

BROJ

8

Godina 5
I 2012.



FINANCIJSKA STABILNOST

HRVATSKA NARODNA BANKA

HRVATSKA NARODNA BANKA

Financijska stabilnost

Broj 8, Zagreb, siječanj 2012.

IZDAVAČ

Hrvatska narodna banka
Direkcija za izdavačku djelatnost
Trg hrvatskih velikana 3, 10002 Zagreb
Telefon centrale: 01/4564-555
Telefon: 01/4565-006
Telefaks: 01/4564-687

WEB-ADRESA

www.hnb.hr

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

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

Tiskano u 550 primjeraka

ISSN 1846-9256 (tisak)
ISSN 1846-940X (online)

Sadržaj

Uvodne napomene	5
Opća ocjena glavnih rizika i izazova za politiku financijske stabilnosti	7
Makroekonomsko okruženje	10
Sektor države	20
Okvir 1. Financijski uvjeti i realna ekonomska aktivnost	24
Sektor kućanstava	27
Sektor nekretnina	30
Sektor nefinancijskih poduzeća	32
Okvir 2. Ponuda i potražnja na tržištu korporativnih kredita u Hrvatskoj	36
Bankarski sektor	38
Okvir 3. Politika ispravaka vrijednosti za loše kredite: kriju li se tu potencijalni izvori nestabilnosti?	50

Uvodne napomene

Financije imaju ključnu ulogu u alokaciji resursa, odnosno procesu transformacije štednje u ulaganja, a time i u rastu gospodarstva te povećanju opće razine društvenog blagostanja. Istodobno financijska stabilnost, zbog toga što se temelji na povjerenju sudionika na financijskim tržištima, znatno ovisi o cikličkim kolebanjima u njihovim očekivanjima i ponašanju. Budući da financijske krize rezultiraju velikim ekonomskim i socijalnim troškovima, očuvanje financijske stabilnosti ima karakter javnog dobra te je važan cilj ekonomske politike.

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

Odgovornost za stabilnost ukupnoga financijskog sustava HNB dijeli s Ministarstvom financija i Hrvatskom agencijom za nad-

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

Publikacija “Financijska stabilnost” analizira glavne rizike za stabilnost bankovnog sustava koji proizlaze iz makroekonomskog okruženja u kojem djeluju kreditne institucije te stanja u glavnim sektorima koji se zadužuju, kao i sposobnost kreditnih institucija da apsorbiraju moguće gubitke u slučaju njihove materijalizacije. Raspravlja se i o mjerama koje HNB poduzima radi očuvanja stabilnosti financijskog sustava. Analiza je usmjerena na bankarski sektor zbog njegove dominantne uloge u financiranju gospodarstva.

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

Opća ocjena glavnih rizika i izazova za politiku financijske stabilnosti

Slika 1. Dijagram financijske stabilnosti



Jačanje dužničke krize i pogoršanje gospodarskih izgleda u eurozoni u interakciji sa slabom fiskalnom pozicijom rezultiraju velikim troškovima kapitala i prijetu novim valom recesije u zemlji, što će nepovoljno utjecati na financijsku stabilnost tijekom 2012. godine. Otpornost hrvatskoga bankarskog sektora na inozemne šokove nešto se pojačala, ali pravi izazov za očuvanje financijske stabilnosti i dalje su vjerodostojna fiskalna prilagodba i popravljane srednjoročne perspektive gospodarskog rasta strukturnim reformama.

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

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

Intenziviranje dužničke krize i pogoršanje gospodarskih izgleda u eurozoni nepovoljno će se odraziti na financijsku stabilnost u Hrvatskoj tijekom 2012. godine. Očekivano usporavanje gospodarstva EU i recesija u nekim najvažnijim hrvatskim trgovinskim partnerima oslabit će inozemnu potražnju. Usto će povišena razina neizvjesnosti i nesklonost međunarodnih ulagača preuzimanju dodatnih rizika otežati novo zaduživanje i refinanciranje dugova koji dospijevaju u 2012. Kombinacija slabe izvozne potražnje i težeg pristupa inozemnim financijskim tržištima mogla bi uvesti hrvatsko gospodarstvo u blagu recesiju. Sve navedeno ujedno će potencirati neizvjesnost pa bi eventualno pogoršanje krize u eurozoni u interakciji s relativno slabim domaćim fundamentima u obliku brzog rasta omjera javnog duga i BDP-a moglo prouzročiti znatno nepovoljniji makroekonomski scenarij i povećati rizike za financijsku stabilnost.

U obnovljenim recesijskim okolnostima loše stanje državnih financija bit će jedan od glavnih rizika za očuvanje financijske stabilnosti tijekom 2012. godine. Odbađanje procesa fiskalne prilagodbe uvrstilo je Hrvatsku među rijetke zemlje koje su u 2011. zabilježile pogoršanje proračunskog salda, što je zajedno s rastom premije za rizik zbog povećane nesklonosti riziku u uvjetima jačanja krize u eurozoni ugrozilo solventnost države. Ekspanzivna fiskalna politika ugrozila je kreditni rejting i svim sektorima otežala i poskupila refinanciranje dugova, s negativnim implikacijama za financijsku stabilnost. Sve to ograničava fiskalnu politiku, koja će biti prisiljena na procikličku restrikciju zbog obnovljenih recesijskih kretanja kakva se očekuju tijekom 2012. godine.

Na stanje javnih financija nepovoljno djeluju i slabi gospodarski rezultati pa je u srednjoročnoj perspektivi važno oživiti gospodarski rast. Srednjoročna gospodarska stagnacija narušava održivost svih dugova pa je stoga još jedan od mogućih kanala aktivacije nepovoljne spirale rastućeg nepovjerenja tržišta, skuplji refinanciranja i eksplozivnog rasta zaduženosti privatnog i javnog sektora.

U takvim se uvjetima tijekom 2012. godine bankarski sektor suočava s rizikom nešto snažnije materijalizacije kreditnog rizika od prošlogodišnje. Ako se kriza proširi, pojačat će se rizik refinanciranja vanjskih obveza i odljeva kapitala iz Hrvatske. To bi stvaralo pritiske na slabljenje tečaja i rast kamatnih stopa, što bi dodatno pogoršalo kreditni rizik u odnosu na temeljni scenarij te bi otežalo financiranje i povećalo rizik kontrakcije kredita domaćih banaka. Premda bankarski sektor u cjelini raspolaže razmjerno velikim amortizerima, koji mogu zaštititi njegovu solventnost i u slučaju snažnih šokova, vidljiva je rastuća diferencijacija unutar sektora. Također, moguća potreba izdvajanja dodatnih ispravaka vrijednosti za postojeće loše kredite ili kredite koji nisu bili ispravno klasificirani može dodatno oslabiti kapital pojedinih manjih banaka koje već imaju nižu kapitaliziranost.

Hrvatsko gospodarstvo i financijski sustav nešto su spremniji na početku 2012. godine za novi nalet financijske krize nego u vrijeme pripreme prethodnog broja ove publikacije. Nastavak

prilagodbe privatnog sektora slabim gospodarskim izgledima uklonio je manjak na tekućem računu platne bilance tijekom 2011., zbog čega se stabilizirao neto inozemni dug i smanjile su se potrebe za vanjskim financiranjem u sljedećoj godini. Inozemne pričuve također su malo porasle tijekom 2011., a dospijeća inozemnih dugova bit će u 2012. niža od onih iz 2011. godine. Pritom država nema znatnijih dospijeća inozemnog duga u 2012. godini, a bankarski je sektor osim na domaću štednju u inozemnoj komponenti izvora sredstava orijentiran prvenstveno na vlasnike, koji su se u dosadašnjem tijeku krize pokazali kao stabilan izvor financiranja. Međutim, budući da se banke majke susreću s rizicima zbog previranja u eurozoni, mogli bi se povećati pritisci na deviznu likvidnost financijskog sustava.

Bankarski sektor također se nešto snažniji suočava s rizicima koji proizlaze iz nove recesije. Nakon rasta isplata u 2010. godini, banke su tijekom 2011. uglavnom zadržale zarade ostvarene u prethodnoj godini pa im je kapital rastom pratio imovinu. Poslovni im se rezultat isto tako malo popravio tijekom 2011., što dodatno pojačava amortizere za slučaj nepovoljnih šokova. Konkretno, banke su usporavanje rasta loših kredita tijekom 2011. godine iskoristile kako bi nešto povećale njihovu pokrivenost ispravcima vrijednosti, a to umanjuje potencijalne nove troškove formiranja ispravaka vrijednosti za postojeće loše kredite.

Nepovoljna makroekonomska i financijska kretanja i pojačan rizik materijalizacije nepovoljnih scenarija nameću složenu zadaću svim akterima bitnima za održavanje financijske stabilnosti. Domaće su banke, nedugo nakon stranih, započele mijenjati relativnu sektorsku ponudu kredita smanjujući u svojim portfeljima udjele djelatnosti građevinarstva i upravljanja nekretninama, koje obilježava kontinuiran pad aktivnosti i slabljenje sposobnosti otplate kredita. Takva politika banaka ublažava rizike za financijsku stabilnost u srednjem roku. Međutim, da bi i u otežanim okolnostima kakve se očekuju u 2012. godini mogao nastaviti uspješno kanalizirati financijske viškove, bankarski sektor treba sačuvati postojeću razinu kapitaliziranosti, a pojedine bi je banke trebale dodatno ojačati. Uz ubrizgavanje dodatnoga kapitala u slabije kapitalizirane banke pokrenuti proces spajanja i konsolidacije bankarskog sektora još je jedna od mogućnosti za stabilizaciju slabijih banaka.

U takvim okolnostima država mora pokrenuti procese fiskalne prilagodbe i strukturnih reforma kako bi javne financije dovela na putanju održivosti. Žurna provedba vjerodostojnog plana fiskalne prilagodbe trebala bi kratkoročno državi, domaćim poduzećima i bankama omogućiti pristup međunarodnim financijskim tržištima uz prihvatljive financijske uvjete. Bez popravljivanja srednjoročne perspektive rasta naponi usmjereni na fiskalnu prilagodbu ipak će rezultirati produženom gospodarskom stagnacijom, što također može pogoršati uvjete inozemnog financiranja.

Kumulativan pad hrvatskog BDP-a zabilježen od izbijanja financijske krize ne odstupa bitno od prosječnih kretanja u zemljama regije, premda je bio raspoređen na nešto duže razdoblje. Promjene u sektorskoj alokaciji kredita započete u 2010. i

nastavljene tijekom 2011. godine donekle popravljaju perspektivu rasta. Ipak, odgoda ili izostanak provedbe reforma, koje bi trebale olakšati realokaciju kapitala u profitabilne sektore s boljom perspektivom rasta, u srednjem će roku dovesti do gospodarskog zaostajanja Hrvatske. Radikalno unapređenje poslovne i investicijske klime, posebice jačanje zaštite vlasničkih prava, kao i pokretanje reforma u sustavima socijalnog osiguranja, na tržištu rada i u javnoj upravi stoga trebaju biti prioriteti ekonomske politike.

Središnja će banka, kao i do sada, intervenirati u slučaju snažnijih poremećaja na domaćem financijskom tržištu ili na inozemnim financijskim tržištima kako bi ublažila njihove učinke na monetarno-kreditna kretanja i stabilnost tečaja. Međutim, nijedna od mjera monetarne i makroprudencijalne politike ne može popraviti perspektivu srednjoročnog rasta i otkloniti rizike za financijsku stabilnost koji proizlaze iz produženog razdoblja gospodarske stagnacije, na što je moguće djelovati isključivo strukturnim politikama.

Makroekonomsko okruŕje

Rastući rizici za pogoršanje financijske stabilnosti i recesiju u eurozoni nameću potrebu za snažnijim zaokretom u domaćoj ekonomskoj politici kako bi se poboljšala percepcija rizika zemlje.

Pogoršanje inozemnoga makroekonomskog okruŕja u 2012. vrlo je vjerojatno. Kriza na tržištu državnog duga u eurozoni ugroŕava stabilnost bankarskog sektora i nepovoljno se odraŕava na povjerenje potrošača i oćekivanja poduzetnika. Prognoze rasta u eurozoni stoga su znatno smanjene, a ne iskljućuje se ni mogućnost ponovnog pada ekonomske aktivnosti, ŕto bi predstavljalo novo dno recesije koja je zapoćela s globalnom financijskom krizom 2008. (tablice 1., 2. i 3.).

Višestruki pokušaji država članica eurozone da stabiliziraju tržište državnog duga nisu zasada donijeli znaćajnije rezultate (tablice 2. i 3., Slika 4.). Prihvaćeno rješenje za grćki dug uz povećano financiranje iz fondova eurozone ukljućuje i veće sudjelovanje privatnih ulagaća u podmirivanju troškova svodjenja duga na održivu razinu. Nastojanja da se povećanjem financijske sposobnosti EFSF-a sprijeći prelijevanje krize na druge zemlje eurozone nisu uspjela povratiti povjerenje ulagaća te se, sredinom 2011., kriza prelila i na tržište duga Italije i ŕpanjolske kad su se prinosi na državne obveznice povisili na dugoroćno neodržive razine (Slika 4.).

Eurozona nema zajmodavca u krajnjoj nuŕdi za države članice. U kratkom roku glavni je problem uvjerenje tržišta da EFSF nema dovoljno financijske snage da preuzme tu ulogu, odnosno da osigura neogranićenu likvidnost na tržištu državnih obveznica. No tu je i glavni strukturni problem eurozone kao monetarne unije bez fiskalnih ingerencija, tj. bez elemenata fiskalne unije koji bi jamćili dugoroćnu održivost javnih financija svih članica eurozone. Budući da bi takvo rješenje impliciralo neogranićene transfere između zemalja eurozone, ono zapravo upozorava na neusklaćenost načela neogranićenoga politićkog

Tablica 1. Gospodarski rast, izvoz i industrijska proizvodnja u odabranim razvijenim zemljama i zemljama s tržištima u nastajanju

	Godišnja stopa rasta BDP-a			Tromjesečna stopa rasta BDP-a, $\Delta Q/Q_{t-1}$		Godišnja stopa promjene izvoza robe		Godišnja stopa promjene industrijske proizvodnje, sezonski prilagođena	
	2010.	2011. ^a	2012. ^b	2. tr. 2011.	3. tr. 2011.	2. tr. 2011.	3. tr. 2011.	2. tr. 2011.	3. tr. 2011.
SAD	3,0	1,6	1,5	0,3	0,5	17,9	26,8	3,8	3,7
EU	2,0	1,6	0,6	0,2	0,2	11,7	9,6	3,9	3,6
Njemačka	3,7	2,9	0,8	0,3	0,5	12,7	11,0	8,2	8,3
Italija	1,5	0,5	0,1	0,3	0,2	13,2	9,6	1,8	0,2
Slovenija	1,4	1,1	1,0	0,0	-0,2	13,8	10,8	4,0	0,8
Slovačka	4,2	2,9	1,1	0,8	0,8	18,0	11,1	7,7	5,8
Češka	2,7	1,8	0,7	0,2	-0,1	18,6	12,2	8,8	4,5
Poljska	3,9	4,0	2,5	1,2	1,0	12,3	7,9	7,2	5,7
Mađarska	1,3	1,4	0,5	0,2	0,5	13,1	9,0	4,1	1,7
Estonija	2,3	8,0	3,2	1,7	1,2	48,2	36,9	26,2	17,4
Letonija	-0,3	4,5	2,5	2,0	1,3	30,3	19,0	12,9	8,1
Litva	1,4	6,1	3,4	1,8	1,4	33,0	26,1	9,2	5,8
Bugarska	0,2	2,2	2,3	0,3	0,3	27,7	20,4	6,8	3,3
Rumunjska	-1,9	1,7	2,1	0,9	1,8	18,8	18,0	5,8	6,1
Hrvatska	-1,2	0,4	-0,2	0,7	0,8	7,5	4,9	1,2	-2,0

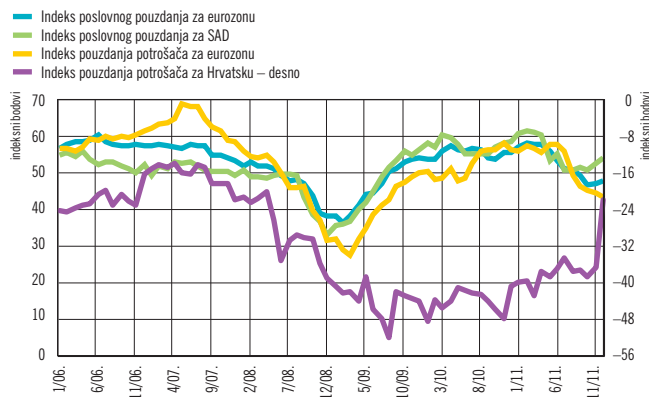
^a Ocjena; ^b Prognoza

Izvori: Eurostat; DZS; Bloomberg; OECD; HNB (za Hrvatsku)

suvereniteta zemalja članica s djelotvornim funkcioniranjem monetarne unije u uvjetima globaliziranoga financijskog tržišta.

Drugim riječima, u zemljama eurozone s jakim financijama nema političke podrške automatskim transferima zemljama s financijskim manjkovima, u kojima pak nema političke podrške za nužnu prilagodbu pa u sadašnjem institucionalnom aranžmanu ne postoji jamstvo za rizik neplaćanja državnog duga.

Slika 2. Kretanje indeksa poslovnog i potrošačkog pouzdanja



Izvori: Bloomberg; HNB

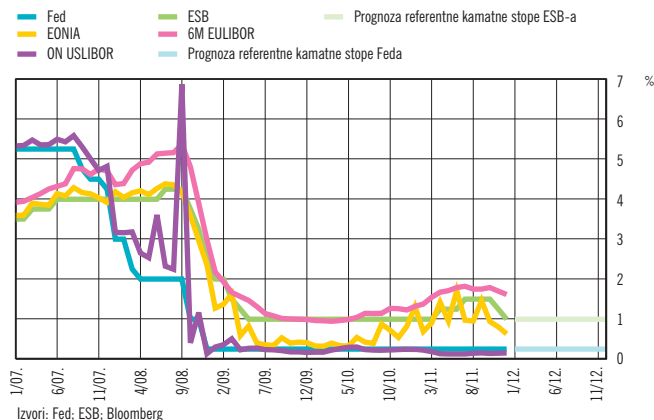
Pred političare se stoga postavlja nimalo lak zadatak: da pronađu rješenja koja će istodobno osigurati povjerenje birača i povjerenje financijskih tržišta.

Kako je u spomenutom aranžmanu uloga ESB-a ograničena samo na intervencije na sekundarnom tržištu obveznica radi očuvanja nesmetanog funkcioniranja transmisije monetarne politike, percepcija tržišta da nema uspješnog zajmodavca u krajnjoj nuždi za države slabi povjerenje ulagača i jača pritisak na rasprodaju obveznica te pretvara krizu likvidnosti u krizu solventnosti ugroženih zemalja.

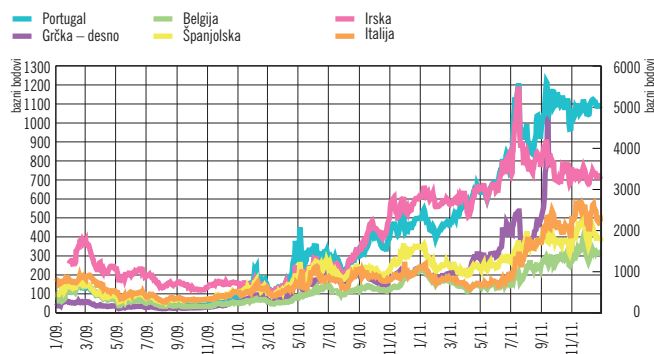
Važnu ulogu u širenju krize ima i negativna povratna veza između tržišta državnih obveznica i banaka u eurozoni (slike 4. i 5.). Naime, velika izloženost banaka ugroženim državama eurozone stvara značajne gubitke u bilancama banaka. To je, zajedno s percepcijom da su mogućnosti država za pomoć premalo kapitaliziranim bankama ograničene, rezultiralo i slomom tržišta dugoročnog financiranja banaka te značajnim padom transakcija na međubankovnom tržištu. Osim što izaziva potencijalni odljev depozita, koji se u najrizičnijim zemljama već odvija, to ugrožava sposobnost banaka da financiraju gospodarstvo, odnosno prijeti ponovnim izbijanjem financijske krize koja se zbog mnogostrukosti veza u svjetskom financijskom sustavu može lako pretvoriti u novu globalnu krizu.

U takvim okolnostima banke su tijekom 2011. smanjivale izloženost dugovima perifernih država eurozone, a nedostatan financiranje na tržištu nadomještale su povećanim oslanjanjem na kredite ESB-a za likvidnost.

Slika 3. Ključne kamatne stope glavnih središnjih banaka i vodeće tržišne kamatne stope

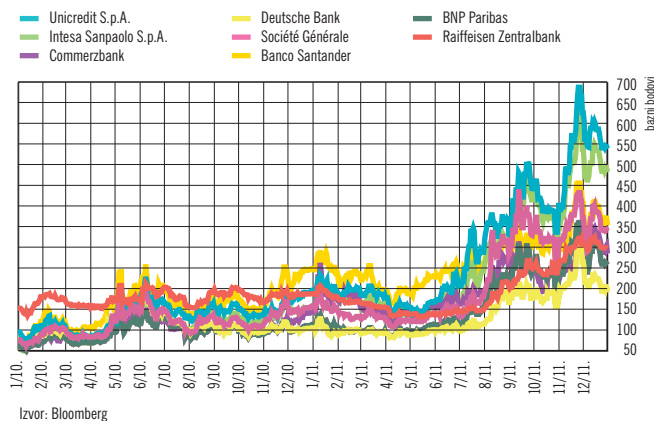


Slika 4. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS^a) za petogodišnje obveznice odabranih zemalja eurozone



^a Razlika prinosa na premiju osiguranja od kreditnog rizika jest godišnji iznos premije koju kupac CDS-a plaća kako bi se zaštitio od kreditnog rizika povezanog s izdavačem nekog instrumenta.

Slika 5. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za petogodišnje obveznice odabranih banaka



Tablica 2. Fiskalna bilanca i saldo tekućeg računa u odabranim razvijenim zemljama i zemljama s tržištima u nastajanju

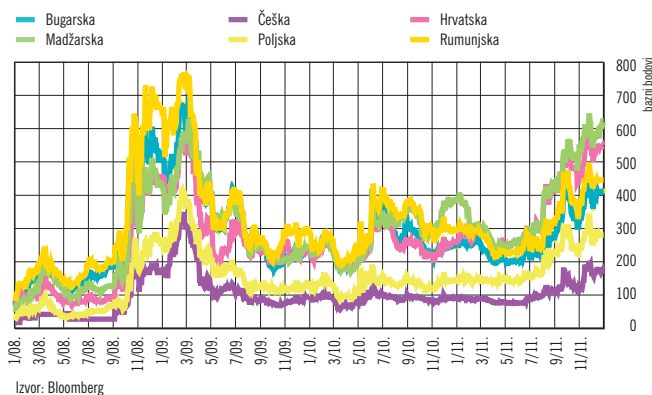
	Fiskalna bilanca, % BDP-a (ESA 95)			Bilanca tekućeg računa, % BDP-a		
	2010.	2011. ^a	2012. ^b	2010.	2011. ^a	2012. ^b
SAD	-10,6	-10,0	-8,5	-3,3	-3,3	-3,1
EU	-6,6	-4,7	-3,9	-0,9	-0,8	-0,4
Njemačka	-4,3	-1,3	-1,0	5,1	5,1	4,4
Italija	-4,6	-4,0	-2,3	-4,2	-3,6	-3,0
Portugal	-9,8	-5,8	-4,5	-9,8	-7,6	-5,0
Irska	-31,3	-10,3	-8,6	-0,7	0,7	1,5
Grčka	-10,6	-8,9	-7,0	-11,8	-9,9	-7,9
Španjolska	-9,3	-6,6	-5,9	-4,5	-3,4	-3,0
Slovenija	-5,8	-5,7	-5,3	-1,1	0,1	0,3
Slovačka	-7,7	-5,8	-4,9	-2,9	-0,7	-1,2
Češka	-4,8	-4,1	-3,8	-2,3	-3,6	-3,2
Poljska	-7,8	-5,6	-4,0	-3,1	-5,0	-4,3
Mađarska	-4,2	3,6	-2,8	1,7	1,7	3,2
Estonija	0,2	0,8	-1,8	2,8	3,1	1,5
Letonija	-8,3	-4,2	-3,3	3,6	-0,4	-1,1
Litva	-7,0	-5,0	-3,0	1,8	-1,7	-1,9
Bugarska	-3,1	-2,5	-1,7	-1,5	1,6	1,4
Rumunjska	-6,9	-4,9	-3,7	-4,2	-4,1	-5,0
Hrvatska	-4,9	-5,5	-4,3	-1,2	0,4	0,5

^a Ocjena; ^b Prognoza
Izvori: Europska komisija, *European Economic Forecast*, jesen 2011.; HNB (za Hrvatsku)

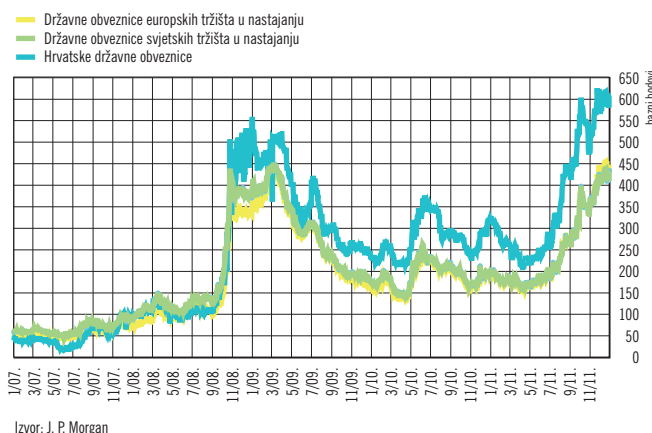
Fiskalni je dogovor stoga korak u pravom smjeru na dugom putu do trajne stabilizacije. Sastanak na vrhu EU u prosincu 2011. donio je određene pomake prema rješenjima koja bi trebala uravnotežiti tržište državnog duga eurozone i time stabilizirati financijski sektor. Tako se odlukama usmjerenim na jačanje fiskalne discipline zemalja članica na osnovi tzv. fiskalnog dogovora, koji uključuje ustavno ograničenje visine proračunskog manjka i javnog duga uz automatske kazne te pojačan nadzor nad fiskalnim i ekonomskim politikama zemalja članica eurozone te drugih članica EU koje se žele priključiti dogovoru, nastoji ojačati institucionalni okvir koji bi trebao osiguravati dugoročnu fiskalnu i financijsku stabilnost eurozone.

Istodobno se nastoji učvrstiti sustav podrške likvidnosti solventnih država. Ubrzanom realizacijom plana jačanja financijske snage EFSF-a i aktiviranjem Europskoga stabilizacijskog mehanizma (ESM) već sredinom 2012., kao i osiguranjem dodatnih sredstava MMF-u, trebala bi se znatno povećati mogućnost podrške državama koje imaju probleme s likvidnošću te nedovoljno kapitaliziranim bankama kojima prema posljednjim procjenama Europske bankarske agencije (EBA) nedostaje kapitala u visini od oko 115 mlrd. EUR.

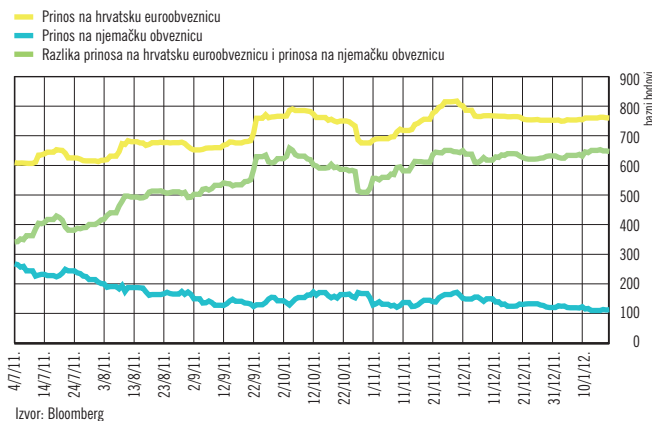
Slika 6. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za petogodišnje obveznice odabranih zemalja s tržištima u nastajanju



Slika 7. Razlike prinosa na osnovi indeksa EMBI



Slika 8. Prinosi na hrvatsku i usporedivu njemačku obveznicu s dospijanjem 2018. i njihova razlika



Tablica 3. Javni i inozemni dug u odabranim europskim zemljama s tržištima u nastajanju u postocima BDP-a

	Javni dug		Vanjski dug	
	2011. ^a	2012. ^b	2010.	1. pol. 2011.
Slovenija	45,5	50,1	115,8	119,0
Slovačka	44,5	47,5	76,0	78,2
Portugal	101,6	111,0	230,6	220,7
Italija	120,5	120,5	118,5	119,2
Irska	108,1	117,5	1.113,3	1.055,1
Grčka	162,8	198,3	181,3	184,0
Španjolska	69,6	73,8	166,1	167,9
Češka	39,3	41,9	49,6	48,9
Poljska	56,7	57,1	56,3	68,8
Mađarska	75,9	76,5	160,1	159,8
Estonija	5,8	6,0	116,1	110,7
Letonija	44,8	45,1	165,2	155,8
Litva	37,7	38,5	87,2	86,0
Bugarska	17,5	18,3	105,5	98,3
Rumunjska	34,0	35,8	77,5	79,2
Hrvatska	45,1	51,8	98,9	97,1

^a Ocjena; ^b Prognoza

Izvori: Eurostat; Svjetska banka, *Quarterly External Debt Statistics*; HNB (za Hrvatsku)

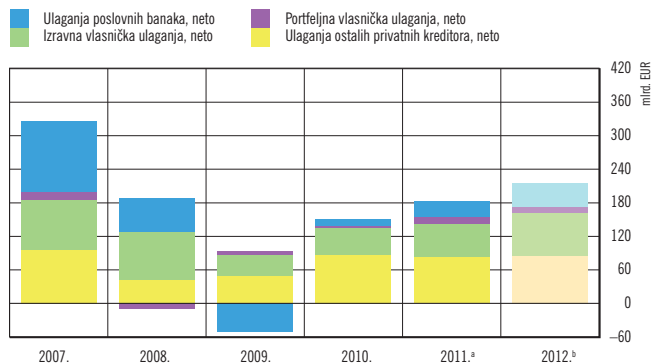
Usporedno s tim ESB je protekle jeseni dvaput snizio kamatne stope (Slika 3.) i donošenjem odluka o uvođenju trogodišnjih kredita za likvidnost te proširenjem skupa prihvatljivih kolateralala omogućio znatno poboljšanje likvidnosti banaka, a time posredno i likvidnosti na tržištu državnog duga.

Zbog nejasnoća u vezi s dogovorenim mjerama tržišta još nisu stabilizirana (slike 4., 5., 6. i 7.). Provedbom spomenutih mjera za jačanje financijskih mehanizama potpore država i banaka eurozone te odustajanjem od zahtjeva da privatni ulagači sudjeluju u troškovima u slučaju neplaćanja države trebalo bi se, u kratkom roku, zaustaviti daljnje pogoršavanje uvjeta na financijskim tržištima. Trajnije stabiliziranje tržišta ovisit će o provedbi fiskalnog dogovora koji bi trebao biti okončan u ožujku 2012. No kako je to povezano s nizom pravnih i političkih problema, neizvjesnost na tržištima u međuvremenu se nastavlja.

Konačno dugoročno rješenje u obliku fiskalne unije, koje bi uključivalo izdavanje euroobveznica i uvođenje poreza na europskoj razini te nadnacionalni nadzor nad financijskim sektorom, još nije na horizontu, iako je fiskalni dogovor prvi korak u tom smjeru.

Za dugoročnu financijsku održivost eurozone iznimno je važno osigurati gospodarski oporavak zemalja koje imaju velikih poteškoća s niskom konkurentnosti (Tablica 1.). To se, uz fiskalnu

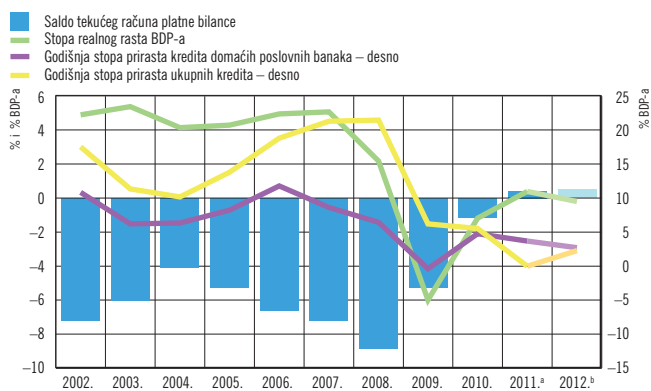
Slika 9. Priljev kapitala u europske zemlje s tržištima u nastajanju



^a Ocjena; ^b Prognoza

Izvori: International Institute of Finance, *Capital Flows to Emerging Market Economies*, rujan 2011.

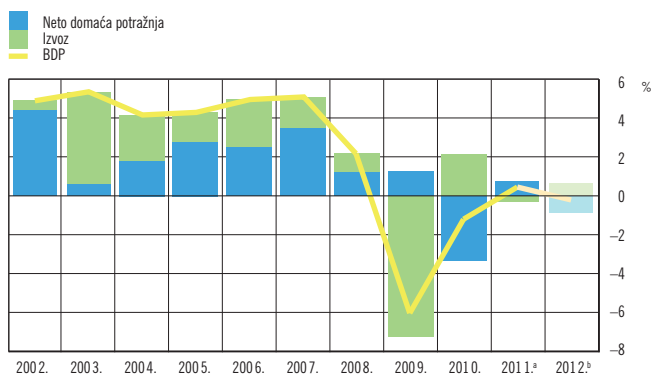
Slika 10. Priljev inozemnoga kapitala i rast BDP-a u Hrvatskoj



^a Ocjena; ^b Prognoza

Izvori: HNB; DZS

Slika 11. Obrazac rasta BDP-a (doprinosi rastu)



^a Ocjena; ^b Prognoza

Izvori: HNB; DZS

konsolidaciju i smanjenje cijene kapitala za zemlje s financijskim manjkovima na prihvatljivu razinu, može ostvariti jedino u sklopu rebalansiranja obrazaca rasta u eurozoni (tablice 2. i 3.). Osim strukturnih reformi navedeno podrazumijeva jačanje potrošnje, a time i izvozne potražnje u zemljama s viškovima, kako bi se zemlje s manjkovima mogle oporaviti pomoću rasta izvoza. Za sada se ne naziru odlučniji koraci s tim u vezi.

Banke smanjuju zaduženost, što ugrožava rast kredita i gospodarski oporavak. U pogoršanim uvjetima financiranja na tržištu i pod pritiskom regulatora da do sredine 2012. povećaju adekvatnost kapitala na razinu od 9% rizične aktive, banke nastoje prodajom aktive smanjiti potrebe za kapitalom s obzirom na to da zbog niskih tržišnih vrednovanja svojih dionica nisu sklone prikupljanju dodatnoga kapitala na tržištu. Usmjerenost banaka na smanjenje aktive nepovoljno djeluje na kreditiranje gospodarstva te, povratno, u negativnoj spirali na fiskalne performanse država, a time i na njihovu sposobnost za podršku bankama.

U takvim okolnostima velike europske banke, koje su značajan financijer na međunarodnim tržištima, smanjuju svoju izloženost u svim glavnim regijama svijeta, što postaje važan kanal širenja financijskog stresa na globalnoj razini.

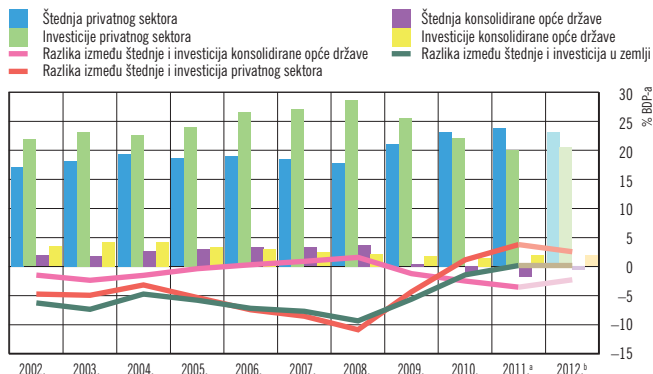
Tako su i banke koje dominiraju na tržištima jugoistočne Europe, nakon stagnacije plasmana u prvom polugodištu 2011., a djelomično i zbog smanjene potražnje jer se gospodarska aktivnost usporila u jesenjim mjesecima, smanjile plasmane u regiji i najavile daljnja ograničavanja svojih aktivnosti u 2012. te pooštavanje uvjeta financiranja.

Kolebljive cijene financijske imovine u vrijeme krize na financijskim tržištima utječu na ekonomske fundamente zemalja, čime se obrće kauzalnost koja vrijedi u normalnim uvjetima. Smanjeni priljev kapitala stvara pritisak na devizne tečajevе, što ograničava mogućnosti za monetarnu stimulaciju gospodarstva, dok povećana nesklonost riziku uzrokovana krizom u eurozoni rezultira znatnim porastom premija za rizik zemalja u regiji (slike 6. i 7.). Sve nabrojeno pridonosi pogoršanju uvjeta financiranja ekonomskih subjekata na domaćem i inozemnom tržištu te otežava oporavak gospodarstva.

Opisane pojave posebno vrijede za skupinu zemalja u regiji, u koju spada i Hrvatska, koje zbog relativno visoke zaduženosti moraju istodobno provoditi fiskalne restrikcije (tablice 1., 2. i 3.). Pritom će ranjivost Hrvatske kad je riječ o vanjskim financijskim šokovima biti u 2012. donekle umanjena zbog relativno nižega inozemnog duga koji dospijeva na naplatu te solidne razine pričuva devizne likvidnosti monetarnog sustava (slike 14., 15., 17. i 18.). Ni bankovni sustav ne bi trebao imati izraženijih poteškoća u zadovoljavanju donekle slabe potražnje za kreditima s obzirom na to da se pretežno oslanja na domaće depozite te s obzirom na dominaciju banaka majki u inozemnim izvorima sredstava koje imaju relativno dugoročniji horizont (slike 10. i 14.).

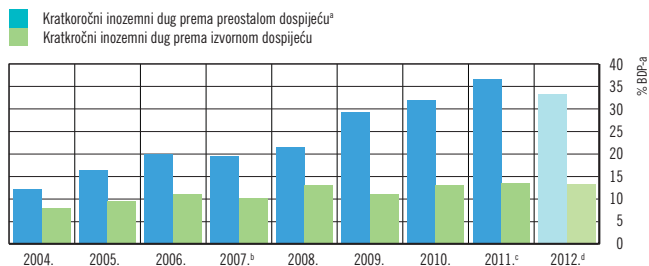
Budući da postroženi uvjeti financiranja ograničavaju rast domaće potražnje, očekivano usporavanje rasta u eurozoni, a time

Slika 12. Štednja i investicije, ukupno i po sektorima



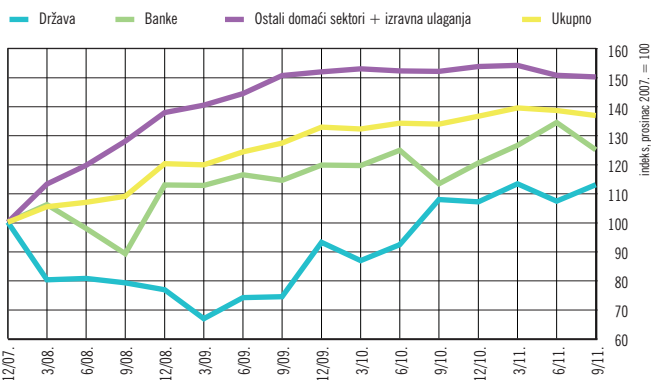
^a Ocjena; ^b Prognoza
Izvori: MF; HNB (procjena)

Slika 15. Kratkoročni inozemni dug



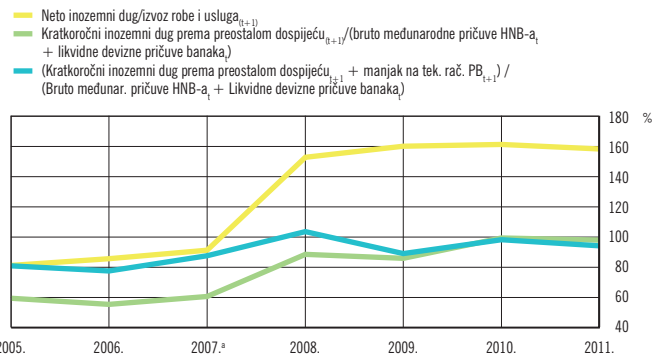
^a Kratkoročni inozemni dug prema preostalom dospijeću na kraju tekuće godine jest iznos duga koji dospijeva u promatranoj godini, a dobiven je zbrajanjem stanja kratkoročnog duga na kraju prethodne godine i dugoročnog duga koji na naplatu dospijeva tijekom promatrane godine. ^b Od kraja 2007. inozemni se dug izračunava po novoj metodologiji. ^c Ocjena; ^d Prognoza
Napomena: U kratkoročni dug prema preostalom dospijeću od 2008. godine uključena su i kružna ulaganja koja čine računovodstvenu stavku koja se u stvarnosti ne efektira. Izbacivanjem te stavke iz duga koji dospijeva u 2011. on bi se smanjio za oko dva postotna boda u BDP-u. Detaljnije o kružnim ulaganjima vidjeti u Biltenu HNB-a, br. 154, Okvir 4. Kružna izravna ulaganja i njihov utjecaj na hrvatske statističke podatke.
Izvor: HNB

Slika 13. Kretanje inozemnog duga po domaćim institucionalnim sektorima



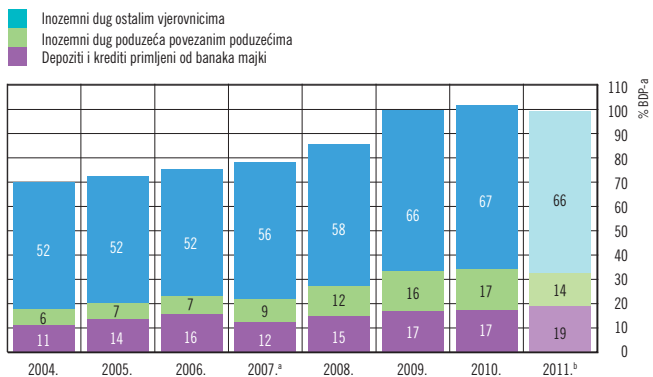
Izvor: HNB

Slika 16. Odabrani pokazatelji vanjske ranjivosti



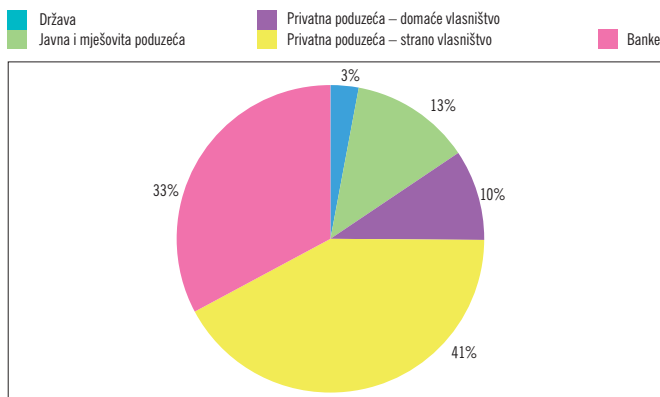
Napomena: Neto inozemni dug izračunat je kao razlika bruto inozemnog duga i, s druge strane, bruto međunarodnih pričuva i inozemne aktive banaka.
^a Od kraja 2007. inozemni se dug izračunava po novoj metodologiji.
Izvor: HNB

Slika 14. Ukupni inozemni dug vjerovnicima



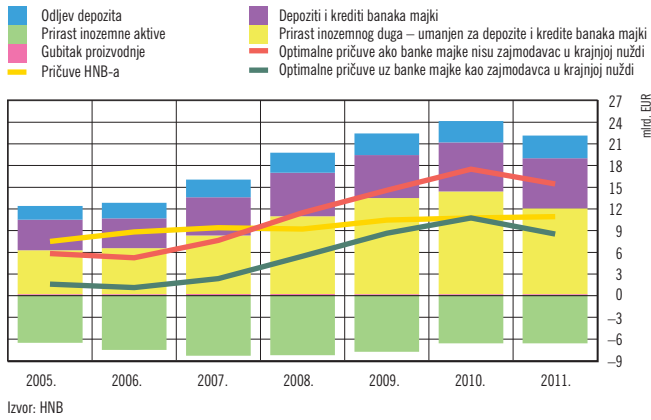
^a Od kraja 2007. inozemni se dug izračunava po novoj metodologiji. ^b Ocjena
Izvor: HNB

Slika 17. Projekcija otplata glavnice inozemnog duga u 2012. prema sektorima

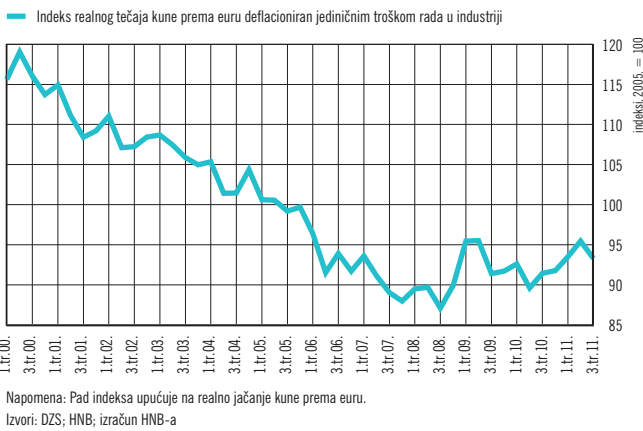


Izvor: HNB

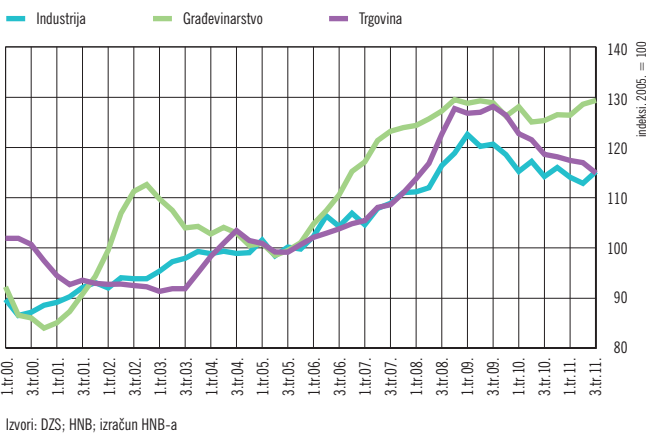
Slika 18. Optimalne međunarodne pričuve, doprinosi učinaka pojedinih sastavnica



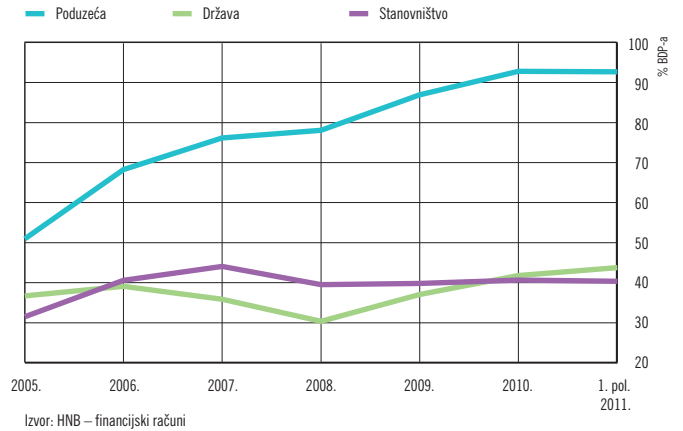
Slika 19. Realni tečaj kune prema euru



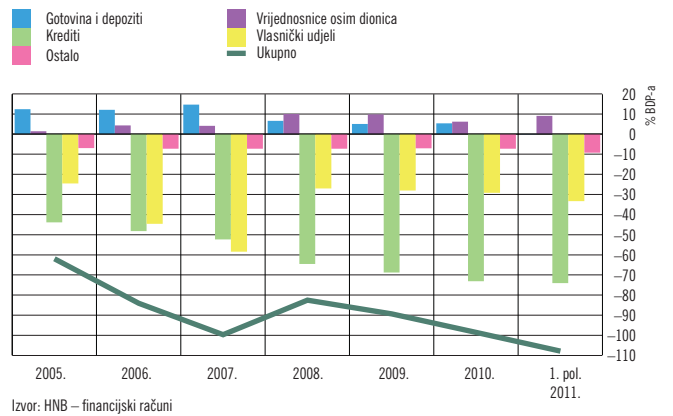
Slika 20. Jedinični trošak rada



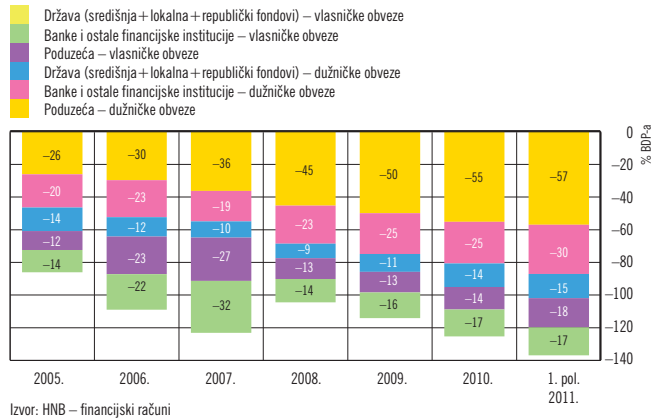
Slika 21. Ukupna zaduženost po sektorima



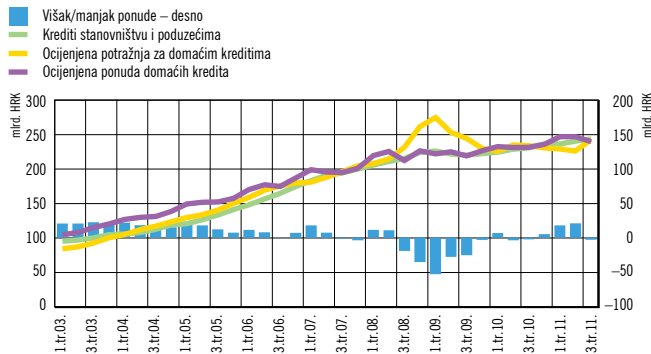
Slika 22. Neto pozicija domaćih sektora prema inozemstvu po instrumentima



Slika 23. Neto finansijska pozicija odabranih domaćih sektora prema inozemstvu po vlasničkim i dužničkim instrumentima

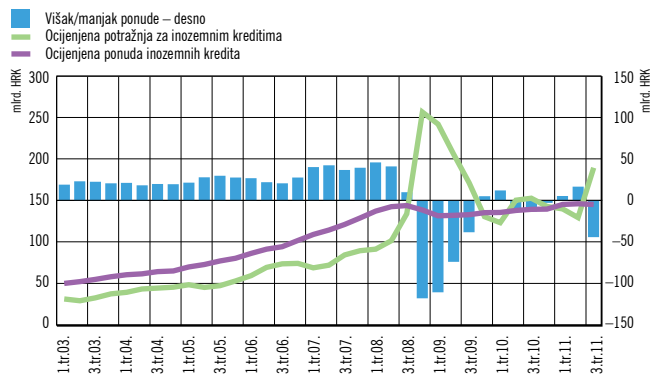


Slika 24. Ocijenjena ponuda i potražnja za kreditima na domaćem tržištu^a



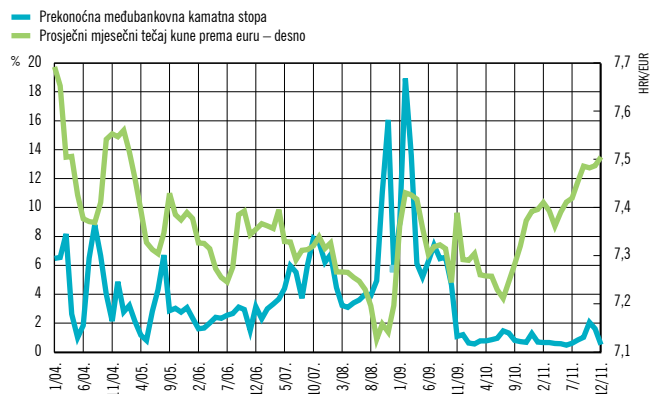
^a Prema rezultatima modela kojim su ocijenjeni učinci ponude i potražnje na hrvatskom tržištu kredita iz Okvira 2. Neravnoteža na tržištu kredita, Financijska stabilnost, broj 5, srpanj 2010.
Izvor: Izračun HNB-a

Slika 25. Ocijenjena ponuda i potražnja za inozemnim kreditima^a



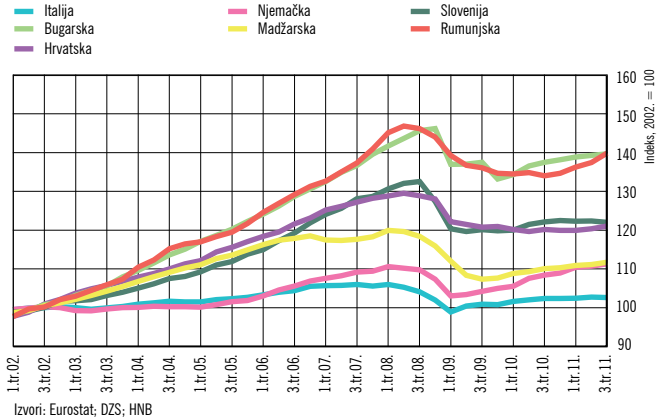
^a Vidi bilješku ispod Slike 24.
Izvor: Izračun HNB-a

Slika 26. Tečaj kune prema euru i prekonocna kamatna stopa



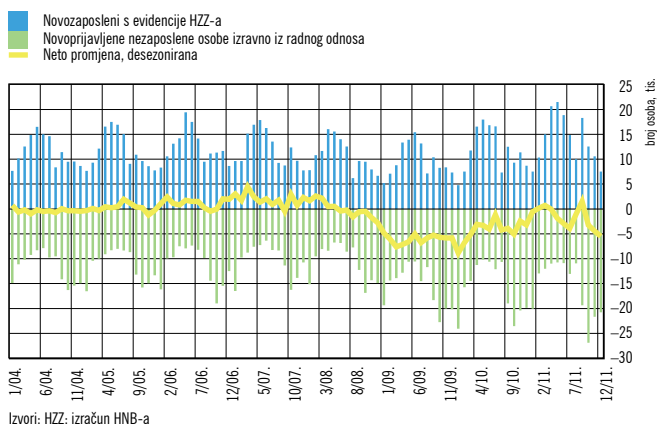
Izvor: HNB

Slika 27. Bruto domaći proizvod, desezonirani podaci u stalnim cijenama



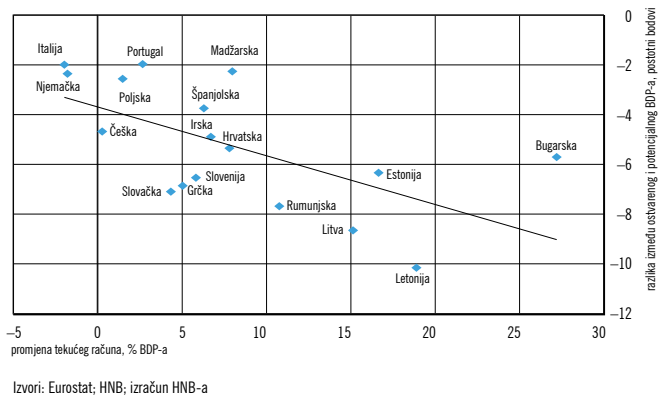
Izvori: Eurostat; DZS; HNB

Slika 28. Promjene u zaposlenosti registrirane na Zavodu za zapošljavanje (HZZ)



Izvori: HZZ; izračun HNB-a

Slika 29. Promjena BDP-a i tekućeg računa platne bilance u razdoblju od kraja 2008. do kraja drugog polugodišta 2011. (godišnji podaci)



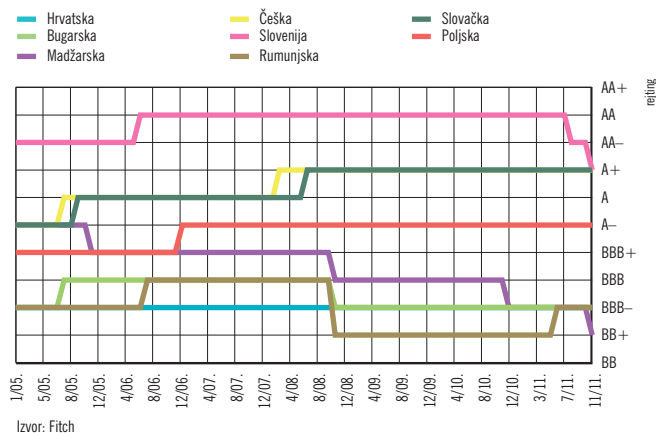
Izvori: Eurostat; HNB; izračun HNB-a

Tablica 4. Međusektorski financijski računi za Hrvatsku

Obveze		Potraživanja											Ukupne obveze		
		Domaći sektori										Inozemstvo			
		Poduzeća		Financijski sektor		Opća država		Stanovništvo		Ukupno					
		2010.	1. pol. 2011.	2010.	1. pol. 2011.	2010.	1. pol. 2011.	2010.	1. pol. 2011.	2010.	1. pol. 2011.	2010.			1. pol. 2011.
Poduzeća	Monetarno zlato i SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Valuta i depoziti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	2	2	0	0	0	0	2	2	1	2	3	3
	Kredit	0	0	43	43	0	0	0	0	43	43	47	46	90	89
	Dionice i vlasnički kapital	39	39	4	4	28	28	22	22	94	94	27	28	111	122
	Tehničke rezerve osiguranja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Ostala potraživanja/obveze	32	32	1	1	6	6	2	2	42	41	12	12	48	53
	Ukupno	68	72	49	50	32	34	20	25	169	180	83	88	252	268
Financijski sektor	Monetarno zlato i SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Valuta i depoziti	15	13	19	20	3	3	53	54	89	90	14	16	104	106
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	2	3	2
	Kredit	0	0	7	6	0	0	0	0	7	6	23	23	30	29
	Dionice i vlasnički kapital	1	2	2	3	9	9	4	4	17	18	17	20	36	37
	Tehničke rezerve osiguranja	1	1	1	1	0	0	16	18	18	19	0	0	18	20
	Ostala potraživanja/obveze	1	1	0	0	0	0	1	1	3	3	1	1	4	4
	Ukupno	18	17	29	31	13	13	75	77	135	137	59	62	194	198
Opća država	Monetarno zlato i SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Valuta i depoziti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	20	20	0	0	0	0	20	20	11	10	30	30
	Kredit	0	0	8	9	0	0	0	0	8	9	4	5	11	14
	Dionice i vlasnički kapital	0	0	0	0	26	26	0	0	26	26	0	0	30	26
	Tehničke rezerve osiguranja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Ostala potraživanja/obveze	3	3	0	0	0	0	0	0	3	3	0	0	4	3
	Ukupno	4	3	27	29	30	26	0	0	61	59	14	15	75	73
Stanovništvo	Monetarno zlato i SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Valuta i depoziti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Kredit	0	0	40	40	0	0	0	0	40	40	0	1	41	40
	Dionice i vlasnički kapital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Tehničke rezerve osiguranja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Ostala potraživanja/obveze	0	0	1	1	0	0	0	0	1	1	0	0	1	1
	Ukupno	0	0	41	41	0	0	0	0	41	41	0	1	42	41
Inozemstvo	Monetarno zlato i SDR	0	0	1	1	0	0	0	0	1	1	0	0	1	1
	Valuta i depoziti	0	0	16	13	0	0	3	3	19	16	0	0	19	16
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	20	22	0	0	0	0	20	22	0	0	20	22
	Kredit	0	0	1	1	0	0	0	0	1	1	0	0	1	1
	Dionice i vlasnički kapital	11	11	3	4	0	0	0	0	15	15	0	0	14	15
	Tehničke rezerve osiguranja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Ostala potraživanja/obveze	3	3	0	0	0	0	0	0	3	3	0	0	4	3
	Ukupno	14	14	42	41	0	0	3	3	59	58	0	0	59	58
Ukupno	Monetarno zlato i SDR	0	0	1	1	0	0	0	0	1	1	0	0	1	1
	Valuta i depoziti	15	13	35	33	3	3	56	56	108	106	14	16	123	122
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	42	45	0	0	0	0	42	45	14	14	57	58
	Kredit	0	0	98	99	0	0	0	0	98	99	74	74	172	174
	Dionice i vlasnički kapital	51	52	9	11	65	63	21	27	147	152	43	48	190	200
	Tehničke rezerve osiguranja	1	1	1	1	0	0	16	18	18	20	0	0	18	20
	Ostala potraživanja/obveze	37	39	3	3	6	6	4	3	49	52	11	12	60	64
	Ukupna potraživanja	104	105	188	192	74	72	98	104	464	474	157	165	622	639

Izvor: HNB

Slika 30. Promjene dugoročnoga kreditnog rejtinga država



i izvozne potražnje, postaje snažna zapreka oporavku hrvatskoga gospodarstva (slike 10. i 11.). Stoga se za 2012. predviđa nastavak stagnacije uz pad zaposlenosti i raspoloživog dohotka kućanstava, a postupni se gospodarski oporavak pomiče na 2013., usporedno sa stabilizacijom financijskih tržišta i gospodarskim oporavkom u EU i regiji. Iako se u takvim okolnostima očekuje nastavak rasta rizika gubitaka u bankarskom sektoru, njegova stabilnost neće biti ugrožena zbog visoke adekvatnosti kapitala, koja se procjenjuje na oko 20%.

Snažna vanjska prilagodba hrvatskoga gospodarstva uzrokovana padom priljeva inozemnoga kapitala u razdoblju nakon izbijanja svjetske financijske krize rezultirala je u 2011. preokretom trenda rasta inozemnog duga (slike 10., 13. i 14.). Pritom je vanjska prilagodba uglavnom ostvarena na osnovi značajnog smanjenja domaće potrošnje i investicija, što je primjetno smanjilo uvoz, dok se izvoz postupno oporavlja (Slika 11.). Budući da se znatno povećala neto štednja privatnog sektora, povećanje manjka sektora opće države, uglavnom zbog pada

poreznih prihoda, djelovalo je protuciklički ublažavajući pad agregatne gospodarske aktivnosti (Slika 12.). To je, međutim, istodobno prouzročilo izrazito dinamičan rast javnog duga, koji je u 2011. dosegao razinu veću od 45% BDP-a (Tablica 3.).

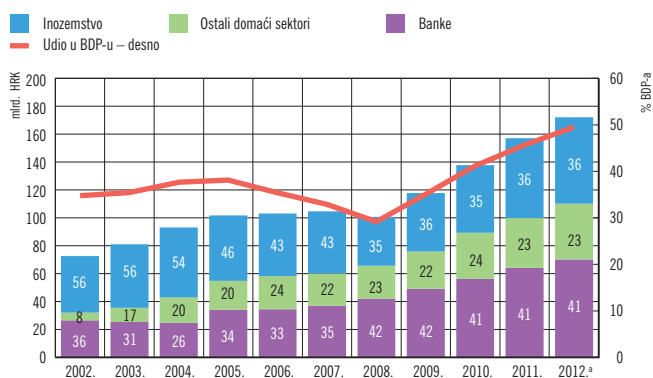
Ekonomska politika mora vjerodostojnim reformama poboljšati percepciju rizika zemlje. Kako je zbog povećane nesklonosti riziku nakon pogoršanja krize u eurozoni cijena zaduživanja na međunarodnom tržištu kapitala dosegla dugoročno neodržive razine, pred nosioce ekonomske politike postavlja se zahtjev da odlučnim mjerama poboljšaju percepciju rizika zemlje kako bi se osigurala dostupnost inozemnoga kapitala po cijeni koja može potaknuti oporavak gospodarstva (slike 6., 7. i 8.).

U tom smislu nužno je u srednjem roku provesti vjerodostojnu fiskalnu prilagodbu koja osigurava održivost javnih financija, što zahtijeva dodatno jačanje institucionalnog okvira za provedbu fiskalnih pravila utvrđenih Zakonom o fiskalnoj odgovornosti, ponajprije tako što će se osnažiti uloga neovisnoga fiskalnog odbora. Pritom se intenzitet i vremenski raspored prilagodbe treba uskladiti s kretanjima na financijskim tržištima, a istodobno valja voditi računa i o fazi ekonomskog ciklusa da bi se izbjeglo pretjerano procikličko djelovanje te očuvala socijalna i politička stabilnost.

Vjerodostojnim je strukturnim reformama prijeko potrebno potaknuti rast zasnovan na dinamiziranju izvoza i investicija, posebno onih izvozno orijentiranih. Radi toga nužno je podržati nastavak jačanja konkurentnosti u sektorima međunarodno razmjenjivih dobara, vidljiv u posljednjih nekoliko godina, prije svega povećavajući produktivnost i time smanjujući jedinične troškove rada (Slika 20.), te bitno unaprijediti poslovnu klimu kako bi se popravila poslovna očekivanja i potaknula ulaganja. U tom kontekstu važno je postići znatne pomake u jačanju pravne zaštite vlasništva i sigurnosti naplate potraživanja, smanjenju administrativnih zapreka poslovanju i ulagačima, kao i ubrzati daljnju privatizaciju državne imovine i liberalizaciju tržišta rada te osnažiti poticanje istraživačko-razvojnih aktivnosti poduzeća.

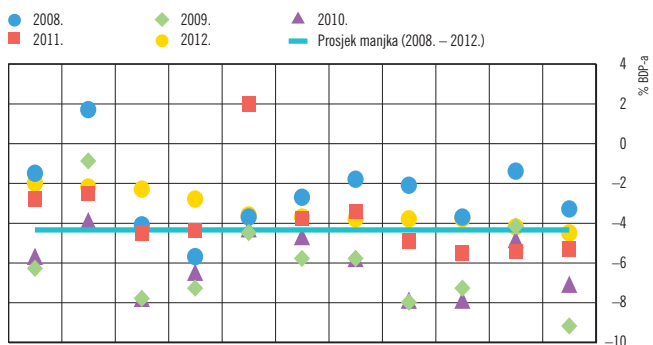
Sektor države

Slika 31. Dug opće države



^a Projekcija HNB-a
Izvori: MF, HNB

Slika 32. Usporedno kretanje manjka opće države



Izvor: MMF, Regional Economic Outlook 2011

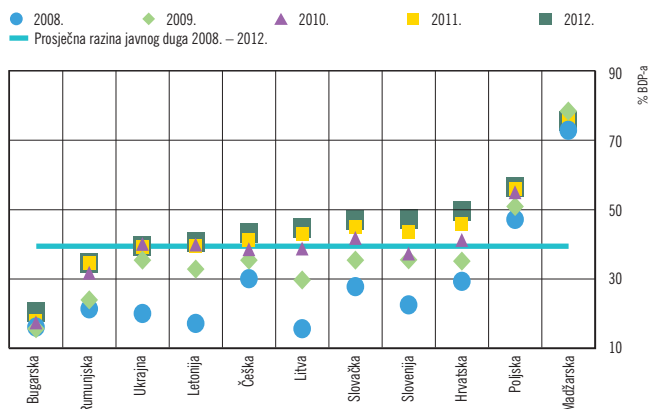
Trend pogoršavanja fiskalnih indikatora, uglavnom uvjetovan globalnom financijskom krizom, zahtijeva provedbu vjerodostojnog programa fiskalne konsolidacije kako bi se osigurala održivost javnog duga i izbjeglo pogoršanje kreditnog rejtinga.

Javni je dug u posljednje tri godine porastao za 56% i opteretio državni proračun u istom razdoblju sa 70% većim iznosom za kamate. Dinamika rasta javnog duga u 2011. kretala se prema očekivanjima, osim u dijelu koji se odnosi na preuzimanje jamstava brodogradnje u javni dug u iznosu od oko 11 mlrd. kuna, odnosno oko 3% BDP-a, koji je prenesen u 2012. Stoga će, uz manjak opće države od oko 5,4% BDP-a, javni dug (bez HAC-a) krajem 2011. dosegnuti razinu od oko 45% BDP-a (Slika 31.), što je za 14% više nego krajem 2010. i za 56% više u odnosu na pretkriznu godinu 2008. Visoka cijena krize koja se plaća kroz proračun iskazuje se i u troškovima za kamate, a oni su se od 2008. povećali za 70% i još uvijek imaju tendenciju rasta.

Hrvatska ima relativno visoku razinu proračunskog manjka i javnog duga. U usporedbi s ostalim europskim zemljama s tržištima u nastajanju Hrvatska je u 2011. bila među zemljama s najvišim manjkom (Slika 32.). Tijekom 2011. izloženost financijskog sektora (banaka) prema općoj državi porasla je za 22%. Hrvatska u usporedbi s istim krugom zemalja ima i gotovo najviši javni dug (Slika 33.), što također upućuje na potrebu vrlo pomnog planiranja proračuna za 2012., posebno u uvjetima u kojima Hrvatsku najvjerojatnije očekuje nastavak stagnacije gospodarske aktivnosti.

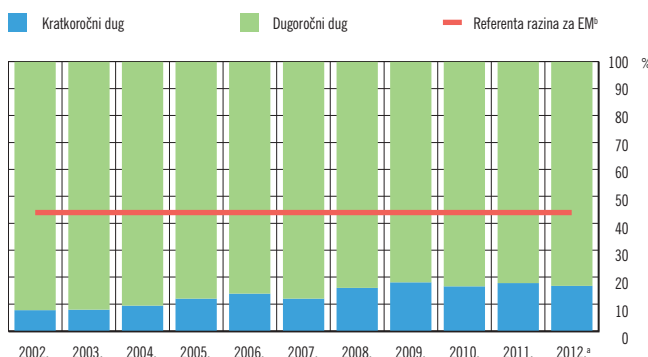
Ubrzani rast javnog duga glavni je izvor rizika. Zaustavljanje snažnog rasta javnog duga karakterističnog za recesijsko razdoblje koje traje od 2009., najvažniji je izazov za fiskalnu politiku u 2012. Hrvatska se još nalazi u zoni javnog duga ispod

Slika 33. Usporedno kretanje javnog duga



Izvor: MMF, *Regional Economic Outlook 2011*

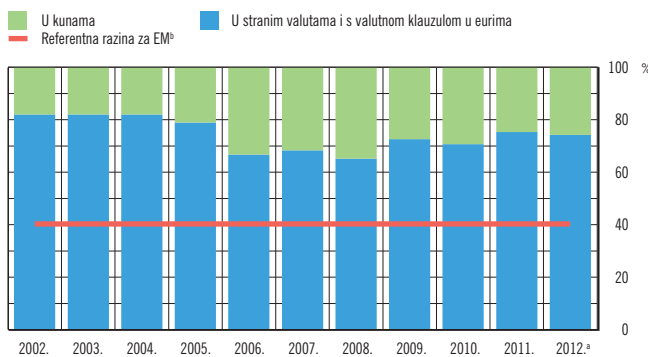
Slika 34. Struktura javnog duga prema preostalom dospijeću



^a Projekcija HNB-a

^b Jedan od pokazatelja koji se upotrebljavaju za ocjenu rizika fiskalne održivosti za zemlje s tržištima u nastajanju (EM)
Izvori: MF; HNB

Slika 35. Valutna struktura javnog duga



^a Projekcija HNB-a

^b Jedan od pokazatelja koji se upotrebljavaju za ocjenu rizika fiskalne održivosti za zemlje s tržištima u nastajanju (EM)
Izvori: MF; HNB

Tablica 5. Referentne razine indikatora za rizik fiskalne održivosti u 2011.^a

Indikator	Sigurno područje	Referentna razina	Razina u Hrvatskoj
$r - g^b$	<	1,1%	1,6%
Javni dug opće države (% BDP-a)	<	42,8%	45,7%
Ciklički prilagođen primarni saldo (% potenc. BDP-a)	>	-0,5%	-2,9%
Bruto potrebe za financiranjem (% BDP-a)	<	20,6%	10,5%
Udio kratkoročnog duga u ukupnom dugu	<	44,0%	17,8%
Dug nominiran u inozemnoj valuti	<	40,3%	75,3%
Vagano prosječno dospijeće javnog duga (godine)	>	2,3	5,7
Kratkoročni inozemni javni dug (postotak deviznih pričuva)	<	61,8%	9,6%

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

^b Implicitna kamatna stopa na dug opće države umanjena za BDP deflator (prosjeak pet godina), umanjeno za stopu rasta realnog BDP-a (prosjeak pet godina)

Izvori: MMF WP/11/100; HNB

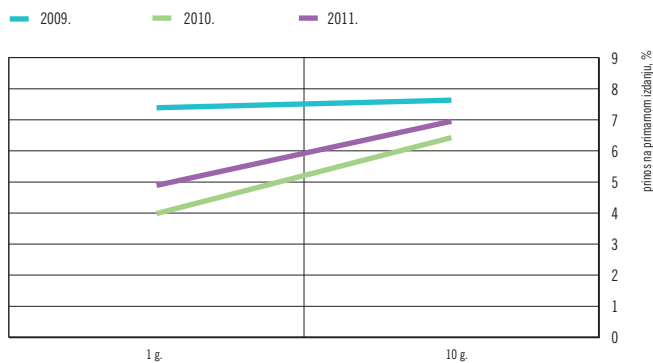
60% BDP-a, ali brzi rast javnog duga nužno je zaustaviti i svesti na jednoznačenaste godišnje stope rasta. Najbolji su pokazatelji visokog rizika javnog duga rastuća razlika i rastući prinosi na hrvatske obveznice, koji su se znatno povećali nakon pogoršavanja problema s velikim zemljama eurozone (prije svega Italije).

Tako je razlika u prinosima u odnosu na njemačku državnu obveznicu koja dospijeva 2015. godine početkom travnja 2011. iznosila 245 b. b., a početkom prosinca 2011. godine 629 b. b. Cijena po kojoj bi se Hrvatska krajem 2011. mogla zadužiti znatno je veća od cijene koja je postignuta pri posljednjem izdavanju obveznice u srpnju 2011. Naime, krajem 2011. prinosi su dosegli 7,8% na izdanje koje dospijeva 2018., što podrazumijeva da bi prinos na desetogodišnju obveznicu bio veći od 8%. Prinosi na primarno izdanje trezorskih zapisa s dospjećem od godinu dana porasli su s 2,68% krajem svibnja na 4,98% krajem prosinca.

Povećani rizik države preljeva se na bankarski i korporativni sektor, tako da je prinos jedine hrvatske korporativne euroobveznice s dospjećem kraćim od pet godina dosegao 11,9%. Stoga je za snižavanje troškova financiranja, a time i financijsku stabilnost, ključno provođenje vjerodostojne fiskalne prilagodbe, što je zajedno s nužnim strukturnim reformama usmjerenim na ubrzanje gospodarskog rasta bilo ključna pretpostavka za zadržavanje sadašnjega kreditnog rejtinga.

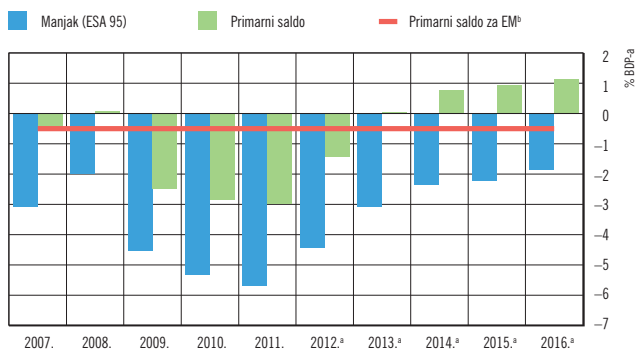
Otvoreno je pitanje koji bi scenarij fiskalne konsolidacije u 2012. bio dovoljan za zadržavanje kreditnog rejtinga. Smanjenje rashoda za 1% BDP-a minimum je prema odredbama Zakona o fiskalnoj odgovornosti. Međutim, kako bi se pove-

Slika 36. Prinos na primarnom izdanju eurskih vrijednosnica



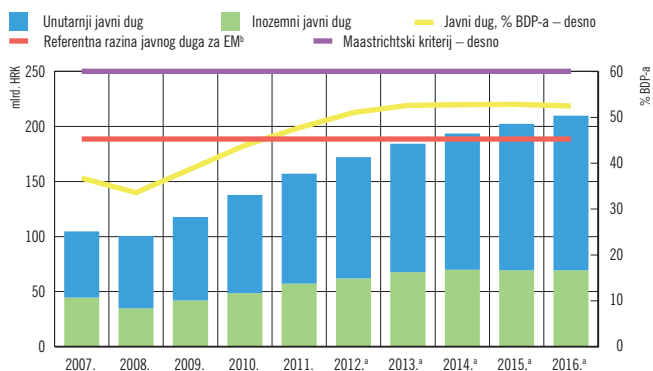
Izvor: MF

Slika 37. Projekcija manjka opće države



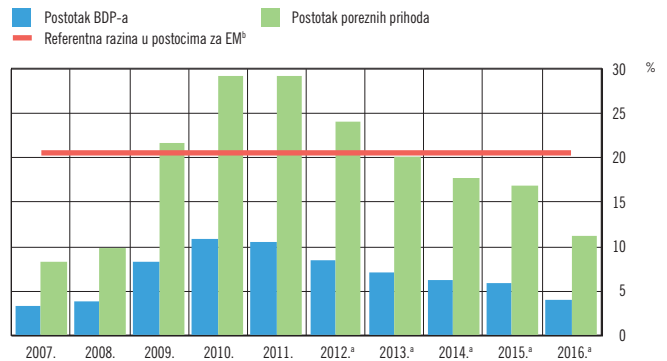
^a Projekcija HNB-a
^b Jedan od pokazatelja koji se upotrebljavaju za ocjenu rizika fiskalne održivosti za zemlje s tržištima u nastajanju (EM)
 Izvori: MF; HNB

Slika 38. Projekcija duga opće države



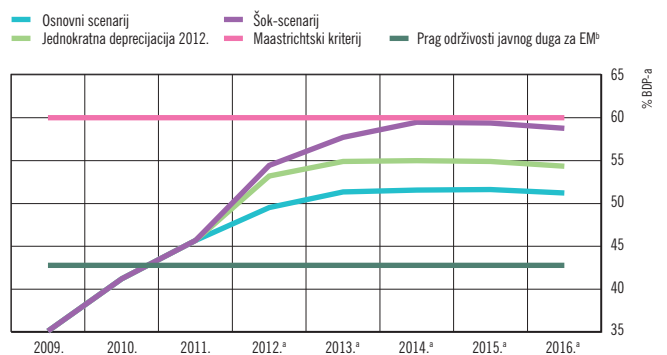
^a Projekcija HNB-a
^b Jedan od pokazatelja koji se upotrebljavaju za ocjenu rizika fiskalne održivosti za zemlje s tržištima u nastajanju (EM)
 Izvori: MF; HNB

Slika 39. Bruto potrebe za financiranjem



^a Projekcija HNB-a
^b Jedan od pokazatelja koji se upotrebljavaju za ocjenu rizika fiskalne održivosti za zemlje s tržištima u nastajanju (EM)
 Izvori: MF; HNB

Slika 40. Različiti scenariji projekcije javnog duga



^a Projekcija HNB-a
^b Jedan od pokazatelja koji se upotrebljavaju za ocjenu rizika fiskalne održivosti za zemlje s tržištima u nastajanju (EM)
 Izvor: HNB

čala vjerojatnost očuvanja sadašnjega kreditnog rejtinga, u alternativnom scenariju rashode opće države trebalo bi smanjiti za 1,5% BDP-a u odnosu na razinu rashoda iz 2011. Time bi se već u 2013. eliminirao primarni manjak, te bi u 2014. manjak konsolidirane opće države, zajedno s HAC-om, pao ispod 3% BDP-a. Pritom je najvažnije da nova vlada ponudi vjerodostojnu strategiju fiskalne prilagodbe u srednjem roku, koja će promjene na rashodnoj strani proračuna osigurati smanjenjem manjka i stabilizirati javni dug na održivim razinama.

Potrebe za refinanciranjem manje su nego prethodnih godina, ali ostaje rizik zaduživanja u inozemstvu. U 2012. inozemne otplate iznose 2,2 mlrd. kuna, a domaće otplate 14,6 mlrd., što je za 30% manje od ukupno 22 mlrd. kuna otplata u 2011. (Slika 39.). Ključan rizik u ovoj godini postaje zaduživanje u inozemstvu i zaduživanje na dugi rok. Već se sada bilježi trend skraćivanja ročnosti na tržištu trezorskih zapisa, na kojem su banke započele upisivati trezorske zapise s valutnom klauzulom na tri mjeseca umjesto na godinu dana. Naime, u posljednjem

tromjesečju 2011. više od 50% novoupisanih trezorskih zapisa s valutnom klauzulom bilo je na rok od tri mjeseca. Važno je dati jasan signal inozemnim tržištima da se namjerava voditi kredibilna fiskalna politika kako bi se mogao zadržati značajan udio inozemnog financiranja u 2012.

Hrvatska ima povoljnu ročnu strukturu javnog duga, ali se skraćuje prosječna preostala ročnost. Prosječna ročnost javnog duga u Hrvatskoj je 5,7 godina (Tablica 5.), stoga je povišene kamatne stope javnog duga moguće u kratkom roku podnijeti. Naime, novi dug kojim se otplaćuje dospjeli dug zasigurno neće u kratkom roku znatno povećati kamatni trošak na javni dug. No ako se ne poduzmu mjere za obuzdavanje rasta javnog duga, odnosno osnovice na koju se kamate obračunavaju, i ne dođe do smanjenja kamatnih stopa, kamatni trošak bi se mogao ponovno znatno povećati. U odnosu na prethodni broj Financijske stabilnosti ukupno prosječno preostalo dospijeće javnog duga smanjeno je s 5,9 na 5,7 godina. Referentna razina udjela kratkoročnog duga u ukupnom javnom dugu kreće se oko 44%

za zemlje s tržištima u nastajanju, tako da je Hrvatska s udjelom od 16% još uvijek značajno ispod te razine (Slika 34.), no da bi ročna struktura ostala povoljna, potrebno je u 2012. započeti snažnu fiskalnu konsolidaciju.

Test otpornosti na šokove pokazuje da javni dug ostaje ispod razine od 60% BDP-a, ali bez fiskalne konsolidacije ta bi se razina vrlo brzo premašila. U odnosu na osnovni scenarij koji uz snažniju fiskalnu prilagodbu od one predviđene Zakonom o fiskalnoj odgovornosti pretpostavlja postupni oporavak gospodarskog rasta i stabilan tečaj, šok-scenarij, koji bi mogao nastupiti u slučaju produbljivanja krize u eurozoni, pretpostavlja kombinirani utjecaj pada BDP-a za 2% i utjecaj jednokratne deprecijacije od 10%. U tom se scenariju javni dug približava razini mastrichtskog kriterija od 60% u 2014., ali ako uključimo i dug Hrvatskih autocesta, javni dug doseže razinu od 66,4% BDP-a. Zasada HAC zadovoljava kriterije prema kojima se ne uključuje u javni dug, ali postoji mogućnost da se HAC ponovno uključi u javni dug jer je Eurostat posljednjih godina postrožio kriterije.

Okvir 1. Financijski uvjeti i realna ekonomska aktivnost

Pooštavanje uvjeta financiranja i usporavanje gospodarske aktivnosti u većini zemalja eurozone pod utjecajem eskalacije dužničke krize nedvojbeno će se negativno odraziti na hrvatsko gospodarstvo. Brojna su istraživanja potvrdila čvrstu međuovisnost između uvjeta financiranja i realne gospodarske aktivnosti, koji u malim otvorenim gospodarstvima poput hrvatskoga uvelike ovise i o stanju svjetskoga gospodarstva i financijskog sustava.¹ Ta su istraživanja uglavnom bila usmjerena na povezanost tih kretanja u normalnim okolnostima. Nasuprot tome, osnovni je cilj ovog istraživanja podrobnije ispitati međuodnos između domaćih i vanjskih financijskih uvjeta i gospodarske aktivnosti u okolnostima koje prijete izrazitim postroživanjem financijskih uvjeta, te dobivene kvantifikacije iskoristiti za projekcije sistemskog rizika. U tu svrhu konstruiran je indeks financijskih uvjeta (IFU), koji je onda iskorišten u ocjenjivanju standardnog VAR modela kakav se obično upotrebljava za kvantifikaciju međuodnosa između uvjeta financiranja i ekonomske aktivnosti. Budući da projekcije zasnovane na takvom VAR modelu prikazuju putanju gospodarstva u najvjerojatnijem scenariju, u drugom su koraku kvantilnim regresijama izrađene projekcije koje vrijede u slučaju nastupanja malo vjerojatnih ishoda (*at risk* model), čime se utvrđuje i projicira kretanje sistemskog rizika.

Financijski uvjeti određeni su međudjelovanjem različitih ekonomskih i financijskih varijabli koje se često sažimaju indeksom financijskih uvjeta (IFU). Pri izračunu IFU-a obično se odabiru pokazatelji koji najbolje pokazuju dostupnost financiranja poput stanja na financijskim tržištima, cijene kapitala, zahtijevanoga kolaterala i ostalih uvjeta kreditiranja, ovisno o specifičnostima pojedinih zemalja i dostupnosti podataka. Da bi se iz velikog broja varijabli dobio jedinstveni pokazatelj općih uvjeta financiranja, u literaturi se obično primjenjuje metoda analize glavnih komponenta (engl. *principal component analysis*), koja transformira podatke tako da se u malom broju konstruiranih serija sačuva što više informacija iz početnog skupa varijabli. U tom se pristupu pretpostavlja postojanje standardiziranog pokazatelja financijskih uvjeta, odnosno zajedničke komponente određene kovarijacijom između svakog pokazatelja i ostalih podataka.

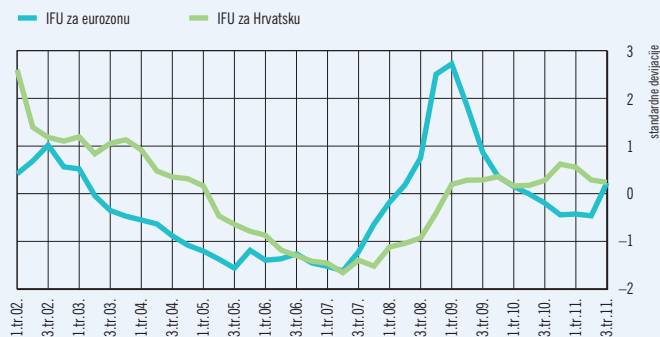
Pri odabiru varijabli za konstrukciju IFU-a za Hrvatsku uzeta je u obzir posebnost transmisijskog mehanizma domaće monetarne politike u kojem dominira tečajni kanal. Također, zbog plitkosti i razmjerno niskog stupnja razvijenosti domaćih financijskih tržišta dio pokazatelja koji se obično upotrebljavaju za izračun IFU-a razvijenih zemalja, nije bio dostupan. Umjesto njih upotrijebljene su neke druge varijable koje su posebno relevantne za malo otvoreno gospodarstvo, poput priljeva kapitala, kretanja svjetskih kamatnih stopa ili premije za rizik državnih euroobveznica.

IFU za Hrvatsku izračunat je opisanom metodom iz tromjesečnih podataka za razdoblje od početka 2000. do kraja trećeg tromjesečja 2011. (Tablica 1.). Najveću značajnost u sastavu hrvatskog IFU-a imaju domaće varijable čiji rast pogoršava uvjete financiranja poput kamatnih stopa na različite kategorije kredita te udjeli loših u ukupnim plasma-

nima banaka. Isto tako financijske uvjete pogoršava i slabljenje tečaja kune u odnosu na euro i košaricu valuta konstruiranu prema udjelima pojedinih valuta u aktivni poslovnih banaka te povećanje kamatnih stopa na inozemno i kratkoročno kunsko zaduživanje države. Nasuprot tome, rast inozemnih izravnih ulaganja poboljšava uvjete financiranja.

Dinamika IFU-a za Hrvatsku i eurozonu² bila je razmjerno dobro usklađena tijekom razdoblja obilne globalne likvidnosti i niskih kamatnih stopa koje je prethodilo svjetskoj financijskoj krizi, pri čemu se zbog različitog načina izračuna apsolutne razine indeksa ne mogu uspoređivati. Izbijanje krize rezultiralo je znatnim pogoršanjem financijskih uvjeta u eurozoni koje je početkom 2009. doseglo vrhunac, nakon čega su se počeli postupno ublažavati. To je pak razdoblje potrajalo do konca 2010., a sredinom 2011. oni su se iznova pooštrili. Početak pogoršanja financijskih uvjeta u Hrvatskoj vremenski se podudara s onim u eurozoni, ali se oni u posljednje dvije i pol godine nisu znatnije ublažili, već su se indeksi zadržali na povišenoj razini (Slika 1.).

Slika 1. Indeks financijskih uvjeta za Hrvatsku i eurozonu



Napomena: Budući da se razdoblje i varijable koje ulaze u izračun IFU-a za Hrvatsku i eurozonu razlikuju, apsolutne vrijednosti tih dvaju indeksa nisu usporedive.
Izvori: MMF, *World Economic Outlook*, listopad 2011.; HNB

VAR model kojim se pokušava utvrditi međuodnos između financijskih uvjeta i realne aktivnosti u Hrvatskoj i eurozoni sadrži četiri varijable: tromjesečne stope rasta realnog BDP-a u Hrvatskoj i u eurozoni te IFU za Hrvatsku i eurozonu. Navedene su varijable svrstane u dva zasebna bloka: domaći i strani. Takva podjela primijenjena je kako bi se uzela u obzir činjenica da je Hrvatska malo otvoreno gospodarstvo u kojem domaće varijable ne utječu na strane, ali strane utječu na domaće. Strukturni šokovi u modelu koji sadrži pet lagova identificirani su pomoću Choleskyjeve dekompozicije uz pretpostavku da IFU trenutačno utječe na stope rasta BDP-a. Dobiveni rezultati pokazuju snažno priljevanje financijskih šokova iz eurozone na Hrvatsku. Tako pooštavanje financijskih uvjeta u eurozoni rezultira pogoršanjem uvjeta financiranja i usporavanjem realne aktivnosti u Hrvatskoj (Tablica 2.). Nasuprot tome, realna aktivnost eurozone utječe samo na domaću realnu aktivnost, dok veza s domaćim financijskim uvjetima nije utvrđena. Pritom povećanje stope rasta BDP-a u eurozoni za jedan postotni bod rezultira povećanja

1 Vidi primjerice I. Krznar i D. Kunovac, Utjecaj vanjskih šokova na domaću inflaciju i BDP, Istraživanja HNB-a, I-28, studeni 2010.

2 IFU za eurozonu preuzet je iz MMF-ove publikacije *World Economic Outlook* za listopad 2011.

njem stope rasta hrvatskog BDP-a u trenutku šoka za 0,8 p. b. odnosno za 2 p. b. nakon godinu dana. Šokovi domaćeg IFU-a i BDP-a utječu samo na sebe, što znači da između domaćih financijskih uvjeta i realne gospodarske aktivnosti nema signifikantne međuovisnosti prema bi za zauzimanje čvrstog stava o tom pitanju valjalo provesti dodatna istraživanja.

Tablica 1. Sastavne varijable IFU-a za Hrvatsku i njihov utjecaj na kretanje ukupnog indeksa

Varijable	Doprinosi
BDP	0,04
EMBI Hrvatska	0,11
EMBI + EURIBOR	0,13
EURIBOR 1 godina	0,05
EUR/HRK	0,25
EUR/CHF	-0,06
Ponderirani tečaj prema strukturi aktive poslovnih banaka	0,28
VIX	0,07
LIBOR OIS	-0,11
Ukupan inozemni dug	0,08
Inozemna izravna ulaganja	-0,14
Hedonistički indeks cijena nekretnina	-0,04
Višak/manjak ponude kredita na domaćem tržištu	0,00
Udio loših u ukupnim plasmanima (poduzeća)	0,31
Udio loših u ukupnim plasmanima (stanovništvo)	0,24
Kreditni stanovništvu i poduzećima	-0,01
Kreditni državi	0,05
Kreditni državnim poduzećima	0,07
Kamatna stopa na ukupne kunske kredite bez valutne klauzule	0,18
Kamatna stopa na ukupne kunske kredite s valutnom klauzulom	0,32
Kamatna stopa na dugoročne kunske kredite poduzećima s valutnom klauzulom	0,28
Kamatna stopa na kratkoročne kunske kredite poduzećima bez valutne klauzule	0,05
Kamatna stopa na dugoročne kunske kredite stanovništvu s valutnom klauzulom	0,32
Kamatna stopa na kunske kredite stanovništvu bez valutne klauzule	0,31
Razlika kamatnih stopa na kunske kredite s valutnom klauzulom i devizne depozite	0,33
Razlika kamatnih stopa na ukupne kredite i ukupne depozite	0,21
Razlika kamatnih stopa na kunske kredite bez valutne klauzule i kunske depozite	0,07
Prekonočna kamatna stopa (Tržište novca Zagreb)	0,05
Kamatna stopa na trezorske zapise MF-a s rokom dospijanja od tri mjeseca	0,22
CROBEX	-0,01

Napomena: Veći apsolutni iznos doprinosa odražava veću značajnost u konstrukciji indeksa, a predznak označuje smjer veze s indeksom. Pozitivne vrijednosti indeksa podrazumijevaju oštrije financijske uvjete od prosjeka i obratno.
Izvor: Izračun HNB-a

Tablica 2. Akumulirana reakcija IFU-a i stopa rasta BDP-a na jedinične šokove stranog te domaćeg IFU-a i stopa rasta BDP-a, u postotnim bodovima

	Horizont (tromjesečja)	IFU eurozone	BDP eurozone	IFU Hrvatske	BDP Hrvatske
IFU Hrvatske	0	0,17 ^(*)	0,00	1,00 ^(*)	0,00
	1	0,34 ^(*)	-0,03	1,40 ^(*)	0,03
	4	1,45 ^(*)	0,00	2,00 ^(*)	-0,22
BDP Hrvatske	0	-0,28 ^(*)	0,82 ^(*)	-0,40	1,00 ^(*)
	1	-1,96 ^(*)	1,49 ^(*)	-1,10	0,92 ^(*)
	4	-3,64 ^(*)	2,02 ^(*)	-0,60	1,83 ^(*)

Napomena: ^(*) označava 95%-tnu razinu signifikantnosti.
Izvor: Izračun HNB-a

Tablica 3. Dekompozicija varijance IFU-a i stopa rasta BDP-a

	Horizont (tromjesečja)	IFU eurozone	BDP eurozone	IFU Hrvatske	BDP Hrvatske
IFU Hrvatske	1	31%	0%	69%	0%
	4	69%	5%	23%	4%
BDP Hrvatske	1	4%	37%	1%	58%
	4	58%	20%	1%	21%

Izvor: Izračun HNB-a

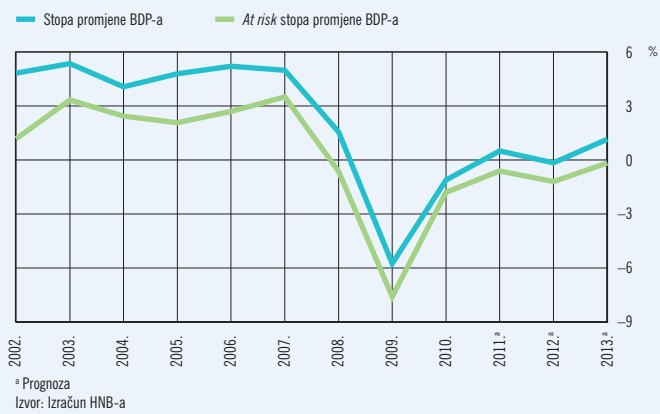
Dominacija utjecaja stanja u eurozoni na domaća gospodarska kretanja potvrđena je i dekompozicijom varijance domaćih varijabli (Tablica 3.). Nakon godine dana čak se 69% varijabilnosti domaćeg IFU-a te 58% varijabilnosti stopa rasta BDP-a može pripisati stranom IFU-u, a ako se tome pridruži i učinak promjene BDP-a u eurozoni, udio ukupne varijance domaćih varijabli koju objašnjava inozemni blok doseže otprilike tri četvrtine.

Opisani VAR model ocijenjen je i pomoću kvantilnih regresija radi projiciranja sistemskog rizika³. Kako bi se utvrdili i projicirali nepovoljni rubni događaji, primijenjen je peti percentil stopa promjene BDP-a i 95-ti percentil IFU-a. Projekcije sistemskog rizika izvedene iz takvog modela odražavaju intenzitet nepovoljnog scenarija uz vjerojatnost ostvarenja od pet posto. Realni sistemski rizik mjeren je at risk stopama promjene BDP-a, dok se financijski sistemski rizik odražava u at risk IFU-u.

At risk projekcije IFU-a i BDP-a izvedene su uz pretpostavku da su HNB-ov temeljni makroekonomski scenarij te projekcija Europske komisije najvjerojatniji ishod za BDP Hrvatske i eurozone, dok je IFU projiciran pomoću osnovnog VAR modela. At risk projekcije upozoravaju na malo vjerojatan šok-scenarij koji bi mogao pogoditi domaće gospodarstvo ako se pogorša dužnička kriza u eurozoni. To bi dovelo do recesije praćene pogoršanjem financijskih uvjeta u eurozoni, što bi dodatno pogoršalo domaće financijske uvjete i produbilo recesiju u Hrvatskoj. Jačanje sistemskog rizika ipak je donekle blagog intenziteta te bi se on trebao smanjiti u 2013. (slike 2. i 3.).

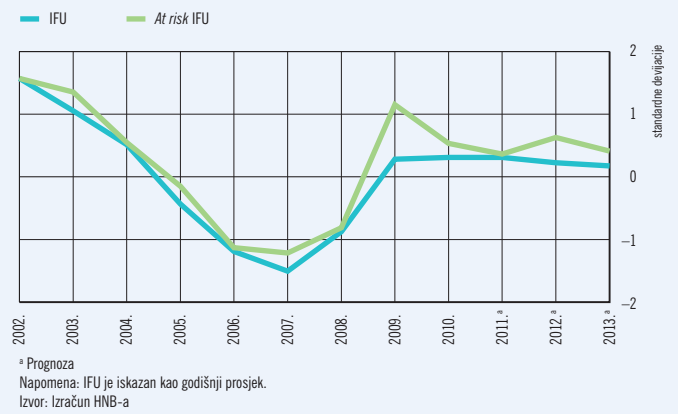
³ Metodologija ocjene VAR modela pomoću kvantilnih regresija preuzeta je iz S. G. Cecchetti i H. Li: *Measuring the Impact of Asset Price Booms Using Quantile Vector Autoregressions*, Working Paper, Brandeis University, 2008.

Slika 2. Usporedba godišnjih stopa rasta hrvatskog BDP-a



Financijski uvjeti u eurozoni imaju presudan utjecaj na domaće uvjete financiranja i na realnu gospodarsku aktivnost. U tom je smislu recentno postroživanje financijskih uvjeta i usporavanje gospodarskog rasta u

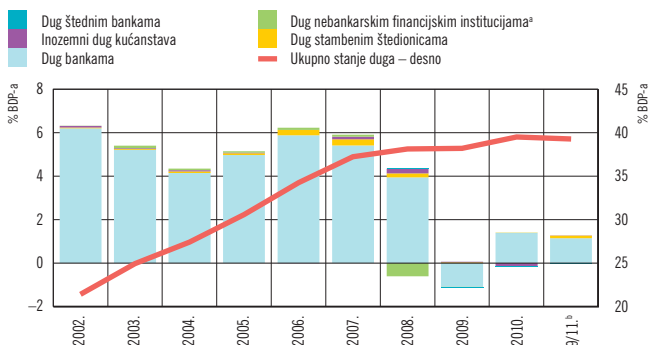
Slika 3. Usporedba IFU-a za Hrvatsku



eurozoni povećalo rizik od pogoršanja domaće gospodarske aktivnosti te pojačalo intenzitet malo vjerojatnoga nepovoljnoga scenarija ako on nastupi.

Sektor kućanstava

Slika 41. Promjena i stanje duga kućanstava



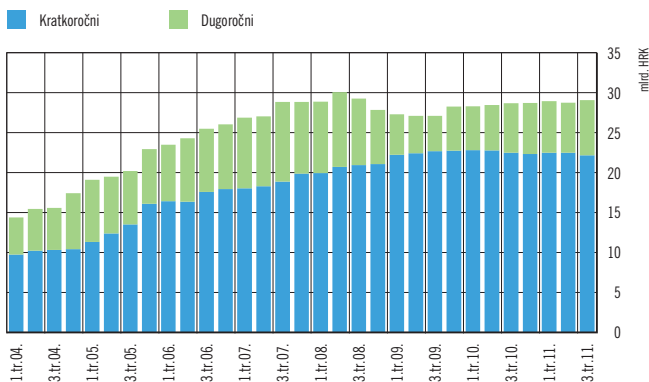
^a Dug kućanstava društvima za osiguranje procijenjen je.

^b Godišnji prirast duga na kraju rujna 2011.

Napomena: U ukupni dug kućanstava nije uključen dug društvima za lizing kako bi se izbjegao lom u seriji podataka zbog promjene metodologije prikazivanja vrijednosti ugovora o lizingu od 1. siječnja 2011.

Izvori: Hanfa; HNB

Slika 42. Ročna struktura novoodobrenih kredita kućanstvima, korigirana za sezonske oscilacije



Izvor: HNB

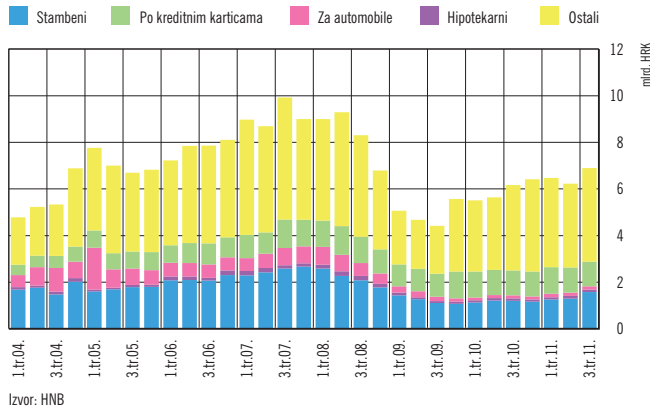
Tijekom 2011. zaduženost kućanstava je stagnirala, što bi se moglo nastaviti i u 2012. Unatoč tome izloženost kućanstava makroekonomskim i financijskim rizicima i dalje bi se mogla povećavati.

Zaduženost je sektora kućanstava tijekom 2011. godine stagnirala (Slika 41.). Blagi nominalni prirast duga kućanstava uglavnom je posljedica slabljenja tečaja kune prema švicarskom franaku i euru. Iznos duga kućanstava korigiran za utjecaj tečajnih promjena tako je stagnirao na razini iz prethodne godine (Slika 44.). Pritom je vidljivo blago intenziviranje novog zaduživanja (Slika 42.), prije svega u segmentu novoodobrenih dugoročnih kredita, dok se iznos novoodobrenih kratkoročnih kredita nastavio smanjivati. To je povećanje udjela dugoročnih u ukupnim novoodobrenim kreditima potaknuto padom kamatnih stopa na te kredite tijekom 2011., kao i postupnim ublažavanjem negativnih trendova na tržištu rada (Slika 45.). Očekivano ponovno pogoršanje gospodarskih izgleda u 2012. moglo bi nepovoljno djelovati na zaduživanje kućanstava.

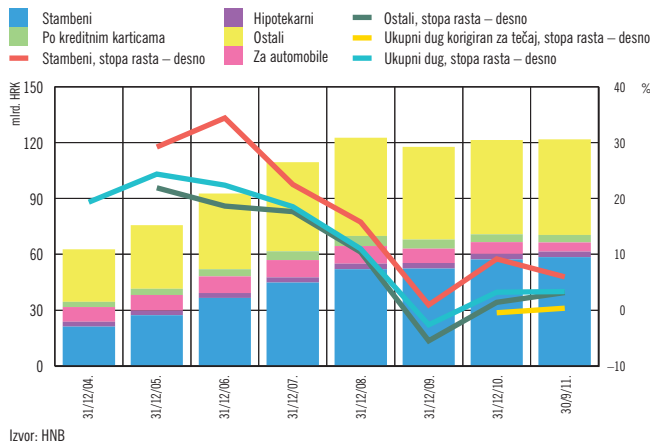
Ostali dugoročni krediti (npr. gotovinski i nenamjenski krediti) i dalje su bili primarni oblik novog zaduživanja kućanstava tijekom prvog polugodišta 2011. (Slika 43.), zbog čega se ujedno ubrzao godišnji rast ukupnog iznosa tih kredita (Slika 44.). Međutim, u trećem je tromjesečju 2011. bilo vidljivo jačanje novog zaduživanja kućanstava za stambene potrebe. Pritom je za nominalni iznos stambenih kredita krajem rujna zabilježena godišnja stopa od oko 6%. Taj je porast ponajprije posljedica jačanje tečaja švicarskog franka te u manjoj mjeri i eura sredinom 2011.

Na stagnaciju zaduženosti kućanstava tijekom prva tri tromjesečja 2011. upućuje i relativno stabilan omjer duga i raspoloživog dohotka kućanstava, dok ostali pokazatelji zaduženosti kućanstava pokazuju blago poboljšanje (Slika 46.). Pod utjecajem daljnega stabilnog povećanja štednje kućanstava u bankama

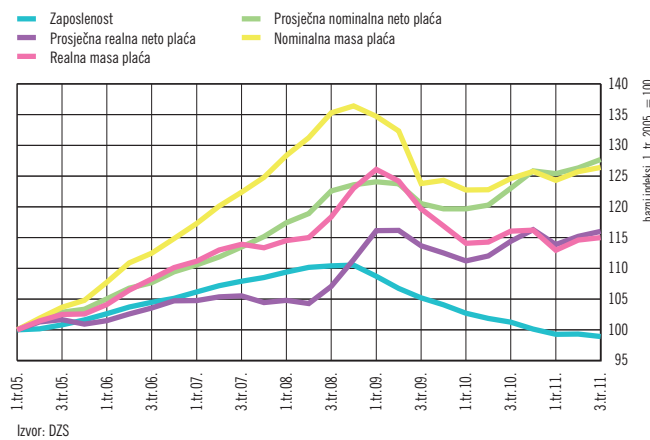
Slika 43. Novoodobreni dugoročni krediti kućanstvima prema namjeni, korigirani za sezonske oscilacije



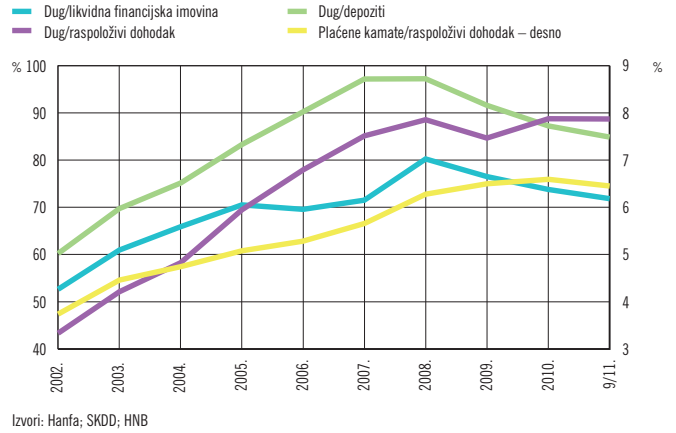
Slika 44. Krediti kućanstvima prema namjeni



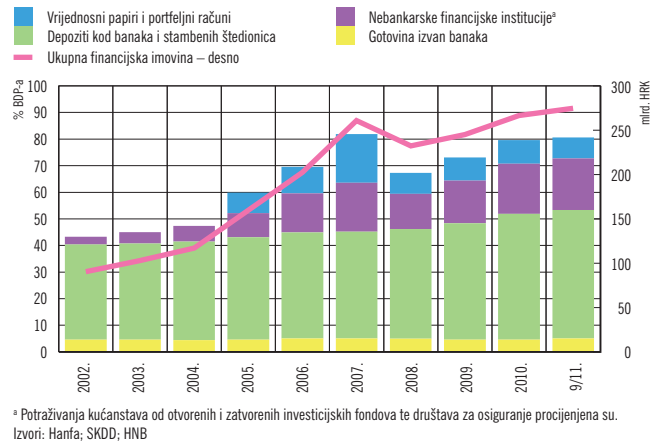
Slika 45. Kretanje zaposlenosti i plaća (bez sezonskih učinaka)



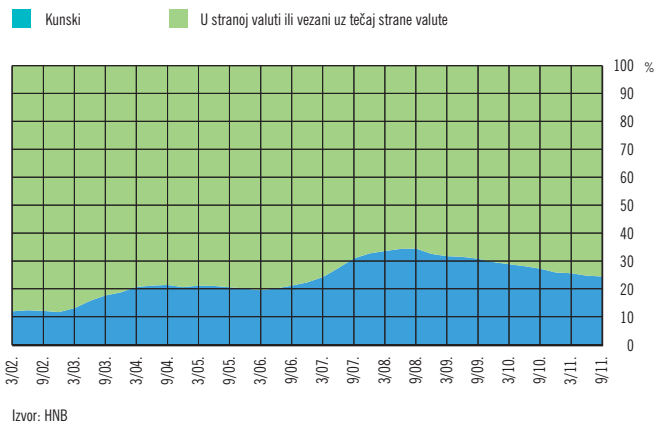
Slika 46. Zaduženost kućanstava i teret otplate duga



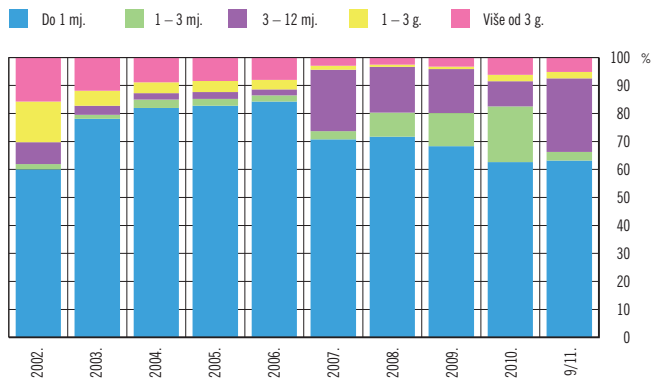
Slika 47. Financijska imovina kućanstava



Slika 48. Valutna struktura kredita kućanstvima



Slika 49. Krediti kućanstvima prema promjenjivosti kamatne stope



Izvor: HNB

nastavila se tendencija smanjivanja omjera duga i depozita, koje traje još od kraja 2008. Rast bankovnih depozita nadmašio je smanjenje imovine kućanstava uložene u investicijske fondove te se tijekom prva tri tromjesečja 2011. nastavio popravljati i omjer duga i likvidne financijske imovine kućanstava. Premda je intenzitet popravljavanja omjera duga i likvidne financijske imovine kućanstava bitno slabiji nego kod omjera duga i depozita, do rujna 2011. uspio se približiti razini na kojoj je bio prije

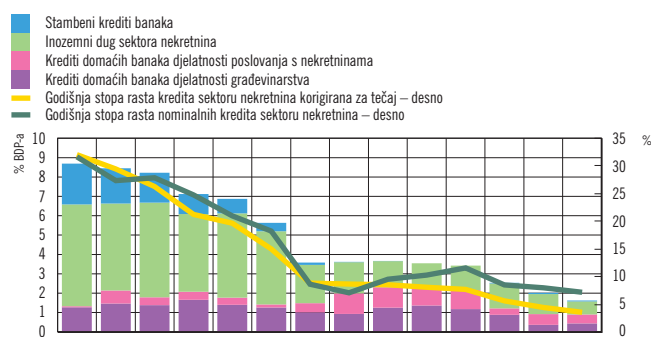
izbijanja financijske krize (Slika 47.). Zbog smanjenja kamatnih stopa banaka u kombinaciji sa stagnacijom duga sektora kućanstava preokrenula se u 2011. dugogodišnja tendencija pogoršavanja omjera iznosa plaćenih kamata i raspoloživog dohotka kućanstava.

Izloženost kućanstava tečajnom i kamatnom riziku tijekom prva tri tromjesečja 2011. zadržala se na visokoj razini uz blagu tendenciju rasta. Kretanje tečajnog rizika ponajprije odražava produženje ročnosti novoodobrenih kredita jer se dugoročni krediti mahom odobravaju uz valutnu klauzulu. Tako je udio kredita vezanih uz tečaj strane valute u ukupnima krajem rujna dosegnuo gotovo 76%, odnosno vratio se na razinu s početka 2007. (Slika 48.). Istodobno se povećala i izloženost kućanstava riziku porasta otplate kredita zbog promjene kamatnih stopa, pa je koncem rujna 2011. gotovo 93% svih kredita bilo odobreno uz mogućnost promjene kamatne stope u roku od jedne godine (Slika 49.).

Očekivana gospodarska stagnacija u 2012. produžit će negativne trendove na tržištu rada, što će zajedno s nastavkom neizvjesnosti glede kretanja kamatnih stopa i tečaja nepovoljno djelovati na potražnju kućanstava za novim kreditima. Iako bi se glavnina pokazatelja zaduženosti kućanstava u takvim uvjetima mogla nastaviti popravljati, zbog očekivanog smanjenja raspoloživog dohotka kućanstava pod utjecajem nužnih strukturnih reformi a fiskalne prilagodbe vjerojatno će se povećati rizik otplate uzetih bankovnih kredita u 2012.

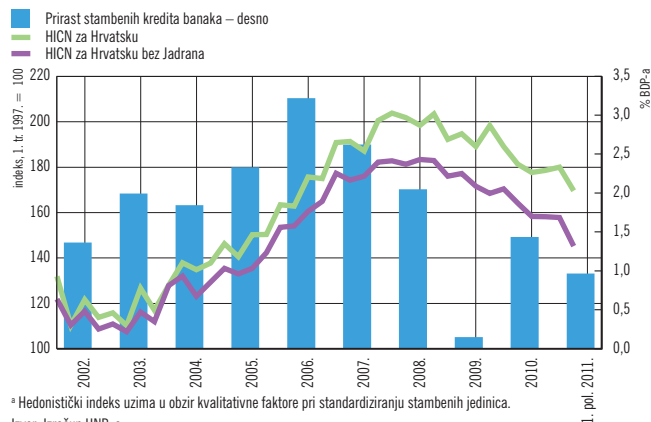
Sektor nekretnina

Slika 50. Godišnji prirast domaćih kredita i inozemnog duga sektora nekretnina, korigiran za utjecaj tečajnih promjena



Napomena: Zbog primjene nove klasifikacije djelatnosti iznosi domaćih kredita odobreni sektoru nekretnina u razdoblju prije 2010. donekle su promijenjeni.
Izvor: Izračun HNB-a

Slika 51. Stambeni krediti i hedonistički indeks cijena stambenih nekretnina^a, na tromjesečnoj razini



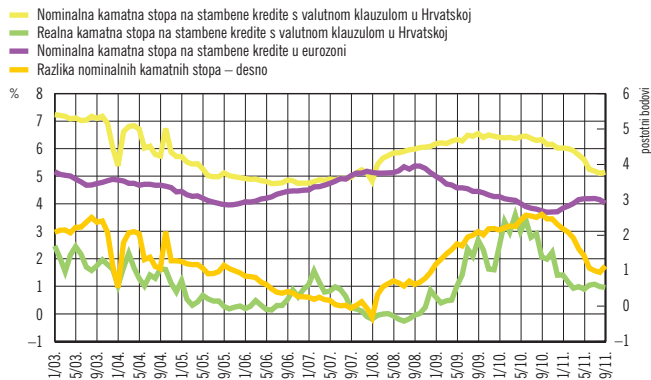
^a Hedonistički indeks uzima u obzir kvalitativne faktore pri standardiziranju stambenih jedinica.
Izvor: Izračun HNB-a

Zaduživanje sektora nekretnina nastavilo se usporavati tijekom 2011. uz stagnaciju stambenoga kreditiranja praćenu najsnažnijim smanjenjem cijena stambenih nekretnina do sada. Nepovoljna gospodarska kretanja i neizvjesnost na tržištu rada i u 2012. će ograničiti potražnju za nekretninama pa se ne mogu očekivati ni poticaji oporavku cijena stambenih nekretnina.

Tijekom prva tri tromjesečja 2011. zaduživanje sektora nekretnina znatno se usporilo pa se do konca rujna godišnja stopa rasta ukupnoga nominalnog duga prepolovila u odnosu na kraj 2010. te je iznosila 7,2%, dok je stopa korigirana za tečajne promjene smanjena na 3,5% (Slika 50.). Sektor nekretnina tijekom 2011. slabije se zaduživao i u inozemstvu i kod domaćih banaka, a blago je poraslo jedino domaće zaduživanje djelatnosti poslovanja s nekretninama. Pritom se znatnije usporilo domaće zaduživanje, na koje se sektor nekretnina snažnije oslanjao u 2010. godini, pa su se relativni doprinosi domaćih i inozemnih izvora u prirastu duga sektora nekretnina gotovo izjednačili. Iznos stambenih kredita korigiran za tečajne oscilacije stagnira već gotovo dvije godine iako je odobravanje novih stambenih kredita tijekom trećeg tromjesečja bilo pojačano.

Unatoč nižim realnim kamatnim stopama na stambene kredite (Slika 52.) i nastavku blagog rasta realnoga raspoloživog dohotka kućanstava cijene stambenih nekretnina nastavile su se snižavati tijekom prvog polugodišta 2011. (Slika 51.) jer je postojeći fond neprodanih stanova znatan, a povećala se i neizvjesnost na tržištu rada. Tako su se cijene stambenih nekretnina u Hrvatskoj tijekom prvog polugodišta 2011. opet smanjile, prosječno za 5,7%, te su krajem lipnja bile na najnižoj razini u posljednjih pet godina. Godišnji pad cijena stambenih nekretnina, iz kojeg su isključene cijene nekretnina na Jadranu, a koje su

Slika 52. Usporedba kamatnih stopa na novoodobrene stambene kredite u Hrvatskoj i u eurozoni

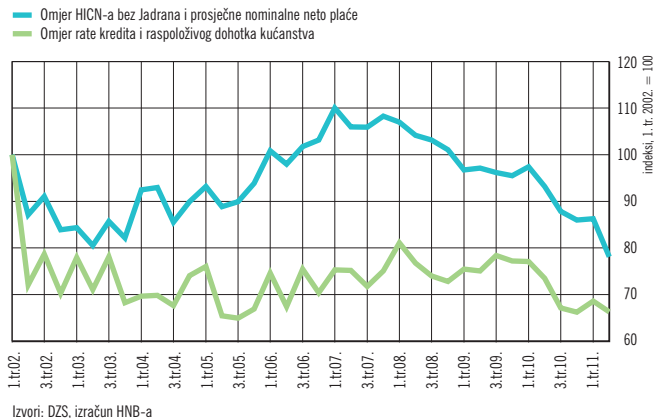


Izvori: ESB; HNB

zbog inozemne potražnje znatno manje određene nepovoljnim domaćim kretanjima, u istom se razdoblju ubrzao, na $-9,5\%$ u prosjeku. To je dosad najveće smanjenje cijena stambenih nekretnina u jednom polugodištu.

Zbog ubrzanja pada cijena stambenih nekretnina tijekom prvog polugodišta 2011., te blagog porasta nominalnih plaća i raspo-

Slika 53. Financijska dostupnost stambenih nekretnina

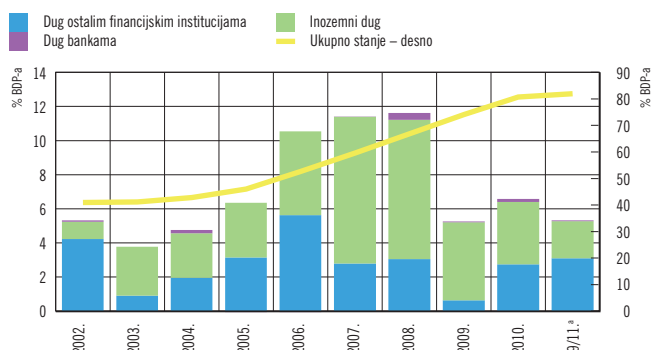


Izvori: DZS, izračun HNB-a

loživoga dohotka kućanstava, poboljšala se financijska dostupnost tih nekretnina (Slika 53.), a slične su najvjerojatnije bile i tendencije u drugoj polovini godine. Očekivani nastavak trenda pada broja zaposlenih i blago smanjenje realnoga raspoloživog dohotka kućanstava mogli bi se u 2012. odraziti na daljnji pad cijena stambenih nekretnina, pa bi se mogli popraviti pokazatelji financijske dostupnosti.

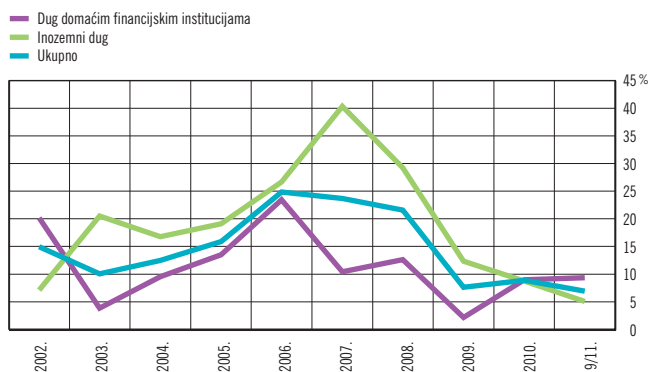
Sektor nefinancijskih poduzeća

Slika 54. Promjena i stanje duga nefinancijskih poduzeća



* Godišnji prirast duga na kraju rujna 2011.
 Napomena: U ukupni dug poduzeća nije uključen dug društvima za lizing kako bi se izbjegao lom u seriji podataka zbog promjene metodologije prikazivanja vrijednosti ugovora o lizingu od 1. siječnja 2011.
 Izvori: Hanfa; HNB

Slika 55. Godišnje stope rasta duga nefinancijskih poduzeća



Napomena: U ukupni dug poduzeća nije uključen dug društvima za lizing kako bi se izbjegao lom u seriji podataka zbog promjene metodologije prikazivanja vrijednosti ugovora o lizingu od 1. siječnja 2011.
 Izvori: Hanfa; HNB

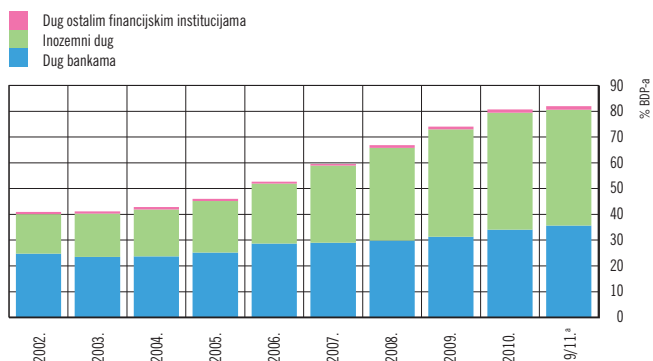
Dug nefinancijskih poduzeća u 2011. nastavio se povećavati, ali sporije nego tijekom 2010. Najveći dio prirasta duga financirale su domaće banke, a zaduživanje u inozemstvu znatno se usporilo. Kod domaćeg financiranja s odmakom je započela sektorska realokacija kredita prema poduzećima s međunarodno razmjenjivim proizvodima. Premda se blago smanjila, izloženost poduzeća valutnom i kamatnom riziku ostala je na relativno visokoj razini.

Zaduživanje nefinancijskih poduzeća malo se usporilo u prva tri tromjesečja 2011. u odnosu na 2010., što je u uvjetima blagog oporavka rasta BDP-a rezultiralo zaustavljanjem rasta njihove zaduženosti (Slika 54.). Godišnja stopa rasta duga tih poduzeća¹ na kraju rujna 2011. iznosila je 7%, a krajem 2010. bila je 8,7%. Dug domaćim financijskim institucijama nastavio je rasti približno istom dinamikom (9,5%) kao i u 2010., pa je nakon dužeg razdoblja rastao brže od inozemnog duga (5,1%) (Slika 55.). Na relativno solidnu dinamiku domaćeg zaduživanja upućuje i priljev novoodobrenih kredita domaćih banaka nefinancijskim poduzećima, koji je u 2011. blago porastao u odnosu na prethodnu godinu, pri čemu je zamjetljiv malo veći udio dugoročnih kredita (Slika 57.).

Opisana se kretanja uglavnom mogu objasniti ograničenom kreditnom potražnjom poduzeća zbog niske investicijske potražnje u uvjetima pesimističnih očekivanja glede rasta prihoda te teže dostupnosti inozemnih izvora financiranja. Na uspore-

¹ U ukupni dug poduzeća nije uključen dug društvima za lizing kako bi se izbjegao lom u seriji podataka zbog promjene metodologije prikazivanja vrijednosti ugovora o lizingu od 1. siječnja 2011.

Slika 56. Dug nefinancijskih poduzeća



* Godišnji prirast duga na kraju rujna 2011.

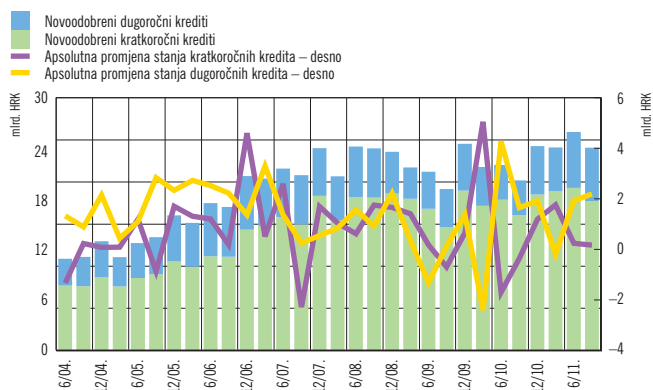
Napomena: U ukupni dug poduzeća nije uključen dug društvima za lizing kako bi se izbjegao lom u seriji podataka zbog promjene metodologije prikazivanja vrijednosti ugovora o lizingu od 1. siječnja 2011.

Izvori: Hanfa; HNB

no zaduživanje poduzeća u inozemstvu osim niske potražnje utjecala je i suzdržanost inozemnih kreditora potaknuta neizvjesnošću na svjetskim financijskim tržištima te pesimističnim očekivanjima povezanima s ekonomskim rastom i stabilnošću eurozone, kao i percepcijom povećanog rizika Hrvatske.

Usporeno zaduživanje nefinancijskih poduzeća samo je blago povećalo omjer njihova ukupnog duga prema BDP-u, koji je porastao s 80,7% krajem 2010. na 82,0% u rujnu 2011. Pritom se i nadalje više od polovine ukupnog duga tih poduzeća odnosi na inozemne izvore financiranja (Slika 56.). Pod pretpostavkom o nastavku usporenog rasta duga poduzeća i očekivanoj stagnaciji BDP-a, navedeni se omjer u 2012. vjerojatno neće znatno mijenjati.

Slika 57. Novoodobreni krediti banaka i apsolutna promjena stanja bruto kredita

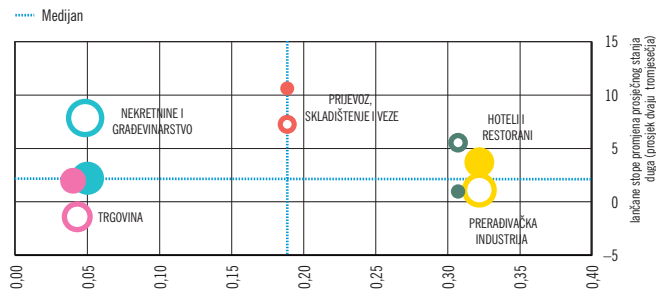


Izvor: HNB

Kod domaćih banaka snažnije su se zaduživala ponajprije poduzeća iz prerađivačke industrije, i to pod utjecajem oporavka inozemne potražnje, te poduzeća iz sektora trgovine, koji je u prethodnom razdoblju smanjivao dug prema domaćim bankama. S druge strane, priljev kredita poduzećima iz sektora nekretnina i građevinarstva uvelike je usporen (Slika 58.). Tako su sredstva domaćih banaka djelomice preusmjerena na djelatnosti s boljim izgledima za rast, iako je udio sektora nekretnina i građevinarstva u ukupnim kreditima domaćih banaka i nadalje najveći.

Usporavanje inozemnog zaduživanja prisutno je kod gotovo svih sektora, a osobito je izraženo u sektorima trgovine i prerađivačke industrije, koji su iskazali negativne stope rasta vanjskog duga (Slika 59.). Smanjenje rasta inozemnog duga ipak nije bilo toliko važno za poduzeća u sektoru nekretnina i građevinarstva, koja prednjače u udjelu u ukupnom inozemnom dugu korporativnog sektora, ali ne generiraju znatne izvozne prihode, pa su zbog toga izloženija valutnom riziku.

Slika 58. Alokacija kredita domaćih banaka po sektorima za razdoblje od ožujka do rujna 2011.



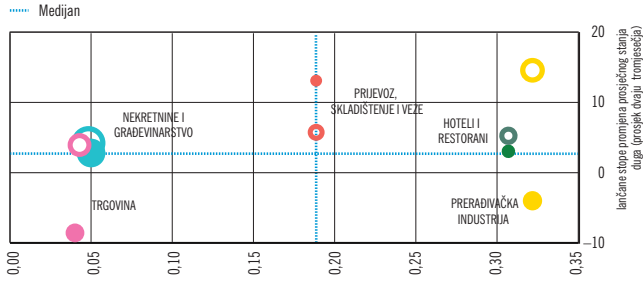
udio izvoznih u ukupnim prihodima od prodaje pojedine djelatnosti

Napomena: Puni krug označuje dinamiku duga u posljednja dva promatrana tromjesečja (prosječno stanje duga na kraju rujna i lipnja 2011. u odnosu na prosječno stanje duga na kraju ožujka 2011. i prosinca 2010.). Prazni krug označuje istovrsnu promjenu stanja duga iz prethodnog razdoblja (prosječno stanje duga na kraju ožujka 2011. i prosinca 2010. u odnosu na prosječno stanje duga na kraju rujna i lipnja 2010.). Veličina kruga odražava važnost udjela pojedine djelatnosti u ukupnom dugu nefinancijskih poduzeća prema domaćim bankama. Djelatnosti s razmjerno malim udjelom u dugu nisu prikazane.

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

Kretanje inozemnog duga imalo je dominantan utjecaj na prirast ukupnog duga poduzeća, koji je u drugom i trećem tromjesečju 2011. bio gotovo u svim gospodarskim sektorima sporiji nego u prethodnom razdoblju. Iznimka je bio sektor prijevoza, skladištenja i veza, kod kojega se rast duga ubrzao zbog većeg porasta i inozemnoga i domaćeg zaduživanja.

Slika 59. Alokacija inozemnog duga po sektorima za razdoblje od ožujka do rujna 2011.

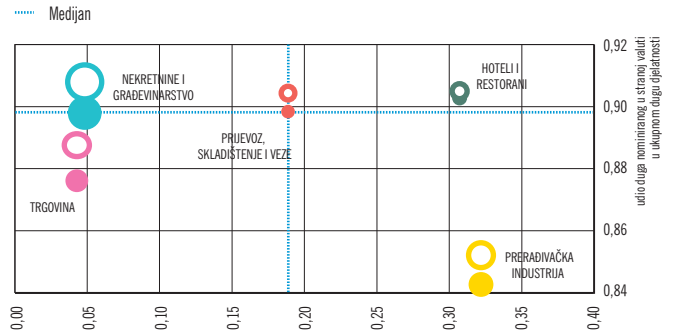


udio izvoznih u ukupnim prihodima od prodaje pojedine djelatnosti

Napomena: Puni krug označuje dinamiku duga u posljednja dva promatrana tromjesečja (prosječno stanje duga na kraju rujna i lipnja 2011. u odnosu na prosječno stanje duga na kraju ožujka 2011. i prosinca 2010.). Prazni krug označuje istovrsnu promjenu stanja duga iz prethodnog razdoblja (prosječno stanje duga na kraju ožujka 2011. i prosinca 2010. u odnosu na prosječno stanje duga na kraju rujna i lipnja 2010.). Veličina kruga odražava važnost udjela pojedine djelatnosti u ukupnom dugu nefinancijskih poduzeća prema inozemstvu. Djelatnosti s razmjerno malim udjelom u dugu nisu prikazane

Izvori: Fina (za izvozne i ukupne prihode); HNB (za inozemni dug)

Slika 62. Promjena valutne izloženosti u rujnu 2011.

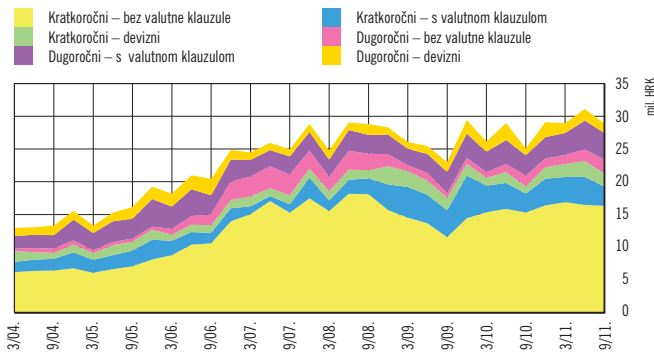


udio izvoznih u ukupnim prihodima od prodaje pojedine djelatnosti

Napomena: Puni (prazni) krug označuje udio duga u stranoj valuti u rujnu (ožujku) 2011. Veličina kruga pokazuje udio pojedine djelatnosti u ukupnom dugu nefinancijskih poduzeća. Djelatnosti s razmjerno malim udjelom u dugu nisu prikazane.

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

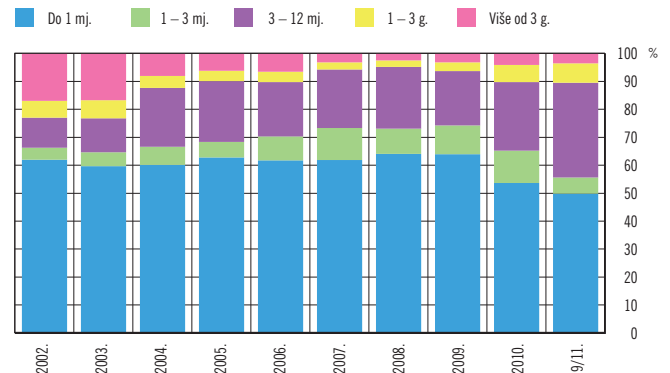
Slika 60. Ročna i valutna struktura novoodobrenih kredita nefinancijskim poduzećima



Napomena: U strukturi kratkoročnih kredita sadržani su okvirni krediti koji se u statistici iz mjeseca u mjesec vode kao novi krediti.

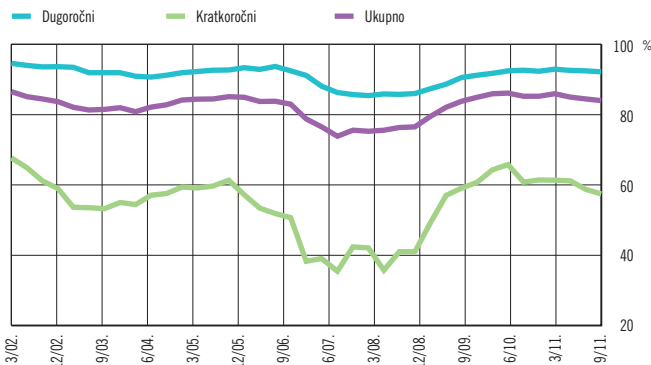
Izvor: HNB

Slika 63. Struktura bankovnih kredita nefinancijskim poduzećima prema mogućnosti promjene kamatne stope



Izvor: HNB

Slika 61. Udio duga poduzeća^a u stranoj valuti u ukupnim kreditima



^a Pretpostavlja se da je sav inozemni dug u stranoj valuti.

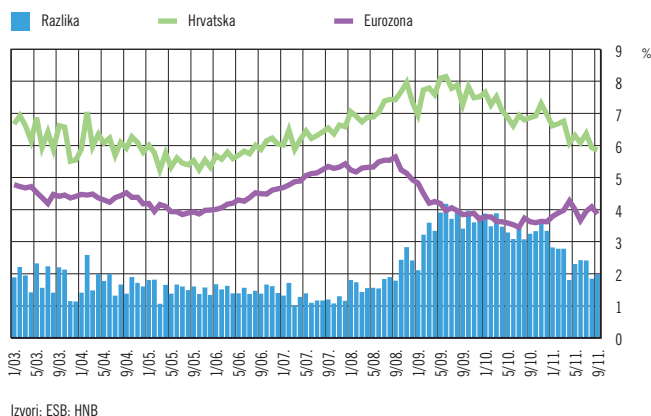
Izvor: HNB

U 2011. nastavio se blagi oporavak kuskog financiranja poduzeća, započeo u 2010. Promjena valutne strukture novoodobrenih kredita vidljiva je i kod kratkoročnih i kod dugoročnih kredita poduzećima (Slika 60.). Međutim, te su promjene samo blago utjecale na valutnu strukturu ukupnog duga nefinancijskih poduzeća, u kojoj se oko 84% kredita odnosilo na kredite u stranoj valuti, a znatnije promjene ne očekuju se ni u 2012. godini (Slika 61.).

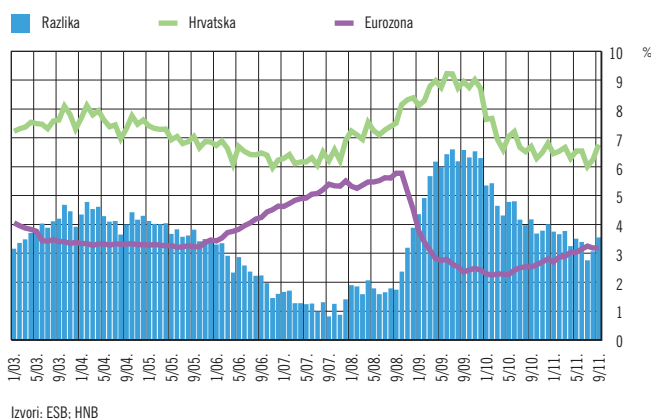
Izloženost nefinancijskih poduzeća valutnom riziku blago se smanjila na kraju trećeg tromjesečja 2011. zbog usporenoga inozemnog zaduživanja, ali je i nadalje ostala vrlo visokom. Međutim, istodobno je smanjen udio duga u stranoj valuti onih djelatnosti koje ne ostvaruju znatne izvozne prihode, što je sa stajališta financijske stabilnosti pozitivno (Slika 62.).

Izloženost nefinancijskih poduzeća kamatnom riziku krajem trećeg tromjesečja 2011. također je ostala na visokoj razini. Krediti ugovoreni s mogućnošću promjene kamatne stope unutar godine dana i nadalje čine oko 90% svih kredita poduzeći-

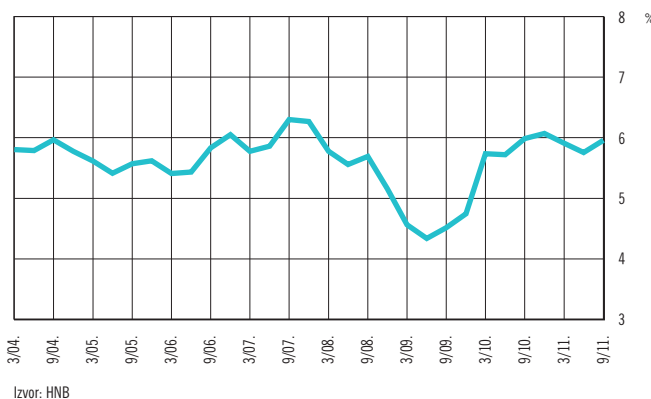
Slika 64. Kamatne stope na dugoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u eurozoni



Slika 65. Kamatne stope na kratkoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u eurozoni



Slika 66. Odnos depozita na transakcijskim računima nefinancijskih poduzeća i bruto dodane vrijednosti



ma. Nastavlja se, međutim, promjena ročne strukture tih kredita. Prosječno razdoblje u kojem je kamatna stopa promjenjiva unutar tih godinu dana produžilo se zbog porasta udjela kredita s mogućnošću promjene ugovorene kamatne stope nakon tri mjeseca (Slika 63.). Nefinancijska su poduzeća i nadalje vrlo osjetljiva na snažnije oscilacije kamatnih stopa, pa ni eventualni nastavak produživanja ročne strukture novoodobrenih kredita ne bi trebao bitno umanjiti njihovu izloženost kamatnom riziku u 2012.

U drugom i trećem tromjesečju 2011. nastavila se tendencija smanjivanja kamatnih stopa banaka na dugoročne kredite poduzećima, pa su se one do rujna 2011. približile najnižim razinama dotad, iz razdoblja prije eskalacije krize. Kamatne stope na kratkoročne kunske kredite nastavile su stagnirati na razinama koje su također bliske onima zabilježenima prije eskalacije krize. Istodobno su dugoročne i kratkoročne kamatne stope u eurozoni blago porasle, pa su se razlike između kamatnih stopa na kredite poduzećima u Hrvatskoj i u eurozoni dodatno smanjile (slike 64. i 65.).

Rast inozemnih kamatnih stopa i percepcije rizika, zbog razmjerno slabe potražnje pod utjecajem pesimističnih očekivanja poduzeća u vezi s rastom, još se nije prelio na domaće kamatne stope. Likvidnost nefinancijskih poduzeća mjerena odnosom depozita na transakcijskim računima nefinancijskih poduzeća i bruto dodane vrijednosti oporavila se pod utjecajem bolje profitabilnosti korporativnog sektora te se sredinom 2011. kretala oko razine zabilježene prije izbijanja krize (Slika 66.).

Stagnacija kamatnih stopa na relativno niskim razinama mogla bi se pod utjecajem opisanih činitelja nastaviti i u 2012., premda će jačati rizik od rasta domaćih kamatnih stopa ako se nastave pooštřravati uvjeti financiranja u eurozoni u slučaju eskalacije dužničke krize.

Okvir 2. Ponuda i potražnja na tržištu korporativnih kredita u Hrvatskoj

Procikličke kreditne politike banaka smatraju se jednim od ključnih mehanizama koji pojačavaju intenzitet poslovnih ciklusa. Ublažavanje oscilacija kreditnih politika banaka stoga se nametnulo kao jedno od prioritarnih područja u reformi globalne financijske arhitekture pokrenutoj radi smanjivanja rizika od izbijanja budućih financijskih kriza. S tim u skladu države i središnje banke širom svijeta u recentnoj su financijskoj krizi poduzele iznimne napore kako bi popravile likvidnost i solventnost svojega bankarskog sektora i spriječile ili barem ograničile razmjere kreditnog loma.

Prema hipotezi o procikličkim kreditnim politikama banaka kreditori su u dobrim vremenima skloni podcjenjivati rizik pojedinih dužnika, što dovodi do prekomjernoga gomilanja kreditnog rizika, a nakon izbijanja krize znatno pooštrene kreditne politike uspoređuju gospodarski oporavak. Međutim, jednako su se tako i dužnici u dobrim vremenima skloniji zaduživati, a tijekom recesije, zbog pesimističnih očekivanja glede budućeg rasta prihoda, odnosno dohodaka, smanjivati potražnju za financiranjem¹. Usto, pogoršanje financijske pozicije dužnika izravno ograničuje kapacitet zaduživanja, što se u literaturi obično naziva bilančnim efektom ili financijskim akceleratorom. To koliko na kreditni rast utječe svaka od tih sastavnica ujedno određuje učinkovitost mjera osmišljenih kako bi se smanjila procikličnost kreditnih politika banaka. Stoga će ova analiza pomoću podataka o promjeni zaduženosti i financijskim pokazateljima pojedinih poduzeća u Hrvatskoj pokušati razdvojiti učinke promjena ponude i potražnje na promjenu korporativnog duga².

Pri razdvajanju utjecaja ponude, potražnje i obilježja dužnika na promjenu ukupnog iznosa duga poduzeća polazi se od koncepta tzv. kreditnih limita.³ Ti su limiti najveći ukupni iznos novih kredita koji su kreditori u nekoj godini spremni odobriti poduzećima određenih obilježja, odnosno kreditna ponuda. Pri utvrđivanju kreditnih limita upotrijebljena su dva analitička pristupa: kvantilne regresije i pristup analize stohastičke granice (engl. *Stochastic Frontier Analysis*, SFA). Izbor najvišega kvantila (0,75) koji je u kvantilnim regresijama označavao ponudu kredita verificiran je alternativnim pristupom određivanju kreditnih limita, analizom stohastičke granice. S druge strane, iskorištenost ocijenjenih kreditnih limita, odnosno stvarno novo zaduživanje poduzeća s obzirom na njegova obilježja govori nešto o kretanju potražnje za kreditima. Tako približavanje realiziranog zaduživanja limitima pokazuje da se poduzeće koristi većim dijelom svoje pretpostavljene alokacije, što upućuje na veću potražnju poduzeća za kreditima.

Kreditni limit za svako poduzeće utvrđen je ovisno o njegovim obilježjima, a koeficijenti uz ta obilježja ocijenjeni na visokom percentilu uvjetne

distribucije iznosa promjene zaduženosti aproksimiraju kreditnu politiku banaka u nekoj godini. Dug poduzeća pritom čini zbroj dugoročnih i kratkoročnih obveza poduzeća prema domaćim i stranim financijskim institucijama (detaljnije o strukturi i dinamici pojedinih komponenta korporativnog duga vidi u poglavlju o nefinancijskim poduzećima). Promjena duga normalizirana je prosječnom imovinom poduzeća u promatranoj godini. Korišteni godišnji podaci o poduzećima⁴ pokrivaju razdoblje od 2003. do 2010., što omogućuje praćenje pomaka ponude odnosno potražnje za kreditima zajedno s eliminacijom učinka promjene bilančnih pokazatelja u razdoblju nakon izbijanja gospodarske krize. Financijska obilježja poduzeća na osnovi kojih je ocijenjen očekivani novi dug poduzeća preuzeta su iz Altmanova Z-score modela rizičnosti poduzeća⁵, a obuhvaćaju mjere likvidnosti (omjer obrtnoga kapitala i ukupne imovine), omjer zadržanih zarada i ukupne imovine, omjer dobiti i ukupne imovine te vrijednost prihoda od prodaje u odnosu na ukupnu imovinu. Usto, u obzir su uzeti i veličina poduzeća (mjerena ukupnom imovinom i brojem zaposlenih), dvije mjere poreznog zaklona⁶ (mjeren plaćenim porezom na dobit u odnosu na ukupnu dobit prije poreza te alternativno omjerom amortizacije i ukupne imovine poduzeća), te na kraju županija i djelatnost u kojima poduzeće posluje.

Rezultati ocijenjenog modela pokazuju da je očekivani novi dug manji za poduzeća s dosta internih rezervi financiranja, odnosno za veća, likvidnija i profitabilnija poduzeća. Također, poduzeća s većim poreznim zaklonom na osnovi plaćenih kamata imaju manje očekivano novo zaduživanje, što vjerojatno odražava njihovu zaduženost na račun koje su ostvarili porezni zaklon.

Na Slici 1. prikazani su kreditni limiti ocijenjeni pomoću opisanog modela na uzorku od 1000 nasumce izabranih poduzeća bilo koje godine, čime se njihova obilježja drže konstantnima, odnosno eliminira se utjecaj promjene bilančnih pokazatelja na kreditne limite. Kreditni limiti relativizirani su prosječnom imovinom poduzeća te su poduzeća na Slici 1. razvrstana prema veličini tog limita u 2007. Nakon relativno stabilne ponude kredita poduzećima u godinama ekonomske ekspanzije i izrazitog priljeva inozemnog kapitala, primjetljivo je znatno pooštavanje ponude kredita poduzećima u razdoblju 2008. – 2010. Restriktivni uvjeti na tržištu kredita pritom su najsnažnije pogodili poduzeća koja su se u proteklim godinama (od 2004. do 2007.) mogla najviše zaduživati. Na Slici 2. vidi se pad ponude kredita medijalnom poduzeću, koji je nakon izbijanja recesije pogodio sve sektore osim djelatnosti poljoprivrede, lova, šumarstva i ribarstva, u kojoj je ponuda i dotad bila malo niža. Kontrakcija ponude kredita većini djelatnosti bila je razmjerno usklađena, pa je nakon blagog smanjenja u 2008. ponuda kredita svim sektorima znatno snažnije pala u 2009. te se u 2010. počela stabilizirati, odnosno postupno oporavljati. Iznimka su od takvih kretanja građevinarstvo i poslovanje s nekretninama, kod kojih se pad ponude kredita nastavio i u 2010., iako u manjem opsegu nego u 2009. godini.

1 B. Becker, V. Ivashina, *Cyclicality of Credit Supply: Firm Level Evidence*, NBER Working paper 17392, rujan 2011.

2 Za sličan pristup analizi duga kućanstava vidi Okvir 3. Uloga ponude i potražnje u oscilacijama duga kućanstava, Financijska stabilnost, broj 7, lipanj 2011. te I. Herceg i V. Šošić, *The Anatomy of Household Debt Build Up in Croatia: Enlisting More Creditworthy Households or Relaxing Lending Standards?*, Comparative Economic Studies 53, lipanj 2011.

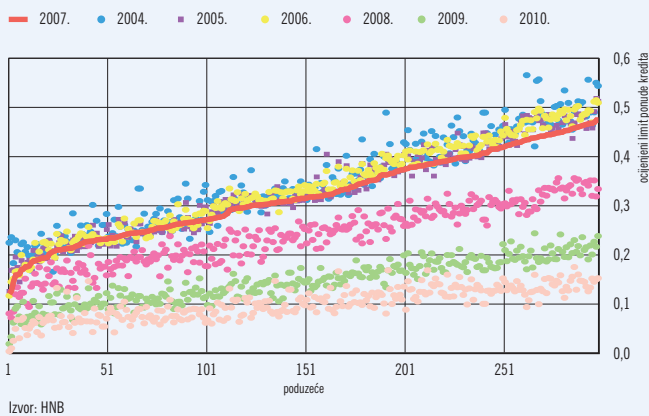
3 R. Herrala, *Credit crunch? An empirical test of cyclical credit policy*, Bank of Finland research Discussion Papers, 10/2009.

4 Podaci korišteni u ovoj analizi kombinacija su podataka iz financijskih izvještaja poduzetnika koje prikuplja Financijska agencija te podataka Hrvatske narodne banke o robnom izvozu pojedinih poduzeća od 2004. do 2010. godine.

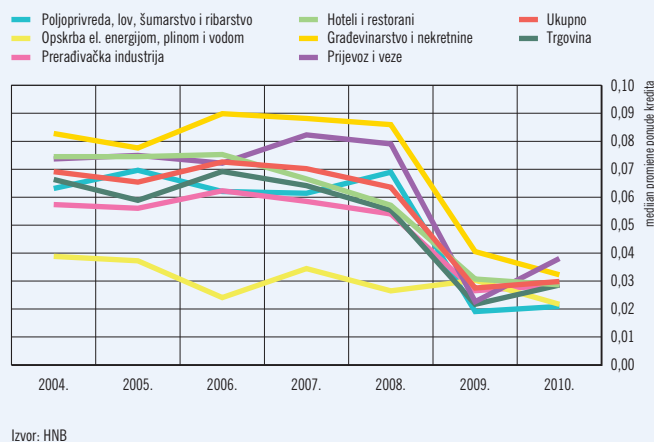
5 E. I. Altman, *Financial Ratios, Discriminant Analysis and the Prediction of Corporate Bankruptcy*, Journal of Finance, rujan 1968., str. 189 – 209

6 Porezni zaklon je smanjenje iznosa poreza na dobit na osnovi odbitaka na poreznu osnovicu. Primjeri su odbitaka plaćene kamate i amortizacija.

Slika 1. Ponuda novih kredita poduzećima od 2004. do 2010.

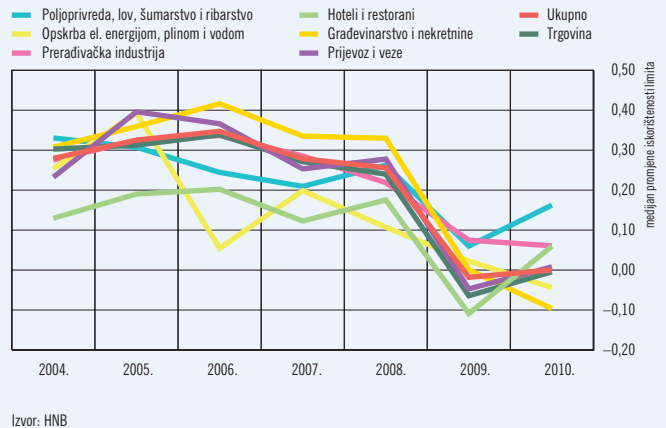


Slika 2. Ponuda kredita poduzećima po djelatnostima, medijan



Pad potražnje za kreditima uglavnom je dodatno pojačao učinak smanjenja ponude na usporavanje kreditne aktivnosti u razdoblju 2008. – 2010. Medijalna iskorištenost kreditnih limita po djelatnostima (Slika 3.) pokazuje da je opadanje potražnje većine sektora započelo već 2007., malo ranije nego kod ponude, pa je smanjenje potražnje bilo nešto snažnije nego što je to slučaj s ponudom kredita. Isto tako, razduživanje poduzeća zabilježeno u 2009. zaustavilo se i u nekim djelatnostima obrnulo tijekom 2010., s tim da se ponuda kredita nije oporavila (na osnovi kretanja u medijalnom poduzeću). Opisano kretanje potražnje može se povezati i s kretanjem kamatnih stopa na kredite poduzećima, koje su lagano rasle od 2006. te su se tek u 2010. počele postupno spuštati s dostignute visoke razine.

Slika 3. Potražnja za kreditima – iskorištenost kreditnih limita poduzeća po djelatnostima, medijan

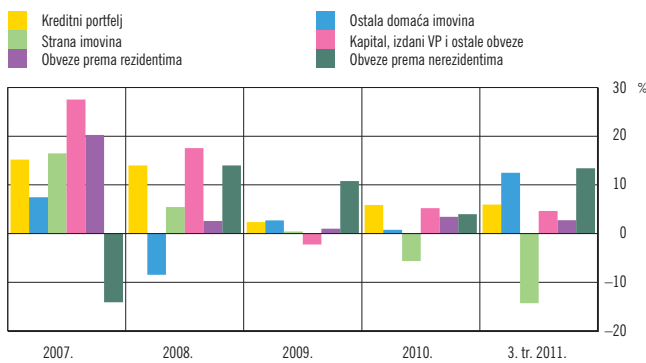


Provedena analiza pokazuje relativno usklađeno kretanje obrazaca ponude i potražnje za kreditima po djelatnostima u godinama do eskalacije krize, a od 2009. pod utjecajem promjena obrazaca finalne potražnje započinje sektorska realokacija kredita. Poduzeća iz sektora koji proizvode međunarodno razmjenjive proizvode, poput prerađivačke industrije te hotela i restorana, relativno su povećala potražnju za kreditima u 2010., zbog povoljnije situacije na izvoznim tržištima na koja su usmjerena. Građevinski sektor, koji je prije krize imao znatno veću ponudu kredita od ostalih sektora, obilježio je izrazit apsolutan i relativan pad ponude kredita. Međutim, taj pad ponude bio je praćen još većim padom potražnje, tako da se proces razduživanja tog sektora nastavio i u 2010. S druge strane, izvoznici su slabije smanjili potražnju u 2009. od ostalih poduzeća, a u 2010. znatno su povećali potražnju za kreditima. I taj rezultat upućuje na zaključak da se realokacija kredita u smjeru poduzeća koja posluju u sektoru međunarodno razmjenjivih proizvoda događa ponajprije pod utjecajem promjene potražnje, a manje pod utjecajem ponude kredita.

Prikazani rezultati analize pokazuju da je usporavanje kreditne aktivnosti u prvom redu proizašlo iz pada potražnje korporativnog sektora, premda je vidljivo i smanjenje ponude. Također, nakon relativno uniformnih kretanja u 2008. i 2009., tijekom 2010. vidljivo je jačanje realokacije ukupnih kredita prema djelatnostima s boljim potencijalom rasta, odnosno prema poduzećima koja izvoze. Takva su kretanja prije svega rezultat diferenciranja potražnje za kreditima među djelatnostima, a djelomično i manjih relativnih promjena ponude banaka. Navedeni trendovi pozitivni su s aspekta financijske stabilnosti jer popravljaju perspektivu rasta i ograničavaju kreditni rizik koji banke preuzimaju. No, s obzirom na to da se u prvim fazama recesije promjena sektorske strukture kredita uglavnom odnosila na inozemno kreditiranje (slike 49., 57. i 58.), to donekle ograničuje pozitivne učinke realokacije na stabilnost domaćih financijskih institucija.

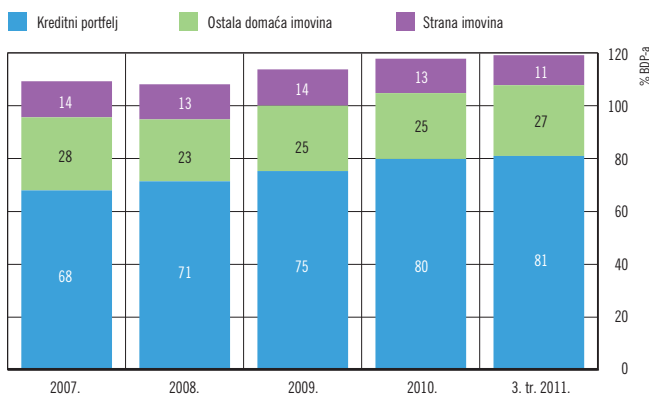
Bankarski sektor

Slika 67. Godišnja promjena najvažnijih stavki bilance bankarskog sektora^a



^a Porast stavki bilance na kraju rujna 2011. izračunat je u odnosu na rujna 2010.
Izvor: HNB

Slika 68. Aktiva bankarskog sektora



Izvor: HNB

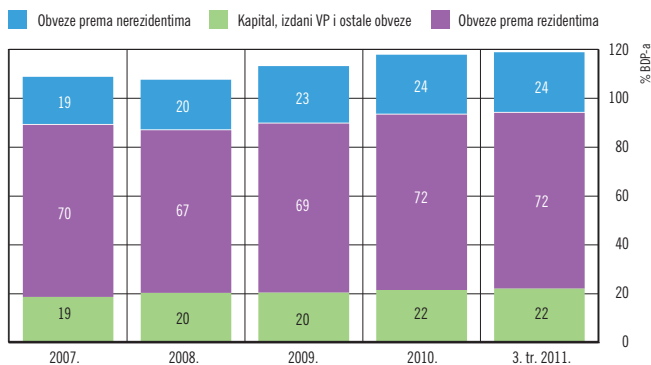
Imovina bankarskog sektora nastavila je s umjerenim rastom, praćenim malo bržim kreditnim rastom u uvjetima postupnoga gospodarskog oporavka tijekom prva tri tromjesečja 2011. godine. U tom se razdoblju nastavila i dominacija vlasnika u inozemnim izvorima financiranja, što može predstavljati rizik u slučaju previranja na međunarodnim financijskim tržištima zbog potrebe banaka majki za dodatnim kapitalom. Domaće su banke istodobno malo popravile dobit, koja uz snažnu kapitaliziranost čini adekvatan amortizer za sektor u cjelini u slučaju nastupanja malo vjerojatnih nepovoljnih šokova, premda bi neke banke mogle postati relativno blago potkapitalizirane.

Bilančne ranjivosti

Imovina bankarskog sektora nastavila se povećavati razmjerno sporim tempom u prvih devet mjeseci 2011. godine pod utjecajem slabe potražnje za kreditima. Godišnja stopa rasta imovine banaka u rujnu 2011. iznosila je 5,1%, što je nešto više nego krajem 2010. godine, ali je blago slabljenje tečaja kune i nadalje donekle napuhavalo nominalni rast bilance banaka.² Povećava-

² Iznos kredita iskazan u statističkim izvješćima banaka na dan 30. rujna 2011. uključuje kredite te, u pojedinim bankama, dužničke vrijednosne papire raspoređene u portfelj kredita i potraživanja. Iznos kredita i depozita izražava se u kunama, što znači da se zbog promjene tečaja nekunske stavke mogu smanjiti ili povećati. Tako je godišnja deprecijacija kune na kraju rujna od 11,8% prema švicarskom franku i 2,7% prema euru stimulirala nominalni rast imovine banaka. Također, u izvješćima banaka vrijednost kredita izražava se na neto načelu, odnosno kao vrijednost odobrenih kredita umanjena za iznos ispravaka vrijednosti za te kredite, pa rast tih ispravaka umanjuje neto kredite banaka.

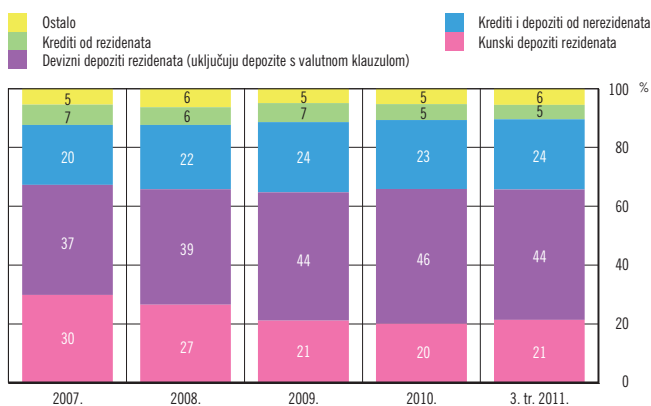
Slika 69. Pasiva bankarskog sektora^a



^a Razliku između imovine bankarskog sektora te njegovih obveza i kapitala čine posebne rezerve za identifikirane gubitke na skupnoj osnovi.

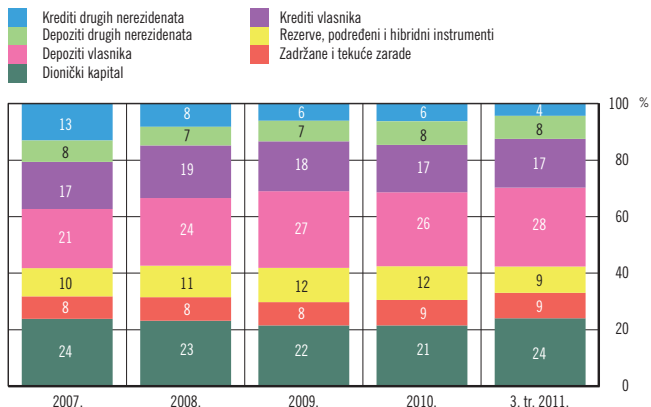
Izvor: HNB

Slika 70. Struktura obveza banaka



Izvor: HNB

Slika 71. Struktura sredstava primljenih od inozemnih izvora



Izvor: HNB

nje omjera imovine banaka i BDP-a, koji je tijekom 2010. porastao sa 114% na 118%, znatno se usporilo u 2011. godini zbog postupnoga gospodarskog oporavka, pa je do rujna 2011. taj omjer porastao za samo jedan postotni bod (Slika 68.).

Kreditiranje domaćih sektora ipak se malo ubrzalo tijekom prvih devet mjeseci 2011. godine u odnosu na 2010. (godišnja stopa rasta kredita u rujnu 2011. iznosila je 7,3% nominalno, odnosno 4,3% po stalnom tečaju, što je neznatno više u usporedbi s 2010.). Stagnacija zaduživanja kućanstava nastavila je nepovoljno utjecati na rast plasmana banaka, pa je potražnja države i korporativnog sektora i nadalje bila glavnim generatorom kreditnog rasta u uvjetima postupnog oporavka gospodarske aktivnosti. Krediti su tako nastavili rasti snažnije od ukupne imovine, zbog čega se pojačala njihova dominacija u portfelju banaka. Banke su u znatnoj mjeri iskoristile ublažavanje regulatornog okvira³ s početka godine, pa su likvidirale dio stranih vrijednosnih papira i sredstva uložile u domaće vrijednosne papire (slike 67. i 68.). Jačanje dominacije kredita u strukturi imovine upućuje na to da su banke povećale kreditni rizik i rizik likvidnosti kako bi ostvarile dodatne prihode.

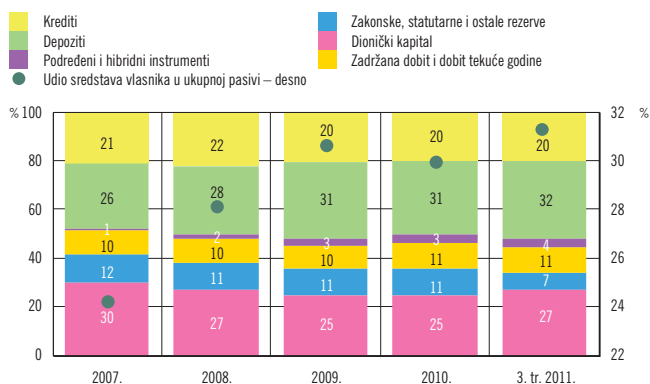
Godišnje promjene stavki bilance na kraju rujna 2011. godine upućuju na relativno brži rast obveza prema nerezidentima u odnosu na domaće izvore (Slika 67.). Pritom je struktura ukupnih izvora sredstava u prva tri tromjesečja ostala relativno stabilnom, pri čemu je jačala dominacija stranih vlasnika u inozemnim izvorima financiranja, koja je (uključujući kapital) dosegnula gotovo 90% (slike 69., 70., 71. i 72.).

Inozemni su vlasnici od izbijanja krize bili stabilan izvor financiranja svojih banaka kćeri u Hrvatskoj. Budući da su inozemni vlasnici domaćih banaka uglavnom velike međunarodne grupacije koje posluju s dugoročnom perspektivom na tržištima regije, njihovo je poslovanje na području Srednje i Istočne Europe bilo manje podložno kratkoročnim oscilacijama pod utjecajem raspoložnja tržišta. No, zbog teškoća koje inozemni vlasnici trenutačno imaju na domicilnim tržištima, kao i poteza pojedinih njihovih regulatora kojima im se nastoji ograničiti izloženost prema Srednjoj i Istočnoj Europi, u sljedećem će razdoblju priljev iz inozemnih izvora biti ograničen. Stoga će se hrvatske banke kćeri stranih banaka u većoj mjeri morati orijentirati na domaće izvore financiranja kreditnog rasta te na vlastite zalihe likvidnosti u situacijama obnovljenih kriznih udara. Ipak, kontinuirano solidni poslovni rezultati, koje su hrvatske banke kćeri ostvarivale od izbijanja financijske krize, kao i dominantno oslanjanje na domaće izvore sredstava stavljaju ih u relativno povoljnu situaciju među regionalnim podružnicama.

Kapital je banaka samo blago porastao u promatranom razdoblju, ali bankarski je sektor ostao snažno kapitaliziran, s tim da je udio najsigurnijih komponenata dioničkoga kapitala porastao, što je popravilo kvalitetu kapitala (slike 71. i 72.).

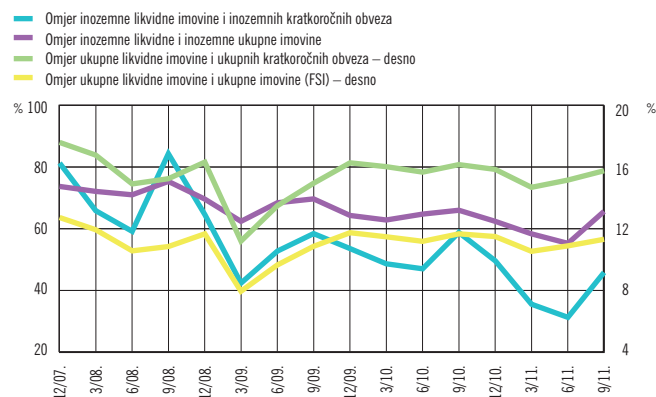
³ U ožujku 2011. na snagu je stupilo smanjenje stope minimalno potrebnih deviznih potraživanja s 20% na 17%, zbog čega je bankama oslobođeno malo više od 6 mlrd. kuna.

Slika 72. Struktura sredstava vlasnika banaka prema instrumentima



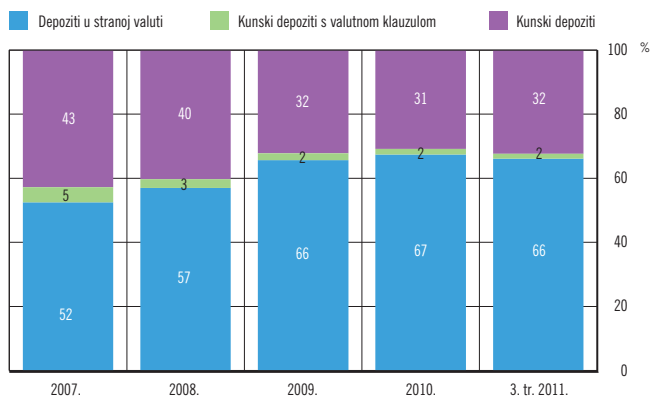
Izvor: HNB

Slika 73. Pokazatelji likvidnosti



Izvor: HNB

Slika 74. Valutna struktura depozita



Izvor: HNB

Likvidnost bankarskog sektora malo se smanjila u prva tri tromjesečja 2011. godine. S obzirom na to da su banke uglavnom smanjile držanje manje likvidnih stranih vrijednosnih papira, a zadržale likvidnije inozemne depozite te istodobno pojačale oslanjanje na kratkoročne izvore financiranja, omjer inozemne likvidne imovine i inozemnih kratkoročnih obveza zamjetljivo se smanjio tijekom prva tri tromjesečja 2011. godine, unatoč blagom oporavku potkraj tog razdoblja. Kako su istodobno povećane rezerve kunske likvidnosti, pokazatelji ukupne likvidnosti nisu se znatno promijenili (Slika 73.).

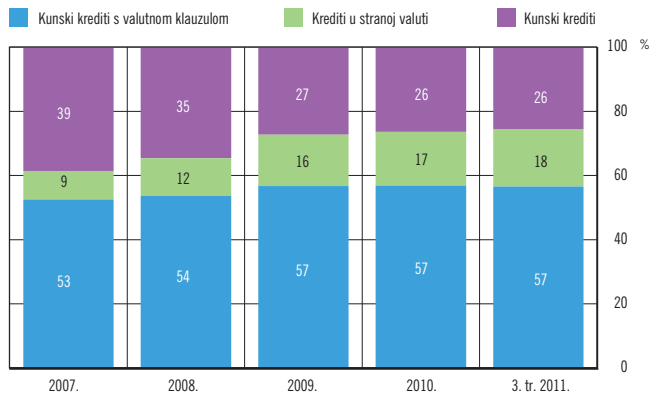
Valutna struktura bilance banaka ostala je uglavnom nepromijenjena, pri čemu su zadržani i visoki udjeli deviznih izvora i imovine. Pojačano oslanjanje na inozemne vlasnike te istodobni rast deviznih depozita stanovništva, što je dodatno izraženo u uvjetima pojačane neizvjesnosti na međunarodnim tržištima, posebice od sredine 2011. godine, pridonijeli su nastavku dominacije deviznih izvora. Devizni depoziti tako su na kraju trećeg tromjesečja 2011. činili više od dvije trećine svih depozita (Slika 74.).

Kako banke valutnu strukturu kredita usklađuju s valutnom strukturom depozita, i u 2011. nastavio se rast udjela indeksiranih kredita i kredita u stranoj valuti započeo s izbijanjem financijske krize te je do kraja rujna dosegnuo otprilike 74%. Tendenciju povećavanja tog udjela podržalo je i blago slabljenje tečaja kune prema švicarskom franku i euru tijekom posljednje dvije godine kao i rast udjela (pretežito valutno indeksiranih) stambenih kredita u kreditima kućanstvima te rast deviznih kredita državnim jedinicama (Slika 75.). Utjecaj promjene tečaja posebno je bio važan za kredite u švicarskim francima, pa je njegovo jačanje usporilo pad udjela kredita vezanih uz tu valutu. Krediti vezani uz švicarski franak tako su se u rujnu 2011. godine zadržali na razini većoj od 40% indeksiranih stambenih kredita, premda se ne odobravaju već nekoliko godina, dok je taj udio kod kredita za kupnju automobila pao na manje od 60% (slike 76. i 77.).

Spomenute promjene valutne strukture imovine i obveza banaka nisu znatno utjecale na njihovu neto otvorenu poziciju u stranim valutama, koja se na razini sustava zadržala znatno ispod regulatornog ograničenja te je na kraju rujna 2011. godine iznosila samo 2,1% jamstvenoga kapitala. Izloženost banaka izravnom kamatnom riziku također je ostala niska, a razlika između udjela odobrenih kredita kojima se kamatna stopa može promijeniti u roku do jedne godine i udjela istovrsnih primljenih kredita i depozita malo je porasla (Slika 78.).

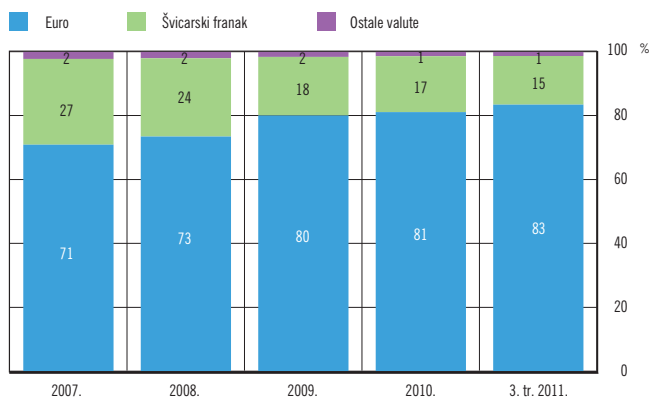
Blago smanjenje izloženosti izravnom valutnom riziku pratio je porast izloženosti banaka neizravnom valutnom riziku. Udio nezaštićenih kredita u ukupnim kreditima izloženima valutno induciranom kreditnom riziku porastao, a na to je u najvećoj mjeri utjecao porast izloženosti prema sektoru stanovništva, odnosno segmentu ostalih kredita tom sektoru, dok se udio nezaštićenih stambenih kredita smanjio. Kod sektora trgovačkih društava blagi pad udjela kredita odobrenih valutno slabije zaštićenim gospodarskim djelatnostima, poput građevinarstva, zaustavio je rast udjela nezaštićenih kredita u ukupnim kredi-

Slika 75. Valutna struktura kredita



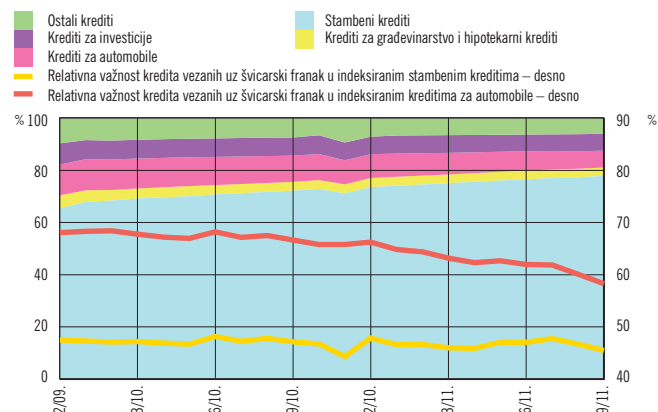
Izvor: HNB

Slika 76. Valutna struktura nekunskih kredita



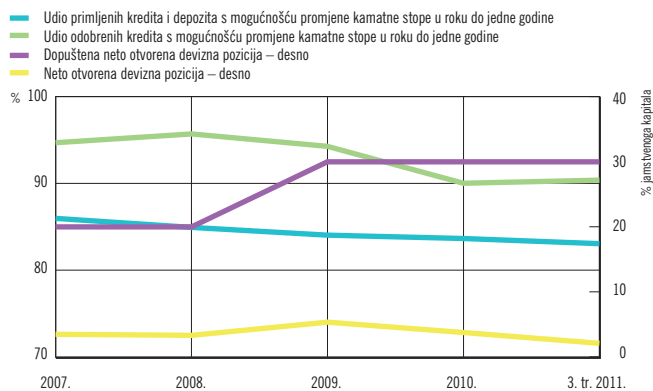
Izvor: HNB

Slika 77. Struktura kredita vezanih uz švicarski franak



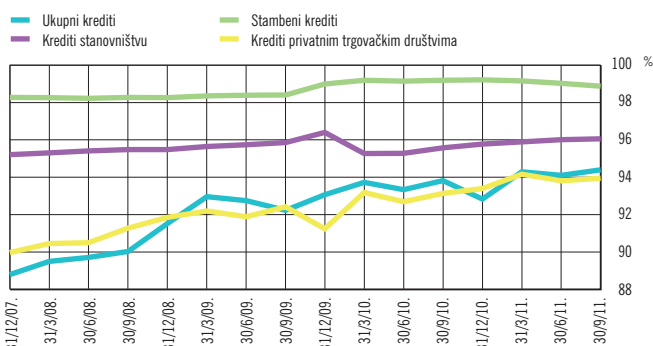
Izvor: HNB

Slika 78. Izloženost banaka izravnom valutnom i kamatnom riziku



Izvor: HNB

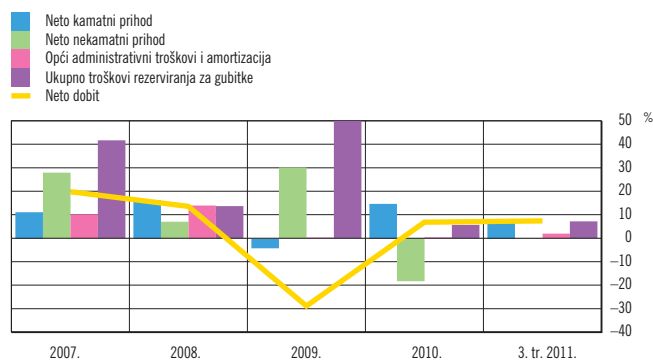
Slika 79. Udio nezaštićenih u ukupnim kreditima izloženima VIKR-u^a



^a VIKR je uvođenjem novih pravila, uz niz drugih rizika, preseljen u drugi stup novog okvira za izračun kapitala, odnosno u propise vezane uz interni kapital kreditnih institucija.

Izvor: HNB

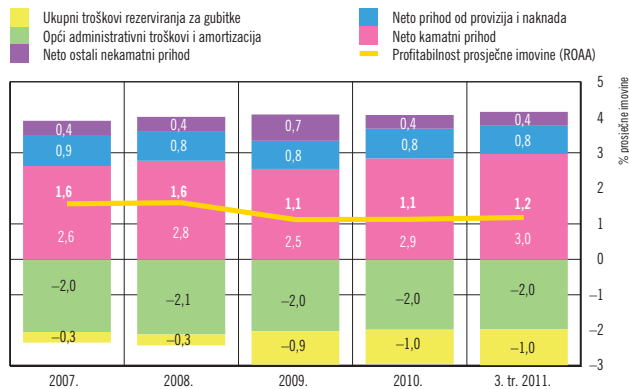
Slika 80. Godišnja promjena odabranih kategorija poslovnog rezultata^a



^a Ukupni troškovi rezerviranja za gubitke u 2009. porasli su za oko 220%.

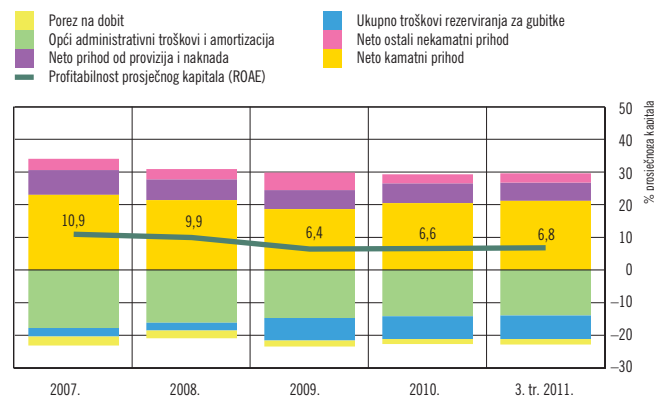
Izvor: HNB

Slika 81. Doprinosi elemenata profitabilnosti prosječne imovine



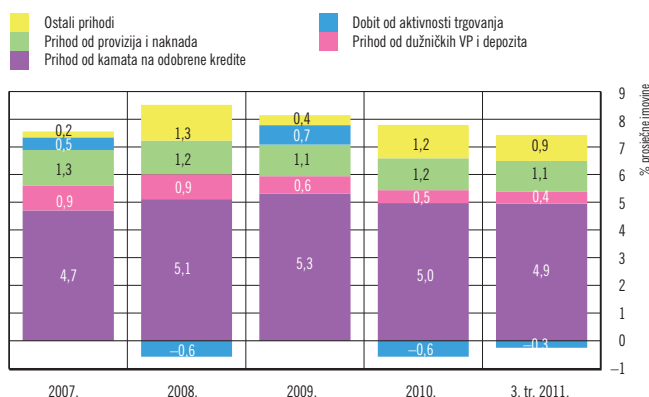
Izvor: HNB

Slika 82. Doprinosi elemenata profitabilnosti prosječnoga kapitala



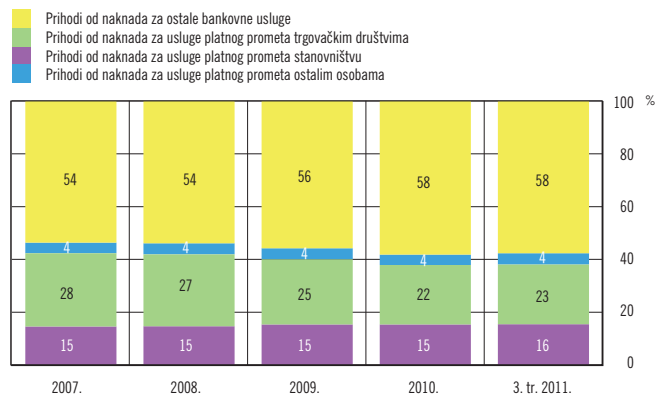
Izvor: HNB

Slika 83. Struktura ukupnih prihoda



Izvor: HNB

Slika 84. Struktura prihoda od provizija i naknada



Izvor: HNB

tima izloženima valutno induciranom kreditnom riziku, ali na već dostignutoj visokoj razini (Slika 79.). Istodobno, nastavak pružavanja ročnosti novoodobrenih kredita upućuje na smanjenje rizika refinanciranja za klijente banaka, a time i manji kreditni rizik banaka (Slika 88.).

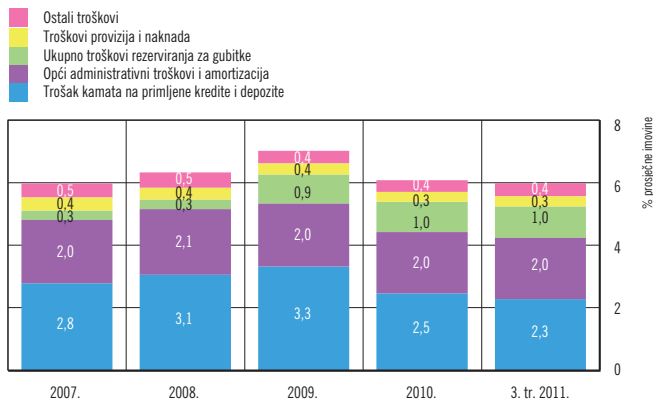
Nastavljajući prebacivati izravni valutni i kamatni rizik na klijente, banke su u kriznom razdoblju ograničile svoju izravnu izloženost tim rizicima. Međutim, ti bi se rizici u slučaju snažnijih valutnih ili kamatnih šokova tijekom 2012. godine mogli materijalizirati u obliku kreditnog rizika.

Strateški rizici⁴

Poslovni rezultat banaka nastavio se popravljati u uvjetima blagog oporavka makroekonomskog okruženja, pa je u razdoblju do rujna 2011. neto dobit banaka porasla za oko 7,5%. Glavni utjecaj na agregatni rezultat imalo je smanjenje kamatnih troškova, koje je bilo snažnije od pada kamatnih prihoda, pa je neto učinak promjene kamatnih stopa na zarade banaka bio pozitivan. Na smanjenje kamatnih troškova najviše je utjecao pad troškova po oročenim depozitima stanovništva zbog pada pasivnih kamatnih stopa, ali i kretanje referentnih kamatnih stopa, odnosno zadržavanje ZIBOR-a i EURIBOR-a na iznimno niskim razinama, kao i održavanje premije za rizik države na malo nižoj razini do sredine 2011. godine (Slika 87.). Kako su se istodobno aktivne kamatne stope na ukupne kredite, aproksimirane kamatnim prihodom, sporije smanjivale, kamatna marža banaka nastavila je rasti te je do kraja rujna 2011. dosegla svoj petogodišnji maksimum. Kamatna se razlika, koja uzima u obzir samo novoodobrene kredite, nastavila smanjivati kao posljedica pada udjela kratkoročnih kredita (koji imaju standar-

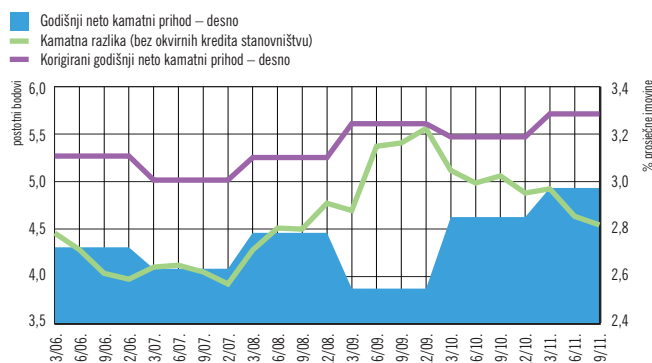
⁴ Stavke iz računa dobiti i gubitka za rujna 2011. svedene su na godišnju razinu kako bi se mogle uspoređivati s prethodnim cjelogodišnjim razdobljima. To je učinjeno zbrajanjem poslovnih rezultata banaka u posljednjem tromjesečju 2010. i prva tri tromjesečja 2011. godine.

Slika 85. Struktura ukupnih troškova



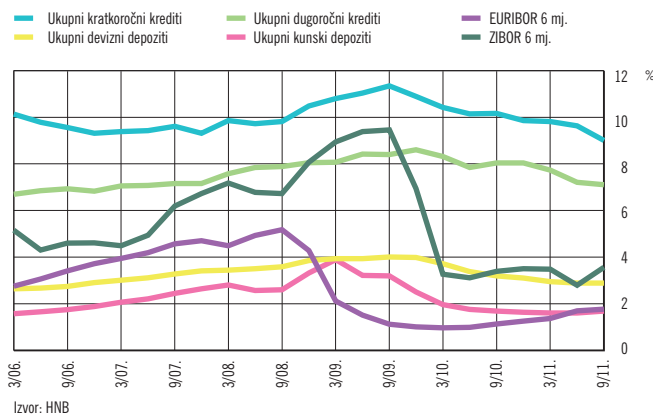
Izvor: HNB

Slika 86. Kamatna razlika (tromjesečni prosjek mjesečnih stopa na novoodobrene kredite) i godišnji neto kamatni prihod



Napomena: Neto kamatni prihod banaka korigiran je s dobiti od aktivnosti trgovanja i obračunatim tečajnim razlikama.
Izvor: HNB

Slika 87. Odabrane kamatne stope (tromjesečni prosjek mjesečnih stopa)



Izvor: HNB

dno višu nominalnu kamatnu stopu) te rasta udjela stambenih kredita (s najnižom nominalnom kamatnom stopom) u novoodobrenim kreditima (slike 86. i 88.). Neto kamatni prihod banaka porastao je tako za gotovo 7% u prvih devet mjeseci 2011. u odnosu na godinu prije (Slika 80.).

Usporavanje rasta nenaplativih kredita nije bitno djelovalo na dinamiku troškova rezerviranja, koji su nastavili rasti sličnom dinamikom kao i prethodne godine, pa su u razdoblju do kraja rujna 2011. porasli za oko 7% u odnosu na isto razdoblje godinu prije (slike 80. i 85.). Porast udjela nenaplativih kredita ujedno je nepovoljno djelovao na omjer kamatnih prihoda i imovine banaka, ali je taj utjecaj ublažilo povećanje udjela kredita u ukupnoj imovini. Istodobno, smanjen je nekamatni prihod zbog blagog pada prihoda od provizija i naknada, te ostalog prihoda (slike 83. i 84.).

Profitabilnost prosječne imovine porasla je pod utjecajem navedenih kretanja s 1,1% na kraju 2010. na 1,2% u prvih devet mjeseci 2011., dok je u istom razdoblju profitabilnost prosječnoga kapitala porasla sa 6,6% na 6,8%. Pokazatelji profitabilnosti tako su ostali na znatno nižoj razini nego prije izbijanja krize (slike 81. i 82.).

Unatoč popravljaju poslovnih rezultata cjelokupnog sektora utemeljenom na porastu neto kamatnog prihoda i nastavku opreznog upravljanja administrativnim troškovima, povećala se raspršenost zarada među bankama i grupama banaka. Za bolji poslovni rezultat sektora zaslužno je samo nekoliko najvećih, univerzalnih banaka koje su zbog diversifikacije kreditnog portfelja i opreznog upravljanja kreditnim rizikom pokazale razmjernu otpornost na nepovoljne makroekonomske uvjete te su ostvarile solidne zarade. S druge strane, broj malih banaka snažno orijentiranih na segmente poduzeća ili potrošačkoga kreditiranja stanovništva koje su ostvarile gubitak porastao je s pet krajem 2010. na devet do kraja rujna 2011. godine.

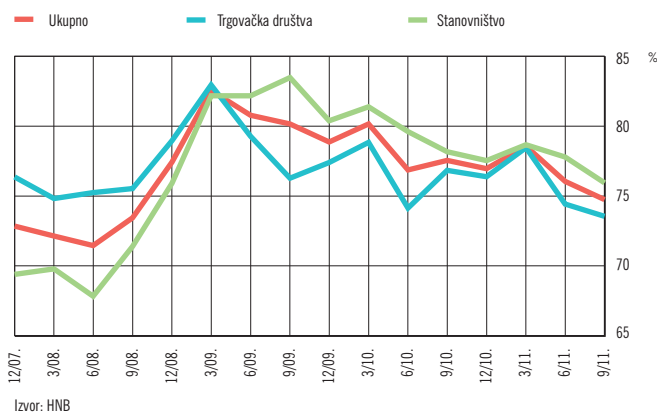
Aktualna previranja na međunarodnim tržištima prijete dobrim ostvarenjima bankarskog sektora. Naime, moguće jačanje gospodarske krize u eurozoni te eventualno veća premija za rizik države za banke bi tijekom 2012. godine mogli rezultirati skupljim i oskudnijim sredstvima. U takvom bi scenariju, koji bi za posljedicu imao jačanje recesijskih tendencija u hrvatskom gospodarstvu, slaba potražnja za kreditima ograničila mogućnost podizanja kamatnih stopa, što bi zajedno s nastavkom rasta troškova ispravaka vrijednosti dovelo do pada zarada.

Kreditni rizik i kapitaliziranost banaka

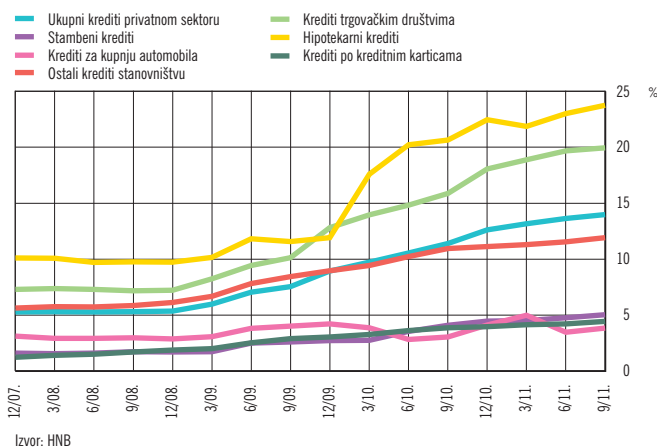
Kvaliteta gotovo svih vrsta kredita nastavila se pogoršavati u 2011. godini, ali mnogo sporijim tempom nego tijekom 2010. Tako je udio loših u ukupnim kreditima privatnom sektoru⁵ dosegnuo 14,0% krajem rujna 2011. godine, što je za 2,6 postotnih bodova više nego u istom razdoblju 2010. Udio ukupnih

⁵ Privatni sektor uključuje stanovništvo i sva poduzeća.

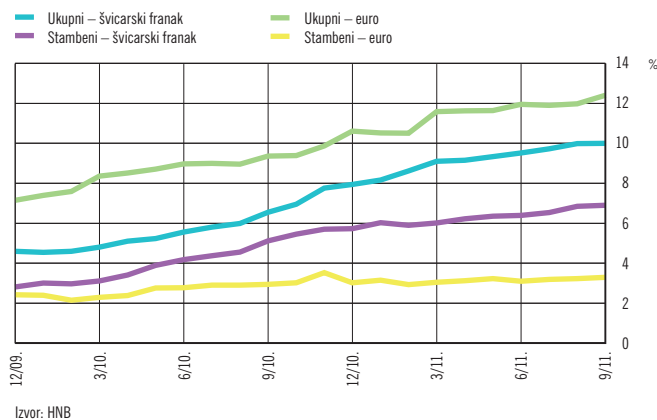
Slika 88. Udio kratkoročnih u ukupnim novoodobrenim kreditima (tromjesečni prosjek)



Slika 89. Udio loših u ukupnim kreditima



Slika 90. Udio loših u ukupnim kreditima po vrstama i valuti indeksacije



loših kredita u ukupnim kreditima rastao je malo sporije zbog znatnog povećanja iznosa niskorizičnih kredita odobrenih državi te je na kraju rujna 2011. iznosio 12,2%. Takvo kretanje agregatnog pokazatelja i nadalje je ponajviše određeno dinamikom i rizičnošću kredita poduzećima (s udjelom u ukupnim kreditima od oko 40%, a u ukupnim lošim kreditima od oko 70%), za koje je udio loših kredita krajem rujna 2011. iznosio 19,9%. Kod kredita stanovništvu i nadalje su prisutne znatne razlike između pojedinih potkategorija, no rast udjela loših kredita zabilježen je u svima, osim kod relativno slabo zastupljenih kredita za kupnju automobila, pa je udio loših u ukupnim kreditima stanovništvu na kraju rujna 2011. dosegao 8,5% (Slika 89.).

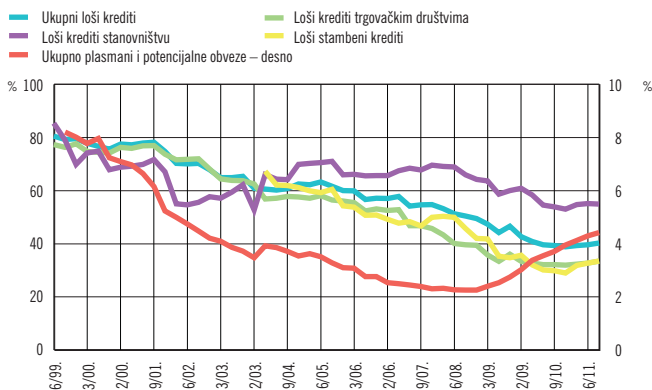
Nešto veći doprinos kredita stanovništvu ukupnom rastu loših kredita tijekom 2010. i 2011. godine u odnosu na prethodne godine može se povezati s nepovoljnim kretanjima na tržištu rada te sa snažnim jačanjem tečaja švicarskog franka. Kako je kuna tijekom 2010. i prvih devet mjeseci 2011. godine znatno snažnije deprecirala prema švicarskom franku nego prema euru (20% i 3,5% nasuprot 1% i 1,4%), razlika u udjelima loših u ukupnim stambenim kreditima vezanima uz franak i uz euro nastavila je rasti te je krajem rujna 2011. godine iznosila oko tri postotna boda (Slika 90.).⁶ To znači da bi stambeni krediti vezani uz švicarski franak, unatoč postupnom smanjivanju, još neko vrijeme mogli biti važnim izvorom materijalizacije kreditnog rizika.

Tijekom 2011. preokrenuta je dugogodišnja tendencija smanjivanja pokrivenosti loših kredita ispravcima vrijednosti (Slika 91.). U prethodnom razdoblju banke su smanjivale pokrivenost loših kredita, čime su ublažile porast troškova ispravaka vrijednosti, dok je tijekom 2011., usporodno s pojačanim procesom materijalizacije rizika, potreba za većom pokrivenošću narasla, što je ponovno potaknulo porast troškova ispravaka vrijednosti. Rast pokrivenosti loših kredita ispravcima vrijednosti može se pripisati starenju znatnog dijela portfelja kredita koji je postao loš u ranoj fazi krize. Taj bi proces zbog intenzivnog rasta loših kredita u protekle tri godine mogao još nekoliko godina nastaviti opterećivati poslovanje banaka.

Dok razina pokrivenosti loših kredita ispravcima vrijednosti krije potencijalne rizike za kapitalnu adekvatnost, relativno visok prosječni ponder rizika kojim se banke koriste pri izračunu adekvatnosti kapitala, pruža rezervu za popravljavanje adekvatnosti. Banke su tijekom 2011. u znatnijoj mjeri iskoristile mogućnost snižavanja pondera rizičnosti u skladu s pravilima Basela II (zamjena i smanjivanje pondera rizičnosti), što je, zajedno s rastom izloženosti prema državi, blago spustilo prosječni ponder za izračun kreditnog rizika te povećalo stopu adekvatnosti kapitala na 19,3% na kraju rujna 2011. No, nevagani omjer kapitala i imovine banaka već nekoliko godina stagnira na razini od oko 14,0%. Osim razmjerno visokog omjera kapitala i imo-

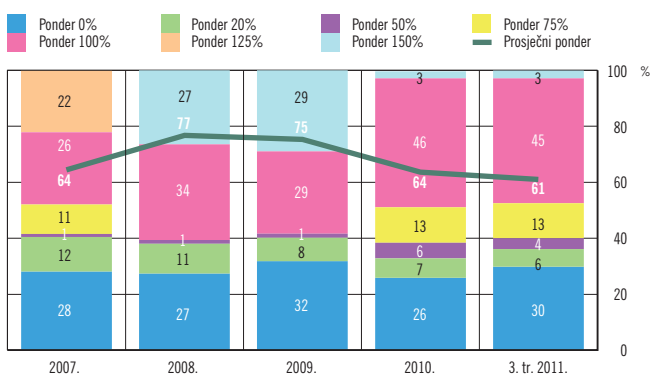
⁶ Na kvalitetu kredita vezanih uz švicarski franak utjecale su i specifične okolnosti u kojima su krediti odobreni. Više o problematici kredita vezanih uz švicarski franak vidi u Okviru 5. Materijalizacija valutno inducirana kreditnog rizika kod kredita vezanih uz švicarski franak, Financijska stabilnost, broj 6, siječanj 2011.

Slika 91. Pokrivenost plasmana i potencijalnih obveza ispravicima vrijednosti



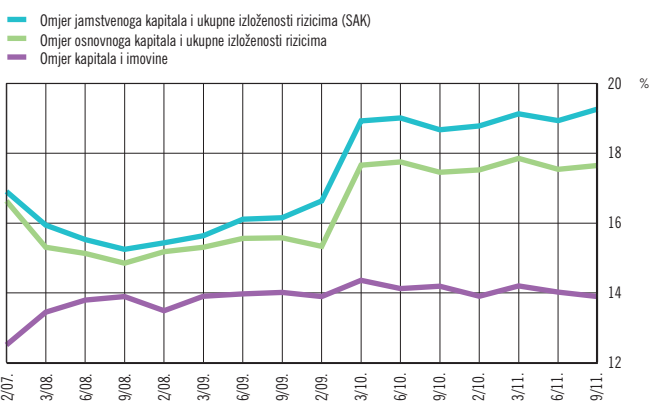
Izvor: HNB

Slika 92. Distribucija imovine banaka po ponderima koji se na nju primjenjuju i prosječan ponder^a



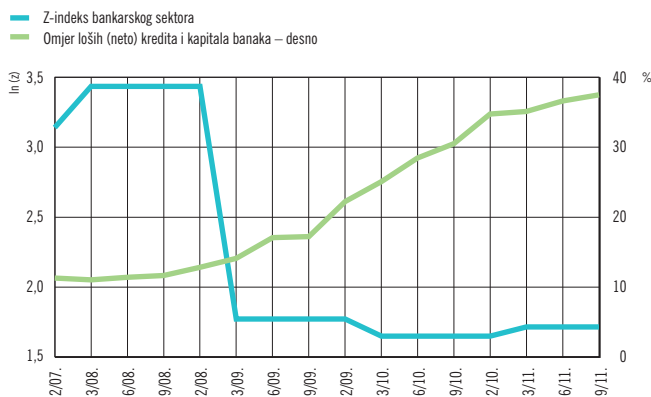
^a Zbog promjene metodologije podaci prije i nakon 2009. nisu usporedivi.
Izvor: HNB

Slika 93. Pokazatelji adekvatnosti kapitala



Izvor: HNB

Slika 94. Pokazatelji solventnosti bankarskog sektora



Izvor: HNB

vine povoljan učinak na stabilnost sektora ima i visoka kvaliteta samoga kapitala zbog velikog udjela osnovnog u jamstvenom kapitalu (slike 92. i 93.).

Znatan rizik za stabilnost bankarskog sektora i nadalje čini rastuće opterećenje kapitala nepokrivenim dijelom loših kredita, s obzirom na potencijalni trošak koji bi nastao daljnjim kvarenjem tog dijela kreditnog portfelja. Rizik solventnosti bankarskog sektora mjereno Z-indeksom⁷ blago se smanjio, no i nadalje je znatno veći nego u pretkrizno doba (Slika 94.).

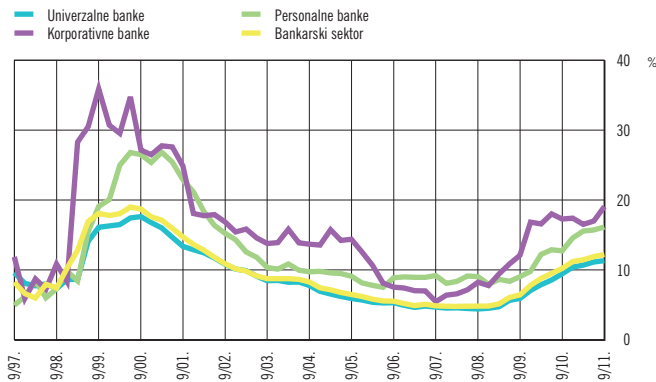
Otpornost bankarskog sektora

Sve strateške grupe banaka od izbijanja krize obilježava tendencija rasta loših kredita, zajedno s rastućom diferencijacijom u razmjerima pogoršanja kvalitete kreditnog portfelja, koja se nastavila i u 2011. godini.⁸ Povećanje rizičnosti plasmana univerzalnih banaka zbog njihova je dominantnog značenja za sektor blisko povezano s dinamikom rasta agregatne kvalitete kredita. Tako je na kraju rujna 2011. godine udio loših u ukupnim kreditima za grupu univerzalnih banaka iznosio 11,3%, što je samo malo niže od agregatne razine loših kredita, koja je iznosila 12,2%. Udio loših kredita kod personalnih je banaka znatno brže rastao i dosegao višu razinu nego kod univerzalnih banaka (16,1%). Kod korporativnih su banaka loši krediti snažno porasli tijekom 2011. godine nakon relativno dugog razdoblja stagnacije na povišenoj razini te su krajem rujna 2011. godine iznosili 19,1% ukupnih kredita (Slika 95.). Taj bi porast mogao biti povezan sa smanjenjem reprogramiranja i produljivanja otplate kredita, kojima se odgađalo priznavanje kvarenja kvalitete kreditnog portfelja. To je, među ostalim, bilo razlogom što u 2011. godini više nije bilo banaka koje procjenjuju porast kva-

⁷ Detaljniji opis Z-indeksa bankarskog sektora vidi u Okviru 5. Ocjena stabilnosti bankarskog sektora mjerena Z-indeksom, Financijska stabilnost, broj 1, lipanj 2008.

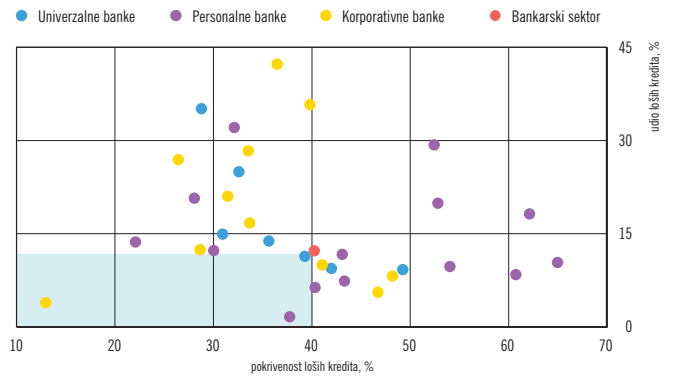
⁸ Strateško grupiranje banaka detaljnije je opisano u Okviru 6. Revizija metodologije ispitivanja otpornosti bankarskog sektora, Financijska stabilnost, broj 3, lipanj 2009.

Slika 95. Kretanje udjela loših kredita u ukupnima po skupinama banaka



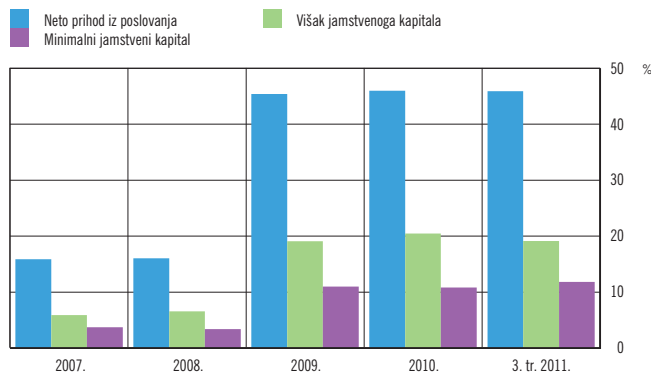
Izvor: HNB

Slika 98. Pokrivenost loših kredita i udio loših kredita po bankama, na dan 30. rujna 2011.



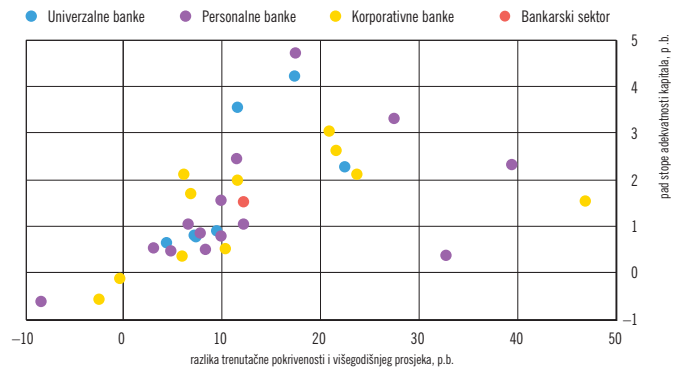
Izvor: HNB

Slika 96. Omjer troškova ispravaka vrijednosti i amortizera tih troškova



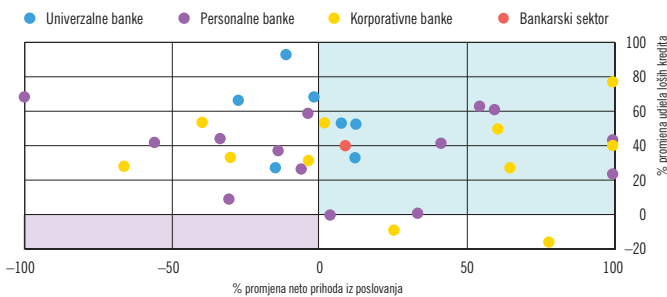
Izvor: HNB

Slika 99. Korekcija stope adekvatnosti kapitala na dan 30. rujna 2011. za pad pokrivenosti loših kredita u odnosu na prosjek (2003. – 2011.)



Izvor: HNB

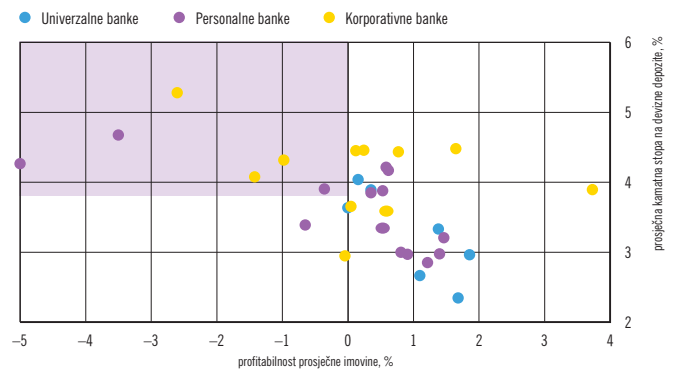
Slika 97. Promjena zarada banaka i udjela loših kredita u prva tri tromjesečja 2011. u odnosu na prosjeke u prethodne tri godine^a



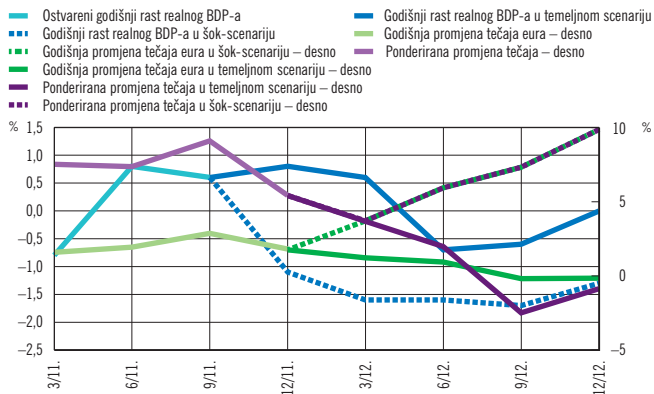
^a U svijetloplavom se području nalaze banke sa solidnijim poslovnim rezultatima i opreznijom procjenom rizičnosti kreditnog portfelja u odnosu na prosjek prethodne tri godine. Ljubičasto područje obuhvaća banke kojima je u istom razdoblju smanjena zarada, dok kvalitetu kreditnog portfelja procjenjuju optimističnije, unatoč pogoršanju makroekonomskih okolnosti.

Izvor: HNB

Slika 100. Godišnja profitabilnost prosječne imovine i prosječna godišnja kamatna stopa na devizne depozite na kraju rujna 2011.

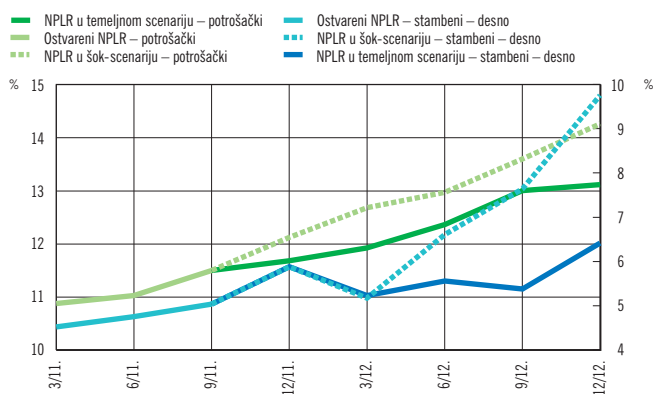


Slika 101. Projekcije makroekonomskih varijabli u različitim scenarijima



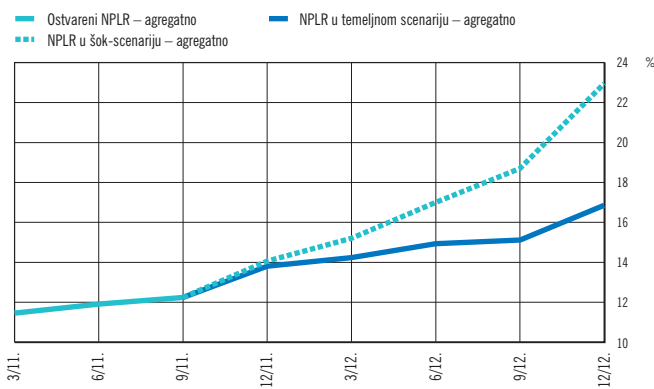
Izvor: HNB

Slika 104. Projekcije udjela loših stambenih i potrošačkih kredita u različitim scenarijima



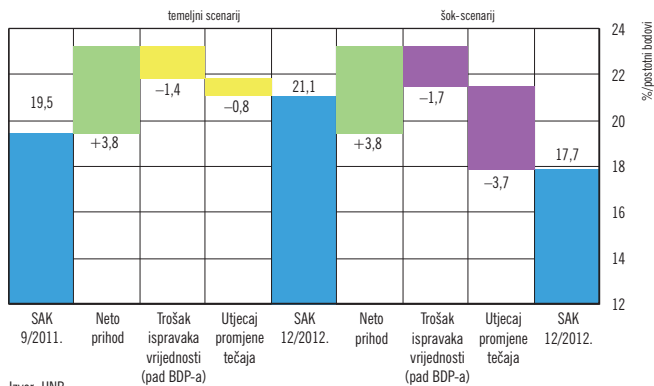
Izvor: HNB

Slika 102. Projekcije udjela ukupnih loših kredita u različitim scenarijima



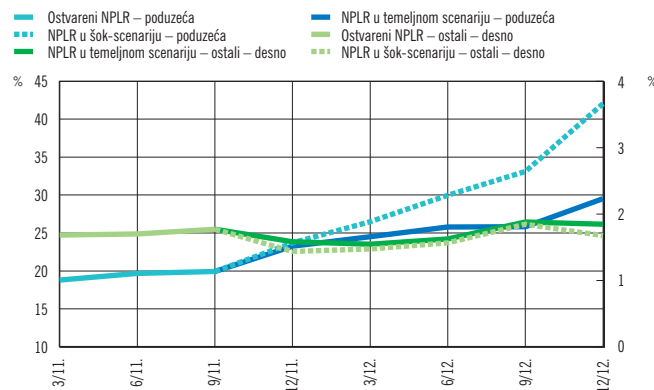
Izvor: HNB

Slika 105. Doprinosi pojedinačnih elemenata promjeni SAK-a u različitim scenarijima



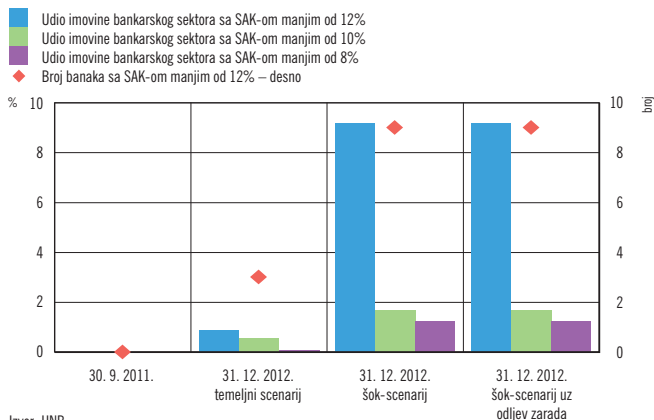
Izvor: HNB

Slika 103. Projekcije udjela loših kredita poduzećima i ostalih kredita u različitim scenarijima



Izvor: HNB

Slika 106. Struktura banaka i njihove imovine po stopi adekvatnosti kapitala u različitim scenarijima



Izvor: HNB

Tablica 6. Dinamika udjela loših kredita i stope adekvatnosti kapitala u različitim scenarijima po grupama banaka

	30. 9. 2011.	31.12.2012.					
		Temeljni scenarij		Šok-scenarij		Šok-scenarij uz odljev zarada	
	Stanje SAK-a, %	Stanje SAK-a, %	SAK u odnosu na 30. 9. 2011.	Stanje SAK-a, %	SAK u odnosu na 30. 9. 2011.	Stanje SAK-a, %	SAK u odnosu na 30. 9. 2011.
Bankarski sektor	19,5	21,1	1,6	17,7	-1,8	17,4	-2,0
Personalne banke	17,9	17,7	-0,2	14,9	-2,9	14,9	-3,0
Korporativne banke	15,2	15,8	0,6	13,1	-2,0	12,8	-2,3
Univerzalne banke	19,9	21,7	1,8	18,2	-1,7	17,9	-2,0

Izvor: HNB

litete kreditnog portfelja u odnosu na smanjenje neto prihoda. U prošlim su razdobljima personalne banke bile ocjenjivane po tom kriteriju uglavnom kao rizične, ali u posljednje su vrijeme počele malo konzervativnije procjenjivati kvalitetu kreditnog portfelja ili su uspjele povećati svoju operativnu dobit (Slika 97.).

Porast pokrivenosti loših kredita ispravcima vrijednosti tijekom 2011. godine, posebno u bankama koje su imale razmjerno nizak udio loših kredita i nisku pokrivenost loših kredita, povoljno je djelovao na financijsku stabilnost (Slika 98.). Stoga je potencijalni šok koji bi nastao korekcijom pokrivenosti loših kredita na prosječnu razinu od 2003. do 2011. malo smanjen u odnosu na prethodno razdoblje (Slika 99.). Pokrivenost loših kredita za banke znači jednu od diskrecijskih mjera kojima mogu donekle utjecati na poslovne rezultate, onoliko koliko to dopuštaju regulatorna pravila (vidi Okvir 3.). No, relativno malen broj personalnih i korporativnih banaka i nadalje iskazuje relativno niske razine oba promatrana pokazatelja, pa su potencijalno izložene dvostrukom šoku u uvjetima recesije: nastavku priljeva novih loših kredita kao i porastu troškova ispravaka vrijednosti već odobrenih loših kredita. Navedeni rizici upućuju na oprez pri tumačenju rezultata ispitivanja otpornosti (prikazanih u nastavku) koji donekle podcjenjuju potencijalni pad adekvatnosti kapitala.

Kod manjeg broja banaka još je prisutan mogući problem moralnog hazarda, vidljiv iz kombinacije visokih pasivnih kamatnih stopa i ostvarenih gubitaka. U tu kategoriju sada ulaze uglavnom korporativne banke u kojima je tijekom nekoliko posljednjih tromjesečja zabilježen nagli porast udjela loših kredita (Slika 100.).

Ispitivanje otpornosti bankarskog sektora za 2012. godinu pokazalo je da su postojeći amortizeri adekvatni na razini cijelog sektora i u slučaju nastupanja malo vjerojatnih, ali mogućih nepovoljnih makroekonomskih šokova.⁹ Temeljni scenarij, koji se

9 Provedeno ispitivanje otpornosti bankarskog sektora počiva na sektorskim modelima kreditnog rizika prikazanima u Financijskoj stabilnosti, broj 7, koji omogućuju simulacije utjecaja makroekonomskih šokova na promjene rizičnosti pojedinih skupina kredita. Time se učinak makroekonomskog scenarija na svaku banku manifestira ovisno o strukturi, odnosno o profilu rizičnosti njezina kreditnog portfelja (kreditni poduzećima, stambeni krediti, potrošački krediti i ostali krediti).

smatra najvjerojatnijim ishodom, uključuje pad realnog BDP-a u 2012. od 0,2% pod utjecajem nepovoljnoga međunarodnog okružja i snažne domaće fiskalne prilagodbe te zadržavanje relativno stabilnog tečaja kune prema euru i švicarskom franku. Šok-scenarij, kojim se ispituje otpornost na malo vjerojatnu, ali ipak moguću kombinaciju šokova, pretpostavlja pad realnog BDP-a od 1,6%, a zbog očekivane slabije dostupnosti i više cijene inozemnog financiranja u projekcijskom horizontu, uključuje i učinak kumulativnog slabljenja tečaja kune prema euru i švicarskom franku za oko 10%¹⁰ (Slika 101.).

U temeljnom scenariju udio loših u ukupnim kreditima do kraja 2012. godine mogao bi dosegnuti otprilike 17%. Šok-scenarij pretpostavlja snažniji porast udjela loših kredita, koji bi do kraja toga projekcijskog horizonta dosegnuo razinu od oko 23% (Slika 102.).

Segment kreditnog portfelja koji se odnosi na poduzeća daje standardno najveći doprinos dinamici loših kredita. Njegov udio loših kredita u temeljnom scenariju krajem 2012. godine iznosi 30%, a u šok-scenariju 42%. Malo blaži porast rizičnosti vezuje se za potrošačke kredite, čiji udio loših kredita u prikazanim scenarijima doseže oko 13% odnosno oko 14%. Udio loših kredita u segmentu stambenog financiranja u temeljnom bi scenariju blago porastao, na oko 6%, dok bi u šok-scenariju porastao na oko 10% (slike 103. i 104.).

Projicirani neto prihod banaka¹¹ u temeljnom scenariju trebao bi i nadalje biti više nego dovoljan za amortizaciju cjelokupnog troška ispravaka vrijednosti, pa bi pod pretpostavkom zadržavanja dobiti stopa adekvatnosti kapitala sektora porasla za malo manje od dva postotna boda u odnosu na rujnu 2010. godine, čemu najviše pridonose velike, univerzalne banke. Kod korpo-

10 Projekcijske vrijednosti BDP-a u šok-scenariju izračunate su na osnovi kvantilnih vektorskih autoregresija, u koje su uvršteni indeksi financijskih uvjeta i stope rasta BDP-a za Hrvatsku i EU. Šok-scenarij je konstruiran kao ishod koji omeđuje 5% najgorih ishoda, uz zadan temeljni scenarij.

11 Neto prihod banaka projiciran je internim modelom na temelju ostvarenih poslovnih rezultata banaka tijekom prvih devet mjeseci 2011. te očekivanja kretanja kamatnih stopa i stavki bilance u nastavku godine. U temeljnom scenariju neto prihod sektora u 2012. za 5% je veći od onog ostvarenog tijekom 2011. godine, dok u šok-scenariju ovaj amortizer ostaje nepromijenjen u odnosu na 2011. godinu.

rativnih banaka očekivani agregatni neto prihod neznatno je viši od projiciranih troškova ispravaka vrijednosti, pa njihova stopa adekvatnosti kapitala blago raste, dok kod personalnih banaka trošak ispravaka vrijednosti nadmašuje neto prihod i dovodi do blagog smanjenja adekvatnosti kapitala (Tablica 6.).

U odnosu na osnovni scenarij u šok-scenariju dodatno raste trošak ispravaka vrijednosti kredita. Na tu razliku, uz učinak pada BDP-a, prije svega utječe promjena tečaja koja aktivira valutno inducirani kreditni rizik. Osim toga, zbog deprecijacije kune autonomno slabi adekvatnost kapitala jer je kapital banaka izražen u kunama, a imovina uglavnom u eurima (Slika 105.). Stopa adekvatnosti kapitala bankarskog sektora u ovom bi scenariju bila smanjena za 1,8 postotnih bodova, te bi za nešto više od tri postotna boda bila niža nego u temeljnom scenariju. Kod univerzalnih banaka ovaj bi pad bio najmanje izražen te bi iznosio 1,7 postotnih bodova, dok bi kod korporativnih banaka on iznosio 2,0, a kod personalnih banaka 2,9 postotnih

bodova (Tablica 6.). U tom bi scenariju do kraja 2012. godine stopu adekvatnosti kapitala nižu od 12% imalo devet banaka koje raspolažu s oko 9% imovine sektora. Istodobno bi četiri banke koje raspolažu s 1,2% imovine sektora imale stopu adekvatnosti kapitala nižu od 8% (Slika 106.).¹²

Uzimajući u obzir visoku kapitaliziranost domaćih banaka te pritiske s kojima se suočavaju inozemni vlasnici zbog krize u eurozoni, ispitana je otpornost uz mogućnost odljeva zarada koje su u dosadašnjim ispitivanjima otpornosti bile automatski korištene za svojevrstu dokapitalizaciju banaka.¹³ U šok-scenariju, u kojemu se svaka dobit isplaćuje vlasnicima, bankarski bi sektor ostao stabilan i dobro kapitaliziran, a do kraja 2012. godine došlo bi do pada agregatne stope adekvatnosti kapitala za otprilike 2 postotna boda. Taj pad je malo slabije izražen kod univerzalnih banaka (2 postotna boda), a jače kod korporativnih i personalnih banaka, kod kojih taj pad iznosi 2,3 i 3,0 postotna boda (Slika 106. i Tablica 6.).

12 Sve navedene projekcije izrađene su pod pretpostavkom da nema dodatnih dokapitalizacija u promatranom razdoblju kao ni smanjivanja kapitala.

13 Uključeno je ograničenje prema kojemu banka ne može isplatom zarada smanjiti stopu adekvatnosti kapitala na manje od 12%.

Okvir 3. Politika ispravaka vrijednosti za loše kredite: kriju li se tu potencijalni izvori nestabilnosti?

Smanjivanje vjerojatnosti izbijanja kriza i stvaranje otpornijega financijskog sustava koji bi smanjio ekonomske i fiskalne troškove eventualnih budućih kriza glavni su ciljevi reforme globalne financijske regulative. Sadašnja regulatorna praksa koja propisuje rezerviranje za gubitke po kreditima tek nakon što se krediti pokažu lošima izdvojila se u analizama kao jedno od važnih objašnjenja procikličnog obrasca ponašanja financijskog sustava koji pojačava amplitude poslovnih ciklusa. Naime, uoči krize banke diljem svijeta razmjerno su optimistično promatrale svoje portfelje i s tim u skladu održavale nisku razinu rezerviranja i kapitala, što je stimuliralo brzi kreditni rast i omogućilo visoke zarade. Nasuprot tome, pogoršanje kvalitete portfelja izazvano krizom snažno je povećalo troškove rezerviranja, a to je narušilo zarade i kapital banaka, čime je poljuljana njihova stabilnost te je zakočeno kreditiranje. Sve to imalo je negativne povratne učinke na gospodarsku aktivnost.¹ Jedno od regulatornih rješenja problema procikličnosti politika rezerviranja je takozvani dinamički pristup rezerviranju za gubitke po kreditima koji bankama nalaže formiranje ispravaka vrijednosti na osnovi iskustva stečenog u dužem razdoblju. Nalazi recentnih empirijskih istraživanja potvrdili su stabilizirajuću ulogu takvog pristupa u aktualnoj krizi.² U tom kontekstu glavni je cilj ovog istraživanja sustavno ispitivanje politike formiranja ispravaka vrijednosti banaka u Hrvatskoj radi boljeg razumijevanja povezanosti regulative i stabilnosti domaćega financijskog sustava, posebice tijekom krize.

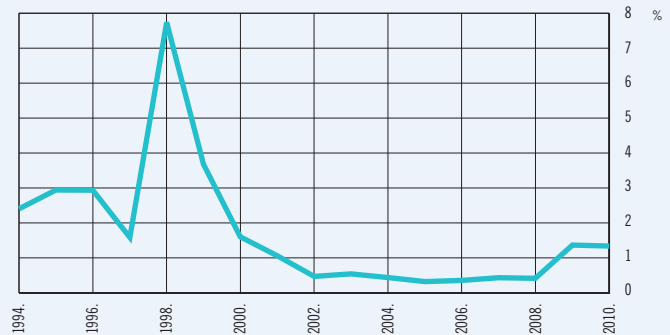
U Hrvatskoj se, najvećim dijelom u skladu s Međunarodnim računovodstvenim standardima i Međunarodnim standardima financijskog izvještavanja, primjenjuje model formiranja ispravaka vrijednosti zasnovan na očekivanim gubicima po kreditima, uglavnom prema kašnjenju s otplatom. Stoga je hrvatski bankarski sektor u prošlosti bio izložen snažnim oscilacijama troškova ispravaka vrijednosti za potencijalne gubitke po lošim kreditima s negativnim učincima na stabilnost sektora³. Nepovoljna makroekonomska kretanja i slabosti u politikama upravljanja rizikom kod banaka krajem 1990-ih u takvom regulatornom okviru rezultirali su naglim skokom troškova rezerviranja, što je generiralo velike gubitke i nestanak četvrtine banaka (Slika 1.). Nakon kulminacije krajem 1990-ih ukupni troškovi rezerviranja, mjereni udjelom u ukupnim kreditima banaka, u sljedećih nekoliko godina snažno padaju te se zadržavaju na niskoj razini sve do izbijanja aktualne krize, kada ponovo snažno rastu, premda bitno ispod povijesnog maksimuma.

1 Financial Stability Forum: *Report of the Financial Stability Forum on Addressing Procyclicality in the Financial System* iz travnja 2009.; Ecofin: *Council conclusions on pro-cyclicality*, srpanj 2009.

2 A. Beatty i S. Liao: *Regulatory Capital Ratios, Loan Loss Provisioning and Procyclicality*, Kellogg School of Management working paper, 2009.; A. Bouvatier i L. Lepetit: *Provisioning Rules and Bank Lending: A Theoretical Model*, 2009.; A. Bouvatier i L. Lepetit: *Effects of loan loss provisions on growth in bank lending: some international comparisons*, 2010.

3 Ispravci vrijednosti kredita jesu očekivani kreditni gubici te čine odbitnu stavku za izračun njihove neto vrijednosti. U tom smislu, razlika u stanju ispravaka vrijednosti za banku jest trošak.

Slika 1. Omjer godišnjih troškova rezerviranja za identificirane gubitke i neto kredita



Izvor: HNB

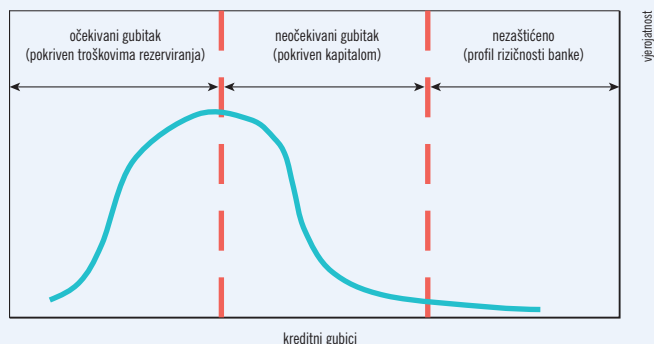
Načelno, izdvojena rezerviranja trebala bi biti dovoljna za pokrivanje očekivanih gubitaka kreditnih institucija, a neočekivane gubitke kreditne bi institucije trebale moći pokriti svojim kapitalom (Slika 2.). Međutim, ako se procjena očekivanih gubitaka zasniva isključivo na realiziranim gubicima, snažne oscilacije troškova rezerviranja mogu postojeće amortizere kriznih udara u obliku akumuliranih ispravaka vrijednosti i kapitala učiniti nedovoljnima. Potencijalna ranjivost financijskih institucija koja proizlazi iz korištenja realiziranih gubitaka kao mjere očekivanih gubitaka može se ublažiti uvođenjem statističkog modela izdvajanja rezerviranja za potencijalne gubitke čiji se parametri zasnivaju na kretanjima kvalitete imovine tijekom cijelog poslovnog ciklusa. Najpoznatiji je španjolski primjer dinamičkog rezerviranja⁴ koji ispravlja utjecaj pretjerano optimističnog vrednovanja imovine u fazi uzleta na formirana rezerviranja, a time ujedno i na prihode i dobit banaka, tako da se u fazi ekspanzije podižu troškovi ispravaka vrijednosti, a u fazi recesije, kada dolazi do materijalizacije rizika, otpuštaju se akumulirana rezerviranja. Ranije priznavanje potencijalnih gubitaka može zaštititi kapital od snažnih udara u trenutku kada nastupe poremećaji u naplati kredita, a sredstva postanu oskudnijima i skupljima. U tom bi se slučaju smanjile i fluktuacije kreditne aktivnosti u mjeri u kojoj ih uzrokuje nedostatak kapitala, što empirijska istraživanja zasad potvrđuju.⁵

U režimima u kojima ne postoji dinamičko rezerviranje, poput hrvatskoga, banke mogu samostalno, primjenjujući diskreciju u formiranju rezerviranja, donekle izgladivati njihove oscilacije klasifikacijom loših

4 U lipnju 2000. godine Španjolska uvodi u bankarsku regulativu model dinamičkog ispravljanja vrijednosti, koji automatizmom osigurava protucikličko djelovanje rezerviranja za gubitke, štiteći profit i kapital banke u ciklusu (detaljnije vidi u: S. Fernández de Lis, J. M. Pagés i J. Saurina: *Credit growth, problem loans and credit risk provisioning in Spain*, Banco de España – Servicio de Estudios Documento de Trabajo n.0018, 2000.). Za novija razmatranja učinaka takvog pristupa vidi npr. L. J. Fillat i M. J. Garriga: *Addressing the pro-cyclicality of capital requirements with a dynamic loan loss provision system*, Federal Reserve Bank of Boston, 2010.

5 Primjerice S. Fernández de Lis i I. García Herrero: *The Spanish Approach: Dynamic Provisioning and other Tools*, BBVA, Economic Research Department N0918., 2009., navode da je španjolski model znatno pridonio izgradnji amortizera za šokove u vremenima kreditne ekspanzije te smanjio procikličnost rezerviranja u Španjolskoj.

Slika 2. Potencijalni rizici i predviđena struktura zaštite od kreditnih gubitaka



Izvor: HNB

kredita u pojedini podrazred i izdvajanjem ispravaka vrijednosti unutar svakog podrazreda, što može biti povezano i s vrednovanjem kolaterala.

Kako bismo testirali pretpostavku o stabilizirajućim učincima dinamičkog rezerviranja ("kroz ciklus") na primjeru hrvatskih banaka, pokušat ćemo identificirati banke koje se u praksi doista oslanjaju na taj fleksibilniji pristup formiranju očekivanja o potencijalnim gubicima te ćemo ispitati ponašanje tih banaka tijekom aktualne krize. Primijenit ćemo različite pristupe koji podrazumijevaju simulaciju dinamičkog rezerviranja na primjeru hrvatskoga bankarskog sektora⁶.

U španjolskom modelu dinamičkog rezerviranja kretanje troškova ispravaka vrijednosti ovisi o trenutačno procijenjenim kreditnim gubicima te o cikličkim kolebanjima tekuće kreditne aktivnosti:

$$TIV_t = SIV_t + GIV_t = SIV_t + \sum_{i=1}^x \alpha_i \Delta C_{it} + \sum_{i=1}^x \left(\beta_i - \frac{SIV_{it}}{C_{it}} \right) C_{it}$$

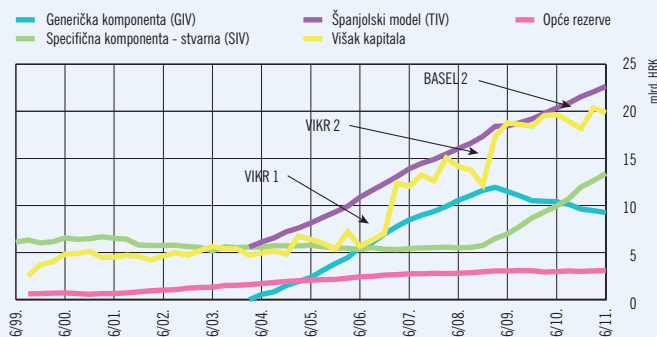
$$= \sum_{i=1}^x \alpha_i \Delta C_{it} + \sum_{i=1}^x \beta_i C_{it}$$

gdje je: TIV – ukupni trošak ispravaka vrijednosti, SIV – specifični (stvarni) trošak ispravaka vrijednosti na temelju individualne procjene kvalitete kredita, GIV – generički trošak ispravaka vrijednosti, C – stanje bruto kredita, α – vektor parametara koji pokazuju povijesnu prosječnu procjenu gubitaka po kreditnom portfelju određene rizičnosti, β – vektor parametara koji pokazuje povijesni prosjek pokrivenosti bruto kredita troškovima rezerviranja te i – kategorija rizičnosti (osjetljivost troškova ispravaka u modelu uvjetovana je promjenama kreditnim portfeljima homogenog stupnja rizičnosti – za hrvatski bankarski sektor definirano je $x=4$ portfelja: krediti državi, stambeni krediti, potrošački krediti i krediti poduzećima⁷).

6 Simulacija je provedena od početka 2004. godine jer uvođenje modela dinamičkog rezerviranja najviše smisla ima na početku razdoblja kreditne ekspanzije.

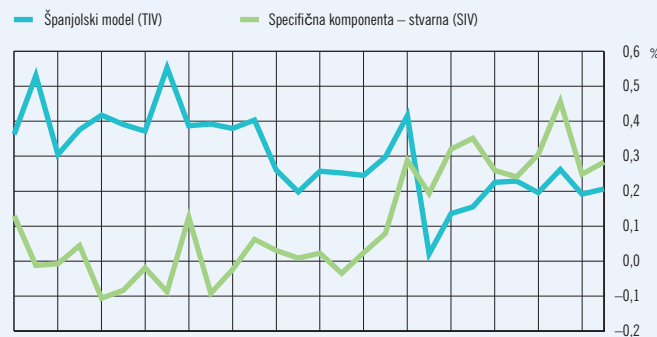
7 Za stambene kredite i kredite državi ti su parametri konstruirani izravno, jer povijesni podaci obuhvaćaju cijeli ciklus. Za potrošačke kredite i kredite poduzećima, kod kojih to nije slučaj, upotrijebljeni su povijesni podaci za strateške grupe banaka kod kojih su ti krediti dominantni. Tako su za svaki portfelj (kreditni državi, stambeni i potrošački krediti te krediti poduzećima) ocijenjeni vektor parametara α (1,36%, 1,27%, 6,20%, 9,29%) i vektor parametara β (0%, 0,04%, 0,25%, 0,15%).

Slika 3. Simulacija primjene španjolskog modela politike rezerviranja na hrvatski bankarski sektor



Napomena: Strukturni lomovi u seriji viška kapitala uzrokovani uvođenjem valutno induciranoga kreditnog rizika (VIKR-a) i početkom primjene Basela II označeni su zasebno na grafikonu. Nešto blaži utjecaj na razinu kapitaliziranosti bankarskog sektora imalo je uvođenje granične obvezne pričuve u 2004. te njezino pooštavanje u 2006. i 2007. Izvor: HNB

Slika 4. Omjer tromjesečnih troškova ispravaka vrijednosti za bankarski sektor i neto kredita u dva režima



Izvor: HNB

Provedena simulacija režima dinamičkog rezerviranja na razini cijeloga hrvatskoga bankarskog sektora pokazuje: a) da bi se njegovom primjenom kumulirala znatno viša razina ispravaka vrijednosti (ukupno je razlika u lipnju 2011. iznosila malo više od 2% neto kredita), b) da postojeće opće rezerve umanjuju tu razliku (za trećinu)⁸, c) da bi troškovni pritisci na banke u razdoblju krize bili niži te d) da visoka razina viška kapitala, osim za neočekivane gubitke, efektivno znači i zaštitu za eventualnu nepreciznu procjenu profila rizičnosti banke. Takva uloga kapitala usko je povezana s mjerama HNB-a koje su dovele do snažnog porasta kapitaliziranosti bankarskog sektora u razdoblju prije krize (slike 3. i 4.).

Rezultati simulacije upućuju na mogućnost da je stvarni regulatorni okvir ispravaka vrijednosti u Hrvatskoj mogao prociklično djelovati

8 Opće rezerve (rezerve za plasmane A kvalitete) iznose između 0,85% i 1,2% imovine. One su dodatna mjera sigurnosti za moguće nepreciznosti u procjeni loših plasmana.

na kreditnu aktivnost banaka. Učinak izgladivanja troškova ispravaka vrijednosti na kreditnu aktivnost ispitan je pomoću panel-regresije s fiksnim efektima⁹. Kao nezavisne varijable koje utječu na dinamiku kreditne aktivnosti u ocijenjenom su modelu korišteni godišnji rast bruto kredita (po stalnom tečaju), rast neto zarada banaka prije oporezivanja i korigirana stopa adekvatnosti kapitala (s isključenim učinkom regulatornih promjena). Usto su uključene i dvije indikatorske varijable: prva označuje razdoblje recesije (od trećeg tromjesečja 2008.), a druga banke koje se prema nekom od korištenih pristupa klasificiraju kao banke sklone izgladivanju. Učinak izgladivanja troškova ispravaka vrijednosti na kreditnu aktivnost banaka ocijenjen je na osnovi interakcije navedenih dviju indikatorskih varijabli. Klasifikacija banaka provedena je pomoću tri pristupa:

a) U prvom pristupu rabi se stupanj u kojem banke diskrecijski izgladuju troškove ispravaka vrijednosti na osnovi sličnosti između stvarnih i simuliranih rezerviranja¹⁰.

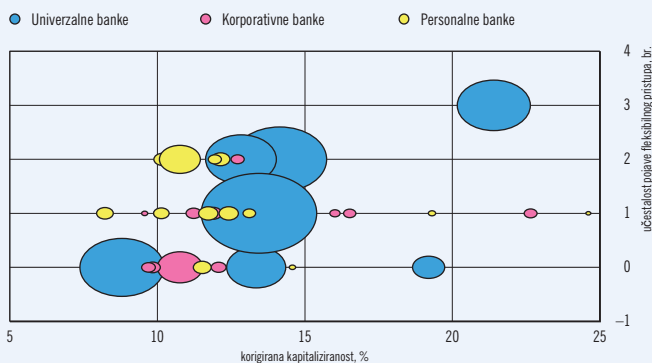
b) U drugom će se pristupu banke razvrstati na osnovi korelacija ranga reziduala između stvarnih i simuliranih troškova ispravaka vrijednosti i kratkoročnih odstupanja neto zarada banaka od trenda¹¹.

c) Treći pristup počiva na standardnom ispitivanju izgladivanja zarada, odnosno mjeri u kojoj su troškovi ispravaka vrijednosti u pojedinoj banci povezani s kretanjem neto zarada iz poslovanja¹².

Prepoznavanje banaka koje pribjegavaju fleksibilnijem formiranju ispravaka vrijednosti osjetljivo je na izbor metodologije i gotovo dvije trećine testiranih banaka barem prema nekom od pristupa pokazuju sklonost izgladivanju troškova ispravaka vrijednosti. Poteškoće pri utvrđivanju obrasca ponašanja banaka donekle umanjuju robusnost nalaza iznesenih u nastavku. Međutim, razlike u klasifikaciji banaka vjerojatno proizlaze iz razlika u politikama upravljanja troškovima ispravaka vrijednosti, pa izabrane metodologije mogu bolje raspoznati neki od tipova izgladivanja troškova.

Positivan koeficijent uz interakciju indikatorskih varijabli koji je signifikantan u većini ocijenjenih modela pokazuje da su banke sklonije izgladivanju troškova ispravaka vrijednosti manje usporile kreditiranje u recesiji, odnosno da je njihov pristup rezerviranjima rezultirao manjom

Slika 5. Politika formiranja ispravaka vrijednosti s obzirom na obilježja banaka



procikličnošću kreditne aktivnosti. Međutim, to se uglavnom odnosi na manje, personalne, relativno slabije kapitalizirane¹³ banke, premda i neke veće banke (relativno bolje kapitalizirane) primjenjuju fleksibilniji pristup određenoj mjeri. Ti nalazi tako upućuju na potencijalnu korist primjene dinamičkog rezerviranja u smislu ublažavanja procikličnog ponašanja dijela većih banaka (Slika 5.). Ta korist ovisi i o mjeri u kojoj financijsko stanje banaka djeluje ograničavajuće na kreditni rast s obzirom na to da se u recesiji i potražnja za kreditima efektivno pojavljuje kao limit.

Može se zaključiti da recentna međunarodna iskustva i istraživanja politika ispravaka vrijednosti mahom upućuju na potencijalnu korisnost fleksibilnijeg pristupa rezerviranju za gubitke, što je u određenoj mjeri pokazano i na primjeru Hrvatske. Međutim, jačanje kapitaliziranosti bankarskog sektora i njegovo povezivanje s pozicijom u ciklusu, a to je put kojim su krenule reforme međunarodnog regulatornog okvira, također može djelovati kao alternativa sustavu protucikličnih rezerviranja. Pritom banke promjenom pristupa formiranju rezerviranja mogu dodatno pojačati ili ublažiti učinke novoga regulatornog okvira, pa će i njegovo djelovanje ovisiti o ponašanju banaka.

9 Regresija je ocijenjena na osnovi tromjesečnih podataka za 32 banke u razdoblju od prvog tromjesečja 2004. do drugog tromjesečja 2011. godine.

10 Mjera sličnosti stvarnih i simuliranih vremenskih serija kombinira razlike u kumuliranim ispravcima vrijednosti i tromjesečnim troškovima rezerviranja.

11 Ova je procedura slična onoj koju su predložili N. B. Taktak, R. Shabou i P. Dumontier: *Income Smoothing Practices: Evidence from Banks Operating in OECD Countries*, International Journal of Economics and Finance, Vol. 2, No. 4., 2010.

12 Testirali smo robusnost rezultata variranjem skupa kontrolnih varijabli (veličina banke i kapitaliziranost), te su one ostale nepromijenjene.

13 U korištenim panel-regresijama izoliran je pozitivan linearni utjecaj kapitaliziranosti na kreditnu aktivnost.

Popis slika i tablica

Slika 1. Dijagram financijske stabilnosti	7	Tablica 4. Međusektorski financijski računi za Hrvatsku	18
Slika 2. Kretanje indeksa poslovnog i potrošačkog pouzdanja	11	Slika 30. Promjene dugoročnoga kreditnog rejtinga država	19
Tablica 1. Gospodarski rast, izvoz i industrijska proizvodnja u odabranim razvijenim zemljama i zemljama s tržištima u nastajanju	11	Slika 31. Dug opće države	20
Slika 3. Ključne kamatne stope glavnih središnjih banaka i vodeće tržišne kamatne stope	12	Slika 32. Usporedno kretanje manjka opće države	20
Slika 4. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za petogodišnje obveznice odabranih zemalja eurozone	12	Slika 33. Usporedno kretanje javnog duga	21
Slika 5. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za petogodišnje obveznice odabranih banaka	12	Slika 34. Struktura javnog duga prema preostalom dospijeću	21
Tablica 2. Fiskalna bilanca i saldo tekućeg računa u odabranim razvijenim zemljama i zemljama s tržištima u nastajanju	12	Slika 35. Valutna struktura javnog duga	21
Slika 6. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za petogodišnje obveznice odabranih zemalja s tržištima u nastajanju	13	Tablica 5. Referentne razine indikatora za rizik fiskalne održivosti u 2011.	21
Slika 7. Razlike prinosa na osnovi indeksa EMBI	13	Slika 36. Prinos na primarnom izdanju eurskih vrijednosnica	22
Slika 8. Prinosi na hrvatsku i usporedivu njemačku obveznicu s dospijecom 2018. i njihova razlika	13	Slika 37. Projekcija manjka opće države	22
Tablica 3. Javni i inozemni dug u odabranim europskim zemljama s tržištima u nastajanju	13	Slika 38. Projekcija duga opće države	22
Slika 9. Priljev kapitala u europske zemlje s tržištima u nastajanju	14	Slika 39. Bruto potrebe za financiranjem	22
Slika 10. Priljev inozemnoga kapitala i rast BDP-a u Hrvatskoj	14	Slika 40. Različiti scenariji projekcije javnog duga	22
Slika 11. Obrazac rasta BDP-a (doprinosi rastu)	14	Okvir 1.	
Slika 12. Štednja i investicije, ukupno i po sektorima	15	Slika 1. Indeks financijskih uvjeta za Hrvatsku i eurozonu	24
Slika 13. Kretanje inozemnog duga po domaćim institucionalnim sektorima	15	Tablica 1. Sastavne varijable IFU-a za Hrvatsku i njihov utjecaj na kretanje ukupnog indeksa	25
Slika 14. Ukupni inozemni dug vjerovnicima	15	Tablica 2. Akumulirana reakcija IFU-a i stopa rasta BDP-a na jedinične šokove stranog te domaćeg IFU-a i stopa rasta BDP-a, u postotnim bodovima	25
Slika 15. Kratkoročni inozemni dug	15	Tablica 3. Dekompozicija varijance IFU-a i stopa rasta BDP-a	25
Slika 16. Odabrani pokazatelji vanjske ranjivosti	15	Slika 2. Usporedba godišnjih stopa rasta hrvatskog BDP-a	26
Slika 17. Projekcija otplata glavnice inozemnog duga u 2012. prema sektorima	15	Slika 3. Usporedba IFU-a za Hrvatsku	26
Slika 18. Optimalne međunarodne pričuve, doprinosi učinaka pojedinih sastavnica	16	Slika 41. Promjena i stanje duga kućanstava	27
Slika 19. Realni tečaj kune prema euru	16	Slika 42. Ročna struktura novoodobrenih kredita kućanstvima korigirana za sezonske oscilacije	27
Slika 20. Jedinični trošak rada	16	Slika 43. Novoodobreni dugoročni krediti kućanstvima prema namjeni, korigirani za sezonske oscilacije	28
Slika 21. Ukupna zaduženost po sektorima	16	Slika 44. Krediti kućanstvima prema namjeni	28
Slika 22. Neto pozicija domaćih sektora prema inozemstvu po instrumentima	16	Slika 45. Kretanje zaposlenosti i plaća (bez sezonskih učinaka)	28
Slika 23. Neto financijska pozicija odabranih domaćih sektora prema inozemstvu po vlasničkim i dužničkim instrumentima	16	Slika 46. Zaduženost kućanstava i teret otplate duga	28
Slika 24. Ocijenjena ponuda i potražnja za kreditima na domaćem tržištu	17	Slika 47. Financijska imovina kućanstava	28
Slika 25. Ocijenjena ponuda i potražnja za inozemnim kreditima	17	Slika 48. Valutna struktura kredita kućanstvima	28
Slika 26. Tečaj kune prema euru i prekončna kamatna stopa	17	Slika 49. Krediti kućanstvima prema promjenjivosti kamatne stope	29
Slika 27. Bruto domaći proizvod, desezonirani podaci u stalnim cijenama	17	Slika 50. Godišnji prirast domaćih kredita i inozemnog duga sektora nekretnina, korigiran za utjecaj tečajnih promjena	30
Slika 28. Promjene u zaposlenosti registrirane na Zavodu za zapošljavanje	17	Slika 51. Stambeni krediti i hedonistički indeks cijena stambenih nekretnina na tromjesečnoj razini	31
Slika 29. Promjena BDP-a i tekućeg računa platne bilance u razdoblju od kraja 2008. do kraja drugog polugodišta 2011. (godišnji podaci)	17	Slika 52. Usporedba kamatnih stopa na novoodobrene stambene kredite u Hrvatskoj i u eurozoni	31
		Slika 53. Financijska dostupnost stambenih nekretnina	31
		Slika 54. Promjena i stanje duga nefinancijskih poduzeća	32
		Slika 55. Godišnje stope rasta duga nefinancijskih poduzeća	32
		Slika 56. Dug nefinancijskih poduzeća	33
		Slika 57. Novoodobreni krediti banaka i apsolutna promjena stanja bruto kredita	33
		Slika 58. Alokacija kredita domaćih banaka po sektorima za razdoblje od ožujka do rujna 2011.	33
		Slika 59. Alokacija inozemnog duga po sektorima za razdoblje od ožujka do rujna 2011.	34
		Slika 60. Ročna i valutna struktura novoodobrenih kredita nefinancijskim poduzećima	34

Slika 61. Udio duga poduzeća u stranoj valuti u ukupnim kreditima	34	Slika 90. Udio loših u ukupnim kreditima po vrstama i valuti indeksacije	44
Slika 62. Promjena valutne izloženosti u rujnu 2011.	34	Slika 91. Pokrivenost plasmana i potencijalnih obveza ispravcima vrijednosti	45
Slika 63. Struktura bankovnih kredita nefinancijskim poduzećima prema mogućnosti promjene kamatne stope	34	Slika 92. Distribucija imovine banaka po ponderima koji se na nju primjenjuju i prosječan ponder	45
Slika 64. Kamatne stope na dugoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u eurozoni	35	Slika 93. Pokazatelji adekvatnosti kapitala	45
Slika 65. Kamatne stope na kratkoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u eurozoni	35	Slika 94. Pokazatelji solventnosti bankarskog sektora	45
Slika 66. Odnos depozita na transakcijskim računima nefinancijskih poduzeća i bruto dodane vrijednosti	35	Slika 95. Kretanje udjela loših kredita u ukupnima po skupinama banaka	46
Okvir 2.		Slika 96. Omjer troškova ispravaka vrijednosti i amortizera tih troškova	46
Slika 1. Ponuda novih kredita poduzećima od 2004. do 2010.	37	Slika 97. Promjena zarada banaka i udjela loših kredita u prva tri tromjesečja 2011. u odnosu na prosjeke u prethodne tri godine	46
Slika 2. Ponuda kredita poduzećima po djelatnostima, medijan	37	Slika 98. Pokrivenost loših kredita i udio loših kredita po bankama, na dan 30. rujna 2011.	46
Slika 3. Potražnja za kreditima – iskorištenost kreditnih limita poduzeća po djelatnostima, medijan	37	Slika 99. Korekcija stope adekvatnosti kapitala na dan 30. rujna 2011. za pad pokrivenosti loših kredita u odnosu na prosjek (2003. – 2011.)	46
Slika 67. Godišnja promjena najvažnijih stavki bilance bankarskog sektora	38	Slika 100. Godišnji prinos na profitabilnost prosječne imovine i prosječna godišnja kamatna stopa na devizne depozite na kraju rujna 2011.	46
Slika 68. Aktiva bankarskog sektora	38	Slika 101. Projekcije makroekonomskih varijabli u različitim scenarijima	47
Slika 69. Pasiva bankarskog sektora	39	Slika 102. Projekcije udjela ukupnih loših kredita u različitim scenarijima	47
Slika 70. Struktura obveza banaka	39	Slika 103. Projekcije udjela loših kredita poduzećima i ostalih kredita u različitim scenarijima	47
Slika 71. Struktura sredstava primljenih od inozemnih izvora	39	Slika 104. Projekcije udjela loših stambenih i potrošačkih kredita u različitim scenarijima	47
Slika 72. Struktura sredstava vlasnika banaka prema instrumentima	40	Slika 105. Doprinosi pojedinačnih elemenata promjeni SAK-a u različitim scenarijima	47
Slika 73. Pokazatelji likvidnosti	40	Slika 106. Struktura banaka i njihove imovine po stopi adekvatnosti kapitala u različitim scenarijima	47
Slika 74. Valutna struktura depozita	40	Tablica 6. Dinamika udjela loših kredita i stope adekvatnosti kapitala u različitim scenarijima po grupama banaka	48
Slika 75. Valutna struktura kredita	41	Okvir 3.	
Slika 76. Valutna struktura nekunskih kredita	41	Slika 1. Omjer godišnjih troškova rezerviranja za identificirane gubitke i neto kredita	50
Slika 77. Struktura kredita vezanih uz švicarski franak	41	Slika 2. Potencijalni rizici i predviđena struktura zaštite od kreditnih gubitaka	51
Slika 78. Izloženost banaka izravnom valutnom i kamatnom riziku	41	Slika 3. Simulacija primjene španjolskog modela politike rezerviranja na hrvatski bankarski sektor	51
Slika 79. Udio nezaštićenih u ukupnim kreditima izloženima VIKR-u	41	Slika 4. Omjer tromjesečnih troškova ispravaka vrijednosti za bankarski sektor i neto kredita u dva režima	51
Slika 80. Godišnja promjena odabranih kategorija poslovnog rezultata	41	Slika 5. Politika formiranja ispravaka vrijednosti s obzirom na obilježja banaka	52
Slika 81. Doprinosi elemenata profitabilnosti prosječne imovine	42		
Slika 82. Doprinosi elemenata profitabilnosti prosječnoga kapitala	42		
Slika 83. Struktura ukupnih prihoda	42		
Slika 84. Struktura prihoda od provizija i naknada	42		
Slika 85. Struktura ukupnih troškova	43		
Slika 86. Kamatna razlika (tromjesečni prosjek mjesečnih stopa na novoodobrene kredite) i godišnji neto kamatni prihod	43		
Slika 87. Odabrane kamatne stope (tromjesečni prosjek mjesečnih stopa)	43		
Slika 88. Udio kratkoročnih u ukupnim novoodobrenim kreditima (tromjesečni prosjek)	44		
Slika 89. Udio loših u ukupnim kreditima	44		

Kratice i znakovi

BDP	– bruto domaći proizvod	MMF	– Međunarodni monetarni fond
BDV	– bruto dodana vrijednost	OECD	– Organizacija za gospodarsku suradnju i razvoj
BIS	– Banka za međunarodne namire	p. b.	– postotni bod
CDS	– premija osiguranja od kreditnog rizika (engl. <i>credit default swap</i>)	RH	– Republika Hrvatska
DZS	– Državni zavod za statistiku	ROAA	– profitabilnost prosječne imovine (engl. <i>return on average assets</i>)
EFSF	– Europski fond za financijsku stabilnost (engl. <i>European Financial Stability Facility</i>)	ROAE	– profitabilnost prosječnoga kapitala (engl. <i>return on average equity</i>)
EIZG	– Ekonomski institut Zagreb	SAD	– Sjedinjene Američke Države
EMBI	– indeks obveznica tržišta u nastajanju (engl. <i>Emerging Market Bond Index</i>)	SAK	– stopa adekvatnosti kapitala
ESB	– Europska središnja banka	SKDD	– Središnje klirinško depozitarno društvo
ESM	– Europski stabilizacijski mehanizam (engl. <i>European Stability Mechanism</i>)	SDR	– posebna prava vučenja
EU	– Europska unija	tr.	– tromjesečje
EUR	– euro	VIKR	– valutno inducirani kreditni rizik
Fed	– američka središnja banka (<i>Federal Reserve System</i>)	VP	– vrijednosni papiri
Fina	– Financijska agencija	ZFO	– Zakon o fiskalnoj odgovornosti
g.	– godina		
HAC	– Hrvatske autoceste		
Hanfa	– Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga		
HICN	– hedonistički indeks cijena stambenih nekretnina		
HNB	– Hrvatska narodna banka		
HRK	– hrvatska kuna		
HZZ	– Hrvatski zavod za zapošljavanje		
MF	– Ministarstvo financija		
mil.	– milijun		
mj.	– mjesec		
mlrd.	– milijarda		

Znakovi

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

