neprihodonosnih plasmana na temelju Odluke o klasifikaciji plasmana i izvanbilančnih obveza kreditnih institucija (NN, br. 41A/2014.), kao i povećanoj potražnji za kupnjom tih plasmana od strane poduzeća specijaliziranih za naplatu i upravljanje potraživanjima, prodale gotovo 6 mlrd. kuna neprihodonosnih plasmana, odnosno čak 13% njihova stanja s kraja 2015. godine (Slika 6.17.).

Kvaliteta kreditnog portfelja iskazana udjelom neprihodonosnih kredita u ukupnima (NPLR) pokazala je poboljšanje u 2016. čak i ako se isključi efekt otpisa neprihodonosnih kredita banaka tijekom 2016. (Slika 6.17.) Dio tog efekta može se povezati sa samim procesom konverzije kredita uz švicarski franak, u kojemu je dijelu klijenata poboljšan bonitet i sposobnost otplate kredita zbog umanjene glavnice, ali i s posljedičnim pojačanim refinanciranjem kredita u istoj ili drugoj banci. No, dio tog poboljšanja kvalitete kreditnog portfelja sasvim se sigurno može povezati i s oporavkom dijela neprihodonosnih plasmana zbog

utjecaja ekonomskog rasta.

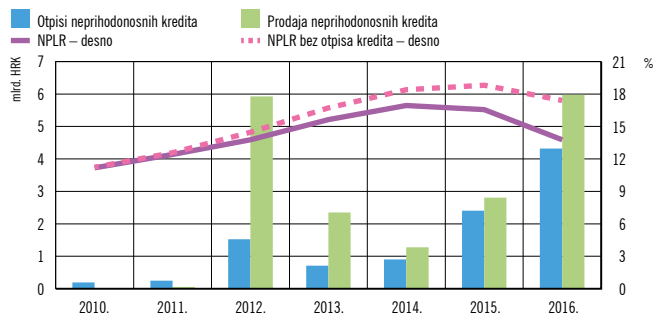
Ipak, kvaliteta kreditnog portfelja u idućem će razdoblju biti i pod značajnim utjecajem priljeva potpuno i/ili djelomično nenadoknadivih plasmana koncerna Agrokor i s njime gospodarski povezanih subjekata. Čak i u scenariju urednog restrukturiranja Agrokor, gdje bi izostali značajniji negativni efekti na makroekonomska kretanja (vidi poglavlje 7. Testiranje otpornosti kreditnih institucija na stres), uočava se osjetan doprinos povećanju udjela neprihodonosnih plasmana kao posljedica poteškoća u servisiranju duga Agrokor. Međutim, nastavak procesa intenzivnog čišćenja bilanca banaka (u koji će vjerojatno biti uključeni i plasmani Agrokoru) u situaciji u kojoj poboljšanje kvalitete kreditnog portfelja nije isključivo uzrokovano prodajom potraživanja (Slika 6.17.) može osigurati i daljnje poboljšanje kvalitete kreditnog portfelja.

Slika 6.16. Nastavilo se poboljšavanje kvalitete kreditnog portfelja banaka



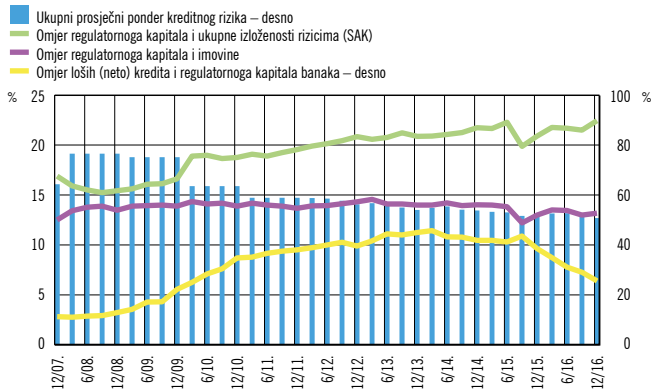
Izvor: HNB

Slika 6.17. Intenziviranje procesa rješavanja pitanja neprihodonosnih plasmana banaka putem otpisa, koji su pod utjecajem pojačane prodaje plasmana banaka



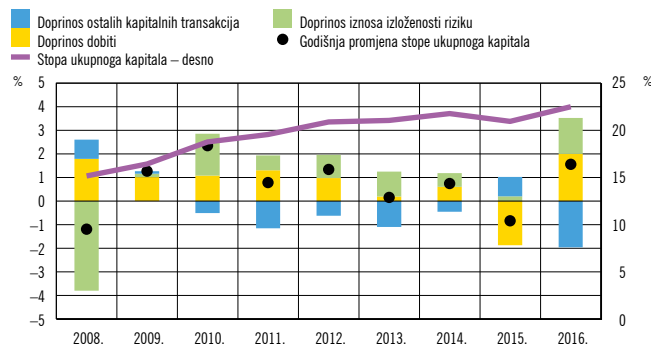
Napomena: Isprekidanim linijama prikazano je kretanje udjela neprihodonosnih kredita u ukupnima ako se isključuje efekt otpisa plasmana u razdoblju nakon 2010., odnosno u scenariju u kojemu se banke ne bave aktivnim čišćenjem svojih bilanca u promatranom razdoblju. Izvor: HNB

Slika 6.18. Oporavak pokazatelja adekvatnosti kapitala nakon privremenog pogoršanja u drugoj polovini 2015.



Izvor: HNB

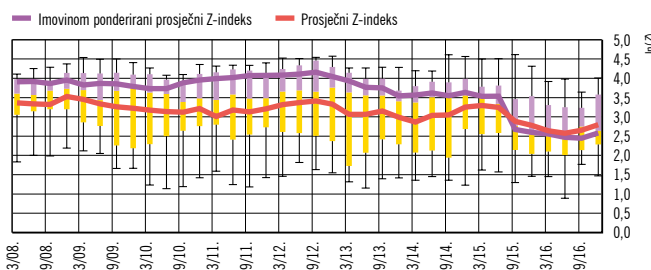
Slika 6.19. Stopa ukupnoga kapitala u 2016. porasla je pod utjecajem relativno visokih zarada banaka i daljnjeg smanjivanja izloženosti banaka kreditnom riziku



Napomena: Rast stope ukupnoga kapitala može biti rezultat porasta regulatornoga kapitala ili smanjenja iznosa izloženosti riziku.

Izvor: HNB

Slika 6.20. Rizik insolventnosti smanjuje se unatoč povećanoj kolebljivosti zarada banaka u posljednje dvije godine



Napomena: Z-indeks općeprihvaćeni je pokazatelj individualne stabilnosti banke te se računa kao:  $Z = \frac{k + \mu}{\sigma}$  pri čemu je  $k$  omjer kapitala i imovine,  $\mu$  prosječni pokazatelj profitabilnosti imovine (u posljednje dvije godine), a  $\sigma$  kolebljivost zarada (standardna devijacija profitabilnosti imovine za posljednje dvije godine). Veći indeks označuje veću stabilnost banke, odnosno niži rizik njezine propasti. Također, indeks se može podijeliti na dvije komponente: indeks stabilnosti zarada i indeks stabilnosti kapitala.

Izvor: HNB

Stoga je zbog ostvarenih poteškoća u servisiranju njegova duga kreditni rizik uvelike određen očekivanim gubicima u procesu restrukturiranja Agrokora i efektima na s njime gospodarski povezane subjekte. Procjena tih očekivanih gubitaka izravno ovisi o pretpostavkama o načinu provedbe i dinamici restrukturiranja, kao i efektima na gospodarski povezane subjekte (više o tome vidi u poglavlju 7. Testiranje otpornosti kreditnih institucija na stres), no oni svakako pridonose povećanju kreditnog rizika u bankama.

## Kapitaliziranost banaka

**Pokazatelji adekvatnosti kapitala banaka, nakon privremenog pogoršanja krajem 2015. povezanog s konverzijom kredita uz švicarski franak, i u 2016. su se zadržali na razmjerno visokim razinama.** Stopa ukupnoga kapitala banaka na kraju je prosinca 2016. iznosila 22,5% (Slika 6.18.). U 2016. 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 2016. iznosio 26%, što je smanjenje od 13 postotnih bodova u odnosu na kraj 2015. (Slika 6.17.)

Detaljniji pogled na doprinose pojedinih komponenta promjeni stope ukupnoga kapitala na godišnjoj razini otkriva da u razdoblju nakon 2008. najznačajniji pozitivan doprinos rastu stope ukupnoga kapitala čini smanjenje iznosa izloženosti riziku (Slika 6.19.). S iznimkom 2015. godine, kada su banke zabilježile značajne gubitke povezane s troškovima konverzije kredita uz švicarski franak, pozitivan doprinos promjeni stope ukupnoga kapitala daju i relativno dobre zarade banaka. Nasuprot tome, ostale kapitalne transakcije, odnosno isplate dobiti u promatranom su razdoblju djelomično neutralizirale pozitivan doprinos zarada rastu kapitalne adekvatnosti banaka. Tako su kumulativne isplate dividenda banaka u razdoblju od 2008. do 2016. godine iznosile 14,8 mlrd. kuna, odnosno otprilike 73% kumulativne dobiti u istom razdoblju. Nastavak tih trendova vjerojatan je i u 2017. godini.

Rizik insolventnosti pojedine institucije u bankovnom sustavu, mjeren Z-indeksom, tijekom 2016. ostao je na relativno višoj razini nego u razdoblju prije 2015. godine, što je ponajprije uzrokovano povećanom kolebljivosti zarada, koje su se u 2015. znatno snizile zbog osjetnih troškova banaka povezanih s konverzijom kredita uz švicarski franak (Slika 6.20.). No, u drugoj se polovini 2016. rizik insolventnosti mjeren tim pokazateljem smanjio, a u idućem se razdoblju može očekivati njegov povratak na razinu iznad 3, na kojoj se nalazio prije 2015.

## Aktualni rizici povezani s bankarskim sektorom

Iako su većinom pozitivna, postojeća kretanja u sektoru bankarstva nisu znatnije smanjila izloženost financijskog sustava

sistemsom riziku, već su uglavnom dovela do premještanja i promjene oblika glavnih rizika za financijsku stabilnost.

Visoka razina koncentracije bankarskog sektora i njezin nepovoljan trend, kao i koncentracija izloženosti banaka, i dalje predstavljaju značajne strukturne ranjivosti sektora. Bez obzira na sada povoljniju valutnu strukturu izloženosti prema središnjim državama, nepovoljna uzajamna povezanost financijskog sustava i središnje države i dalje je prisutna, posebno uzme li se u obzir značajna koncentracija na izloženosti prema RH, čiji još uvijek relativno visok javni dug može u uvjetima kumuliranih rizika djelovati kao katalizator ozbiljnih sistemskih poremećaja.

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 ročne transformacije obveza u imovinu.

Bez obzira na kontinuirano poboljšavanje kvalitete kreditnog portfelja od druge polovine 2015., poteškoće u servisiranju duga koncerna Agrokor i njihovi efekti na s njime gospodarski povezane subjekte povećavaju kreditni rizik u bankama.

### Okvir 3. Promjena strukture izvora financiranja banaka i potencijalni rizici za financijsku stabilnost

Okruže niskih kamatnih stopa koje je na međunarodnim financijskim tržištima prisutno posljednjih nekoliko godina, utjecalo je na promjenu ponašanja deponenata odnosno strukture depozita banaka i u Hrvatskoj i u drugim zemljama članicama Europske unije. Niske kamatne stope rezultiraju i povećanjem rizika koji bi se u slučaju pooštrenja uvjeta financiranja mogli materijalizirati za dio klijenata banaka kao i same banke kroz kamatno inducirani kreditni rizik (vidi publikaciju Makroprudencijalna dijagnostika br. 1).

Osim toga, banke u Hrvatskoj izložene su i potencijalnom valutnom riziku ako se promjena strukture depozita u korist transakcijskih depozita zaustavi, odnosno ako se ponovo poveća udio oročenih depozita koji su uobičajeno vezani uz euro. Naime, povećani afinitet klijenata banaka prema kunskom kreditiranju<sup>1</sup> trenutačno nije popraćen povećanim afinitetom deponenata banaka za dugoročnom štednjom u kunama, već porastom transakcijskih depozita u kunama.

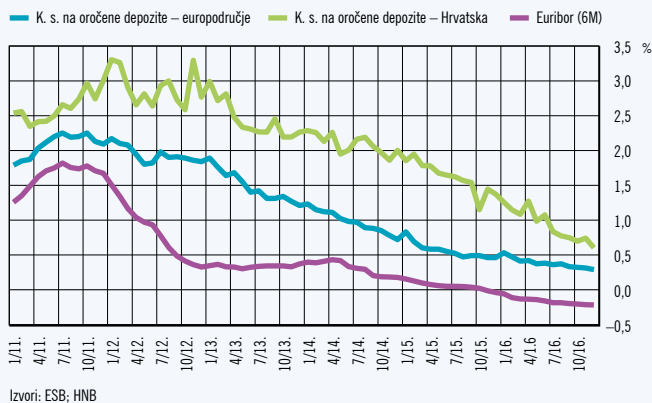
#### Osnovni trendovi i kretanja u strukturi depozita u hrvatskim i europskim bankama

Visoka likvidnost bankovnog sustava u Hrvatskoj i relativno blagi uvjeti financiranja na međunarodnim financijskim tržištima doveli su do dosad najnižih kamatnih stopa na depozite banaka. Tako su kamatne stope na novoprimljene oročene depozite banaka od početka 2011. do kraja 2016. pale za otprilike dva postotna boda te su na kraju prosinca 2016. iznosile 0,6% (Slika 1.). Otprilike jednak pad u razini kamatnih stopa na novoprimljene oročene depozite vidljiv je i kod banaka u europodručju te je na kraju prosinca iznosio 0,3%.

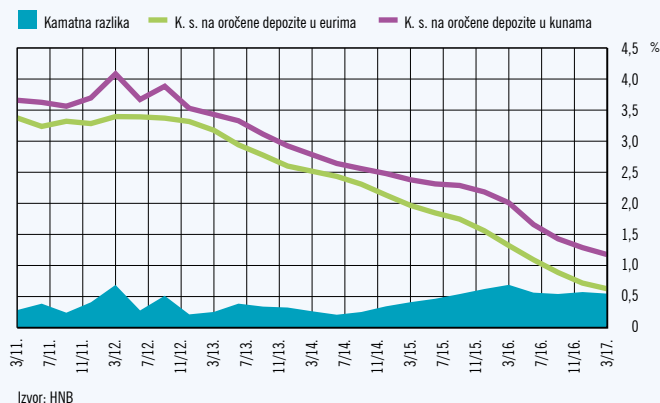
Zanimljivo je da tradicionalno više kamatne stope na štednju u kunama u Hrvatskoj nisu uspjele privući više deponenata na dugoročnu štednju u kunama (Slika 2.), već je valutna struktura oročenih depozita ostala razmjerno stabilna u posljednjih šest godina i udio eurskih oročenih depozita u ukupnim oročenim depozitima u tom se razdoblju kretao oko 70%. Osim toga, u posljednje dvije godine, odnosno od uvođenja poreza na (kunsku i deviznu) štednju, znatan dio pada oročenih eurskih depozita (koji su od kraja 2014. do 2016. pali za 16,4 mlrd. kuna) rezultirao je porastom sredstava na eurskim transakcijskim računima (koji su u istom razdoblju porasli za 15,3 mlrd. kuna).

Slično kao i u Hrvatskoj, trend rasta udjela prekonocnih depozita kućanstava i nefinancijskih poduzeća primjetan je i u drugim članicama EU-a (Slika 3.). Snižavanje razine kamatnih stopa djelovalo je i na produljenje ročnosti oročenih depozita (Slika 4.).

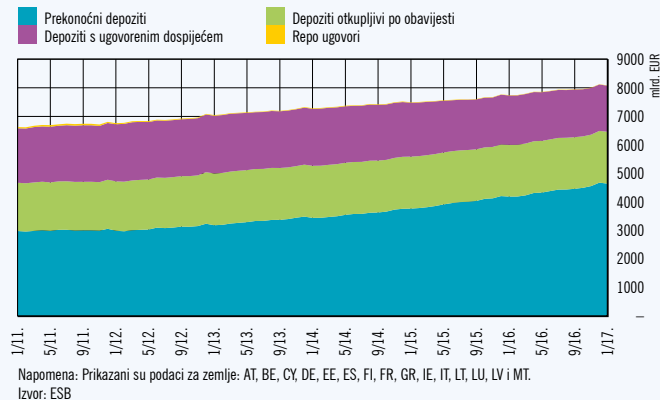
Slika 1. Kamatne stope na oročene depozite sektora kućanstava i nefinancijskih poduzeća



Slika 2. Kamatna stopa na novoprimljene oročene depozite u eurima i u kunama

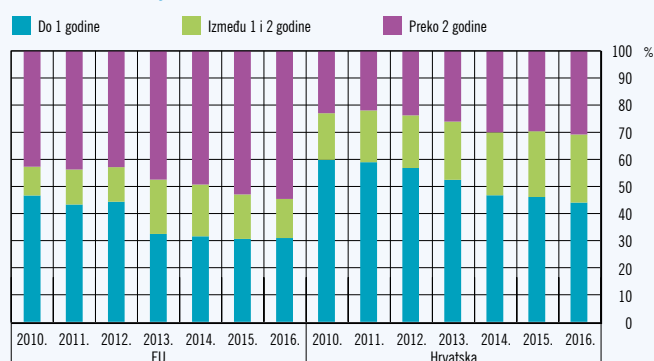


Slika 3. Struktura primljenih depozita banaka od sektora kućanstava i nefinancijskih poduzeća, prema vrsti instrumenata za određene zemlje članice europodručja



<sup>1</sup> Više detalja vidi u Bilješki o kunskom kreditiranju: <http://www.hnb.hr/documents/20182/1197894/p-029.pdf/8a6cc815-aed2-401b-8d70-ecfa750ec220>.

Slika 4. Struktura oročenih depozita banaka od sektora kućanstava i nefinancijskih poduzeća, prema ročnosti za određene zemlje EU-a i Hrvatsku



Napomena: Prikazani su podaci za zemlje: AT, BE, CY, DE, EE, ES, FI, FR, GR, IE, IT, LT, LU, LV i MT.  
Izvori: ESB; HNB

U Hrvatskoj je dodatan efekt na rast sredstava na transakcijskim računima imalo i uvođenje poreza na (kunsku i deviznu) štednju, nakon čega se taj trend dodatno intenzivirao<sup>2</sup>, te regulatorne promjene u klasifikaciji depozita na kraju 2014.<sup>3</sup> (Više o tome vidi u publikaciji Financijska stabilnost br. 17.)

Za pregled rizika povezanih s mogućim prelijevanjem transakcijskih depozita u druge oblike financijske imovine detaljnije vidi u okviru 1. Kretanje ulaganja sektora stanovništva.

### Rizici koji proizlaze iz povećane likvidnosti obveza

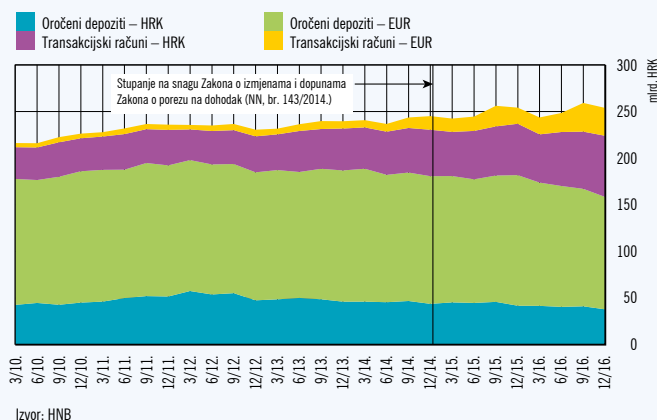
Na kraju prosinca 2016. sredstva na transakcijskim računima banaka činila su 35% ukupnih primljenih depozita banaka, odnosno 30% ukupnih obveza banaka, što u okolnostima očekivanog rasta kamatnih stopa u srednjem roku banke izlaže kamatnom riziku. Izravni kamatni rizik zbog visokog je udjela promjenjivih kamatnih stopa prenesen na klijente (vidi poglavlja 3. Sektor kućanstava i 5. Sektor nefinancijskih poduzeća). Ipak, za dio klijenata (za one koji imaju kredite s promjenjivim kamatnim stopama na duži rok) postoji mogućnost materijalizacije kamatnog rizika, a time i kamatno induciranoga kreditnog rizika za banke (više o tome vidi u Makroprudencijalnoj dijagnostici br. 1.).

Raste i ročna neusklađenost imovine i obveza banaka koja je prije svega uzrokovana smanjenjem preostale ročnosti obveza, dok je preostala

<sup>2</sup> Zakonom o izmjenama i dopunama Zakona o porezu na dohodak (NN, br. 143/2014.) od 1. siječnja 2015. uveden je porez na kamate na kunsku i deviznu štednju (po viđenju, oročenu ili rentnu) po stopi od 12%. Primici od kamata na sredstva na tekućim i žiroračunima ne oporezuju se ako je kamatna stopa manja od 0,5% godišnje.

<sup>3</sup> Odluka o izmjenama i dopunama Odluke o statističkom i bonitetnom izvješćivanju (NN, br. 127/2014.)

Slika 5. Struktura oročenih depozita i transakcijskih računa banaka, prema valuti



Izvor: HNB

ročnost imovine u promatranom razdoblju razmjerno stabilna (Slika 5. u poglavlju 6. Bankarski sektor). Veća ročna transformacija uz niže kamatne stope na kraće rokove djeluje na rast zarada banaka, pri čemu se smanjuje nacionalna referentna stopa (NRS), ponajprije za kune. U slučaju promjene strukture izvora u korist dugoročnijih depozita očekuje se rast te stope čak i bez znatnijeg rasta kamatnih stopa na pojedine vrste depozita, što bi za banke ublažilo efekte kamatnog rizika, ali bi istovremeno povećalo teret otplate kredita za one korisnike kredita čiji su krediti vezani uz NRS.

Nadalje, u potrazi za većim prinosima deponenata potencijalno su mogući i odljevi prema vrstama imovine s očekivano većim prinosima. Ipak, analize prikazane u okviru 1. Kretanje ulaganja sektora stanovništva, kao i kretanja na tržištu nekretna (vidi poglavlje 4. Nekretnine), ne upućuju na sklonost znatnijoj realokaciji imovine izvan bankarskog sektora u ovom trenutku.

Naposlijetku, opisana promjena u strukturi depozita povećala je i potencijalne rizike valutne neusklađenosti. Naime, rast udjela transakcijskih depozita znači i veći valutni rizik budući da je većina transakcijskih depozita u kunama (65% ukupnih sredstava na transakcijskim računima na kraju 2016. bilo je u kunama), a većina oročenih depozita u eurima (70% ukupnih oročenih depozita na kraju 2016. bilo je nominirano u eurima) (Slika 5.).

# 7. Testiranje otpornosti kreditnih institucija na stres

Važnost klasičnog testiranja otpornosti kreditnih institucija na stres ogleda se prije svega u činjenici da ovaj specifični makrobonitetni alat pomaže regulatorima u procjeni trenutačnih mogućnosti 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 stresnim uvjetima, a skraćujući njihovo trajanje pridonose i bržem gospodarskom oporavku.

Premda je domaći bankovni sustav prošao više-godišnje razdoblje smanjenja zarada i materijalizacije specifičnih šokova, poput troškova konverzije kredita vezanih uz švicarski franak, što je slabilo njegove autonomne amortizere potencijalnih gubitaka, ova iteracija stresnog testiranja pokazuje nedvosmisleno da je njegova otpornost još na visokoj razini. No čak ni simulirani malo vjerojatni scenarij nove globalne krize, čiji bi udari bili amplificirani nizom idiosinkratskih šokova i padom kreditnog rejtinga države, ne bi iscrpili kapitalne i likvidnosne zaštite kumulirane u sustavu. Provedeno ispitivanje upućuje na potrebu održavanja visoke razine zaštitnih slojeva kapitala radi održavanja stabilnosti bankovnog sustava.

## Početni simulacijski uvjeti

Iskustvo nedavne krize, promatrano kroz performanse domaćih banaka glede intenziteta kreditne aktivnosti, slabljenja kvalitete njihova portfelja i rezultata poslovanja, u velikoj mjeri potvrđuje poznatu pravilnost zaostajanja tih pokazatelja u odnosu na realni ciklus. Krizni procesi stoga se odražavaju na promjene u bankarskom sektoru relativno dugo, pa i nakon što gospodarski oporavak zapravo otpočne. Takvo viđenje određuje početne simulacijske uvjete za ispitivanje otpornosti na stres i tumačenje rezultata ovakve vježbe, ali i otkriva evoluciju nekih novih rizika, posebno dok se spomenuti oporavak dovoljno ne osnaži. Primjerice, od izbivanja krize do danas broj kreditnih institucija smanjen je za petinu stečajnim postupcima i transformacijskim procesima (pretvaranja u podružnice i akvizicije među domaćim subjektima)<sup>21</sup>. Ako se izuzme aktualni proces spajanja dviju

<sup>21</sup> Što se odnosi na tri institucije od posljednje iteracije testiranja simulirane prije više od jedne godine (prosinac 2015.).

velikih banaka započeo početkom godine, radilo se mahom o manjim i slabije kapitaliziranim bankama, što je u pravilu marginalno popravljalo njihovu kapitaliziranost. Dodatno, za razliku od prethodne iteracije vježbe kada je kapitaliziranost bila narušena troškom konverzije kredita vezanih uz švicarski franak za otprilike dva postotna boda, sada je bankovni sustav suočen s potencijalnim troškom restrukturiranja koncerna Agrokor koji bi u najnepovoljnijem scenariju neurednog restrukturiranja, uključujući i neizravne učinke na solventnost i likvidnost povezanih osoba i dobavljača, mogao premašiti navedene učinke na kapital.

Recentan oporavak profitabilnosti banaka olakšat će apsorpciju tog troška. Predviđene rekordne isplate dobiti, ako do njih doista dođe, mogle bi pak nešto umanjiti viškove kapitala kumulirane u sustavu. Nakon višegodišnjeg rasta rezervacija (koje su znatno povećale pokrivenost neprihodonosnih kredita) mogu se očekivati niži dodatni troškovi rezervacija za stare loše plasmane. Naposljetku, nešto povoljnije srednjoročne perspektive rasta nego u posljednjoj iteraciji testiranja povećavaju razlike između rezultata u temeljnom i stresnom scenariju.

## Obilježja scenarija

### a) Temeljni scenarij

Temeljni scenarij zasniva se na očekivanim gospodarskim kretanjima s obzirom na recentno kretanje mjesečnih pokazatelja i nastupanje određenih rizika vezanih uz koncern Agrokor. On ponajprije odražava povoljna kretanja inozemne potražnje, odnosno stabilan nastavak oporavka gospodarstva hrvatskih glavnih vanjskotrgovinskih partnera, s iznimkom Italije, uz niže cijene energenata, ali i nastavak rasta američkoga gospodarstva. Domaća bi potražnja trebala pozitivno reagirati na impulse u obliku smanjenja poreznog opterećenja rada s početka godine i postupnog povećavanja osnovice plaća zaposlenima u javnom sektoru tijekom godine. Dinamiziranje realne aktivnosti općenito pridonosi većoj zaposlenosti i rastu raspoloživog dohotka stanovništva, što će nastaviti poticati potrošački optimizam. Tome bi svakako pridonio nastavak razdoblja povoljnih uvjeta financiranja na inozemnim tržištima, koji se pogodno odražavaju i na domaće uvjete financiranja. U skladu s navedenim očekuje se također rast privatnih investicija, koji bi trebalo poticati i snažnije povlačenje sredstava iz fondova EU-a, a dje-

lomično i priprema kapaciteta ususret očekivanoj dobroj turističkoj sezoni. Donekle će ograničavajuće na investicije i tržište rada, pa i preko određene pravne i političke neizvjesnosti koja može opterećivati proces restrukturiranja, djelovati rješavanje financijskih poteškoća koncerna Agrokor. Ipak, s obzirom na aktivnu ulogu države prema prilagođenom zakonskom okviru razumno je očekivati proces urednog restrukturiranja.

### b) Stresni scenarij

Jedna je od prepoznatljivih značajka postkriznog razdoblja slaba investicijska aktivnost koja je povezana s razmjerno sporim gospodarskim rastom<sup>22</sup>. Tzv. sekularna stagnacija objašnjenje je recentnih makroekonomskih kretanja koje naglašava ograničenja za vođenje poticajnih mjera ekonomske politike, kao i njihovu učinkovitost u postizanju trajnijeg i snažnijeg povećanja efektivne investicijske potražnje.

Posustajanje rasta američkoga gospodarstva uslijed očekivanog bi pooštavanja monetarne politike moglo biti inicijalni okidač nove krizne epizode na putanju sekularne stagnacije. Tendencija rasta procijenjene vjerojatnosti recesije u SAD-u primjetna je prema Fedovim<sup>23</sup> i MMF-ovim modelima, iako su pod utjecajem recentnih zbivanja posljednje ocjene snižene. Osim toga, s protekom razdoblja ekspanzije globalnoga gospodarstva raste i mogućnost izbivanja recesije<sup>24</sup>.

Prekogranični učinci američke recesije mogli bi se putem trgovinskih kanala nepovoljno odraziti na BDP europskih zemalja, pri čemu valja voditi računa o jačanju povezanosti financijskog stresa na tim tržištima uz premašivanje razina korelacije zabilježenih u razdoblju posljednje krize<sup>25</sup>. To djelomično odražava negativne učinke ekspanzivnih politika zato što je obilje likvidnosti dodatno potiskivalo nominalne kamatne stope i poticalo preuzimanje rizika ili otežavalo diferenciranje rizika, odnosno napuhtavanje cijene financijske imovine, a ponegdje i nekretnina<sup>26</sup>.

U tim uvjetima fiskalna politika teško može generirati investicijsku potražnju u zadovoljavajućem obujmu jer bi kompenziranje privatnih investicija zahtijevalo iznimno velik volumen javnih ulaganja, što je nemoguće uz pridržavanje fiskalnih pravila, odnosno negativno bi djelovalo na percepciju ulagača i kreditni rejting zemlje. Dodatno, nedavne političke promjene kakve su npr. Brexit i odustajanje SAD-a od TTIP-a upućuju na ogra-

22 EIB (2016.): *Investment and Investment Finance in Europe – Financing productivity growth*, European Investment Bank ([http://www.eib.org/attachments/efs/investment\\_and\\_investment\\_finance\\_in\\_europe\\_key\\_findings\\_2016\\_en.pdf](http://www.eib.org/attachments/efs/investment_and_investment_finance_in_europe_key_findings_2016_en.pdf))

23 E. O. Ergungor (2016.): *Recession Probabilities*, Economic commentary, Federal Reserve Bank of Cleveland (<https://www.clevelandfed.org/newsroom-and-events/publications/economic-commentary/2016-economic-commentaries/ec-201609-recession-probabilities.aspx>)

24 U sljedeće dvije godine vjerojatnost izbivanja nove krize iznosi više od 88%, vidi L. Summers (2016.): *Crises in Economic Thought, Secular Stagnation, and Future Economic Research* in NBER Macroeconomics Annual 2016, Volume 31, urednici Martin Eichenbaum i Jonathan A. Parker

25 ESB (2016.): *Box 1 Is euro area financial stress becoming more global?*, Financial Stability Review, str. 26 – 27

26 SRB (2016.): *Vulnerabilities in the EU residential real estate sector, report on vulnerabilities in the EU residential real estate sector* ([https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/161128\\_vulnerabilities\\_eu\\_residential\\_real\\_estate\\_sector.en.pdf](https://www.esrb.europa.eu/pub/pdf/reports/161128_vulnerabilities_eu_residential_real_estate_sector.en.pdf))



Tablica 7.1. Makroekonomski scenarij

Indikatori	Temeljni scenarij		Stresni scenarij			
			Osnovni		Diferencirani	
	2017.	2018.	2017.	2018.	2017.	2018.
Uvjeti financiranja na inozemnom tržištu						
Referentna stopa ESB-a, %	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Referentna stopa Fed, %	1,40	2,10	1,05	0,25	1,05	0,25
EURIBOR 3M, %	-0,32	-0,29	0,00	0,00	0,00	0,00
BDP (realni rast EU-a), %	1,60	1,60	-1,50	-2,15	-1,50	-2,15
Uvjeti financiranja na domaćem tržištu						
Prinosi na obveznice, promjena prosjeka u p. b.	0,22	0,35	1,37	2,16	1,37	2,16
Dug. kamatne stope, promjena prosjeka u p. b.	-0,14	0,03	1,26	1,74	1,26	1,75
Krat. kamatne stope, promjena prosjeka u p. b.	-0,13	-0,02	1,28	1,70	1,28	1,70
Kamatne stope na novč. trž., promjena prosjeka u p. b.	-0,28	-0,05	1,31	5,85	1,31	5,85
Tečaj						
EUR	7,48	7,48	7,86	8,23	7,86	8,23
CHF	7,00	6,93	7,46	7,92	7,46	7,92
Realni sektor						
Investicije, realno (godišnja stopa rasta, %)	5,9	7,0	0,6	-5,6	0,4	-6,4
Osobna potrošnja, realno (godišnja stopa rasta, %)	3,1	2,9	0,1	-3,9	-0,1	-4,4
BDP, realno (godišnja stopa rasta, %)	2,8	3,0	0,3	-2,5	0,2	-2,9
Stopa nezaposlenosti (%)	13,9	13,6	14,3	16,1	14,4	16,3
Cijene nekretnina (godišnja stopa rasta, %)	-0,4	1,7	-1,6	-4,4	-1,6	-4,5
Potrošačke cijene (godišnja stopa rasta, %)	1,4	1,3	1,9	2,5	1,9	2,5
Bilješka:						
Stupanj kreditne kvalitete za ponder za izloženosti prema središnjim državama		4		6		6

Izvor: HNB

ničenja, nasuprot ranije očekivanim poticajima investicijskoj aktivnosti koji bi došli u obliku proširenja vanjskotrgovinskih sporazuma, potencirajući rizike protekcionizma u ekonomskoj politici.

Takav bi razvoj situacije mogao ugroziti projiciranu putanju rasta u europodručju pa onda i hrvatskoga gospodarstva uvelike ovisnog o globalnim kretanjima. Slijed negativnih šokova ovisio bi i o unutarnjim ranjivostima te specifičnostima bankovnog sustava, od kojih su najvažnije ukratko izložene u nastavku.

i) U dužem razdoblju niske sklonosti ulaganju koje karakterizira izostanak ozbiljnijeg rasta kredita privatnom sektoru, odnosno čak i višegodišnje razduživanje, banke u Hrvatskoj orijentirale su se na financiranje države, koje se percipira kao manje rizično. Iako takav model rasta pridonosi "boljoj" kvaliteti imovine i stabilizaciji zarada banaka, on istodobno jača uzajamnu povezanost financijskog sustava i države. Intenzitet te povezanosti djeluje na kapitalnu adekvatnost bankovnog sustava nakon prve

godine simulacijskoga horizonta, kada prestaje regulativom propisani povlašteni tretman za izloženosti prema središnjim državama i središnjim bankama država članica EU-a, nominirane i financirane u stranim valutama<sup>27</sup>. Navedeni regulatorni pritisak rezultirat će povećanjem iznosa izloženosti riziku, odnosno kapitalnih zahtjeva za te izloženosti, kao i za neizravne izloženosti na temelju primljenih jamstava i financijskoga kolaterala središnjih država. Učinci tih promjena u tretmanu izloženosti središnjim državama i središnjim bankama simulirani su u temeljnom scenariju, dok se u stresnom scenariju simuliraju dodatni učinci proizašli iz pretpostavljenoga kvarenja kreditnog rejtinga države.

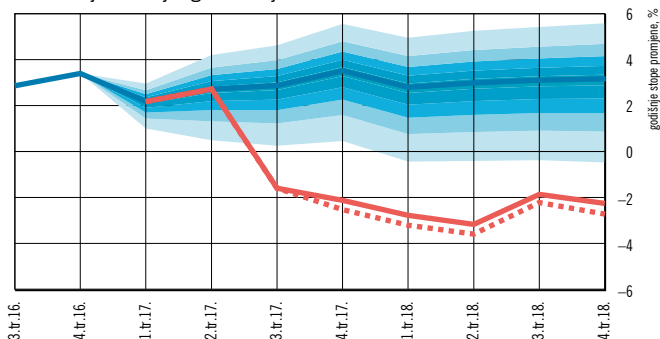
ii) Stresni scenarij diferencira se u odnosu na temeljni i na osnovni intenzitet materijalizacije kreditnog rizika tijekom restrukturiranja Agrokora, uključujući i pravne rizike. U tu se svrhu

<sup>27</sup> Vidi poglavlje 6. Bankarski sektor u ovom broju Financijske stabilnosti.

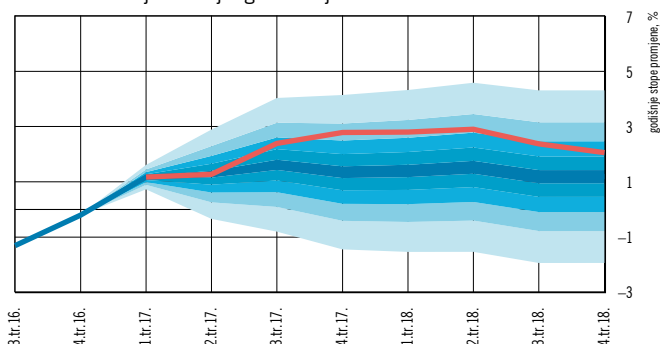


## Slika 7.1. Vjerojatnost stresnog scenarija

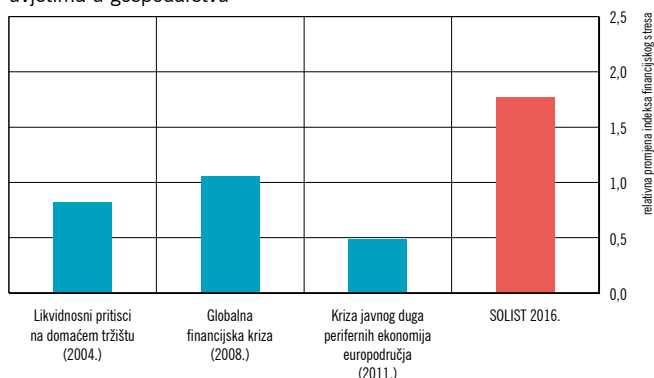
a) Dinamika BDP-a u stresnom scenariju u odnosu na rizike ostvarenja temeljnog scenarija



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: Temeljni scenarij odgovara monetarnoj projekciji HNB-a, a crvenom bojom (crtkano) označena je putanja odnosno varijable u stresnom (diferenciranom) scenariju.  
Izvor: HNB

kao orijentir primjenjuju operativne pretpostavke o izravnim i neizravnim gubicima na temelju empirijskih istraživanja karakteristika procesa restrukturiranja poduzeća s poteškoćama u servisiranju duga (engl. *troubled debt restructuring*, TDR)<sup>28</sup>. Te se karakteristike razlikuju ovisno o fazi ciklusa i djelatnosti. Kombiniranjem povijesnih vjerojatnosti gubitaka definirana je shema potencijalnih gubitaka kreditnih institucija u restrukturiranju Agrokor: za izravne izloženosti u urednom restrukturiranju taj trošak iznosi 50%, a za neizravne izloženosti prema društvima gospodarski povezanim s koncernom 20% (u podscenariju neurednog restrukturiranja redom 70% i 40%). Istodobno se pretpostavljaju i određeni sekundarni učinci u gospodarstvu<sup>29</sup>, koji međutim nisu značajni. U oba scenarija, zbog načina na koji je pravno reguliran proces restrukturiranja, trošak izmaknutih kamata po tim izloženostima jednak je u obje godine simulacije.

iii) Posljednjih se godina u Europi nastavio trend restrukturiranja poslovnih modela kreditnih institucija i same organizacije upravljanja, odnosno njihove transformacije u podružnice<sup>30</sup>. Ako se pritom uzme u obzir činjenica da su vlasnici najvećih banaka talijanske matice koje još uvijek posluju u nepovoljnim uvjetima, simulacija pretpostavlja i takvu mogućnost organizacijske transformacije unutar te skupine banaka i s njom povezanu tenziju na financijskom tržištu.

## Kvantifikacija scenarija i osjetljivost rezultata

a) Kvantifikacija simuliranih uvjeta

Integriranje procijenjenih učinaka urednog restrukturiranja koncerna Agrokor u temeljni scenarij, vodeći računa o multiplikativnim učincima unutar lanca dobavljača i percepciji rizika na tržištu, zadržava intenzitet rasta BDP-a u ovoj godini otprilike na lanjskoj razini, uz stabilan rast tijekom 2017. i 2018. godine. Izbijanje krize u zamišljenom stresnom scenariju uvjetovalo bi stagnaciju gospodarske aktivnosti već u 2017. (0,3%), dok bi u idućoj godini gospodarstvo kontrahiralo za 2,5%. Vjerojatnost je takvog šoka vrlo mala (Slika 1.a). U prethodno izloženom narativu kamatni troškovi skokovito rastu pod utjecajem panične reakcije tržišta i nagle reevaluacije rizika. Prosječan je porast prinosa na državne obveznice u stresnom scenariju 137 baznih bodova unutar simulacijskoga horizonta, što pretpostavlja ugrubo umanjenje vrijednosti državnih obveznica u portfeljima banaka prosječno za oko 13%. Tečajne kolebljivosti mogle bi dosegnuti povijesne ekstreme (10% deprecijacije kune prema

28 T. Schuermann (2004.): *What Do We Know About Loss Given Default?*, The Wharton Financial Institution Centre, 04-01 ([https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=525702](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=525702))

29 Učinci kratkoročnog smanjenja investicijske aktivnosti na agregatnoj razini koji su djelomično obuhvaćeni satelitskim modelima u sklopu stresnog testiranja te iznose do 2% izloženosti Agrokoru i povezanim subjektima u urednom restrukturiranju odnosno do 6% u neurednom restrukturiranju

30 Financijska stabilnost, br. 17, Okvir 4. Jedinstvena putovnica i njezin učinak na financijsku stabilnost, srpanj 2016.

euuru tijekom dvije godine). Globalni pad potražnje za robom i uslugama suspregnuo bi inflatorne pritiske na domaćem tržištu (Slika 1.b). Općenito, intenzitet simuliranoga stresnog poremećaja i napetosti među sudionicima domaćega financijskog tržišta premašuje primjere zabilježene tijekom posljednjeg desetljeća (Slika 1.c). U opisanim uvjetima može se očekivati porast stope nezaposlenosti (na 14,3% i 16,1%, nasuprot 13,9% i 13,6% u temeljnom scenariju) te kontrakcija investicija i osobne potrošnje (jačeg intenziteta u odnosu na kontrakciju BDP-a). Sve navedeno pridonijelo bi većoj percepciji rizika države, što bi se odrazilo i na promjenu njezina kreditnog rejtinga, indicirajući pogoršanje stupnja kvalitete za ponder rizika izloženosti prema državi (s 4 na 6).

U temeljnom su scenariju pretpostavljeni vrlo ograničeni učinci restrukturiranja Agrokora, u smislu relativno blagih korekcija investicija i potrošnje koje ne djeluju povratno na novčano, kreditno i devizno tržište te nemaju učinka na opću razinu cijena. Stoga stresni scenarij podrazumijeva i mogućnost lošijeg ishoda procesa restrukturiranja s obzirom na scenarij globalne krize investicija te posljedičnih stresnih uvjeta na domaćem tržištu pa su perspektive rasta i u takvom diferenciranom scenariju neurednog restrukturiranja koncerna Agrokora dodatno smanjene, ali marginalno (za 0,1 postotni bod u 2017. odnosno za 0,4 postotna boda u 2018.).

#### b) Rezultati testiranja u temeljnom scenariju

U temeljnom se scenariju kvaliteta kreditnog portfelja banaka ipak ne popravlja u odnosu na kraj 2016. godine zbog pretpostavljenoga kvarenja portfelja izravnih i neizravnih izloženosti prema Agrokoru i povezanim subjektima. Očekuje se da će se za agregatni portfelj banaka koji na početku simulacijskoga horizonta sadržava 13,8% loših kredita, zabilježiti porast tog udjela na 15,6% u 2017. i 14,9% u 2018. godini. Približno petina navedenih omjera otpada na spomenute izloženosti generirane financiranjem poslovanja Agrokora. Da nije uslijedio taj događaj, kvaliteta kreditnog portfelja svakako bi se nastavila popravljati, i to otprilike za jedan postotni bod godišnje, uglavnom kao rezultat projiciranoga gospodarskog oporavka, ali i zbog učinaka prodaje i otpisa loših plasmana u prethodnim godinama.

Iako zbog navedenog razloga izostaju prihodi od ukidanja rezervacija u temeljnom scenariju, inducirani prirasti troškova ispravaka vrijednosti ipak su umjereni te iznose oko 1 mlrd. kuna u dvije godine kumulativno u odnosu na kraj 2016. Očekivanje nastavka robusnog rasta operativnih zarada banaka po stopi od približno 10% stabilizira dobit banaka te povećava stopu redovnoga osnovnog kapitala (SAROK) s 20,6% na gotovo 24% u 2017. i više od 27% u 2018. godini. Ni prestanak važnja povlaštenog pondera za rizik za izloženosti prema središ-

31 Prema odredbama Uredbe (EU) 575 /2013 o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva u 2018. ponder rizika primijenjen na vrijednosti tih izloženosti bit će 20% pondera rizika koji proizlazi iz dodijeljenog im kreditnog rejtinga. U temeljnom scenariju simulacija je provedena pod pretpostavkom zadržavanja postojećeg stupnja kreditne kvalitete tih izloženosti, odnosno u 2018. godini s prestankom bezrizičnog tretmana tih izloženosti njihov ponder rizika iznosi 20%.

njim državama u stranoj valuti<sup>31</sup> početkom 2018. u normalnim okolnostima ne bi stvorio ozbiljniji pritisak na bilance domaćih kreditnih institucija.

Uz uobičajeno dobru kratkoročnu likvidnost financijskog sustava može se očekivati njezino dodatno poboljšanje u iduće dvije godine, a trenutni koeficijent likvidnosne pokrivenosti u sustavu pokazuje da bi on mogao biti i dva puta veći od zahtijevanih regulatornih minimuma (u ovoj godini 80%, a od iduće nastupa njegova puna primjena). Iako su razlike po pojedinim bankama vrlo uočljive, u ovom scenariju gotovo sve zadovoljavaju likvidnosne standarde (samo su kod jedne manje institucije likvidnosne zaštite bile nedostatne, a što je uvjetovano i njihovom neprimjerenom razinom na početku simulacijske vježbe), čemu pridonosi očekivana podrška središnje banke, ali i kumulirani viškovi koje početak kreditne ekspanzije ne iscrpljuje.

#### c) Rezultati testiranja u stresnom scenariju

U stresnim bi se uvjetima kreditni portfelj snažnije pokvario, odnosno u situaciji urednog restrukturiranja koncerna Agrokora udio neprihodonosnih plasmana mogao bi se popeti na 18,8% u 2017. i 23,4% u 2018. godini, a u podscenariju stresnog scenarija koji podrazumijeva neuredno restrukturiranje približio bi se razini od 20% u prvoj te 25% u drugoj godini simulacije. Uz pretpostavku da su učinci restrukturiranja uglavnom koncentrirani u portfelju poduzeća, udio loših kredita tog sektora mogao bi najviše dosegnuti 40% (uz pretpostavku urednog restrukturiranja) i 52% (uz pretpostavku neurednog restrukturiranja). Simulirani ekonomski i financijski šokovi očekivano narušavaju kreditnu sposobnost svih klijenata pa se i za portfelje stambenih i potrošačkih kredita bilježi ubrzano kvarenje. Udjel loših kredita stanovništvu porastao bi tako s prosječno 9% u temeljnom scenariju na 12% u stresnom i tek marginalno više u diferenciranom stresnom scenariju.

Na slabljenje kapitaliziranosti u stresnim okolnostima djeluje i porast rizikom ponderirane imovine zbog deprecijacije kune i porasta pondera za izloženost državi u stranoj valuti ako padne rejting države<sup>32</sup>. Stopa redovnoga osnovnog kapitala u tom scenariju spušta se na 15,3% u 2017. i 9,9% u 2018. godini, pri čemu 6 banaka ne zadovoljava kapitalne standarde u prvoj, a 19 u drugoj godini.

U diferenciranom scenariju neurednog restrukturiranja Agrokora SAROK iznosi 14,4% u prvoj, a 8,3% u drugoj godini. Broj kreditnih institucija s potrebom dokapitalizacije u takvim je uvjetima prilično raširen, popeo bi se na 9 u prvoj i 22 u drugoj godini. Međutim, kako je riječ mahom o razmjerno maloj proporciji ukupne imovine, kapitaliziranost na razini sustava ostaje iznad kritične vrijednosti testa (6,5%) i implicira robusnu otpornost na simulirane rijetke i ekstremne šokove. Ipak, valja jednako tako imati na umu i potencijalni negativan doprinos ponderiranju prosjeka sustava ako se neka od većih i

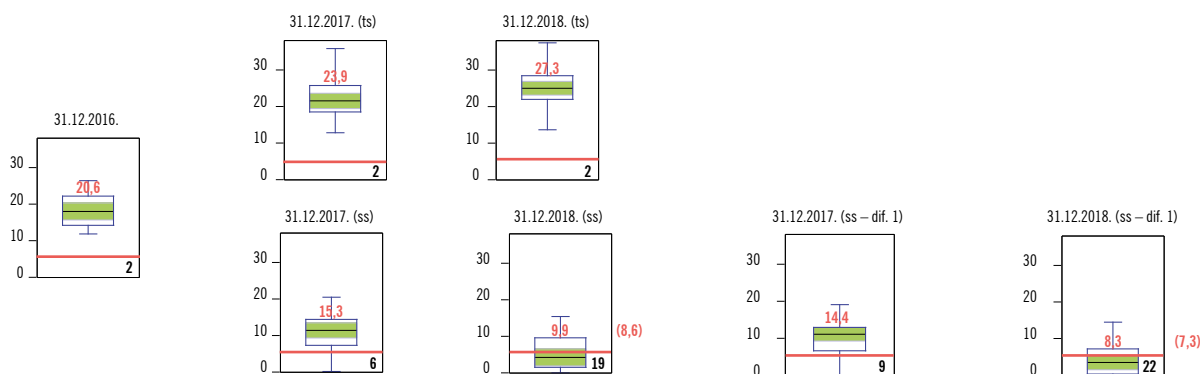
32 Simulira se pogoršanje stupnja kreditne kvalitete s 4 na 6, na temelju čega se za te izloženosti u 2018. godini primjenjuje ponder rizika od 30% (20% od 150%).

relativno bolje kapitaliziranih institucija pretvori u podružnicu, što bi moglo smanjiti SAROK na manjem opsegu supsidijara obuhvaćenih testiranjem, čak i za cijeli postotni bod. LCR na razini sustava u stresnim bi okolnostima krajem 2017. godine iznosio oko 170%, što je smanjenje za gotovo 30 p. b. u odnosu na inicijalnu razinu uvjetovano ponajprije revalorizacijom raspoloživog portfelja države. Pritom ni jedna dodatna institucija ne pada ispod kritičnog praga testiranja (100%). Nešto snažniji gubici likvidnosnih zaštita mogu se očekivati zato u drugoj godini simulacijskoga horizonta pod pritiscima koji nastaju zbog poteškoća određenog broja institucija sa solventnošću. Tako bi navedeni šokovi krajem 2018. godine umanjili LCR sustava na 155%. Diferencirani scenarij ne pridonosi razvoju bitno drugačijega likvidnosnog profila sustava te bi se agregatni LCR mogao u toj verziji stresnog scenarija smanjiti za dodatna marginalna 4 bazna boda.

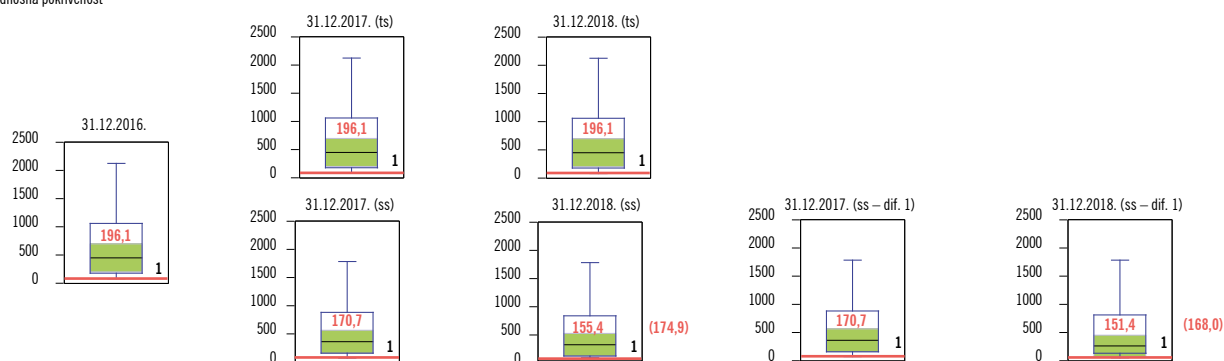
Rezultati integriranih testova potvrđuju otpornost sustava na potencijalne gubitke koji bi mogli biti generirani u slučaju nove globalne krize čak i u uvjetima još uvijek izraženih strukturnih ranjivosti gospodarstva i niza idiosinkratskih šokova kakvi su simulirani u ovoj iteraciji testiranja. To je razmjerno zadovoljavajući rezultat, iako je osjetljivost sustava na poremećaje općenito nešto veća nego prije (kumulirani manjak kapitala na razini sustava krajem simulacijskoga horizonta dvostruko premašuje onaj iz prethodnog ciklusa vježbe), a u skladu s intenzitetom simuliranog stresa. Ipak, nakon simuliranih udara, bankovni bi sustav teško podnosio njihovo trajnije multipliciranje<sup>33</sup> ili materijalizaciju dodatnih rizika koji su prije naznačeni kao mogućnost. Utoliko se s makroprudencijalnog stajališta trenutačne razine kapitalnih i likvidnosnih zaštita mogu smatrati zadovoljavajućima, uz perspektivu njihova podizanja u budućnosti, čak i uz materijalizaciju malo vjerojatnih scenarija kakvi su zamišljeni ovdje.

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

a) Kapitalna adekvatnost



b) Likvidnosna pokrivenost



Napomena: a) Crvenom crtom 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 adekvatnosti kapitala na razini sustava, a u zagradama stope koje bi vrijedile kad se jedna veća banka zbog transformacije u podružnicu ne bi prikazivala kao dio sustava (sve na temelju konsolidirane bilance, dok su za pojedinačne institucije negativne računovodstvene vrijednosti kapitala svedene radi grafičkog prikaza na nulu).

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

d) Jadranska banka d.d., koja je u postupku sanacije, isključena je iz prikazanih distribucija, ali je uvrštena u broj kapitalno osjetljivih kreditnih institucija. Tesla štedna banka d.d. na dan 31. prosinca 2016. imala je negativne stope redovnog i osnovnog kapitala, dok je iznos njezina dopunskoga kapitala bio pozitivan i dovoljan da stopu ukupnoga kapitala evidentira iznad kritičnog praga, zbog čega je također isključena iz prikazanih distribucija, ali uzeta u obzir pri računu prosjeka sustava.

Izvor: HNB

33 Radna skupina ESRB-a za testiranje otpornosti kreditnih institucija na stres, čiji je HNB član, sredinom prethodne godine pokrenula je diskusiju o izradi dugoročnih scenarija (engl. *long horizon stress testing*) upravo zbog tog razloga, a valja imati na umu i jednostavnu činjenicu da je posljednja kriza uvjetovala šestogodišnje razdoblje pada zarada u domaćem bankarskom sektoru.

## Popis slika i tablica

Mapa rizika	5	Slika 3.8. Banke očekuju rast kreditne potražnje kućanstava za potrošačkim kreditima	18
Tablica 1.1. Gospodarski rast, inflacija i trgovina odabranih tržišta	8	Slika 3.9. Dinamika otpisa plasmana reflektira se u promjenama ukupnog duga kućanstava	18
Slika 1.1. Prognoza gospodarskog rasta i inflacije u europodručju i nadalje je umjerena	9	Slika 3.10. Nastavio se pozitivan trend kretanja na tržištu rada	19
Slika 1.2. Na tržištu kapitala nastavljaju se bilježiti pozitivni trendovi	9	Slika 3.11. Zastupljenost kunskih kredita raste	19
Slika 1.3. Prinosi na državne obveznice u porastu su posljednjih mjeseci	9	Slika 3.12. Udio fiksnih stopa u novoodobrenim kreditima raste	19
Slika 1.4. Monetarne politike SAD-a i europodručja dodatno su se udaljile	9	Slika 3.13. Kod kreditiranja kućanstava i dalje dominiraju varijabilne kamatne stope	19
Slika 1.5. Percipirani se rizik zemalja EU-a smanjuje	9	Slika 3.14. Opći trend pada kamatnih stopa na novoodobrene (stambene) kredite nastavljen je	20
Slika 1.6. Godinu 2016. obilježilo je jačanje dolara prema vodećim svjetskim valutama	10	Slika 3.15. Kamatne stope na stanja kunskih i eurskih stambenih kredita izjednačene su	20
Slika 1.7. Izvoz, potrošnja kućanstva i oporavak investicija bi trebali najviše pridonijeti rastu u 2017.	11	Slika 3.16. Opterećenost kućanstava dugom i kamatama smanjuje se	20
Slika 1.8. Odabrani pokazatelji vanjskih ranjivosti nastavljaju se poboljšavati	11	Slika 3.17. Sistemska ranjivost kućanstava nastavlja s padom	20
Slika 2.1. Dug opće države	12	Okvir 1.	
Slika 2.2. Usporedno kretanje manjka opće države	12	Slika 1. Mjesečna promjena prema instrumentu ulaganja (sektor kućanstva)	21
Slika 2.3. Usporedno kretanje javnog duga	13	Slika 2. Kretanje imovine prema vrstama fondova	21
Slika 2.4. Potrebe za financiranjem	13	Slika 3. Kretanje salda između uplata i isplata iz otvorenih fondova	21
Slika 2.5. Rashodi za kamate opće države	13	Slika 4. Bilanca uplata i isplata u pojedine vrste otvorenih investicijskih fondova	22
Tablica 2.1. Referentne razine pokazatelja za rizik fiskalne održivosti	13	Slika 5. Kretanje prinosa investicijskih fondova po godinama	22
Slika 2.6. Prinos na hrvatske vrijednosne papire u eurima i s valutnom klauzulom u eurima	14	Slika 6. Kretanje ukupne financijske imovine stanovništva	22
Slika 2.7. Manjak opće države	14	Slika 7. Dominacija dionica u portfelju vrijednosnih papira – domaća fizička osoba	23
Slika 2.8. Različiti scenariji projekcije javnog duga	14	Slika 8. Kretanje dioničkih i obvezničkih indeksa CROBEX i CROBIS	23
Slika 3.1. Nastavak razduživanja sektora stanovništva pod utjecajem otpisa plasmana	16	Slika 9. Odstupanje stvarne imovine u investicijskim fondovima od njezine projekcije s obzirom na razinu BDP-a iz 2007.	23
Slika 3.2. Financijska imovina kućanstava raste	16	Slika 4.1. Nastavljen trend razduživanja sektora nekretnina	24
Slika 3.3. Depoziti kućanstava nastavljaju s dominacijom u strukturi financijske imovine	17	Slika 4.2. Unatoč pozitivnim kretanjima na tržištu rada, kućanstva se nastavljaju suzdržavati od dugoročnih ulaganja	24
Slika 3.4. Kreditna aktivnost blago se intenzivirala u 2016.	17	Slika 4.3. Cijene novih stambenih nekretnina nastavljaju padati	25
Slika 3.5. Blagi oporavak novoga dugoročnog zaduživanja u 2016.	17	Slika 4.4. Niža premija za rizik odrazila se na pad kamatne razlike	25
Slika 3.6. Unatoč jačoj kreditnoj aktivnosti, ukupni iznosi kredita i nadalje se smanjuju	17	Slika 4.5. Stambene nekretnine financijski su bitno dostupnije nego ranije	25
Slika 3.7. Standardi odobravanja kredita kućanstvima ublaženi su	18		

Okvir 2.	
Tablica 1. Ponderi za izračun kompozitnog indikatora	27
Slika 1. Pokazatelj odstupanja cijena stambenih nekretnina od dugoročnog trenda	27
Slika 2. Usporedba kretanja pojedinih pokazatelja	28
Slika 3. Kretanje cijena stambenih nekretnina te pojedinih makroekonomskih i financijskih indikatora	29
Slika 5.1. Zaduženost sektora poduzeća snizila se u 2016. godini za 4,2 p. b.	30
Slika 5.2. Rast BDP-a, prodaja potraživanja i aprecijacija kune značajno pridonose vanjskom i domaćem smanjenju ukupne zaduženosti	30
Slika 5.3. Nefinancijska poduzeća, ponajviše javna, smanjuju svoj dug	31
Slika 5.4. Nastavak rasta potražnje i poboljšanja kretanja karakteristika ponude kredita poduzećima tijekom 2016.	31
Slika 5.5. Novoodobreni krediti poduzećima porasli su, neovisno o valuti	31
Slika 5.6. Udio ukupnog duga poduzeća u stranoj valuti neznatno je snižen	32
Slika 5.7. Većina djelatnosti i podsektori smanjuju svoju izloženost valutnom riziku, pri čemu djelatnost trgovine značajnije	32
Slika 5.8. Rizici povezani s rastom kamatnih stopa poduzećima nisu se značajnije izmijenili	32
Slika 5.9. Intenziviranje pada kamatnih stopa na dugoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj	33
Slika 5.10. Nakon zamjetljivijeg pada kamatnih stopa na kratkoročne kredite u Hrvatskoj početkom 2016., u ostatku godine stagniraju	33
Slika 5.11. Nastavak pozitivnih gospodarskih kretanja i očekivanja dobrih poslovnih rezultata u 2016. te smanjivanje duga pridonose daljnjem padu rizičnosti sektora poduzeća	33
Slika 6.1. Višegodišnji trend pada ukupne imovine banaka nastavio se i u 2016.	34
Slika 6.2. Smanjenje kreditnog portfelja i razduživanje prema stranim vlasnicima odredili su kretanje bilance banaka	34
Slika 6.3. Obveze banaka prema stranim povezanim subjektima gotovo su izjednačene s imovinom na kraju prosinca 2016.	35
Slika 6.4. Intenziviran rast sredstava na transakcijskim računima banaka	35
Slika 6.5. Rast ročne neusklađenosti imovine i obveza banaka primarno je uzrokovan skraćenjem ročnosti obveza	35
Slika 6.6. Udio kredita u ukupnoj aktivi banaka pao je na razinu od 61%	35
Slika 6.7. Udio kunske imovine u ukupnoj imovini banaka dosegno je razinu od 45%	36
Slika 6.8. Pokazatelji likvidnosti na visokim razinama s nastavkom višegodišnjeg trenda rasta	36
Slika 6.9. Koeficijent likvidnosne pokrivenosti (LCR) značajno je iznad regulatornog minimuma	36
Slika 6.10. Izloženost banaka valutnom i valutno induciranom kreditnom riziku	37
Slika 6.11. Izloženost banaka kamatnom i kamatno induciranom kreditnom riziku	37
Slika 6.12. Profitabilnost banaka u odnosu na prethodne godine znatno je porasla pod utjecajem relativno nižih ispravaka vrijednosti	38
Slika 6.13. Nastavljen je pad aktivnih i pasivnih kamatnih stopa	38
Slika 6.14. Struktura novoodobrenih dugoročnih kredita banaka, prema valuti	38
Slika 6.15. Rast koncentracije bankovnog sustava nastavio se i u 2016.	39
Slika 6.16. Nastavilo se poboljšavanje kvalitete kreditnog portfelja banaka	39
Slika 6.17. Intenziviranje procesa rješavanja pitanja nepridonosnih plasmana banaka putem otpisa, koji su pod utjecajem pojačane prodaje plasmana banaka	39
Slika 6.18. Oporavak pokazatelja adekvatnosti kapitala nakon privremenog pogoršanja u drugoj polovini 2015.	40
Slika 6.19. Stopa ukupnoga kapitala u 2016. porasla je pod utjecajem relativno visokih zarada banaka i daljnjeg smanjivanja izloženosti banaka kreditnom riziku	40
Slika 6.20. Rizik insolventnosti smanjuje se unatoč povećanoj kolebljivosti zarada banaka u posljednje 2 godine	40
Okvir 3.	
Slika 1. Kamatne stope na oročene depozite sektora kućanstava i nefinancijskih poduzeća	42
Slika 2. Kamatna stopa na novoprimljene oročene depozite u eurima i u kunama	42
Slika 3. Struktura primljenih depozita banaka od sektora kućanstava i nefinancijskih poduzeća, prema vrsti instrumenata za određene zemlje članice europodručja	42
Slika 4. Struktura oročenih depozita banaka od sektora kućanstava i nefinancijskih poduzeća, prema ročnosti za određene zemlje EU-a i Hrvatsku	43
Slika 5. Struktura oročenih depozita i transakcijskih računa banaka, prema valuti	43
Tablica 7.1. Makroekonomski scenarij	46
Slika 7.1. Vjerojatnost stresnog scenarija	47
Slika 7.2. Solventnost i likvidnost kreditnih institucija u temeljnom i stresnom scenariju	49

## 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





