

BROJ

17

Godina 9
VII 2016.



FINANCIJSKA STABILNOST

HRVATSKA NARODNA BANKA

HRVATSKA NARODNA BANKA

Financijska stabilnost

Broj 17, Zagreb, srpanj 2016.

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.

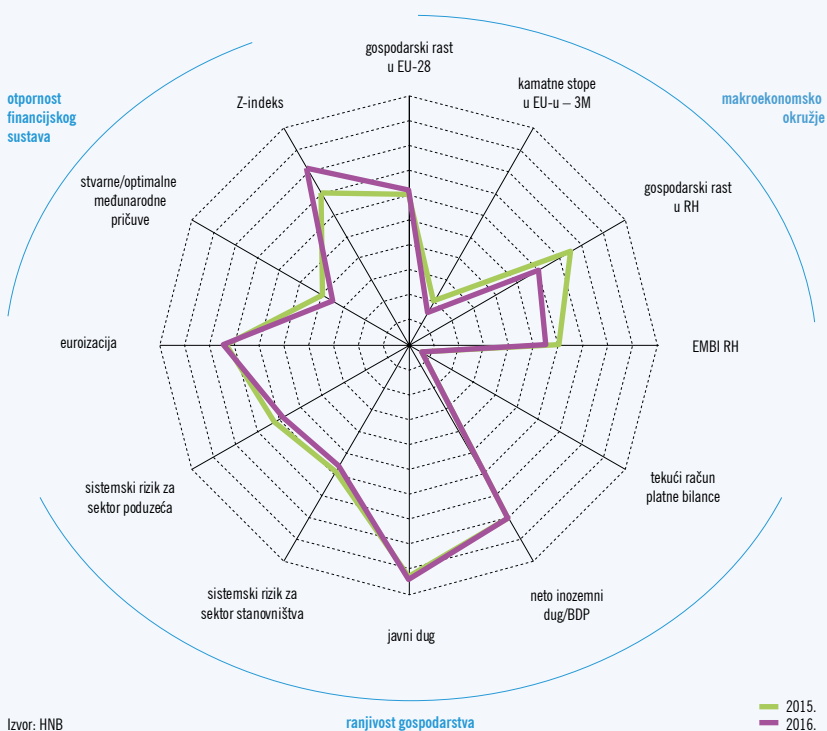
ISSN 1846-940X (online)

Sadržaj

Opća ocjena glavnih rizika i izazova za politiku financijske stabilnosti	5
Makroekonomsko okruženje	8
Okvir 1. Tržište kreditnih izvedenica na osnovi nastanka neispunjavanja obveza (engl. <i>Credit Default Swap</i> – CDS)	16
Sektor države	20
Sektor kućanstava	24
Nekretnine	31
Sektor nefinancijskih poduzeća	34
Okvir 2. Dekompozicija promjene profitabilnosti nefinancijskih poduzeća u Hrvatskoj korištenjem Jeon-Millerove dekompozicije	39
Okvir 3. Komparativna analiza zaduženosti sektora nefinancijskih poduzeća u EU-u po djelatnostima	43
Bankarski sektor	47
Okvir 4. Jedinstvena putovnica i njezin učinak na financijsku stabilnost	55
Okvir 5. Uvođenje zaštitnog sloja kapitala za ostale sistemski važne kreditne institucije	58
Okvir 6. Ispitivanje otpornosti kreditnih institucija na stres	60

Opća ocjena glavnih rizika i izazova za politiku financijske stabilnosti

Dijagram financijske stabilnosti

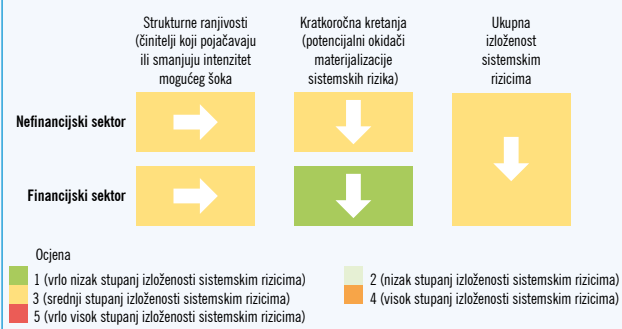


Glavni pokazatelji financijske stabilnosti u Hrvatskoj sažeti su na dijagramu financijske stabilnosti koji prikazuje promjene glavnih pokazatelja mogućnosti nastupanja rizika koji se odnose na domaće i međunarodno makroekonomsko okruženje te ranjivost domaćeg gospodarstva, kao i pokazatelja otpornosti financijskog sustava koja može otkloniti ili smanjiti troškove u slučaju materijalizacije tih rizika. Prikazana su posljednja ostvarenja ili projekcije odabranih pokazatelja i njihove vrijednosti za razdoblje s kojim se uspoređuju, odnosno za prethodnu godinu. Pove-

ćanje 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.

Ubrzanje gospodarske aktivnosti nakon šestogodišnje recesije i snažnija od očekivane fiskalna konsolidacija provedena u 2015. godini utjecali

Slika 1. Mapa rizika



Napomena: Mapa rizika sažeto prikazuje razinu i dinamiku strukturnih i cikličkih ranjivosti u financijskom i nefinancijskom sektoru, a zasniva se na standardizaciji pokazatelja koji odražavaju sistemske rizike u tim sektorima. Opširnije o tome vidi u Okviru 1. Redizajniranje mape sistemskih rizika u Financijskoj stabilnosti br. 15, iz srpnja 2015.

Izvor: HNB

Iako su i nadalje izražene, strukturne ranjivosti domaćega gospodarstva blago su se smanjile pod utjecajem nastavka rasta gospodarske aktivnosti i početka provedbe fiskalne konsolidacije te blagog pada udjela inozemnog duga u BDP-u i pozitivnih platnobilančnih ostvarenja, dok je u suprotnom smjeru djelovala stagnantno niska likvidnost tržišta stambenih nekretnina.

Strukturne ranjivosti financijskog sektora nisu se znatnije izmijenile u odnosu na prethodno izvješće, a na njih najviše utječu visoka razina valutnoga i valutno induciranoga kreditnog rizika, koncentracija izloženosti kreditnih institucija prema sektoru države i grupama povezanih

osoba iz sektora nefinancijskih poduzeća te visoka koncentracija bankovnog sustava. Pritom je bankovni sustav i nadalje stabilan i visoko kapitaliziran, što nisu narušili ni gubici povezani s konverzijom kredita u švicarskim francima.

Među kratkoročnim kretanjima pokazatelja ranjivosti kućanstava izdvajaju se pad duga i iznosa plaćenih kamata uz rast dohotka, što je djelovalo na pad pokazatelja ranjivosti kućanstava te posljedično i ukupnu sistemska ranjivost ovog sektora. Pokazatelji ranjivosti sektora nefinancijskih poduzeća upućuju na smanjene ukupne razine rizika ovog sektora, što je ponajprije izazvano padom rizika solventnosti i rizika likvidnosti, na što su pozitivno utjecali i nadalje vrlo dobri poslovni rezultati u 2015.

Prvo polugodište 2016. na domaćem i međunarodnim financijskim tržištima obilježili su blagi financijski uvjeti, premda je kraj promatranog razdoblja donio veliku kolebljivost i neizvjesnost zbog ipak neočekivanih rezultata referenduma o izlasku Ujedinjene Kraljevine iz EU-a. Domaća komponenta financijskog stresa zadržala se u promatranom razdoblju na relativno niskim razinama zbog stabilnog tečaja kune te visoke likvidnosti bankarskog sektora te posljedično niskih i stabilnih kamatnih stopa na novčanom tržištu, dok je na poboljšanje inozemne komponente pokazatelja financijskog stresa najviše utjecao pad premije za rizik države.

Opisana kretanja rezultirala su i smanjenjem sistemskih rizika na razini sustava, no to bi se u slučaju veće političke nestabilnosti moglo izmijeniti u vrlo kratkom roku.

su na smanjenje rizika za financijsku stabilnost. Istodobno, na svjetskim financijskim tržištima nastavilo se razdoblje relativno niskih kamatnih stopa i blagih financijskih uvjeta. Ipak, kolebljivost na financijskim tržištima vidljiva u prvom polugodištu 2016. upućuje na i nadalje prisutne rizike povezane s mogućim znatnim i brzim rastom troška financiranja na međunarodnom tržištu zbog rasta nesklonosti prema riziku. Bitno je primijetiti kako je kolebljivost u navedenom razdoblju najviše utjecala na cijene imovine koja se smatra rizičnijom. No, navedene promjene cijena nisu znatnije utjecale na kretanje prinosa na hrvatske obveznice i premije za rizik zemlje, koje su se u promatranom razdoblju smanjile.

Ubrzanje gospodarskog rasta s 1,6%, koliko je ostvareno u 2015., na očekivanih 2,3% za 2016. potaknuto rastom osobne potrošnje uz nastavak rasta izvoza, nastavak ostvarivanja viška na tekućem računu platne bilance te predviđeni nastavak fiskalne prilagodbe očekivano smanjuju rizike koji bi mogli ugroziti stabilnost financijskog sustava. Ipak, strukturne ranjivosti poput relativno visokoga javnoga i inozemnog duga i nadalje ostaju velika prijetnja za financijsku stabilnost, posebice u slučaju snažnijega rasta nesklonosti prema riziku ili kamatnih stopa na međunarodnom tržištu.

Aktualni potezi i najave Europske središnje banke i Fed-a ne upućuju na povećavanje referentnih kamatnih stopa, pa su rizici povezani s mogućim znatnim rastom referentnih kamatnih stopa u 2016. trenutno relativno niski. Tako se na europskim financijskim tržištima nastavlja

razdoblje obilne likvidnosti i niskih kamatnih stopa, a uz proširen program kvantitativnog popuštanja očekuje se i veći utjecaj na smanjenje troškova financiranja poduzeća. Pritom su očekivane stope gospodarskog rasta europodručja i nadalje niske te djelomično smanjene u odnosu na kraj protekle godine. Fed je, pak, na sjednici u lipnju odgodio podizanje kamatnih stopa, unatoč solidnom rastu američke privrede, ponajprije zbog zabrinutosti za slabije novo zapošljavanje, relativno niske investicije poduzeća u SAD-u te nisku inflaciju.

U Hrvatskoj sektor stanovništva nastavlja višegodišnji trend razduživanja, ubrzan konverzijom kredita u švicarskim francima, koja smanjuje glavnica kredita. Uz navedeno smanjenje duga, porast depozita i ostale likvidne imovine te rast raspoloživog dohotka smanjuju agregatnu ranjivost ovog sektora. Unatoč stagnaciji duga početkom godine, obustava razduživanja očekuje se tek s trajnim rastom optimizma potrošača, vezanim uz rast zaposlenosti te postojan gospodarski oporavak.

Ranjivost sektora nefinancijskih poduzeća smanjena je zahvaljujući ponajprije dobrim poslovnim rezultatima ostvarenima u 2015. Dobit poduzeća na agregatnoj razini iskorištena je za povećanje kapitaliziranosti, a djelomično i za smanjivanje zaduženosti kod nekih poduzeća. Istodobno, nakon stagnacije u prošloj godini, početkom ove godine vidljiv je blagi rast kreditiranja poduzeća, a banke bilježe rast potražnje za kreditima za investicije.

Oporavak kapitaliziranosti (nakon privremenog pada zbog utjecaja konverzije kredita u švicarskim francima) te rast pokrivenosti neprihodonosnih kredita i njihova sve intenzivnija prodaja pozitivno djeluju na stabilnost bankarskog sektora. Osim toga, postupnim razduživanjem prema maticama i rastom domaćih izvora financiranja u bilancama banaka smanjuju se rizici povezani s prekograničnim financiranjem. Međutim,

unatoč visokoj likvidnosti bankarskog sektora, povećanje udjela depozita po viđenju zbog pada kamatnih stopa povećava rizike likvidnosti. Usto, rizik za bankarski sektor jest i povećanje izloženosti prema državi, do kojeg među ostalim dolazi i zbog razduživanja sektora stanovništva i nefinancijskih poduzeća.

Makroekonomsko okruŕje

Usporavanje globalnoga gospodarskog rasta u prvom polugodištu 2016. u odnosu na oĉekivanja krajem prethodne godine i kolebljivija financijska trŕiŕta povećavaju rizike povezane s mogućim pooŕtravanjem uvjeta financiranja, dok nastavak domaćega gospodarskog oporavka i konsolidacija javnih financija smanjuju rizike koji bi mogli ugroziti financijsku stabilnost zemlje.

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

	Godišnja stopa rasta BDP-a			Tromjesečna stopa rasta BDP-a, $\Delta Q_t/Q_{t-1}$		Godišnja stopa promjene izvoza robe		Godišnja stopa promjene industrijske proizvodnje, sezonski prilagođena	
	2014.	2015.	2016. ^a	3. tr. 2015.	4. tr. 2015.	3. tr. 2015.	4. tr. 2015.	4. tr. 2015.	1. tr. 2016.
SAD	2,4	2,4	2,3	1,4	0,5	-8,1	-10,4	-1,6	-1,7
EU	1,4	2,0	1,8	0,4	0,4	-3,5	2,3	0,0	0,3
Njemačka	1,6	1,7	1,6	0,3	0,3	0,2	-0,6	-0,2	-0,4
Italija	-0,3	0,8	1,1	0,2	0,1	-6,5	6,0	0,3	0,2
Slovenija	3	2,9	1,7	0,4	0,6	-2,2	3,1	-0,1	-0,6
Slovačka	2,5	3,6	3,2	n.a.	n.a.	-3,7	9,5	2,1	1,6
Āeška	2	4,2	2,1	0,7	0,0	-3,5	5,6	-0,2	-0,4
Poljska	3,3	3,6	3,7	1,0	1,5	-2,1	7,2	0,0	1,8
Mađarska	3,7	2,9	2,5	0,6	1,0	-0,9	2,0	-0,6	1,4
Estonija	2,9	1,1	1,9	0,1	0,9	-2,9	2,4	-1,1	0,0
Letonija	2,4	2,7	2,8	0,9	-0,3	4,1	4,8	0,1	-2,1
Litva	3	1,6	2,8	0,5	0,5	-0,1	3,9	-4,4	1,1
Bugarska	1,5	3,0	2,0	0,7	0,7	-0,3	n.a.	-0,6	1,0
Rumunjska	3	3,8	4,2	1,5	1,1	2,2	-2,9	0,9	1,2
Hrvatska ^b	-0,4	1,6	2,3	1,4	-0,5	3,0	4,3	0,4	2,1

^a Prognoza; ^b Metodologija desezoniranja BDP-a za Hrvatsku prikazana je u rukopisu Opis metodologije desezoniranja X-12 metodom, koji je dostupan na zahtjev. Izvori: Eurostat; DZS; Bloomberg; OECD; *Bureau of Economic Analysis* (tromjeseĉni podaci za SAD); HNB (za Hrvatsku)

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

	Fiskalna bilanca, % BDP-a (ESA 2010)			Bilanca tekućeg računa, % BDP-a		
	2014.	2015.	2016. ^a	2014.	2015.	2016. ^a
SAD	-4,9	-4,0	-4,4	-2,3	-3,3	-2,8
EU	-3,0	-2,4	-2,1	1,6	2,0	2,2
Njemačka	0,3	0,7	0,2	7,8	8,8	8,5
Italija	-3,0	-2,6	-2,4	1,8	2,2	2,4
Portugal	-7,2	-4,4	-2,7	0,0	-0,1	0,3
Irska	-3,8	-2,3	-1,1	3,6	4,4	4,6
Grčka	-3,6	-7,2	-3,1	-3,0	-0,2	0,6
Španjolska	-5,9	-5,1	-3,9	1,0	1,4	1,5
Slovenija	-5,0	-2,9	-2,4	6,5	7,0	7,0
Slovačka	-2,7	-3,0	-2,4	0,8	0,8	-0,6
Češka	-1,9	-0,4	-0,7	-2,0	-2,0	-1,5
Poljska	-3,3	-2,6	-2,6	-1,3	0,1	-0,3
Mađarska	-2,3	-2,0	-2,0	2,2	4,9	5,0
Estonija	0,8	0,4	-0,1	1,1	2,0	0,9
Letonija	-1,6	-1,3	-1,0	-2,0	-1,2	-2,6
Litva	-0,7	-0,2	-1,1	3,9	-1,5	0,0
Bugarska	-5,4	-2,1	-2,0	2,8	1,9	2,3
Rumunjska	-0,9	-0,7	-2,8	3,0	3,8	4,2
Hrvatska	-5,5	-3,2	-2,3	2,1	5,1	2,7

^a Prognoza

Izvori: Europska komisija; *European Economic Forecast*, jesen 2015.; HNB (za Hrvatsku)

Tijekom prvog polugodišta 2016. projekcije rasta svjetskoga gospodarstva za tu su godinu smanjene u odnosu na prethodna očekivanja zbog oslabljene globalne potražnje te recesije u dijelu velikih zemalja s tržištima u nastajanju. Oporavak EU-a nastavljen je i u 2016., ponajprije pod utjecajem domaće potražnje, dodatno ublaženih uvjeta financiranja, nižih cijena energenata i robe te povoljnih utjecaja slabijeg tečaja eura. Pritom su očekivane stope gospodarskog rasta za 2016. za razvijene zemlje EU-a blago smanjene te su i nadalje relativno niske, dok se za zemlje Srednje i Istočne Europe očekuje da će u 2016. prosječno ostvariti realnu stopu rasta BDP-a od oko 2,5% (Tablica 1.). Pritom će i makroekonomska i financijska kretanja djelomice ovisiti i o tijeku događaja vezanih uz ishod referendumu u Ujedinjenoj Kraljevini o izlasku iz EU-a, što bi moglo rezultirati dodatnim usporavanjem gospodarskog oporavka članica EU-a.

Unatoč i nadalje vrlo ekspanzivnim monetarnim politikama vodećih središnjih banaka, kretanja na financijskim tržištima u prvom polugodištu 2016. bila su kolebljivija u odnosu na 2015., posebice krajem lipnja nakon referendumske odluke u Ujedinjenoj Kraljevini o izlasku iz EU-a. No, unatoč povećanoj neizvjesnosti, zbog odlučnosti vodećih središnjih ba-

Tablica 3. Javni i inozemni dug u odabranim europskim zemljama s tržištima u nastajanju

u postocima BDP-a

	Javni dug			Inozemni dug		
	2014.	2015.	2016. ^a	2013.	2014.	2015.
Italija	132,5	132,7	132,7	119,0	125,1	126,9
Portugal	130,2	129,0	126,0	228,0	235,3	222,3
Irska	107,5	93,8	89,1	938,1	852,8	811,9
Grčka	180,1	176,9	182,8	229,1	238,7	250,6
Španjolska	99,3	99,2	100,3	155,0	166,4	167,4
Slovenija	81,0	83,2	80,2	111,5	124,0	115,8
Slovačka	53,9	52,9	53,4	81,3	89,6	85,8
Češka	42,7	41,1	41,3	63,5	68,6	70,5
Poljska	50,5	51,3	52,0	70,1	71,0	70,3
Mađarska	76,2	75,3	74,3	146,3	145,3	135,0
Estonija	10,4	9,7	9,6	93,7	94,6	93,3
Letonija	40,8	36,4	39,8	131,4	142,1	137,3
Litva	40,7	42,7	41,1	69,9	70,5	75,1
Bugarska	27	26,7	28,1	91,8	93,6	78,7
Rumunjska	39,8	38,4	38,7	68,1	63,0	56,0
Hrvatska	85,1	86,7	87	105,6	108,4	103,7

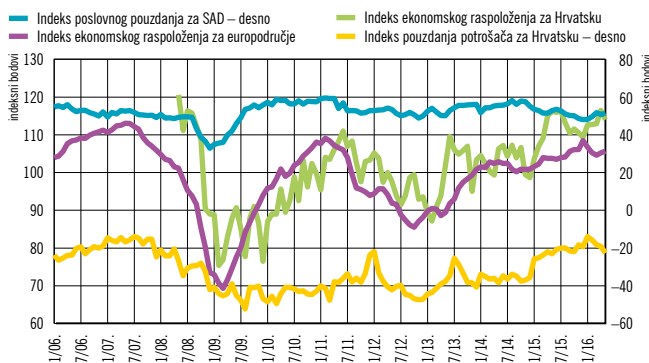
^a Prognoza

Izvori: Europska komisija; *European Economic Forecast*, jesen 2015.; Svjetska banka, *Quarterly External Debt Statistics*; HNB (za Hrvatsku)

naka da očuvaju stabilne financijske uvjete ne očekuje se njihovo znatnije pogoršanje.

ESB je u prvom polugodištu 2016. dodatno ublažio monetarnu politiku donošenjem novih mjera s ciljem poticanja gospodarskog rasta i povećanja inflacije na ciljanoj razini od "malo ispod 2% godišnje". Nakon smanjenja za 5 b. b. u ožujku referentna kamatna stopa ESB-a na glavne operacije

Slika 2. U prvom polugodištu 2016. razina ekonomskog raspoloženja za Hrvatsku zadržala se na relativno visokoj razini, dok je pouzdanje potrošača blago smanjeno



Izvori: Bloomberg; EK; HNB

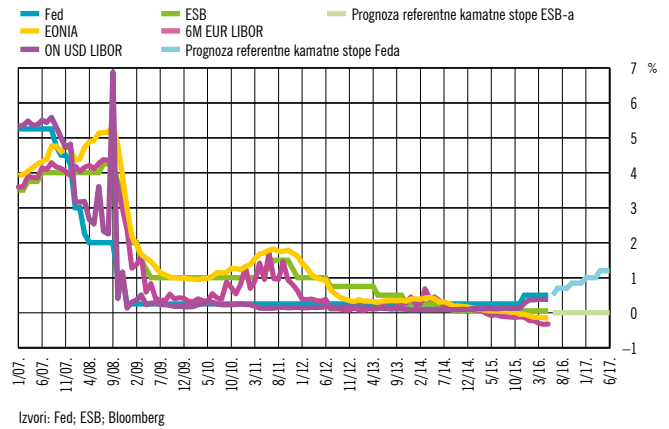
refinanciranja iznosi 0%, stopa koju ESB plaća bankama na depozirana sredstva spušta na -0,40%, a prekonoćna stopa koju ESB naplaćuje bankama na zatražena sredstva na 0,25% te se sve nabrojene stope nalaze na najnižim razinama dosad. Usto, mjesečni iznos sredstava korišten za otkup obveznica povećan je sa 60 na 80 mlrd. EUR, uz nepromijenjeno predviđeno trajanje programa do kraja prvog tromjesečja 2017., odnosno do normalizacije stope inflacije u europodručju, dok je ograničenje za otkup pojedinog izdanja obveznica od strane međunarodnih organizacija i multilateralnih razvojnih banaka povećano s 33% na 50% (Slika 3.c.). Među obveznicama koje mogu biti otkupljene uključene su i korporativne obveznice nebankarskih kompanija investicijskog rejtinga sa sjedištem u europodručju, što bi trebalo dodatno smanjiti troškove financiranja poduzeća. Počevši od lipnja 2016. bit će provedene i četiri nove operacije refinanciranja dospjeća četiri godine u kojima će banke moći pozajmiti do 30% iznosa prihvatljivih kredita po repo stopi.

Ublažavanje monetarne politike ESB-a pridonosi očekivanjima o zadržavanju kamatnih stopa u europodručju na niskim razinama i u sljedećem razdoblju. Recentna ESB-ova istraživanja kreditnih uvjeta banaka i pristupa poduzeća financiranju pokazuju da su mjere ESB-a rezultirale daljnjim ublažavanjem financijskih uvjeta, što je dovelo do rasta potražnje poduzeća za kreditima, a time i do jačanja kreditne aktivnosti. Prinosi na državne obveznice i nadalje su niski, za neke zemlje čak i negativni, a razlike među prinosisima za zemlje EU-a također su smanjene (slike 4., 5. i 6.). No, niske kamatne stope i ekspanzivna monetarna politika ESB-a, zajedno s opterećenošću banaka lošim kreditima, ujedno jačaju rizike povezane sa slabom profitabilnosti banaka i osiguravajućih društava te donekle negativno utječu na proces financijskog posredovanja.

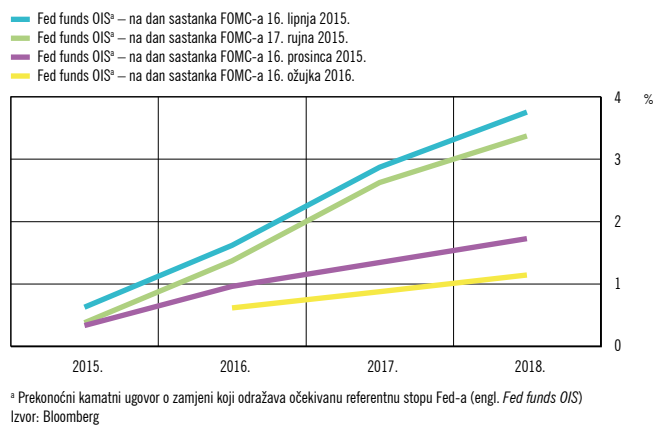
Dinamika postupnog povećavanja referentne kamatne stope Fed-a započeta krajem 2015. sporija je nego što se očekivalo, što smanjuje rizike povezane s divergentnim monetarnim politikama vodećih središnjih banaka koji bi mogli utjecati na međunarodne tokove kapitala i negativno se odraziti na dio tržišta u nastajanju (slike 3.a. i 3.b.). Nakon što je, potaknut pozitivnim pokazateljima ekonomske aktivnosti u SAD-u, krajem prethodne godine Fed započeo s postupnim dizanjem referentne kamatne stope, smanjena očekivanja gospodarskog rasta SAD-a, nepovoljan utjecaj snažnoga američkog dolara na američki izvoz, što uz niže uvozne cijene dodatno smanjuje već nisku inflaciju, te povećana neizvjesnost oko globalnoga gospodarskog rasta rezultirali su nepromijenjenom razinom te kamatne stope u prvom polugodištu 2016. (Tablica 1., slike 3.a. i 3.b.).

Oslabljena veza između cijena pojedinih oblika imovine i makroekonomskih pokazatelja odnosno pokazatelja poslovanja povećava sistemske ranjivosti koje bi se mogle materijalizirati u slučaju naglog rasta nesklonosti prema riziku, što bi najviše moglo pogoditi vrijednosne papire rizičnijih izdavatelja (Slika 8.b.). Visoka razina globalne likvidnosti i niske vodeće referentne kamatne stope potaknule su rast cijena financijske imovine u brojnim razvijenim zemljama, što se, osim u padu prinosa na obveznice, ogleda i u rastu dioničkih indeksa

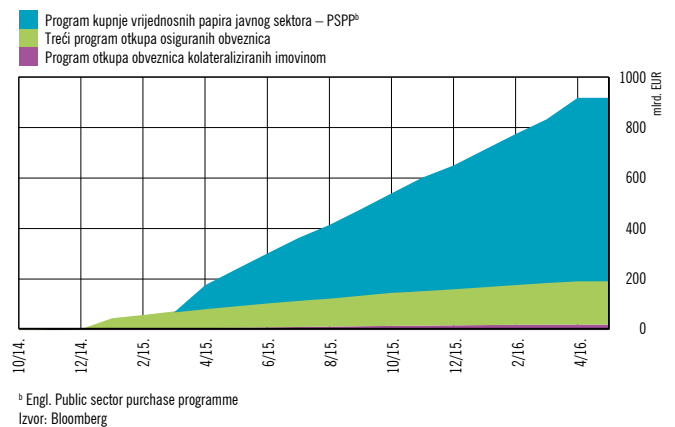
Slika 3.a. Referentne eurske kamatne stope na povijesno su niskim razinama



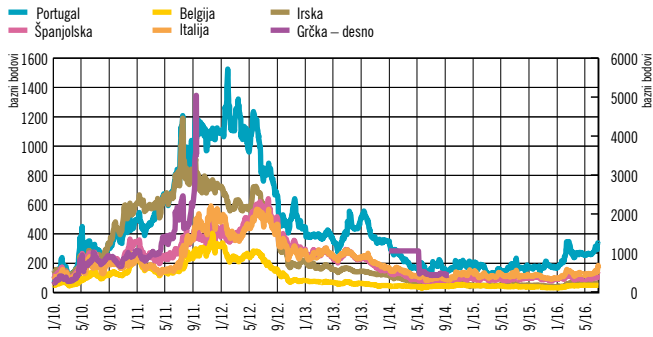
Slika 3.b. Dinamika dizanja referentne kamatne stope Fed-a sporija je od prethodnih očekivanja



Slika 3.c. ESB-ovi programi otkupa obveznica rezultirali su dodatnim ublažavanjem financijskih uvjeta u europodručju

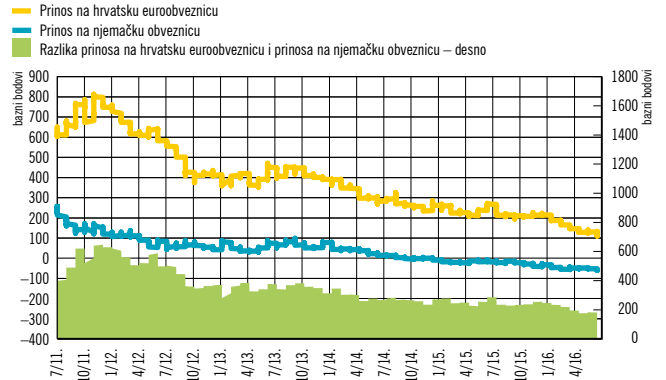


Slika 4. Percipirani rizik ranjivih članica europodručja raste



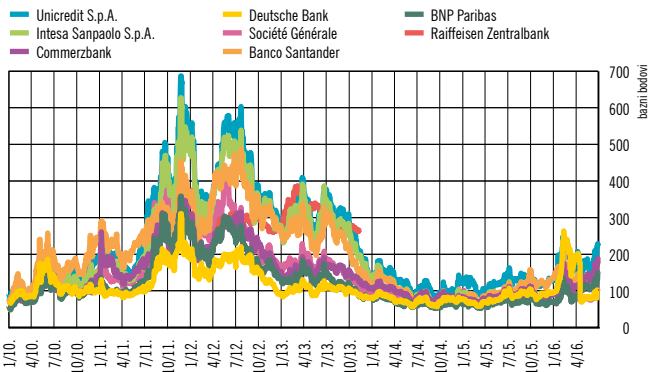
Napomena: Na grafikonu su prikazane premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za petogodišnje obveznice.
 * Razlika prinosa na premiju osiguranja od kreditnog rizika jest godišnji iznos premije koju kupac CDS-a plaća kako bi se zaštitio od kreditnog rizika povezanog s izdavačem nekog instrumenta.
 Izvor: Bloomberg

Slika 7. Smanjena razlika između prinosa na hrvatsku i usporedivu njemačku obveznicu s dospjećem 2018.



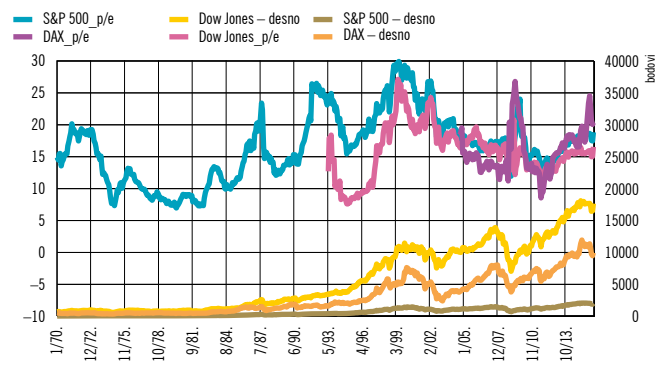
Izvor: Bloomberg

Slika 5. Percipirani rizik velikih europskih banaka veći je no prethodnih godina



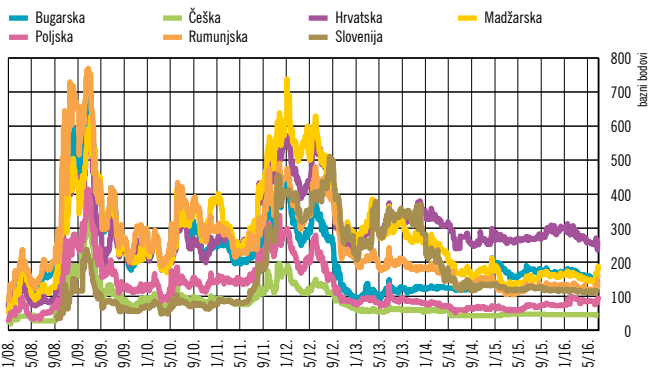
Napomena: Na grafikonu su prikazane premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za petogodišnje obveznice.
 Izvor: Bloomberg

Slika 8.a. Relativno optimistično vrednovanje dionica upućuje na moguće rizike



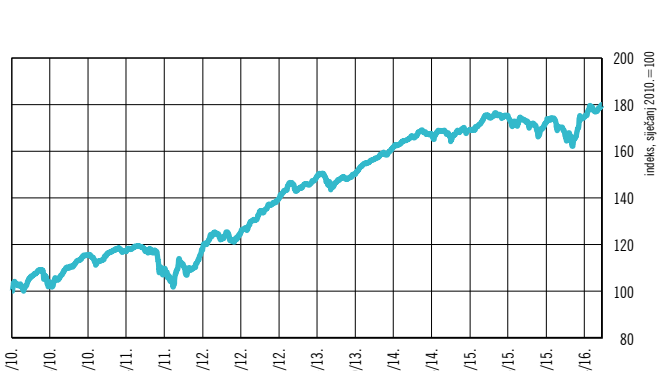
Napomena: P/e jest omjer cijene po dionici i zarade po dionici.
 Izvor: Bloomberg

Slika 6. Percipirani rizik Hrvatske smanjio se u odnosu na usporedive zemlje, iako je i nadalje na visokim razinama



Napomena: Na grafikonu su prikazane premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za petogodišnje obveznice.
 Izvor: Bloomberg

Slika 8.b. U prvom tromjesečju primjetljiva je veća kolebljivost povrata na visokorizična korporativna izdanja



Izvor: Bloomberg

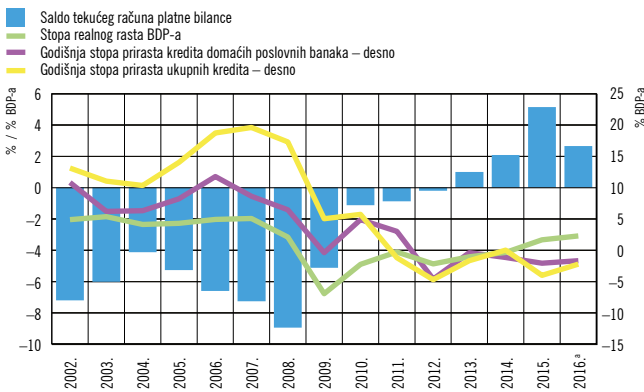
i povećanju omjera cijena dionica i zarada po dionici (slike 4., 5., 6., 7. i 8.a.), a prisutne su i bojazni da su ocjene rizičnosti na nekim tržišnim segmentima preoptimistične.

Uz niske cijene robe koje posebno pogađaju velike izvoznike poput Brazila i Rusije, smanjenje potražnje iz Kine i neizvjesnost oko prilagodbe toga gospodarstva sporijim stopama rasta te bojazni oko mogućeg usporavanja gospodarske aktivnosti u SAD-u, geopolitička su zbivanja također potencijalna prijetnja stabilnosti financijskih tržišta i pozitivnim realnim kretanjima. Potencijalni okidači za rast premije za rizik u tom kontekstu mogu biti nemiri na Bliskom istoku te mogući teroristički napadi, dok je vjerojatnost eskalacije izbjegličke krize nakon dogovora između EU-a i Turske znatno smanjena. Nestabilnost na financijskim tržištima mogla bi potaknuti i neizvjesnost povezana s neočekivanim rezultatima referendumu o izlasku Ujedinjene Kraljevine iz EU-a, a rizici vezani uz Grčku također bi se mogli povećati u slučaju potrebe za provedbom dodatne fiskalne konsolidacije.

Materijalizacija spomenutih rizika i mogući nagli rast nesklonosti ulagača prema riziku najviše bi pogodili zemlje s visokim potrebama za financiranjem poput Hrvatske.

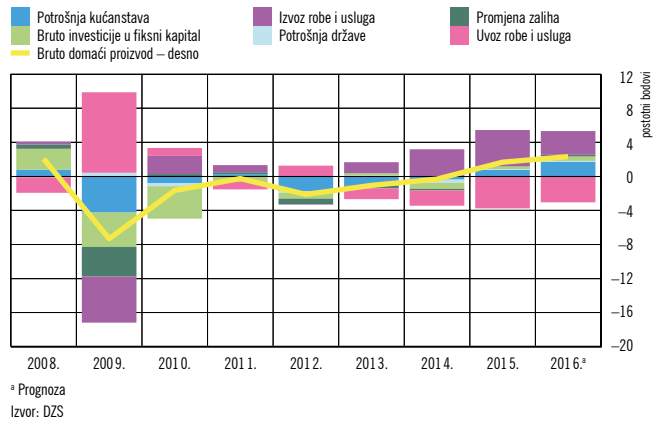
Unatoč nastavku domaćega gospodarskog oporavka i u 2016., izgledno je da će omjeri duga i BDP-a još neko vrijeme ostati na povišenim razinama. Nakon što je Hrvatska 2015. izašla iz dugotrajne recesije uz realnu stopu rasta BDP-a od 1,6%, ona bi u 2016. mogla iznositi oko 2,3%. Pozitivan doprinos gospodarskoj aktivnosti očekuje se od inozemne potražnje zbog gospodarskog oporavka glavnih vanjskotrgovinskih partnera i jačanja konkurentnosti domaćega gospodarstva te pozitivnih kretanja u turizmu, kao i od bržeg rasta osobne potrošnje zbog povećanja realnoga raspoloživog dohotka, povećanja privatnih i javnih investicija te intenzivnijega korištenja sredstava iz fondova EU-a (slike 10.a., 10.c. i 24.).

Slika 9. Gospodarski oporavak događa se bez oporavka kreditne aktivnosti



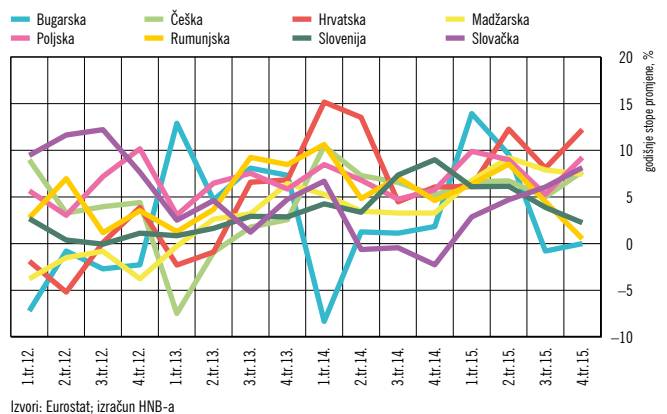
Proгноза
 Izvori: DZS; HNB

Slika 10.a. Potrošnja kućanstava i izvoz trebali bi najviše pridonijeti rastu u 2016. (doprinosi rastu)



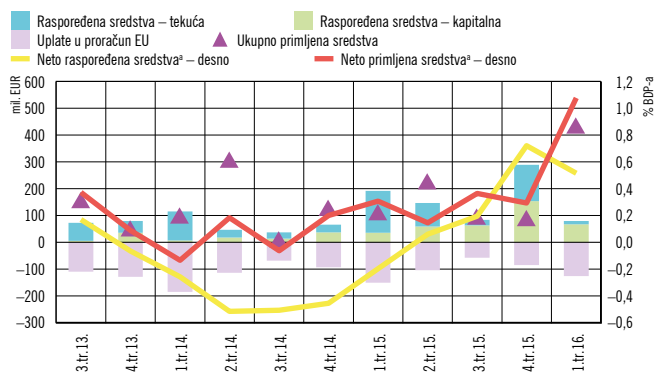
Proгноза
 Izvor: DZS

Slika 10.b. Hrvatska bilježi najveće stope rasta izvoza u odnosu na zemlje Srednje i Istočne Europe



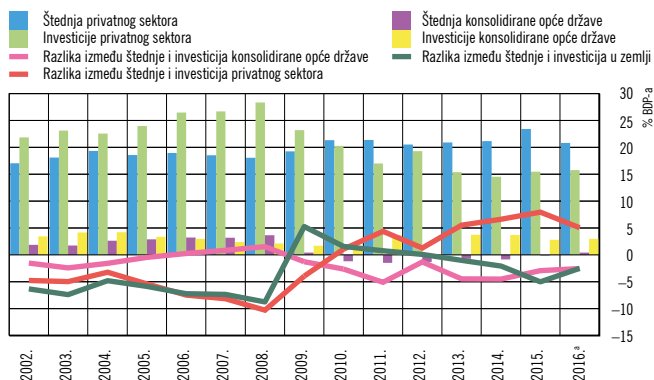
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 10.c. Krajem 2015. intenziviralo se povlačenje sredstava iz EU-a



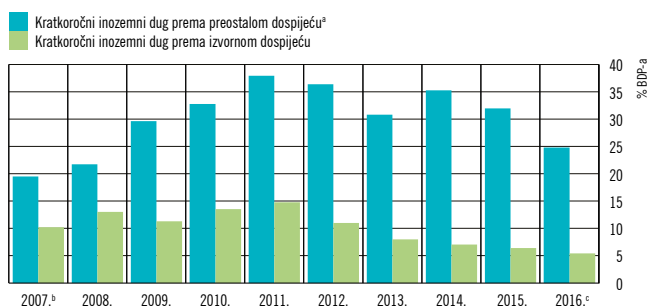
Prosjek posljednja četiri raspoloživa tromjesečja
 Izvori: MF; HNB

Slika 11. U 2016. očekuje se blagi pad štednje privatnog sektora



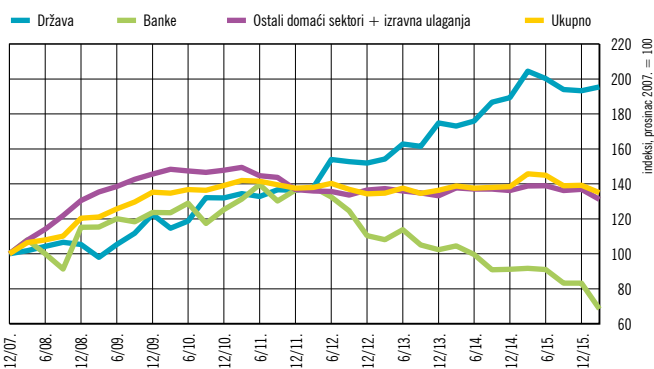
^a Prognoza
Izvori: MF; HNB (procjena)

Slika 14. U 2016. na naplatu dospijeva niži iznos inozemnog duga nego prethodnih godina



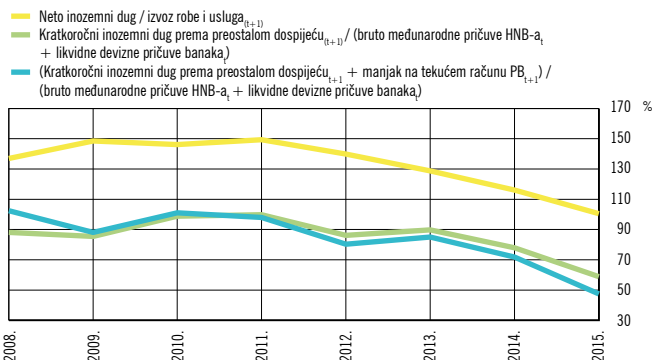
^a Kratkoročni inozemni dug prema preostalom dospijeću jest iznos duga koji dospijeva u promatranoj godini, a dobiven je zbrajanjem stanja kratkoročnog duga na kraju prethodne godine i dugoročnog duga koji na naplatu dospijeva tijekom promatrane godine. ^b Od kraja 2007. inozemni se dug izračunava po novoj metodologiji. ^c Prognoza
Napomena: U kratkoročni dug po preostalom dospijeću od 2008. uključena su i kružna ulaganja koja čine računovodstvenu stavku koja se u stvarnosti ne efektuira.
Izvor: HNB

Slika 12. Inozemni dug države i nadalje u porastu, dok se ostali sektori nastavljaju razduživati, ponajviše banke



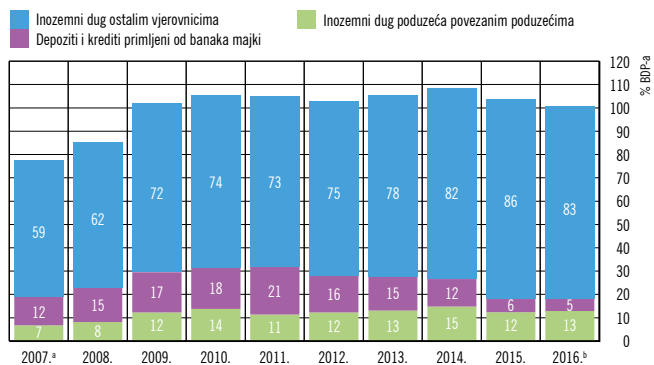
Izvor: HNB

Slika 15. Odabrani pokazatelji vanjske ranjivosti nastavljaju se poboljšavati



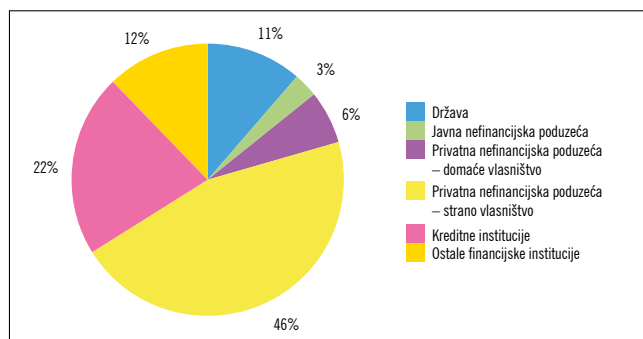
Napomena: Neto inozemni dug izračunat je kao stanje bruto inozemnog duga umanjeno za dužnička potraživanja prema inozemstvu.
Izvor: HNB

Slika 13. Struktura vjerovnika inozemnog duga smanjuje ranjivosti povezane s njegovom visokom razinom



^a Od kraja 2007. inozemni se dug izračunava na osnovi nove metodologije. ^b Prognoza
Izvor: HNB

Slika 16. Najveći udio u otplatama glavnice inozemnog duga u preostalom dijelu 2016. prema sektorima imaju privatna nefinancijska poduzeća u stranom vlasništvu



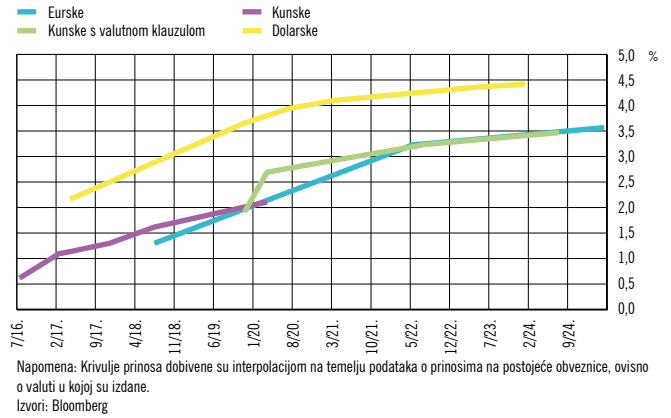
Napomena: Prema podacima zaključno s kraja veljače 2016.
Izvor: HNB

Unatoč očekivanom blagom padu apsolutnog iznosa inozemnog duga, njegov udio u BDP-u i nadalje je vrlo visok, što Hrvatsku čini vrlo ranjivom na moguće promjene uvjeta financiranja. Inozemni dug krajem 2015. iznosio je oko 103,7% BDP-a, a na kraju 2016. mogao bi se smanjiti na oko 96,9% BDP-a zbog očekivanog rasta nominalnog BDP-a i nastavka razduživanja kreditnih institucija (Slika 12.). Zbog nižih potreba za refinanciranjem dospjelog duga i očekivanog viška na tekućem računu platne bilance u 2016., pokazatelji vanjske ranjivosti nastavili su se poboljšavati (Slika 15.). Usto, rizike povezane s refinanciranjem inozemnog duga smanjuje i struktura vjerovnika zbog visokog udjela banaka majki domaćih poslovnih banaka i vlasnički povezanih poduzeća u ukupnom dugu (Slika 13.), dok je trenutna razina međunarodnih pričuva prema modelskoj ocjeni dostatna za ublažavanje mogućih šokova i očuvanje stabilnosti tečaja kune prema euru, a time i ukupne financijske stabilnosti (slike 18. i 22.).

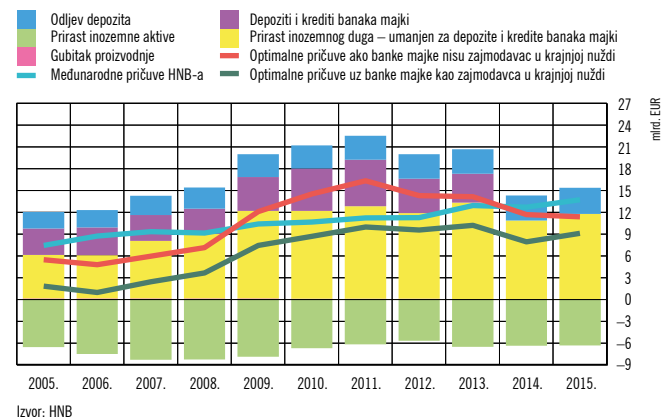
U 2015. ostvarena je fiskalna konsolidacija snažnija nego što se očekivalo, pa su se rizici za domaće gospodarstvo povezani s fiskalnom politikom donekle smanjili. Ipak, rizici povezani s visokom razinom javnog duga, koji bi 2016. mogao dosegnuti 87% BDP-a, i nadalje su visoki (tablice 2. i 3.). Premija za rizik za Hrvatsku u 2016. još je znatno viša od premije za rizik za usporedive zemlje Srednje i Istočne Europe, ali treba naglasiti da se zbog njezina smanjenja u prvom dijelu godine razlika između premije osiguranja od kreditnog rizika za petogodišnje obveznice za Hrvatsku i usporedive prosječne premije za rizik za zemlje SIE-a smanjila sa 182 b. b. na kraju 2015. na 150 b. b. krajem lipnja 2016. (Slika 5.). Osim o makroekonomskim i financijskim pokazateljima, njezino bi kretanje, kao i ocjene kreditnog rejtinga zemlje vodećih rejting agencija, u sljedećem razdoblju moglo ovisiti i o političkoj stabilnosti u zemlji.

Glavni rizici za domaće gospodarstvo povezani su s potencijalnim padom izvozne potražnje zbog slabijega gospodarskog rasta glavnih vanjskotrgovinskih partnera, relativnom sporim gospodarskim oporavkom te mogućim pogoršanjem financijskih uvjeta na međunarodnim tržištima i rastom premija za rizik, odnosno porastom troškova financiranja domaćih sektora.

Slika 17. Prinosi na hrvatske obveznice izdane u američkim dolarima viši su u odnosu na eurska izdanja



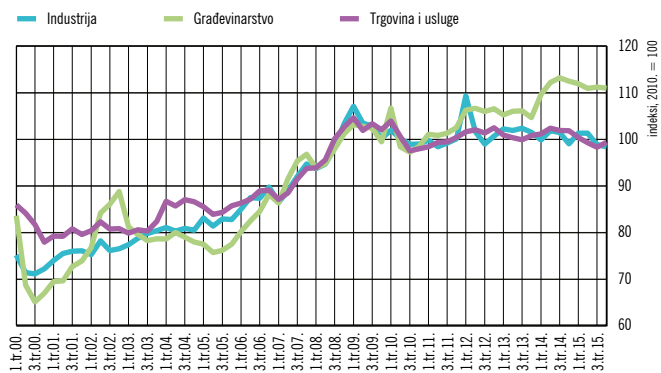
Slika 18. Međunarodne pričuve više su od modelski ocijenjene optimalne razine



Slika 19. Nastavljena blaga deprecijacija realnog tečaja kune prema euru

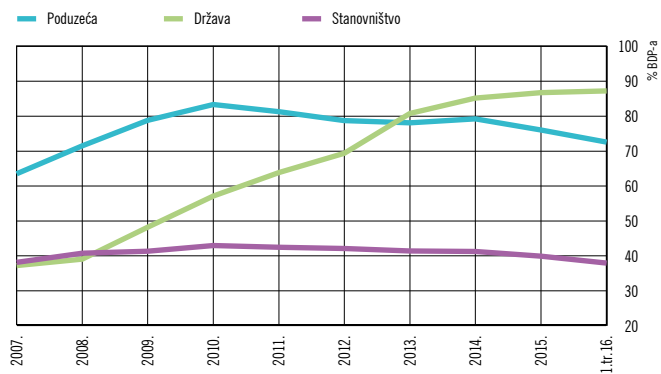


Slika 20. Jedinični troškovi rada krajem 2015. blago su se smanjili



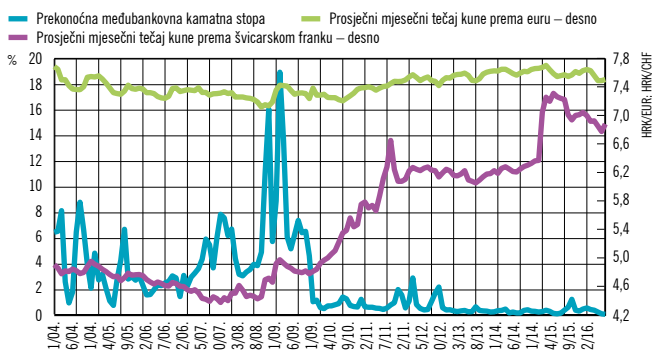
Izvori: DZS; izračun HNB-a

Slika 21. Usporen rast ukupne zaduženosti države, a poduzeća i stanovništvo nastavljaju se razduživati



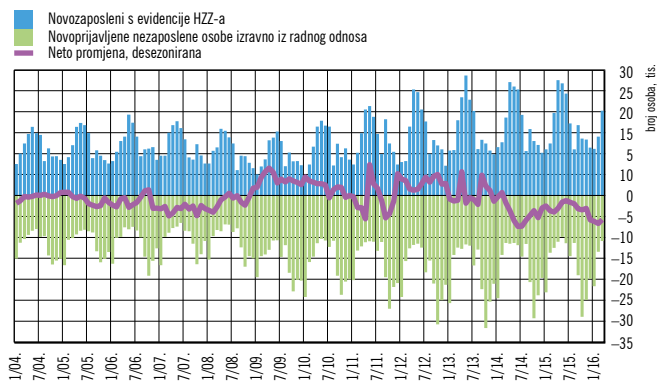
Izvori: HNB – financijski računi

Slika 22. Tečaj kune prema euru aprecira, a zbog visoke likvidnosti bankovnog sustava prekoćna kamatna stopa i nadalje je vrlo niska



Izvori: HNB

Slika 23. Promjene u zaposlenosti registrirane u Hrvatskom zavodu za zapošljavanje (HZZ)



Izvori: HZZ; izračun HNB-a

Okvir 1. Tržište kreditnih izvedenica na osnovi nastanka neispunjavanja obveza (engl. *Credit Default Swap – CDS*)

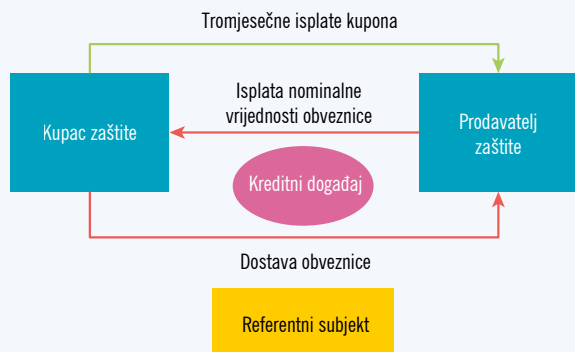
Tržište kreditnih izvedenica na osnovi nastanka neispunjavanja obveza (CDS) upotpunjuje ostala financijska tržišta jer sudionicima omogućuje djelotvorno sredstvo za upravljanje i transferiranje kreditnog rizika iz svojih bilanci. Međutim, visok stupanj međuovisnosti kupaca i prodavatelja CDS-a, visoka koncentracija izloženosti ovih instrumenata te relativno visoke asimetrične isplate u slučaju nastupanja kreditnog događaja (neispunjavanja obveza predmeta osiguranja) djelovali su na pospješivanje svjetske financijske krize 2008. godine. CDS premija kao mjera rizika nadopunjuje premiju za rizik koja se računa na osnovi razlike prinosa do dospijeća obveznice, kao preciznija mjera kreditnog rizika. Međutim, nepokrivena kratka pozicija gdje kupac profitira od pada vrijednosti obveznice neke države ili kompanije u jeku financijske krize često se smatrala razlogom za nerealno skupo zaduživanje država odnosno generatorom nestabilnosti¹. Regulatorne promjene u SAD-u i EU-u djelovale su na smanjivanje nekih od navedenih rizika. Ipak, primjenom novoga regulatornog okvira nisu svi rizici nestali, a pojavili su se i neki novi. Zbog važnosti CDS tržišta za državu s relativno visokim vanjskim i javnim dugom poput Republike Hrvatske važno je istražiti to tržište.

Detaljna analiza CDS tržišta nužna je s aspekta financijske stabilnosti jer kretanje cijene CDS-a utječe na cijenu zaduživanja referentnog subjekta na međunarodnim tržištima. Znatno rast kreditnog rizika promatranog subjekta, ako je riječ o državi ili, pak, nekoj sistemski važnoj financijskoj instituciji, mogao bi dovesti i do rasta sistemskog rizika i mogućeg ugrožavanja stabilnosti financijskog sustava.

Obilježja CDS instrumenata

CDS je financijska izvedenica koja svome kupcu omogućuje prijenos kreditnog rizika referentnog subjekta na prodavatelja instrumenta. U praksi se CDS instrumentima trguje na izvanburzovnim tržištima (engl.

Slika 1. Strukturni prikaz CDS instrumenta zaštite



Izvor: HNB

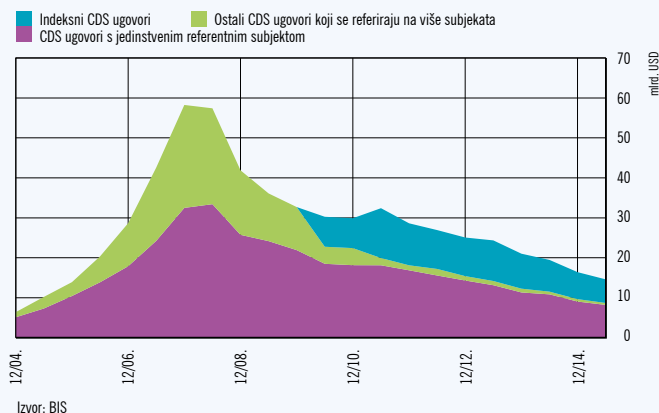
1 Više o tome vidi u IMF, Global Financial Stability Report (April 2013.), link: <https://www.imf.org/External/Pubs/FT/GFSR/2013/01/pdf/c2.pdf>

over the counter – OTC) na način da kupac i prodavatelj instrumenta sklope bilateralni privatni ugovor u kojemu se prodavač obvezuje da će u trenutku nastanka kreditnog događaja kupcu CDS-a isplatiti dogovoreni nominalni iznos, a zauzvrat se kupac obvezuje prodavatelju isplaćivati dogovorenu premiju u periodičnim kuponima. Iznos premije koju kupac instrumenta isplaćuje prodavatelju kao kompenzaciju za preuzeti rizik iskazuje se u postotku nominalnoga dogovorenog iznosa i ovisi ponajprije o procjeni vjerojatnosti nastanka kreditnog događaja, kao i mogućnosti naplate u slučaju njegova nastanka². CDS ugovori sklapaju se na određeno razdoblje, najčešće od jedne do pet godina.

CDS tržište

CDS instrumenti na financijskim su se tržištima prvi put pojavili početkom 1990-ih i u relativno kratkom razdoblju CDS tržište poprimilo je globalne razmjere kada su velike globalne banke uvidjele da im ti instrumenti omogućuju relativno brz prijenos kreditnog rizika iz svojih bilanci i time manje regulatorne kapitalne zahtjeve. Ekspanzija CDS tržišta trajala je sve do nastupanja financijske krize 2008. godine, kada je nominalna vrijednost tržišta iznosila malo manje od 60 trilijuna USD, od čega su CDS ugovori s jedinstvenim referentnim subjektom činili malo više od 50% tržišta (Slika 2.). Nakon 2008. godine i naglog smanjenja nominalne vrijednosti aktivnih CDS ugovora, kada je određeni dio ugovora i likvidiran zbog nastupa kreditnih događaja, nominalna vrijednost aktivnih CDS ugovora u konstantnom je padu, što se djelomično može pripisati i tehničkom napretku u procesu namire standardiziranih CDS ugovora.

Slika 2. Stanje nominalne vrijednosti CDS ugovora, prema tipu instrumenta



Jedno od najvažnijih obilježja CDS tržišta njegova je izrazita koncentriranost, koju je zbog manjka podataka teško točno kvantificirati, ali postoje mnoge procjene. Tako je Mengle (2010.) procijenio da je grupa velikih trgovatelja, poznatija kao G14, u tom trenutku posredovala u oko 90% CDS transakcija.³ Razlog tome treba tražiti u samoj konstrukciji CDS in-

2 Godišnja premija koju kupac CDS instrumenta mora platiti prodavatelju CDS-a procjenjuje se kao: $CDS\ premija = PD \cdot (1 - RR) \cdot NV$, gdje je PD vjerojatnost nastupanja kreditnog događaja, RR očekivana stopa povrata u slučaju nastupa kreditnog događaja, a NV dogovoreni nominalni iznos.

strumenta i izrazito asimetričnoj strukturi isplata koja nastaje u slučaju kreditnog događaja te činjenice da su sklapanjem CDS ugovora kupci zamijenili kreditni rizik referentnog subjekta kreditnim rizikom druge strane s kojom su sklopili ugovor. Stoga su oni ponajprije nastojali surađivati s velikim i dobro kapitaliziranim bankama za koje su smatrali da su u mogućnosti ispuniti potencijalne obveze proizašle iz CDS ugovora.

Budući da je riječ o OTC tržištu, CDS tržište pokazuje veliku razinu međupovezanosti sudionika jer je otvorenu poziciju u smislu CDS-a s određenim referentnim subjektom mnogo jeftinije i brže promijeniti sklapanjem novog CDS ugovora s istom ili drugom ugovornom stranom nego izmjenom postojećega ugovora. To naposljetku dovodi do velikog broja otvorenih pozicija koje se u praksi međusobno neutraliziraju.

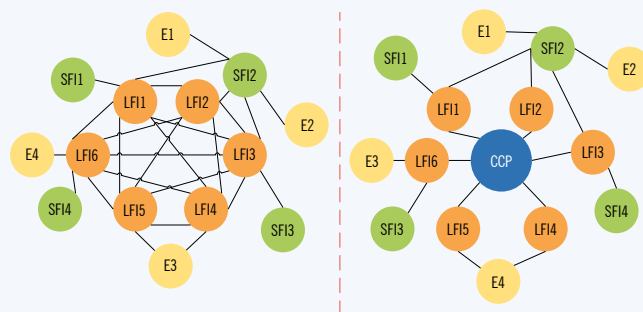
Zbog spomenutih obilježja CDS ugovora u smislu asimetričnosti isplata i utjecaja na cijenu zaduživanja referentnog subjekta te povrh toga obilježja koncentriranosti, međupovezanosti i općenite netransparentnosti CDS tržišta glede dostupnosti informacija o otvorenim pozicijama sudionika tržišta, CDS tržište se našlo u samom žarištu financijske krize te su regulatorna tijela u SAD-u i Europskoj uniji usmjerila pozornost na regulaciju tržišta i smanjivanje sistemskog rizika koji bi mogao nastati u slučaju da jedan od velikih sudionika tržišta ne bude u mogućnosti podmiriti svoje obveze. Na sastanku u Pittsburghu 2009. čelnici skupine G20 složili su se oko uvođenja obveze namire svih standardiziranih ugovora o OTC izvedenicama posredstvom *središnje druge ugovorne strane* (engl. *central counterparty – CCP*), prijavljivanja podataka trgovinskim repozitorijima te nametanja viših kapitalnih zahtjeva za nenamirene ugovore. Europski parlament i Vijeće Europske unije otišli su korak dalje te su, s ciljem jačanja regulatornog okvira i sprječavanja širenja sistemskog rizika koji može nastati zbog špekulantskih radnji u obliku kupnje velikog broja nepokrivenih CDS ugovora, u ožujku 2012. donijeli Uredbu o kratkoj prodaji i određenim aspektima kreditnih izvedenica na osnovi nastanka statusa neispunjavanja obveza (EU 236/2912.), u sklopu koje su uveli zabranu korištenja nepokrivenih (engl. *naked*) CDS ugovora koji se referiraju na državne dužničke instrumente. Time je zabranjeno korištenje takvih ugovora za stvaranje špekulativne kratke pozicije. Dodatno, Europski parlament i Vijeće sredinom 2012. godine donijeli su uredbu (EU 648/2012) skraćenog naziva EMIR, kojom se uvodi djelomična obveza središnje namire za sudionike OTC tržišta i definiraju smjernice za upravljanje trgovinskim repozitorijima.

Središnja druga ugovorna strana – CCP

Materijalizacija kreditnog rizika druge ugovorne strane i neispunjavanje obveza na temelju CDS ugovora dovode do gubitaka za drugu stranu, koji, ako su dovoljno veliki, mogu dovesti do domino efekta i brzog širenja zaraze na tržištu. Središnja druga ugovorna strana (CCP) pravna je osoba koja posreduje između drugih ugovornih strana u ugovorima kojima se trguje na jednom ili više financijskih tržišta. CCP tako postaje kupac svakom prodavatelju i prodavatelj svakom kupcu i tako smanjuje ovaj rizik druge ugovorne strane. Trenutno su CCP-ovi prva linija obrane u sprječavanju širenja sistemskog rizika putem CDS ugovora s obzirom

3 D. Mengle, 2010, "Concentration of OTC Derivatives among Major Dealers", Working paper, International Swaps and Derivatives Association. Grupu G14 trgovatelja čine: Bank of America-Merrill Lynch, Barclays Capital, BNP Paribas, Citi, Credit Suisse, Deutsche Bank, Goldman Sachs, HSBC, JP Morgan, Morgan Stanley, Nomura, RBS, Societe Generale, UBS i Wells Fargo Bank.

Slika 3. Prikaz strukture CDS tržišta s posredovanjem CCP-a i bez toga

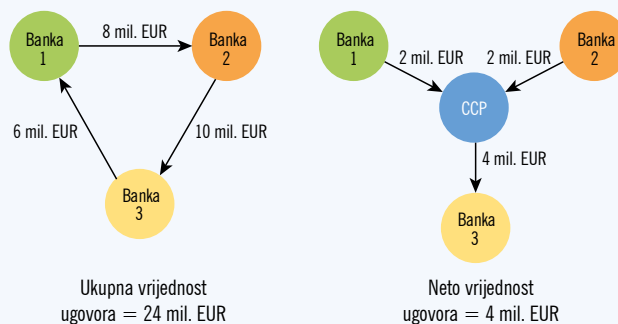


Napomena: Kratica VFI označuje velike financijske institucije, kratica MFI male financijske institucije, a kratica K konačne klijente.
Izvor: HNB

na to da im njihova pozicija omogućuje prikupljanje podataka o CDS ugovorima i procjenu otvorenih pozicija sudionika tržišta te upravljanje rizikom **protustrane** redovitim izračunima zahtjeva za polaganje kolaterala te inicijalne i varijabilne margine od strane njihovih članova. Oni također imaju ključnu ulogu u pojednostavljenju strukture tržišta, što je, pak, nužan korak u procesu praćenja međuovisnosti pozicija sudionika CDS tržišta te ukupne izloženosti svakoga pojedinog sudionika (Slika 3.).

CCP ne preuzima tržišni rizik jer djeluje po principu "zatvorene knjige", gdje je svaka pozicija s jednom ugovornom stranom uvijek zatvorena suprotnom pozicijom s drugom ugovornom stranom. Ipak, CCP je izložen kreditnom riziku koji proizlazi iz mogućnosti neispunjavanja obveza jedne od ugovornih strana s kojima CCP ima sklopljen ugovor (Slika 4.). U slučaju nemogućnosti podmirivanja obveza člana sustava poravnanja, CCP više nema zatvorenu poziciju, pa treba imati dovoljno sredstava da ispunji svoje obveze prema drugom članu sustava poravnanja koji se nalazi s druge strane ugovora. Pritom su mu na raspolaganju sredstva iz tri različita izvora: priloženi kolateral, inicijalna i varijabilna margina člana koji je bankrotirao, vlastiti kapital te sredstva iz kontribucijskoga fonda koji funkcionira po načelu zajedničkog snošenja troškova svih članova.

Slika 4. Primjer mnogostranog skraćivanja ugovora posredstvom CCP-a



Izvor: HNB

Tržišna percepcija rizičnosti Republike Hrvatske

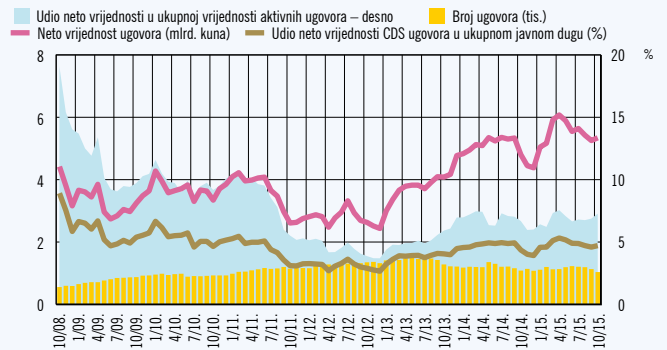
Kako je već spomenuto, CDS tržište pokazuje znatno niži stupanj transparentnosti i dostupnosti podataka u usporedbi s ostalim OTC tržištima financijskih izvedenica. Prema podacima koje objavljuje *Depository Trust & Clearing Corporation (DTCC)*⁴, prosječno stanje ukupne vrijednosti aktivnih ugovora koje kao referentni subjekt imaju obveznice Republike Hrvatske u razdoblju od kraja 2008. do kraja 2015. iznosilo je 56,8 mlrd. kuna. No, velik se dio tog iznosa odnosi na ugovore koji se međusobno poništavaju, tako da prosječna neto vrijednost tih ugovora, odnosno ukupna duga pozicija sudionika tržišta u tim ugovorima u promatranom razdoblju iznosi 4 mlrd. kuna odnosno oko 7% ukupne vrijednosti aktivnih CDS ugovora.

Budući da se CDS ugovori najčešće rabe u svrhu zaštite od kreditnog rizika, a od 2012. godine je i zabranjeno njihovo korištenje u špekulativne svrhe, kada je riječ o CDS ugovorima koji kao referentni subjekt imaju državne obveznice, zanimljivo je pogledati koliki je udio javnog duga RH "osiguran" pomoću CDS instrumenta osiguranja. U promatranom razdoblju udio neto vrijednosti CDS ugovora u javnom dugu RH bio je relativno konstantan i prosječno je iznosio 1,9%, što Hrvatsku stavlja u sam vrh po tom pokazatelju u usporedbi s ostalim zemljama Europske unije, no i nadalje čini samo mali dio ukupnoga javnog duga, što možda dovodi u pitanje znatan utjecaj koji ovi instrumenti imaju na cijenu zaduživanja države, a posljedično i svih ostalih rezidenata RH (Slika 5.).

Broj aktivnih ugovora koji kao referentni subjekt imaju RH konstantno je rastao u razdoblju do kraja 2012. godine te je porastao s oko 600 na kraju 2008. godine na oko 1300 na kraju 2012. godine, pri čemu je većina tih ugovora imala svrhu skraćivanja duge pozicije po postojećim CDS ugovorima te je stoga omjer neto i ukupne vrijednosti ugovora pao s 19% na samo 4% na kraju 2012. godine. Povećana potražnja za skraćivanjem pozicija po CDS instrumentima zbog razdoblja povećane nesigurnosti na svjetskim financijskim tržištima posljedično je dovela do poskupljivanja CDS instrumenta u obliku rasta CDS premija (Slika 6.).

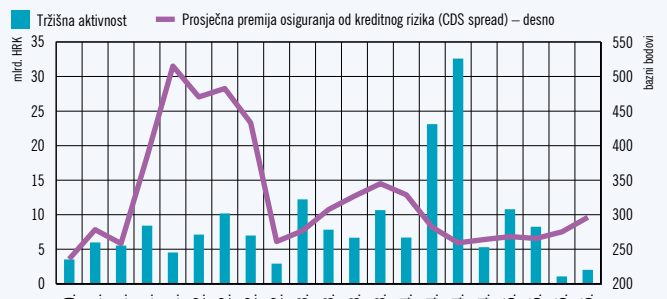
Ako promotrimo pokazatelj otvorenosti sudionika tržišta prema držanju duge pozicije u CDS ugovorima, iskazan kao udio neto vrijednosti ugovora u ukupnoj vrijednosti ugovora, može se zamijetiti da su investitori manje skloni držati otvorenu poziciju u CDS ugovorima čiji su referentni subjekt zemlje SIE-a nego što je to slučaj za ostale zemlje EU-a. Također se može primijetiti da je otvorenost pozicija negativno povezana s razinom CDS premije, što znači da su investitori oprezniji kada je riječ o otvorenosti pozicija u CDS instrumentima zemalja koje smatraju rizičnijima, odnosno da nisu spremni izložiti se riziku nastupanja kreditnog događaja unatoč većoj premiji koju mogu ostvariti na tržištu po tim instrumentima, čime njihova cijena ostaje na visokoj razini zbog smanjene ponude na tržištu.

Slika 5. Tržišni pokazatelji stanja aktivnih CDS ugovora koji kao referentni subjekt imaju obveznice Republike Hrvatske



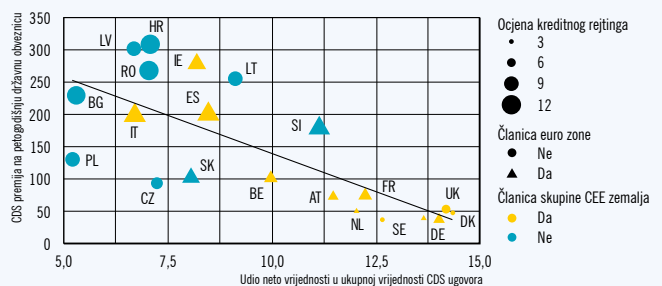
Napomena: Neto vrijednost ugovora CDS označuje neto dugu poziciju svih prijavljenih i namirenih CDS ugovora koji kao referentni subjekt imaju obveznice RH.
Izvori: DTCC; HNB

Slika 6. Tržišna aktivnost trgovanja CDS ugovorima koji kao referentni subjekt imaju obveznice Republike Hrvatske



Napomena: Pokazatelj tržišne aktivnosti odnosi se na volumen trgovanja povezan s novim transakcijama koje utječu na tržišni rizik sudionika tržišta.
Izvori: DTCC; Bloomberg

Slika 7. Otvorenost sudionika tržišta prema držanju duge pozicije u CDS ugovorima zemalja Europske unije



Napomena: Prikazane su prosječne vrijednosti pokazatelja u razdoblju od kraja 2008. do kraja 2015. godine. Veličina oznake točke podataka označuje brojni ekvivalent skale ocjene kreditnog rejtinga na početku 2016. koju objavljuje Fitch, pri čemu manji broj označuje bolji kreditni rejting.
Izvori: DTCC; Bloomberg

4 Internetska adresa: <http://www.dtcc.com/repository-otc-data>

Zaključak

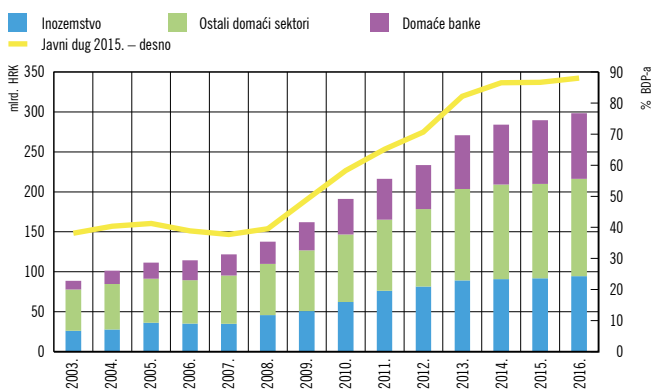
Imajući na umu pozitivne te potencijalne negativne efekte CDS ugovora na sistemsku stabilnost globalnih financijskih sustava, kao i njihov utjecaj na kretanja na ostalim financijskim tržištima, pomalo iznenađuje nedostatak predtransakcijskih i posttransakcijskih podataka o kotacijama na tržištu i volumenima trgovanja.

U smjeru veće predtransakcijske i posttransakcijske transparentnosti, kao i uspostavljanja nove kategorije platformi za razmjenu financijskih izvedenica te njihove čvršće regulacije uvođenjem naprednijih tehničkih standarda, djeluje kombinacija regulatornih reforma MiFIR i MiFID II, koje stupaju na snagu početkom 2017. godine. Tako će se u većoj mjeri moći iskoristiti sve prednosti koje pružaju CDS instrumenti i minima-

lizirati negativni sistemski učinci koji su se manifestirali u posljednjoj epizodi financijske krize. Nova regulativa dovest će CDS tržište organizacijski još bliže tržištu terminskim ugovorima (engl. *futures*), koji su standardizirani instrumenti i koji zahtijevaju aktivno upravljanje kolateralom i marginama od strane sudionika, pri čemu su centralno namireni i njima se trguje na burzama. Time bi se osposobila robusna tržišna infrastruktura koja bi omogućila precizno upravljanje rizikom druge strane te znatno povećala transparentnost cijena CDS instrumenata koja bi rezultirala preciznijim vrednovanjem instrumenata, te pospješila efikasnost tržišta u smislu jeftinijeg upravljanja dugim i kratkim pozicijama za sudionike tržišta. To bi naposljetku trebalo povećati likvidnost na tržištu CDS-a, što bi, pak, pojačalo legitimnost i poboljšalo vrijednost informacije koju pružaju cijene CDS instrumenata.

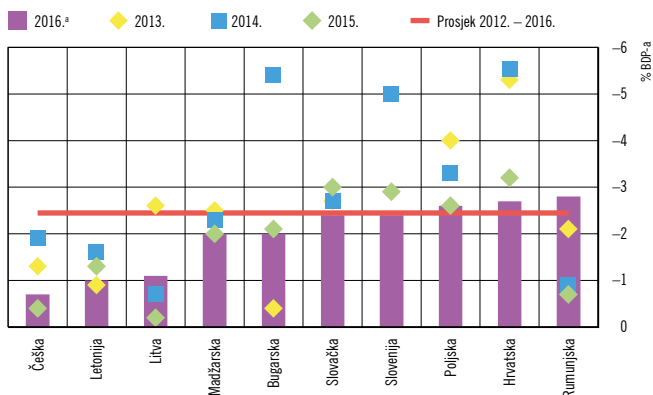
Sektor države

Slika 24. Dug opće države



Izvori: HNB, EK (projekcija)

Slika 25. Usporedno kretanje manjka opće države



* Procjena
Izvori: EK, HNB

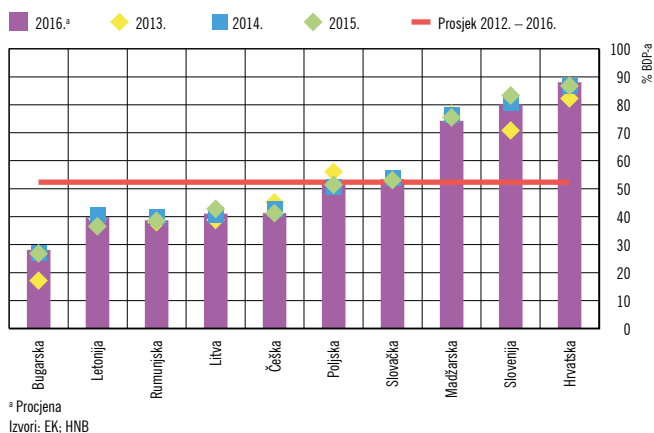
Nastavak oporavka gospodarstva u 2016. i nadalje smanjuje rizike za fiskalnu održivost, kao i primarni višak koji je lani zabilježen, a koji smanjuje potrebe za financiranjem. U 2016. godini očekuje se povećanje udjela kunskih vrijednosnih papira u ukupnom javnom dugu zbog promjene regulatornog tretmana izloženosti banaka dugu države.

Sektor države u prošloj i ovoj godini u znaku je snažne konsolidacije koja je posljedica povećanja proračunskih prihoda te smanjenja rashoda za investicije. 2015. godina zaključena je s manjkom od 3,2% BDP-a, što je znatno smanjenje u odnosu na 5,5% BDP-a, koliki je bio manjak opće države u 2014. godini. Smanjenje manjka posljedica je pada javnih investicija za 22% u 2015. te povećanja trošarina na naftne derivate i duhanske proizvode početkom 2015. godine. Tako je zabilježen porast prihoda od 4,4%, ponajviše zbog većih prihoda od indirektnih poreza.

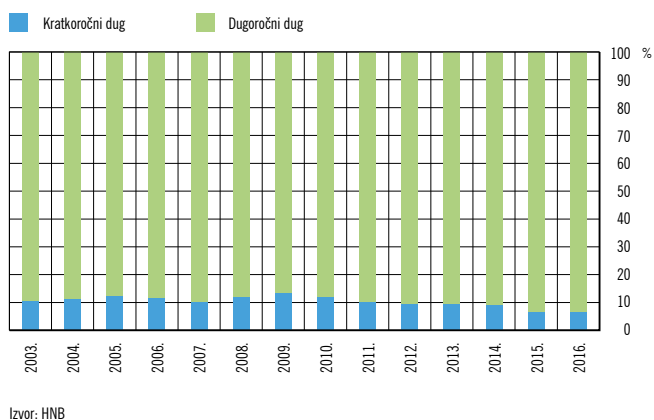
Smanjenju proračunskog manjka pomogao je i oporavak ekonomske aktivnosti. Uz bolje fiskalne pokazatelje, pad udjela manjka državnog proračuna u BDP-u posljedica je i ubrzanja ekonomske aktivnosti u prošloj godini, koje se nastavlja i ove godine, a povećava proračunske prihode. Većina u usporedivoj grupi zemalja tijekom 2015. i 2016. bilježi vrlo slična kretanja, odnosno spuštanje fiskalnog manjka ili stagnaciju na dostignutoj razini uz rast gospodarske aktivnosti (Slika 25.).

Proračun za 2016. nastavlja s fiskalnom konsolidacijom i očekuje se smanjivanje manjka na 2,7% BDP-a. Daljnja konsolidacija proračuna pridonijet će financijskoj stabilnosti, smanjiti potrebe za zaduživanjem i u tom smislu smanjiti pritisak na domaće financijsko tržište.

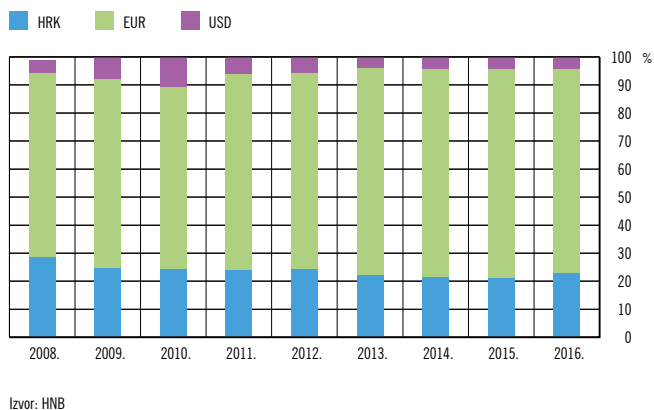
Slika 26. Usporedno kretanje javnog duga



Slika 27. Ročna struktura javnog duga



Slika 28. Valutna struktura javnog duga



Tablica 4. Referentne razine pokazatelja za rizik fiskalne održivosti^a

Pokazatelj	Sigurno područje	Referentna razina	Razina u Hrvatskoj	Promjena
$r - g^b$ (2016.)	<	1,1%	3,9%	↓
Javni dug opće države (% BDP-a) (2016.)	<	42,8%	88,1%	↑
Ciklički prilagođen primarni saldo (% potenc. BDP-a) (2016.)	>	-0,5%	1,5%	↑
Potrebe za financiranjem (% BDP-a) (2016.)	<	20,6%	16,3%	↓
Udio kratkoročnog duga u ukupnom dugu (2016.)	<	44,0%	6,7%	↓
Dug nominiran u inozemnoj valuti (2016.)	<	40,3%	77,0%	↓
Prosječno dospijeće javnog duga (godine) (2015.)	>	230,0%	5,3	↑
Kratkoročni inozemni javni dug (postotak deviznih rez.) (2015.)	<	61,8%	11,2%	↓

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

^b Implicitna kamatna stopa na dug opće države umanjena za deflator BDP-a (prosjek pet godina), umanjeno za stopu rasta realnog BDP-a (prosjek pet godina)
Izvori: MMF WP/11/100; HNB

Rast se javnog duga usporava u 2015., kada je dosegnuo razinu od 86,7% BDP-a. Sporiji rast javnog duga uzrokovan je korištenjem depozita države koji je akumuliran krajem 2014. godine te smanjenjem manjka opće države. Istodobno udio javnog duga u BDP-u u 2015. iz statističkih razloga, odnosno zbog uključivanja koncesijskog ugovora iz područja građevinskog sektora, povećao se za 1,4 postotna boda.

Unutar usporedive grupe zemalja Hrvatska i nadalje ima najveći udio javnog duga u BDP-u, ali je važno napomenuti kako je obuhvat javnog duga iznimno širok. Ipak, udio javnog duga u BDP-u stabiliziran je ispod razine od 90% i prema projekcijama Europske komisije od 2017. očekuje se smanjenje tog udjela zbog rasta BDP-a, prihoda od prodaje financijske imovine te smanjenog manjka.

Pokazatelji rizika fiskalne održivosti bilježe poboljšanje u više područja. U proračunu opće države u 2015. godini zabilježen je primarni višak (0,3% BDP-a, Slika 30.), što je omogućilo da ciklički prilagođen primarni saldo ostvari višak od 1,1% BDP-a. Budući da se u 2016. nastavlja fiskalna konsolidacija i smanjenje manjka opće države, očekuje se dodatni rast primarnog viška na 0,9% BDP-a, odnosno ciklički prilagođen primarni višak raste na 1,5% BDP-a (Tablica 4.). Ostali pokazatelji također imaju pozitivne pomake, pa se može zaključiti da je Hrvatska ušla u razdoblje u kojemu se rizici fiskalne održivosti smanjuju.

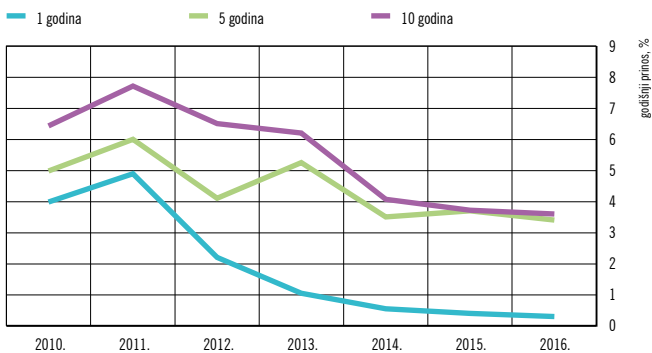
Ročna i valutna struktura javnog duga također bilježe povoljna kretanja. Ročna struktura javnog duga u Hrvatskoj je povoljna jer je 93,3% duga dugoročno, a recentni trendovi pokazuju i lagano povećavanje udjela dugoročnog duga u ukupnom javnom dugu (Slika 27.). U skladu s time prosječno preostalo dospijeće javnog duga se u 2015., nakon tri godine pada, povećalo s 5 na 5,3 godine (Slika 34.). U valutnoj strukturi javnog duga i nadalje s udjelom od 77% dominira dug u inozemnoj valuti ili indeksiran uz inozemnu valutu. Zbog regulatornog tretmana izloženosti banaka dugu države moguće je povećanje udjela kunskih vrijednosnih papira. Tako je početkom ove godine Ministarstvo financija prestalo izdavati trezorske zapise s valutnom klauzulom te izdaje samo kunske trezorske zapise.

Fiskalna konsolidacija smanjuje potrebu za zaduživanjem. Smanjenje manjka opće države u 2015. i 2016. uvelike smanjuje i potrebu za financiranjem u prošloj i ovoj godini. Potrebe za financiranjem u 2016. smanjene su na 16,3% BDP-a s rekordnih 20,8% u 2014. godini. Stoga se smanjuje potreba za zaduživanjem države kod domaćih banaka, što ograničuje rizike za financijsku stabilnost i može potaknuti banke da više financiraju poduzeća i stanovništvo.

Prinosi na državne vrijednosne papire u 2016. nastavljaju padati. Ipak, prinosi su i nadalje viši nego za usporedive zemlje zbog neinvesticijskoga kreditnog rejtinga, visoke dostignute razine javnog duga i nepovoljne percepcije dugoročnoga potencijalnog rasta.

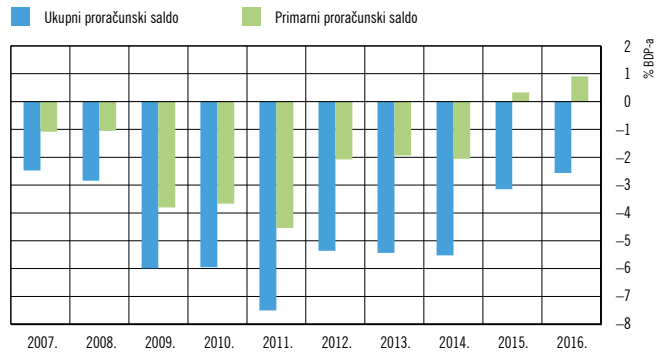
Stresni scenarij projekcije javnog duga pokazuje najveću osjetljivost na jednokratnu deprecijaciju tečaja. Stresni scenarij potencijalne jednokratne deprecijacije tečaja od 10% u 2016. povećava javni dug na razinu od 94,9% BDP-a. Kombinirani stresni scenarij pada BDP-a od 3,1% realno te jednokratne deprecijacije od 10% dovodi do rasta javnog duga na razinu od 98,8%. Stresni scenarij u kojemu BDP u 2016. pada za -3,1% povećao bi javni dug na 92,6% s temeljnog scenarija, koji predviđa rast javnog duga u 2016. na 87,4%.

Slika 29. Prinos na hrvatske vrijednosne papire u eurima i s valutnom klauzulom u eurima



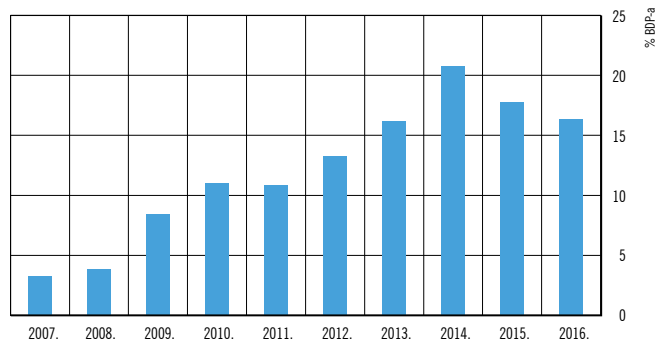
Izvor: Bloomberg

Slika 30. Manjak opće države



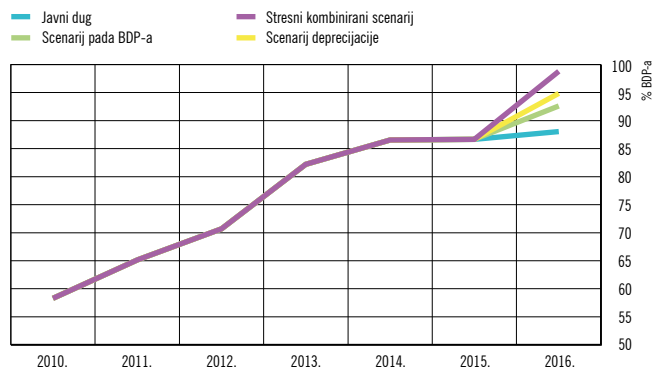
Izvori: HNB; projekcija EK-a

Slika 31. Potrebe za financiranjem



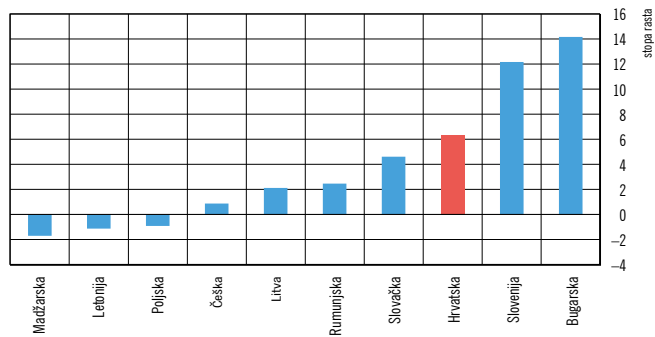
Napomena: Iznosi uključuju trezorske zapise.
Izvor: HNB

Slika 32. Različiti scenariji projekcije javnog duga



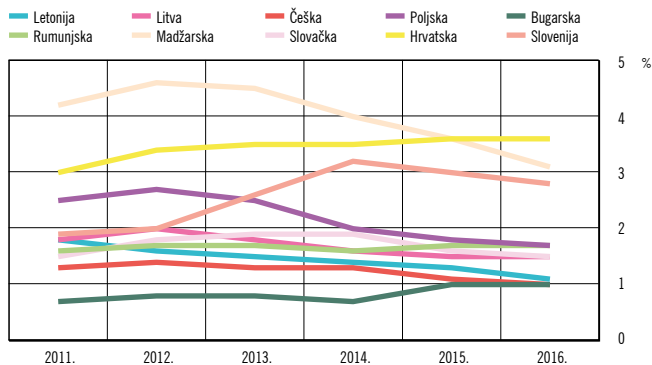
Izvori: HNB; EK

Slika 33. Stopa rasta javnog duga (2009. – 2015.)



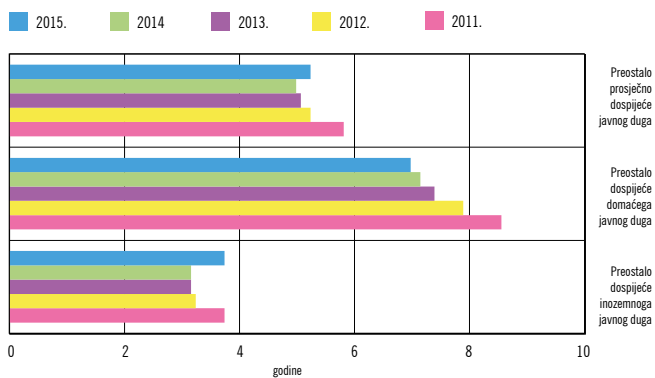
Izvor: EK

Slika 35. Rashodi za kamate opće države



Izvor: EK

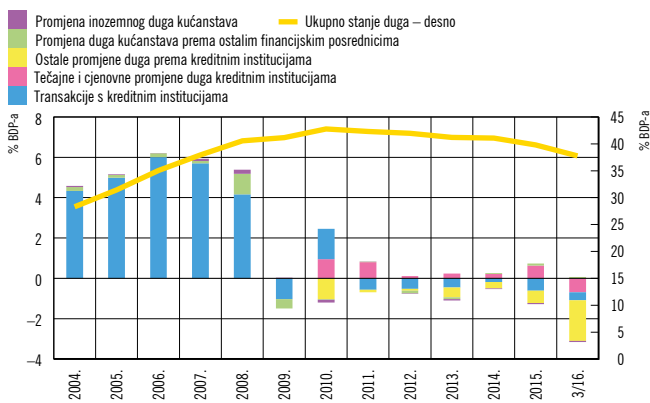
Slika 34. Prosječno preostalo dospjeće duga opće države



Izvor: HNB

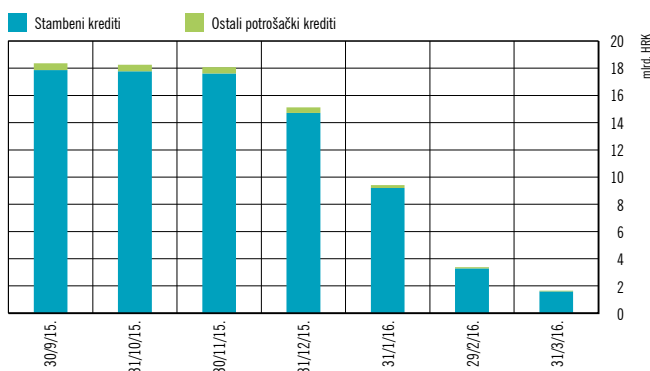
Sektor kućanstava

Slika 36. Razduživanje kućanstava nastavlja se



Izvori: Hanfa; HNB

Slika 37. Zakonska konverzija kredita vezanih uz švicarski franak uglavnom je provedena (iznos nedospjele glavnice kredita u švicarskim francima)



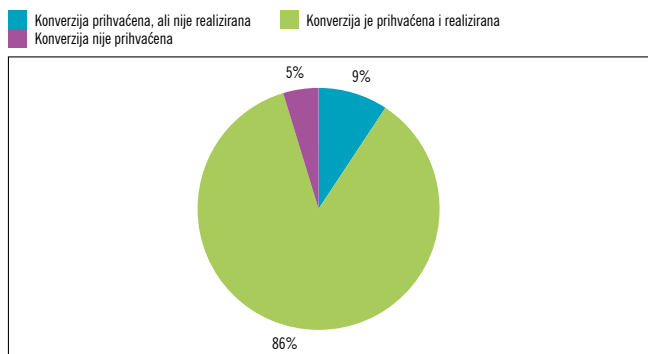
Izvor: HNB

Smanjenje duga i valutne izloženosti kućanstava pozitivno se odražava na agregatnu ranjivost ovog sektora te je izgledno da će se ona nastaviti smanjivati i u sljedećem razdoblju.

Krajem 2015. te početkom 2016. godine kućanstva su se nastavila razduživati po prosječnoj efektivnoj godišnjoj stopi od oko -1% , što je u skladu s višegodišnjom dinamikom efektivnog smanjivanja duga ovog sektora. Međutim, istodobno je smanjenje nominalnog duga koji uključuje tečajne, cjenovne i druge promjene koje ne čine stvarne otplate obveza bilo znatno intenzivnije, pa je zaduženost sektora kućanstava do kraja ožujka 2016. smanjena na pretkriznu¹ razinu od $37,8\%$ BDP-a (Slika 36.), uz godišnju stopu nominalnog pada ukupnog duga od $-7,6\%$ (Slika 45.). Više je činitelja pridonijelo ovako velikoj razlici dinamike nominalnoga i efektivnog iznosa duga, no najznatnije je smanjenje duga kućanstava prema kreditnim institucijama uvjetovano učincima zakonske konverzije kredita vezanih uz švicarski franak, koji su od kraja rujna 2015. postupno konvertirani u kredite nominirane u eurima (slike 37. i 38.). Evidentirani statistički učinak ove zakonske konverzije, izražen zajedno s prodajom plasmana stanovništva kojima kreditne institucije nastoje oporaviti svoje bilance od tereta neprihodonosnih kredita, kumulativno je tijekom promatranih šest mjeseci iznosio gotovo 2% BDP-a. Na ukupni iznos duga povoljno se odrazila i aprecijacija tečaja kune tijekom prvog tromjesečja 2016. Kućanstva su u promatranom razdoblju blago smanjila i svoje obveze prema inozemnim kreditorima, dok je dug prema ostalim domaćim financijskim posrednicima ostao uglavnom nepromijenjen. Osim nastavka trenda smanjivanja iznosa obveza prema gotovo svim vjerovnicima, na razinu zaduženosti kućanstava povoljno se odrazio i blagi rast agregatnog dohotka.

¹ Razina na kojoj je posljednji put bio 2007. godine, neposredno prije izbivanja velike financijske krize.

Slika 38. Većina je ugovora o konverziji prihvaćena (stanje iznosa kredita na kraju ožujka 2016.)



Izvori: MF; HNB

Učinak zakonske konverzije kredita nominiranih u švicarskim francima na statistiku duga, zaduženosti i kreditiranja kućanstava

Konverzija kredita vezanih uz švicarski franak u kredite nominirane u eurima koja je propisana Zakonom o izmjeni i dopunama Zakona o potrošačkom kreditiranju od 30. rujna 2015. znatno se odrazila na statistički tretman i evidenciju kredita odobrenih stanovništvu. Te je efekte važno razdvojiti od efektivnih promjena duga i opterećenosti ukupnim otplatama kao i kamatnog tereta ovog sektora kako zaključci o dinamici kreditiranja i zaduženosti ne bi bili zavaravajući. Grafički prikazi duga kućanstava u ovom poglavlju stoga, tamo gdje je to bilo moguće, sadržavaju i posebno izdvojen efekt zakonske konverzije, koja je najvećim dijelom provedena tijekom prosinca 2015. te siječnja i veljače 2016. godine (slike 37. i 38.).

Zakonska konverzija donijela je tri osnovna statistička učinka. Prvi se odnosi na smanjenje preostalog iznosa glavnice kredita vezanih uz švicarski franak pri konverziji u eurski nominirane kredite primjenom odgovarajućeg tečaja primjenjivog na datum isplate kredita. Valutna transformacija glavnice kredita smanjila je ukupni dug kućanstava do kraja ožujka 2016. za iznos od gotovo 6 mlrd. kuna, a evidentirana je u ostalim promjenama duga prema kreditnim institucijama (Slika 36.).

Osim promjene valutne nominacije kredita, pri konverziji inicijalno ugovorene kamatne stope kredita u švicarskim francima zamijenjene su odgovarajućom kamatnom stopom na kredite u eurima te je u skladu s tim izmijenjen otplatni plan kredita. Ovako velike izmjene kreditnih uvjeta podrazumijevaju ponovno sklapanje ugovora o kreditu između klijenta i banke (refinanciranje), što se evidentira u statistici novih poslova kreditnih institucija (u iznosima i kamatnim stopama) te čini drugi važan učinak konverzije. Zbog navedenoga u posljednjem tromjesečju 2015. te posebice prvom tromjesečju 2016. primjetljiv je znatan skok u statistici iznosa novoodobrenih (Slika 41.), posebno stambenih (Slika 42.), kredita kućanstvima, koji je potrebno promatrati zasebno u odnosu na kretanje stvarnoga novog zaduživa-

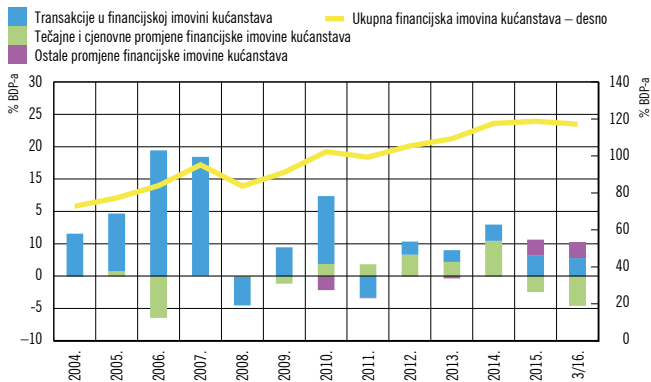
kućanstva istodobno nisu znatnije mijenjala svoju ukupnu financijsku imovinu, pa je krajem ožujka 2016. ona iznosila 117% BDP-a (Slika 39.). U strukturi ukupne financijske imovine smanjen je udio njezine inozemne komponente s obzirom na to da je u promatranom razdoblju inozemna imovina ovog sektora efektivno smanjena za 10 mlrd. kuna. Riječ je o jednokratnom učinku povezanom s restrukturiranjem jednoga vlasničkog ulaganja, što je za posljedicu imalo istodobni porast domaće komponente financijske imovine ovog sektora za 8 mlrd. kuna. Potraživanja prema kreditnim institucijama u obliku depozita ostala su dominantan oblik štednje kućanstava, koja čine gotovo polovinu ukupne financijske imovine ovog sektora (Slika 40.).

Međutim, od početka 2015. godine dio sredstava štednih i oročenih računa kućanstava prelio se na transakcijske račune. Uz relativno niske i padajuće kamatne stope na oročene de-

nja kućanstava. Povezano s time, kamatne stope na novoodobrene stambene kredite s valutnom klauzulom također su porasle (Slika 58. u poglavlju Nekretnine), s obzirom na to da su konvertirani krediti po slovu zakona odobravani uz kamatnu stopu koju bi ti krediti nosili da su inicijalno bili odobreni u eurima, što korespondira kamatnoj stopi na stanja odgovarajućih eurskih stambenih kredita. Kako su kamatne stope na stanja kredita veće od kamatnih stopa na novoodobrene kredite, jednokratno povećanje kamatnih stopa po novim stambenim kreditima zabilježeno je u istom razdoblju.

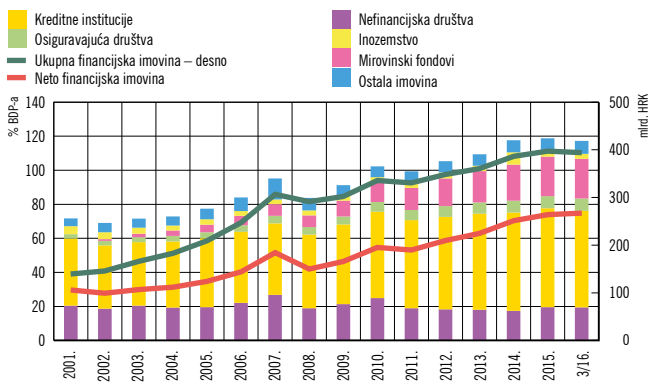
Osim spomenutih učinaka koji su se većim dijelom već odrazili na statistiku duga i kreditiranja kućanstava, treći važan učinak konverzije koji će se dominantno materijalizirati tek u budućem razdoblju jest tretman iznosa preplata. Naime, iznosi uplaćeni na osnovi otplate kredita u švicarskim francima pretvaraju se u eurske prema odgovarajućem tečaju primjenjivom na datum uplate. Ako je do trenutka konverzije ukupni uplaćeni iznos veći od ukupnoga iznosa koji se trebao uplatiti prema novom otplatnom planu, višak se smatra preplatom te se pretvara u kune s tečajem na dan konverzije. Tako utvrđeni iznos tretirat će se ovisno o njegovu relativnom odnosu spram preostalog nedospjelog iznosa otplata, no konačni će se učinak primarno evidentirati u manjem iznosu plaćenih kamata i smanjenom teretu otplate tih kredita u budućem razdoblju, što će povoljno djelovati na agregatne pokazatelje zaduženosti i ranjivosti sektora kućanstava. Naime, ako je utvrđeni iznos preplate manji od 50% zbroja iznosa preostalih otplata, onda se iznos preplate rabi za namiru budućih otplata tako da se budući anuiteti umanjuju za najviše do 50% sve dok se iznos preplate ne potroši. U slučaju kada je iznos preplate veći od 50% zbroja iznosa preostalih otplata, banka i dužnik dogovaraju se o upotrebi iznosa preplate. Banka je dužna u roku od 60 dana od prihvaćanja konverzije dužniku vratiti preplaćeni iznos ako se utvrdi da je iznos preplate veći od ukupnog iznosa preostalih otplata. Naposljetku, ako se utvrdi da nije došlo do preplate, odnosno ako je ukupno plaćeni iznos do trenutka konverzije manji od ukupnoga iznosa preostalih otplata prema novom otplatnom planu, dužnik mora manjak namiriti banci u skladu s međusobno postignutim sporazumom.

Slika 39. Financijska je imovina kućanstava stabilna



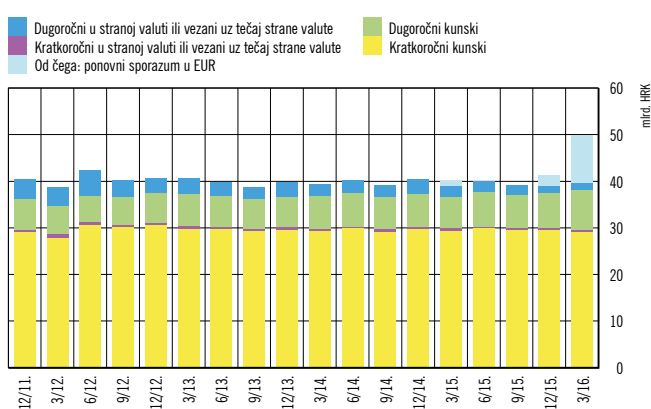
Izvori: Hanfa; HNB

Slika 40. Depoziti kod kreditnih institucija dominantan su oblik štednje kućanstava



Izvori: Hanfa; HNB

Slika 41. Kreditna aktivnost blago se intenzivirala



Izvor: HNB

Depoziti kućanstava

Od početka 2015. dohodci od kapitala fizičkih osoba oporezuju se po godišnjoj stopi od 12%, što uključuje i iznose ostvarenih kamata na kunsku i deviznu štednju neovisno o njezinoj ročnosti (Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o porezu na dohodak). S obzirom na to da su istodobno od oporezivanja izuzeti primitci od kamata do 0,5% godišnje ostvareni po transakcijskim računima, spomenute zakonske izmjene odrazile su se na strukturu depozita kućanstava u kreditnim institucijama.

Nakon stupanja na snagu zakonskih izmjena u razdoblju od siječnja 2015. do ožujka 2016. s oročenih se računa stanovništva odlilo 6,2 mlrd. kuna. Izgledno je da su ta sredstva najvećim dijelom transferirana na transakcijske račune, čije se stanje u istom razdoblju povećalo za 5,4 mlrd. kuna, te jednim dijelom u štedne depozite, koji su porasli za 1,8 mlrd. kuna (porast kamatnog diferencijala između štednih i transakcijskih računa u tom razdoblju povećao je njihovu relativnu isplativost).

Do promjene je došlo i u samoj strukturi oročenih depozita s obzirom na to da su se tijekom prošle i ove godine sredstva odlila isključivo s računa oročenih do jedne godine (najviše na rok od šest do dvanaest mjeseci) uz istodobni porast iznosa oročenih na rokove dulje od godine dana. Naime, prosječna kamatna stopa na depozite oročene do jedne godine u tom je razdoblju iznosila 1,9% odnosno 1,6% na novoročene iznose, dok je istodobno prosječna kamatna stopa na oročenja dulja od godine dana iznosila 2,7% odnosno 2,2%.

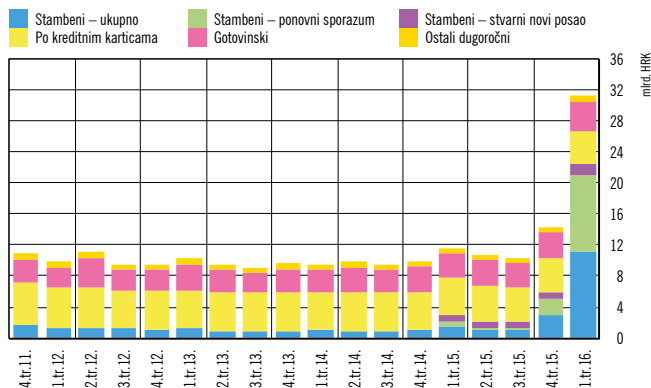
pozite² ovaj je trend vjerojatno i posljedica donošenja Zakona o izmjenama i dopunama Zakona o porezu na dohodak (NN, br. 143/2014.) u dijelu u kojemu se oporezuju primitci na osnovi kamata. Prema tom Zakonu prihodi od kamata do 0,5% godišnje ostvarenih po transakcijskim računima izuzeti su od oporezivanja³. Raspodjela ostatka financijske imovine kućanstava najvećim je dijelom zakonski uvjetovana te je uložena u mirovinske fondove (20,3% ukupne financijske imovine krajem ožujka 2016.).

Nastavak efektivnog smanjivanja duga kućanstava upućuje na to da, iako osnažen, intenzitet kreditne aktivnosti (slike 41. i 42.) nije dovoljan da kompenzira otplate postojećih kreditnih obveza ovog sektora. Nakon što se tijekom cijele 2015. iznos novoodobrenih kredita smanjivao, u prvom tromjesečju 2016. novo zaduživanje kućanstava blago se intenziviralo. Premda je ročna struktura ostala relativno stabilnom (Slika 41.), s gotovo 75%-tnim udjelom kratkoročnog financiranja kao primarnom posljedicom redovitoga znavljanja dopuštenih

2 U promatranom šestomjesečnom razdoblju prosječna vagana kamatna stopa na oročene depozite kućanstava iznosila je 2,2%, odnosno 1,6% na novoročene iznose.

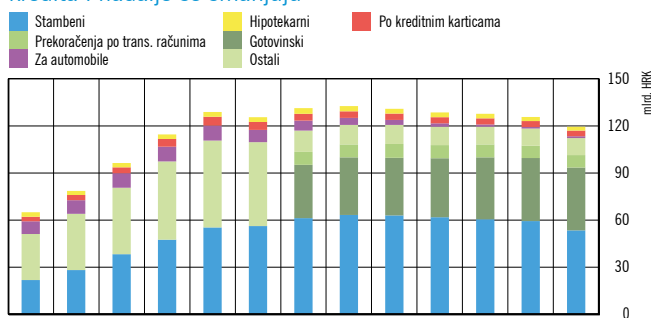
3 Prema Zakonu o izmjenama i dopunama Zakona o porezu na dohodak, dohotkom od kapitala ne smatraju se primitci od kamata na pozitivno stanje na žiroračunu, tekućem i deviznom računu koji su ostvareni od banaka, štedionica i drugih financijskih institucija, i to najviše u visini koju ti isplatelji plaćaju za pologe po viđenju. Navedeno se izuzeće primjenjuje ako je kamata za pologe po viđenju manja od najmanje kamate za oročenu štednju, odnosno ako iznosi najviše do 0,5% godišnje.

Slika 42. Novo dugoročno zaduživanje blago se oporavlja početkom 2016.



Izvor: HNB

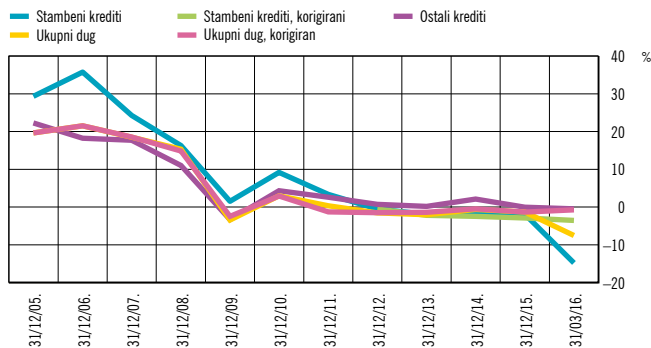
Slika 43. Unatoč jačoj kreditnoj aktivnosti, ukupni iznosi kredita i nadalje se smanjuju



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

Izvor: HNB

Slika 44. Dinamika kredita odražava se na promjene ukupnog duga kućanstava



Napomena: Stopa rasta ukupnoga korigiranog duga i korigiranih stambenih kredita pokazuje promjenu iznosa, pri čemu su isključene tečajne, cjenovne i ostale promjene.

Izvor: HNB

minusa po tekućim računima, u prva tri mjeseca ove godine dugoročni novoodobreni krediti porasli su za 1 mlrd. kuna⁴, pri čemu je doprinos stambenih i gotovinskih kredita bio gotovo jednak (Slika 42.). Unatoč tome ukupan iznos stambenih kredita smanjen je za –14,8% na godišnjoj razini, odnosno –3,5% ako se isključi statistički učinak konverzije kredita nominiranih u švicarskim francima (slike 43. i 44.). Istodobno su smanjeni iznosi i svih ostalih vrsta kredita (Slika 43.), s izuzetkom gotovinskih, čiji iznos jedini od izbijanja financijske krize kontinuirano raste, no po sve nižim godišnjim stopama (krajem ožujka za 1,5%). Opisana kretanja odražavaju promjenu strukture potrošnje i sklonosti investiranju kućanstava uvjetovane, među ostalim, oslabljenom potražnjom za dugoročnim zaduživanjem, zbog višegodišnjih negativnih gospodarskih kretanja, odnosno neizvjesnosti.

Dinamiziranju kreditne aktivnosti mogli bi pridonijeti ublaženi standardi odobravanja kredita banaka, kao i pozitivni signali koji dolaze s tržišta rada (slike 45. i 46.). Krajem 2015. i početkom 2016. većina je banaka uglavnom dodatno ublažila uvjete odobravanja stambenih i potrošačkih kredita⁵, osobito u smislu naknada povezanih s njihovim odobravanjem i kamatnom maržom. Tendencija ublažavanja uvjeta odobravanja kredita kućanstvima, prisutna od kraja 2014., zajedno sa stimulansima koji su u istom razdoblju počeli dolaziti od oporavka na tržištu rada, pridonijela je postupnom blagom jačanju potražnje kućanstava za bankovnim kreditima (Slika 47.). Međutim, ona je i nadalje relativno slaba i nedostatna da se kreditna aktivnost znatnije intenzivira i zaustavi višegodišnje razduživanje ovog sektora.

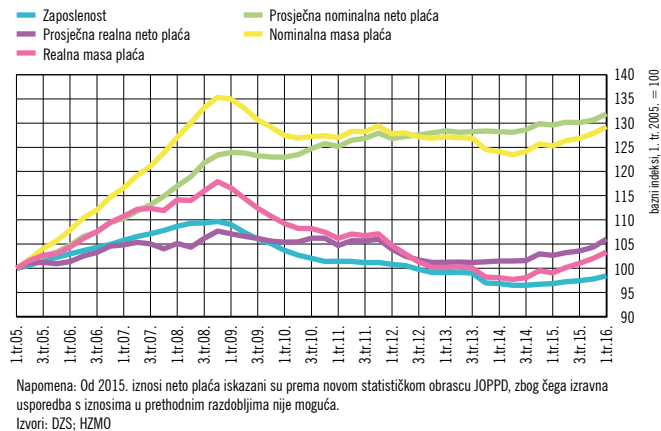
Stoga unatoč ostvarenom agregatnom rastu plaća i zaposlenosti (Slika 45.) kao i pozitivnim učincima koje su višegodišnje razduživanje te posebice konverzija kredita nominiranih u švicarskim francima imali na agregatni bonitet ovog sektora, promjena potražnje koja će stimulirati dugoročniji i intenzivniji oporavak kreditne aktivnosti moguća je tek sa stabilnim i snažnijim ukupnim gospodarskim oporavkom, stvaranjem novih sigurnijih radnih mjesta i rastom plaća generiranim produktivnim doprinosima, što će eliminirati neizvjesnost koja koči kućanstva u preuzimanju novih obveza.

Supstitucija kreditiranja vezanog uz stranu valutu kunskim, prisutna od kraja 2012., intenzivirana je u promatranom razdoblju. Tako je do kraja ožujka 2016. udio kunskih kredita u ukupnima porastao na dosad najvišu zabilježenu razinu od 35,1% (Slika 48.). Ubrzanju promjene valutne strukture kreditiranja pridonijelo je povijesno iskustvo s kreditima nominiranim u švicarskim francima koje je osvještavanjem rizika koje

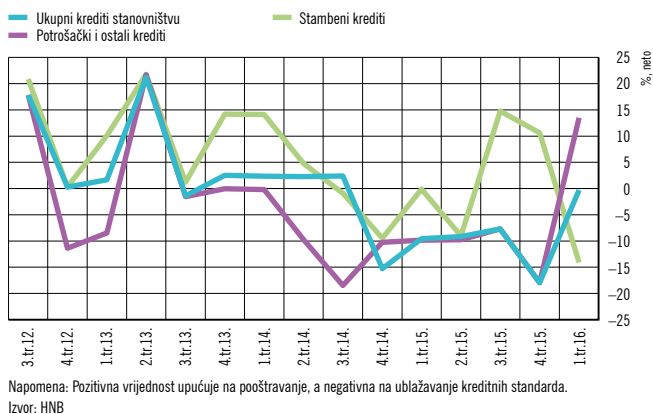
4 Utjecaj konverzije kredita nominiranih u švicarskim francima na iznos novoodobrenih dugoročnih kredita je isključen.

5 Tijekom prvog tromjesečja 2016. samo je jedna banka pooštrila uvjete odobravanja potrošačkih i ostalih kredita kućanstvima, dok su uvjeti u većini ostalih institucija ostali nepromijenjeni ili su neznatno ublaženi. Međutim, kako je riječ o značajnoj instituciji u segmentu kreditiranja kućanstava, utjecaj na agregatnu promjenu standarda odobravanja ove vrste kredita je velik.

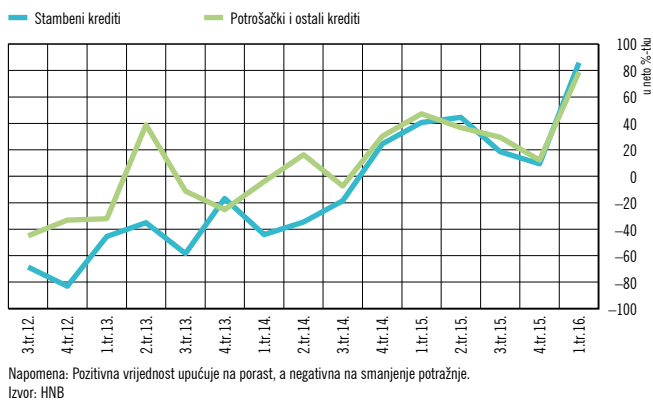
Slika 45. Pozitivni signali dolaze s tržišta rada



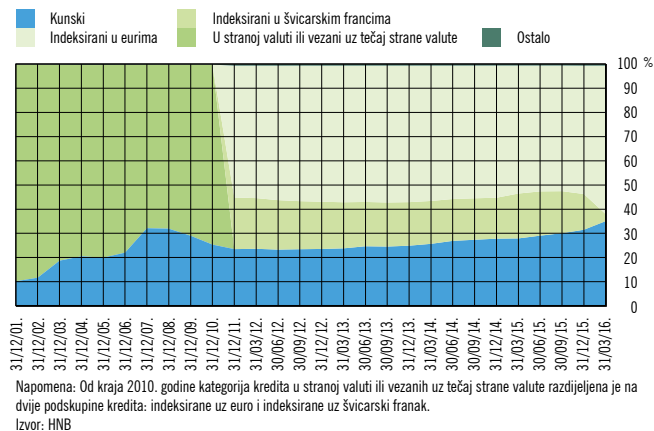
Slika 46. Standardi odobravanja kredita kućanstvima ublaženi su



Slika 47. Banke očekuju jačanje kreditne potražnje kućanstava



Slika 48. Zastupljenost kunskih kredita raste



takvi krediti nose izmijenilo sklonost kućanstava zaduživanju u stranoj valuti. Osim toga, povećanje transparentnosti određivanja i promjena kamatnih uvjeta koje je donijelo zakonsko reguliranje potrošačkoga kreditiranja krajem 2013. (Slika 49.), uz porast kunskih depozita na transakcijskim računima, pozitivno se odrazilo na iznos kuskoga kreditiranja kućanstava.

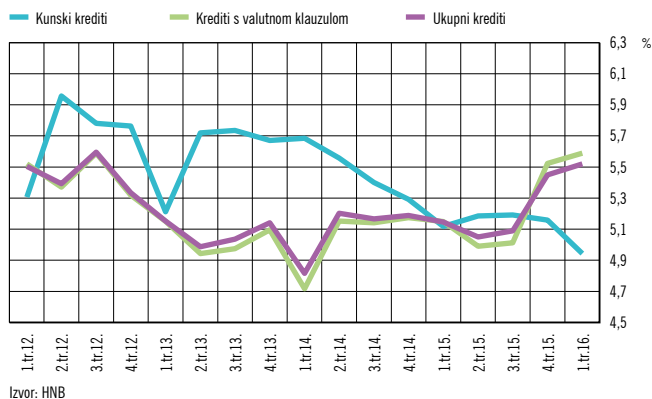
Tome su pridonijela i aktivna nastojanja HNB-a da rekonizira domaći financijski sustav jačanjem informiranosti i zaštite potrošača, osiguravanjem dugoročnih izvora kunske likvidnosti kreditnim institucijama te kontinuirano regulatorno opterećujući izvore financiranja banaka u stranoj valuti. Vjerojatno je da će se izloženost kućanstava valutnom riziku nastaviti smanjivati, a pozitivan stimulans tom trendu dat će i transponiranje europske direktive o stambenom kreditiranju⁶ u domaći zakonodavni okvir (prijedlog Zakona o stambenom potrošačkom kreditiranju⁷ Ministarstva financija) koje će, među ostalim, potrošačima omogućiti jednokratno pretvaranje stambenih kredita vezanih uz stranu valutu u kunske kredite, bez dodatnih troškova. Zakonskim pružanjem ove opcije smanjuje se moguća materijalizacija valutno induciranoga kreditnog rizika te se dio tih rizika prebacuje na kreditne institucije. Dodatno, ovakva bi zakonska odredba mogla dovesti do promjene cijene financiranja u kunama s obzirom na to da bi banke spomenutu opciju konverzije mogle ugraditi u trošak kreditiranja. Međutim, to će, jednako kao i udio kuskoga kreditiranja, također znatno ovisiti i o nastavku tendencije rasta kuskih depozita.

Kućanstva su krajem prošle i početkom ove godine bila visoko izložena riziku promjene kamatnih stopa s obzirom na to da je gotovo 96% svih kredita odobreno s mogućnošću

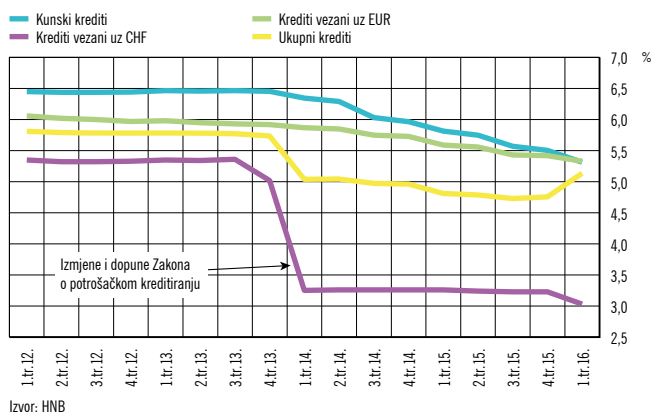
6 Mortgage credit directive 2014/17/EU

7 Zakonom će se, uz dodatno jačanje zaštite potrošača, svim potrošačima koji nakon njegova donošenja i stupanja na snagu podignu stambeni kredit u stranoj valuti omogućiti da u bilo kojem trenutku trajanja ugovornog odnosa taj kredit pretvore u alternativnu valutu u kojoj je nominirana većina njihova dohotka ili imovine, i to bez dodatnih naknada.

Slika 49. Općeniti trend pada kamatnih stopa na novoodobrene (stambene) kredite nastavljen je



Slika 50. Kamatne stope na iznose kunskih i eurskih stambenih kredita izjednačene su

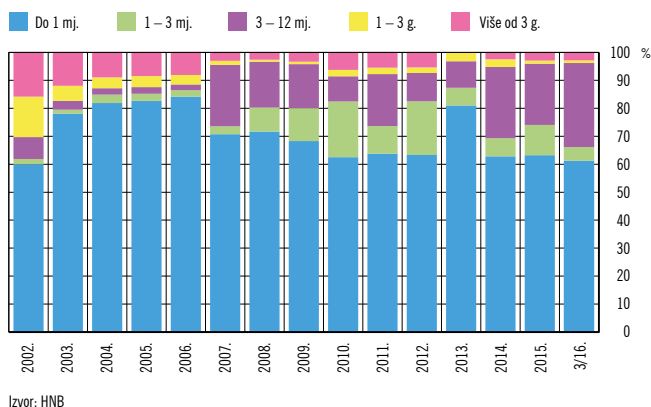


promjene stope unutar jedne godine (Slika 51.). Iako u statistici promjenjivosti kamatnih stopa nije primjetljiva znatnija promjena strukture, konverzija kredita nominiranih u švicarskim francima jednokratno je povećala izloženost sektora kućanstava kamatnom riziku jer su kamatne stope na te kredite efektivno bile nepromjenjive od 2014. u skladu s izmjenama i dopunama Zakona o potrošačkom kreditiranju (Slika 50.). S pretvaranjem tih kredita u kredite nominirane u eurima zakonski fiksirane kamatne stope zamijenjene su odgovarajućom, promjenjivom kamatnom stopom na kredite u eurima. Premda je ukupna izloženost kućanstava kamatnom riziku i nadalje iznimno visoka, izmjenama i dopunama Zakona o potrošačkom kreditiranju znatno je povećana transparentnost određivanja i promjene kamatnih stopa. To bi, uz povećanu informiranost potrošača o riziku koji nose promjenjive kamatne stope, a u ovisnosti o parametru uz koji se njihova dinamika vezuje⁸, trebalo ojačati svijest kućanstava o mogućim učincima materijali-

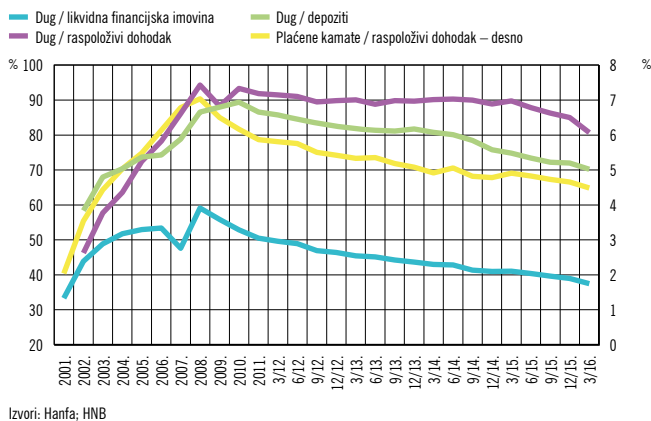
zacije potencijalnih rizika i mogućnostima zaštite. Osim toga, Zakon o potrošačkom kreditiranju odnosno prijedlog Zakona o stambenom potrošačkom kreditiranju potrošaču omogućuju prijevremenu otplatu kredita bez naknade ako mu izmjene kamatnih uvjeta ne odgovaraju.

Pokazatelji zaduženosti i kamatnog tereta kućanstava nastavili su se poboljšavati tijekom posljednjeg tromjesečja 2015. i prvog tromjesečja 2016. godine (Slika 52.). Smanjenje ukupnoga duga i kamatnog troška (u promatranom razdoblju oba prosječno za -5% godišnje) uz istodobni rast likvidne financijske imovine i depozita, kao njezine najzastupljenije komponente, kućanstvima je znatno olakšalo agregatni teret zaduženja. Istodobno je porastao i raspoloživi dohodak zbog rasta zaposlenosti i plaća, pa je odnos duga spram svih spomenutih kategorija sredstava iz kojih se on može otplaćivati smanjen na razine na kojima je bio prije više od desetljeća. Kamatni teret

Slika 51. Izloženost kućanstava kamatnom riziku i nadalje je vrlo visoka

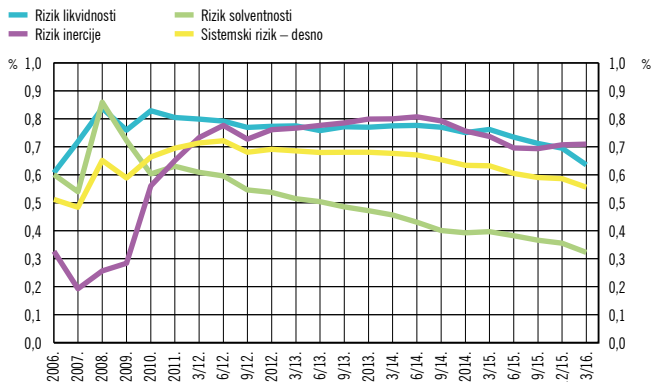


Slika 52. Opterećenost kućanstava dugom i kamatama smanjuje se



⁸ <http://www.hnb.hr/-/rizici-za-potrosaca-u-kreditnom-odnosu>

Slika 53. Sistemska ranjivost kućanstava i nadalje je u padu



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

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

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

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

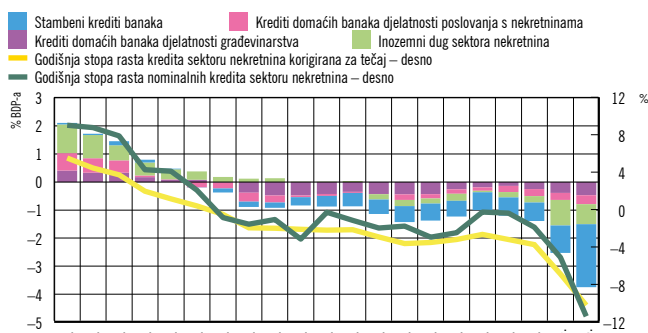
Izvori: Hanfa; HNB

kućanstava također je pao, a nastavak ovog trenda izgledan je i u sljedećem razdoblju zbog smanjenja iznosa otplata kredita inicijalno odobrenih u švicarskim francima, a konvertiranih u eure za iznos ostvarenih preplata.

Pad duga i iznosa plaćenih kamata uz rast dohotka smanjio je indikatore ranjivosti te posljedično ukupnu sistemska ranjivost ovog sektora (Slika 53.). U promatranom je razdoblju jedino rizik inercije blago povećan s obzirom na to da je implicitna kamatna stopa na ukupni dug porasla brže od rasta dohotka kućanstava. Posljedica je to manjeg smanjenja troška plaćenih kamata u odnosu na nominalno smanjenje ukupnog duga (zbog konverzije kredita vezanih uz švicarski franak) na koji se one plaćaju.

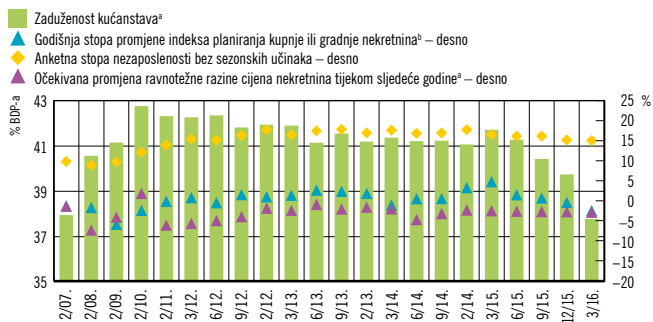
Znatan broj zakonskih izmjena i inicijativa nositelja ukupne ekonomske politike tijekom posljednjih su nekoliko godina znatno pridonijeli smanjenju agregatne opterećenosti kućanstava kreditnim obvezama te njihove ranjivosti na šokove. Informiranost i zaštita potrošača bitno su unaprijeđene, kao i transparentnost tržišta. Međutim, bez snažnoga i dugoročnoga ukupnoga ekonomskog oporavka koji će osiguravanjem stabilnih izvora prihoda umanjiti neizvjesnost s kojom se kućanstva, posebice ona mlada, još suočavaju, jačanje kreditne potražnje nije izvjesno, pa bi se višegodišnje efektivno razduživanje moglo nastaviti, premda nešto slabijim intenzitetom.

Slika 54. Zakonska konverzija kredita nominiranih u francima intenzivirala je razduživanje sektora nekretnina



Napomena: Promjene duga korigirane su za utjecaj tečajnih promjena. U inozemni je dug uključen dug djelatnosti poslovanja s nekretninama i djelatnosti građevinarstva.
Izvor: Izračun HNB-a

Slika 55. Unatoč pozitivnim kretanjima na tržištu rada, kućanstva se nastavljaju suzdržavati od dugoročnih ulaganja



^a Prikazuje očekivanje godišnje promjene za isto razdoblje iduće godine (+12 mjeseci) te je procijenjena na temelju modelske ocjene uzimajući pri tome u obzir HNB-ove projekcije kretanja relevantnih odrednica stambenih nekretnina.
^b Indeks planiranja kupnje ili gradnje nekretnine izračunat je na temelju odgovora na pitanje potrošača o planovima kupnje ili gradnje nekretnine u sljedećih 12 mjeseci iz HNB-ove ankete pouzdanja potrošača.
Izvor: HNB

Unatoč poboljšanoj financijskoj dostupnosti stambenih nekretnina, snažniji oporavak potražnje za stambenim jedinicama, a time i aktivnosti poduzeća povezanih s ovim tržištem, izgledan je tek sa stabilnijim i jačim ekonomskim oporavkom. Stoga se i u sljedećem razdoblju očekuje stagnacija na ovom tržištu.

Smanjenje zaduženosti sektora nekretnina intenziviralo se krajem 2015. te početkom 2016. godine, velikim dijelom pod utjecajem konverzije kredita inicijalno odobrenih u švicarskim francima, iako je pozitivan doprinos ovom trendu proizašao i iz istodobnoga blagoga gospodarskog rasta. Višegodišnji se trend razduživanja ovog sektora prema domaćim i inozemnim vjerovnicima ubrzao, pa je ukupni dug do kraja ožujka 2016. pao za -11,4% na godišnjoj razini, odnosno za -10,2% ako se isključi utjecaj aprecijacije tečaja kune početkom ove godine (Slika 54.). U promatranom je razdoblju najveći kumulativni doprinos smanjenju duga došao od pada iznosa stambenih kredita (za malo više od 2% BDP-a), dominantno povezanog sa zakonskom konverzijom kredita nominiranih u švicarskim francima. Domaće su kreditne institucije istodobno smanjile svoju izloženost poduzećima iz djelatnosti građevinarstva i poslovanja s nekretninama (za oko -0,6% BDP-a), djelomice i zbog "čišćenja" bilanci od neprihodonosnih plasmana njihovom prodajom. Krajem prošle godine poduzeća povezana sa sektorom nekretnina smanjila su svoje obveze i prema inozemnim vjerovnicima za oko -0,7% BDP-a.

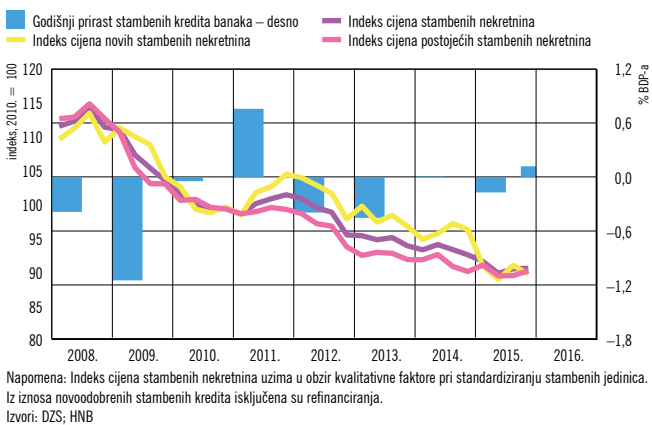
Blagi realni gospodarski rast ostvaren tijekom 2015., a koji se zrcali u pozitivnim trendovima na tržištu rada, nije dovoljno snažan da znatnije stimulira stambenu potražnju (Slika 55.). Investicijska aktivnost kućanstava u obliku planiranja

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

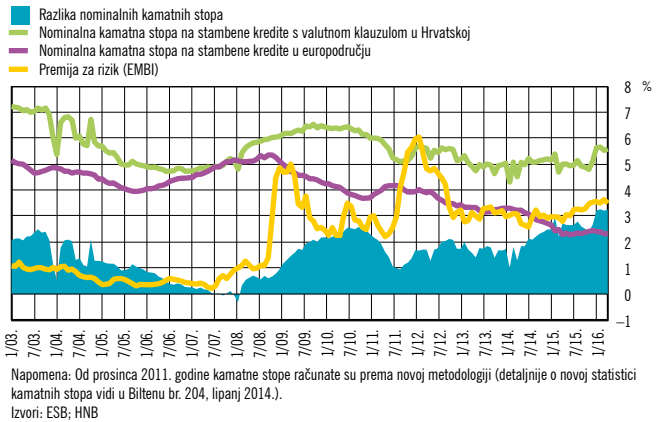
kupnje ili gradnje stambenih nekretnina¹⁰ kontinuirano se smanjivala tijekom 2015. Isti je trend nastavljen i ove godine, što je posljedica oslabljenoga kapaciteta i sklonosti kućanstava zaduživanju, posebice dugoročnom. Tako su tijekom cijele prošle godine cijene stambenih nekretnina padale (godišnji pad cijena krajem 2015. iznosio je -2,1%). Smanjenje cijena stambenih nekretnina blago se ubrzalo u odnosu na 2014. godinu, no ta je cjenovna korekcija bila i nadalje ispod višegodišnjeg prosjeka, kada su se cijene u jednoj godini znale smanjiti i za više od 6% (Slika 56.). Posebno je izražen pad cijena novoizgrađenih stambenih nekretnina za gotovo -7% u odnosu na kraj 2014., dok su cijene starijih stambenih jedinica u istom razdoblju stagnirale. Istodobno je likvidnost ovog tržišta i nadalje niska te ispod višegodišnjeg prosjeka, što stvara pritisak na daljnje smanjenje cijena.

Višegodišnji pad cijena učinio je stambene nekretnine kućanstvima financijski bitno dostupnijima u usporedbi s pretkriznim razdobljem (Slika 59.). Na agregatnoj razini financijska je dostupnost tijekom 2015. poboljšana, osim zbog cjenovne kontrakcije, i zbog rasta dohodaka kućanstava generiranog blagim gospodarskim oporavkom te poreznim izmjenama. Zakonska konverzija kredita inicijalno odobrenih u švicarskim francima u kredite nominirane u eurima imala je dominantan utjecaj na porast nominalnih kamatnih stopa na stambene kredite s valutnom klauzulom krajem prošle i početkom ove godine, pa je već znatna kamatna razlika u odnosu na usporedive kamatne stope u europodručju dodatno povećana (Slika 57.). Naime, u skladu sa zakonskim odredbama pri valutnoj konverziji kredita, koja se statistički evidentira kao novi posao, određena je nova kamatna stopa koja je trebala biti jednaka kamatnoj stopi koju bi ti krediti nosili u trenutku konverzije, a da su inicijalno bili odobreni uz eure (vidi prilog 1. *Učinak zakonske konverzije kredita nominiranih u švicarskim francima na statistiku duga, zaduženosti i kreditiranja kućanstava u poglavlju Sektor kućanstava*). Pritom valja istaknuti kako je dinamika kamatnih stopa

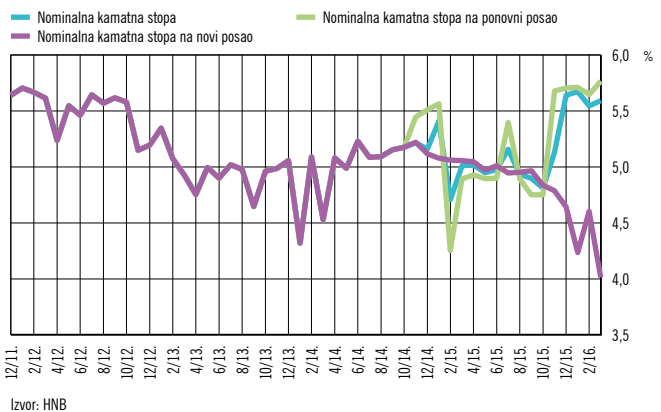
Slika 56. Cijene stambenih nekretnina nastavljaju padati



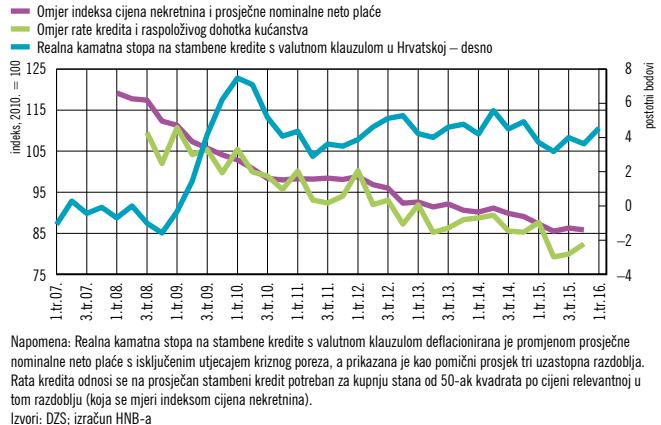
Slika 57. Konverzija kredita nominiranih u francima odrazila se na rast kamatne razlike



Slika 58. Kamatne stope na stvarne nove stambene kredite s valutnom klauzulom padaju



Slika 59. Stambene nekretnine financijski su bitno dostupnije nego prije



10 Na osnovi odgovora iz Ankete o pouzdanju potrošača

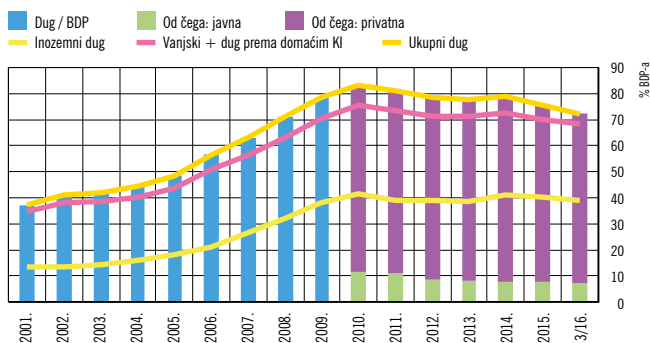
na stvarne nove stambene kredite povoljno djelovala na kreditnu potražnju i financijsku dostupnost stambenih nekretnina u promatranom razdoblju (Slika 58.).

Pokazatelji financijske dostupnosti stambenih nekretnina mogli bi se nastaviti popravljati i tijekom ove godine, ponajprije zbog očekivanog rasta zaposlenosti i dohoda kućanstava. Istodobno se teško mogu očekivati veće promjene cijena stambenih nekretnina s obzirom na još relativno slabu potražnju za novim stambenim kreditima, čije je jačanje izgledno tek

sa snažnijim ukupnim ekonomskim oporavkom. Na dinamiziranje aktivnosti na tržištu nekretnina u sljedećemu srednjoročnom razdoblju pozitivno bi se moglo odraziti zakonsko reguliranje procjene vrijednosti nekretnina koje će s formiranjem baze podataka o kupoprodajnim cijenama i javnom dostupnosti tzv. cjenovnih blokova za područje cijele zemlje povećati transparentnost ovog tržišta. Osim spomenute, za oporavak tržišta nekretnina vrlo je važna transparentna i jasna najava zakonske inicijative oporezivanja nekretnina te njezina konačna implementacija kako bi se otklonila s time povezana neizvjesnost.

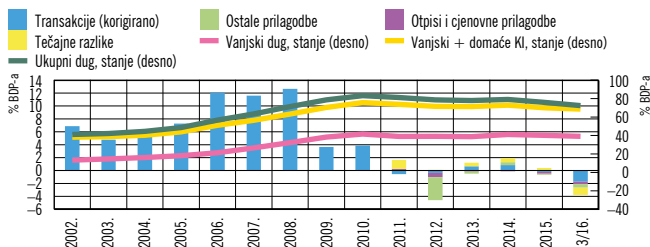
Sektor nefinancijskih poduzeća

Slika 60. Intenzivnije razduživanje na vanjskom i domaćem tržištu smanjuje ukupnu zaduženost



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

Slika 61. Smanjenje zaduženosti nefinancijskih poduzeća uglavnom je posljedica otplate dugova

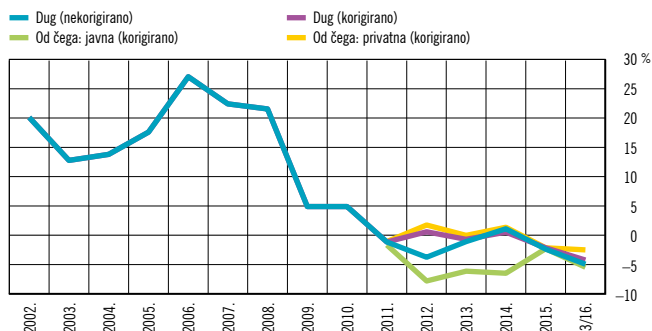


Napomena: Prikazi su utemeljeni na revidiranim podacima iz konsolidirane bilance stanja financijskih računa sektora nefinancijskih poduzeća i usklađeni s izmjenama u sektoralizaciji po metodologiji ESA 2010. Ukupna je zaduženost korigirana za dugovanje BINA-Istre koje se u financijskim računima tretira kao dug opće države zbog javno-privatnog partnerstva, tako da je sveukupna razina zaduženosti sektora tih poduzeća umanjena za oko 1,3% BDP-a (na pr. s oko 80,4% na oko 79,1% BDP-a u 2014. godini).
Dekompozicija promjena zaduženosti nefinancijskih poduzeća kao omjera promjene duga u odnosu na BDP. Ostale prilagodbe jesu preuzimanja dijela duga brodogradilišta od strane države u lipnju 2012., prodaje loših potraživanja, likvidacija domaće banke i metodološka promjena knjiženja naknada u 2013. godini.
Izvori: Hanfa; HNB

Višegodišnji trend pada ukupne zaduženosti sektora nefinancijskih poduzeća na godišnjoj je razini (uz iznimku 2014.) nastavljen u prvom tromjesečju 2016. kao posljedica intenzivnijeg razduživanja nefinancijskih poduzeća iz inozemnih izvora financiranja. Pozitivni poslovni rezultati u 2015. godini (rast dobiti) dodatno su utjecali na recentno smanjenje zaduženosti sektora jer su se neka poduzeća dijelom dobiti poslužila za smanjenje financijske poluge. Ipak, kreditna je aktivnost u prvom tromjesečju 2016. godine intenzivirana. Ranjivost sektora nefinancijskih poduzeća smanjuje se ponajprije zahvaljujući poboljšanim rezultatima poslovanja.

Ukupna zaduženost sektora nefinancijskih poduzeća na godišnjoj razini u prvom tromjesečju 2016. godine i nadalje je u padu. Ukupna zaduženost smanjila se na 72,4% BDP-a na kraju prvog tromjesečja 2016., sa 75,8% BDP-a, koliko je iznosila na kraju 2015. godine (Slika 60.). Utjecaj transakcija (neto otpлата duga) na smanjenje zaduženosti u 2015. godini bio je zanemariv, a kada se uključi efekt zamjene vanjskog duga kapitalom tijekom 2015. godine, neto transakcije blago su pozitivne (iznose oko 0,6% BDP-a). Smanjenje zaduženosti u 2015. godini dodatno je neutralizirano porastom tečaja eura tijekom 2015. godine. U prvom tromjesečju na godišnjoj razini smanjenje zaduženosti kao posljedica transakcija (otplate duga) iznosi oko 1,7% BDP-a, ali pritom oko 46% neto transakcija (oko 0,8% BDP-a) čine transakcije zamjene vanjskog duga kapitalom. Znatna utjecaj na ukupno smanjenje zaduženosti u prvom tromjesečju imaju i tečajne promjene, koje smanjuju zaduženost za još 1,1% BDP-a, te rast BDP-a (Slika 61.).

Slika 62. Nefinancijska poduzeća, ponajviše javna, smanjuju svoj dug



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

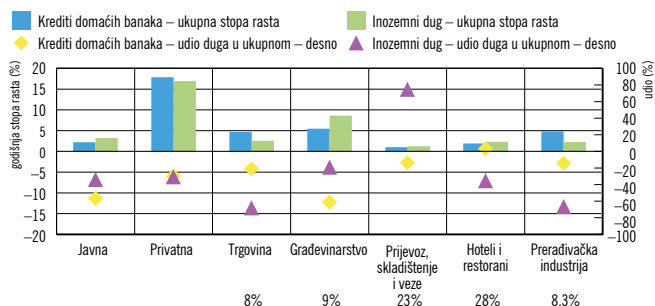
Vrlo dobri rezultati poslovanja koji se nastavljaju i u 2015. godini¹¹ omogućuju financiranje iz vlastitih sredstava te postupno restrukturiranje bilanci poduzeća smanjivanjem financijske poluge. Takva bi kretanja mogla imati prevladavajući utjecaj na smanjivanje vanjske zaduženosti nefinancijskih poduzeća i u prvom tromjesečju 2016. godine: vanjska se zaduženost smanjila za oko 1 p. b. u odnosu na kraj 2015., odnosno za oko 3 p. b. u odnosu na prvo tromjesečje 2015. godine, što uvelike pridonosi i smanjenju ukupne zaduženosti sektora (isključujući spomenute transakcije zamjene duga kapitalom godišnje smanjenje iznosi oko 1,6 p. b.). Istodobno, zaduženost sektora nefinancijskih poduzeća prema domaćim kreditnim institucijama također se smanjuje u prvom tromjesečju 2016. u odnosu na prvo tromjesečje 2015. Godišnje smanjenje zaduženosti prema domaćim kreditnim institucijama iznosi gotovo 2 p. b., međutim prvo tromjesečje 2016. godine obilježava rast kreditne aktivnosti i duga nefinancijskih poduzeća kod domaćih kreditnih institucija.

Privatna nefinancijska poduzeća ostvaruju negativne godišnje stope promjene ukupnog duga u prvom tromjesečju 2016. (slike 62. i 63.). Najveću godišnju stopu smanjenja kredita kod domaćih banaka ostvaruje djelatnost građevinarstva, dok ostale djelatnosti uglavnom smanjuju vanjski dug, osim djelatnosti prijevoza, skladištenja i veza, koja je povećala svoj vanjski dug, uz manje smanjenje domaćih kredita. Visoke stope rasta vanjskog duga djelatnosti prijevoza, skladištenja i veza uzrokovane su novim zaduživanjem zračnih i pomorskih luka te telekomunikacijskih operatera. Vanjski dug najviše smanjuju poduzeća iz djelatnosti trgovine i prerađivačke industrije (trgovački lanci, farmaceutska industrija i brodogradnja).

Godišnja stopa smanjenja ukupnog duga u prvom tromjesečju najviša je kod javnih nefinancijskih poduzeća (Slika 62.), koja smanjuju svoj dug podjednako kod domaćih i vanjskih izvora financiranja (Slika 63.), za razliku od 2015. godine, kada je

11 Prema kumulativnim rezultatima poslovanja poduzetnika u 2015. godini, izvor: www.fina.hr

Slika 63. Većina djelatnosti smanjuje domaći i inozemni dug



Napomena: Godišnje stope promjene inozemnog duga i kredita domaćih banaka po djelatnostima u razdoblju od 31. ožujka 2015. do 31. ožujka 2016. Struktura promjene duga po djelatnostima prikazana je samo za sektor privatnih nefinancijskih poduzeća, a postoci na horizontalnoj osi označuju udio izvoznih prihoda u ukupnim prihodima dotične djelatnosti tijekom 2015. godine. Na desnoj osi prikazan je udio domaćeg i vanjskog duga u ukupnom domaćem, odnosno vanjskom dugu. Stope rasta nisu korigirane za promjenu vanjskog duga u kapital. Izvori: Fina; HNB

dug javnih poduzeća stagnirao. Ipak, zbog većeg udjela duga privatnih nefinancijskih poduzeća u ukupnom dugu, utjecaj privatnih poduzeća ima dominantan utjecaj na stopu promjene ukupnog duga sektora nefinancijskih poduzeća. Smanjenje vanjskog duga javnih poduzeća najizrazitije je u naftno-prerađivačkoj industriji (refinanciranjem iz domaćih izvora) te u djelatnosti prijevoza, skladištenja i veza u segmentu javnih poduzeća. Iako prevladavajući utjecaj na promjenu duga javnih poduzeća imaju poduzeća koja se razdužuju, neka poduzeća iz spomenute djelatnosti prijevoza, skladištenja i veza iz segmenta javnih poduzeća dominiraju i u novom zaduživanju iz vanjskih izvora financiranja, dok se kod domaćih kreditnih institucija najviše zadužuju javna poduzeća iz djelatnosti naftno-prerađivačke industrije (spomenuto refinanciranje vanjskog duga) te javna poduzeća iz djelatnosti pružanja smještaja i prerađivačke industrije.

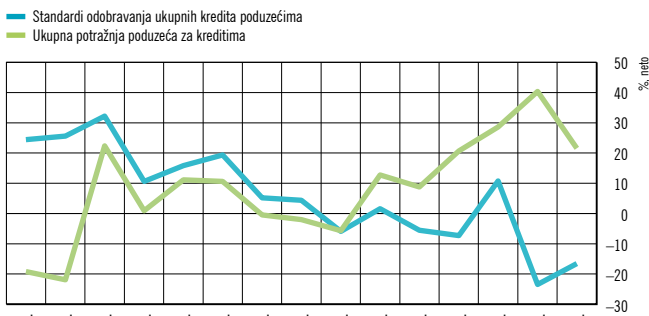
Rezultati ankete o kreditnoj aktivnosti banaka u četvrtom tromjesečju 2015. i prvom tromjesečju 2016. upućuju na nastavak rasta potražnje za kreditima poduzeća te istodobno ublažavanje uvjeta kreditiranja, što se odnosi na sve segmente poduzeća i skupine kredita (Slika 64.). Međutim, u prva tri mjeseca ove godine spomenuta su kretanja kreditne potražnje i standarda odobravanja kredita ipak ponešto smanjena odnosno pooštrena u odnosu na kraj 2015. Od činitelja koji su utjecali na ublažavanje standarda u promatranom razdoblju posebno se ističu povoljnija očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima, jačanjem međubankovne konkurencije kao i visokom razinom likvidnosti banaka. Isto tako, kreditna potražnja poduzeća također bilježi povoljna kretanja (u posljednjem tromjesečju 2015. najpovoljnija kretanja od početka provođenja Ankete), a zamjetljiv je skok potražnje malih i srednjih poduzeća. Pritom je više od trećine bankarskog sektora navelo investicije u fiksni kapital kao činitelj rasta potražnje, što je velika promjena u odnosu na prethodni dio 2015., a posebice na prijašnje godine, kada je ovaj činitelj bio jedan od glavnih uzroka pada potražnje za kreditima poduzeća. Potražnja zbog restrukturiranja duga poduzeća prisutna je kao i u prethodnim razdobljima te se dodatno intenzivirala. Dodatno, važno je istaknuti da su opisana

kretanja u posljednja dva tromjesečja generirana ocjenama većinom tržišno¹² važnih banaka.

Stagnacija kreditiranja nefinancijskih poduzeća u posljednja četiri tromjesečja te istodobni nastavak njihova razduživanja na koje uvelike utječu otpisi, prodaje potraživanja i tečajne razlike utjecali su na daljnje smanjivanje stanja duga prema domaćim bankama (slike 62., 63. i 65.). U prvom tromjesečju 2016. u odnosu na kraj prethodne godine uočljiv je blagi porast kratkoročnog financiranja (kuskoga i deviznog) kao i istodobno smanjivanje financiranja s duljim rokovima dospjela. Promatrana na godišnjoj razini, valutna i ročna struktura novoodobrenih kredita od ožujka 2015. do ožujka 2016. neznatno se promijenila u korist kratkoročnih kredita (Slika 66.).

Zbog razduživanja poduzeća prema domaćim (većinom u stranoj valuti) i inozemnim izvorima, financiranja kao i refinanciranja dugova u domaćoj valuti, ukupna izloženost sektora nefinancijskih poduzeća valutnom riziku blago se snizila i nadalje se zadržavajući na visokim razinama. Do blagog pada izloženosti poduzeća valutnom riziku dolazi i zbog pada udjela kredita vezanih uz strane valute u novoodobrenim kratkoročnim kreditima (slike 66. i 67.), a što se u malo većoj mjeri odnosi na poduzeća iz privatnog sektora. Tako se udio novoodobrenoga kratkoročnoga kuskog financiranja u posljednjih šest mjeseci, u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, povisio za približno 3 p. b. (s 53,0% na 56,1%) uz istodobno smanjivanje udjela novoodobrenoga kratkoročnoga deviznog financiranja (snizili su se s 13,0% na 10,3%). Nadalje, privatna poduzeća su za razliku od javnih u posljednjih godinu dana odnosno u razdoblju od ožujka 2015. do ožujka 2016. u nešto većoj mjeri podmirila svoje obveze u stranoj valuti i kod domaćih i kod inozemnih kreditora i tako smanjila valutni rizik (Slika 68.). Promatrano po djelatnostima, najveći doprinos blagom smanjenju izloženosti sektora valutnom riziku dolazi od poduzeća iz djelatnosti trgovine (koja obično generiraju ni-

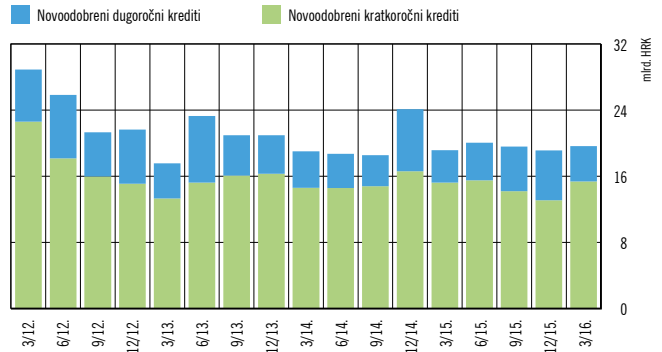
Slika 64. Nastavak rasta potražnje i ublažavanja standarda odobravanja kredita poduzećima u posljednja dva tromjesečja



Napomena: Pozitivne vrijednosti upućuju na povećanje potražnje odnosno pooštavanje, a negativne na smanjenje potražnje odnosno ublažavanje standarda odobravanja kredita.
Izvor: HNB

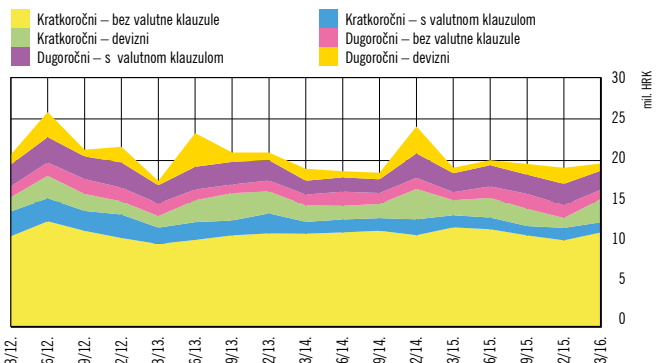
12 U smislu veličine udjela u ukupnim kreditima poduzećima

Slika 65. Stagnacija kreditiranja nefinancijskih poduzeća u posljednjih šest mjeseci



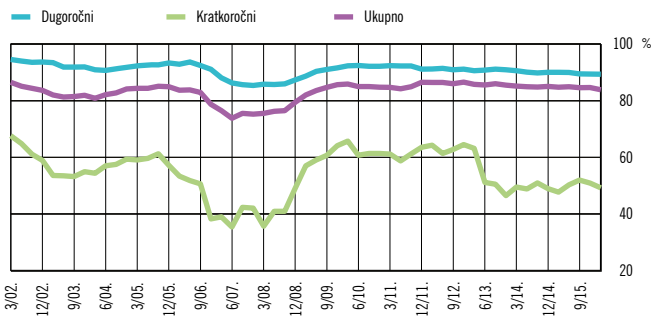
Napomena: Slika prikazuje novoodobrene kredite domaćih poslovnih banaka nefinancijskim poduzećima.
Izvor: HNB

Slika 66. Ostvaren je blagi rast kratkoročnoga kuskog financiranja poduzeća (na godišnjoj razini)



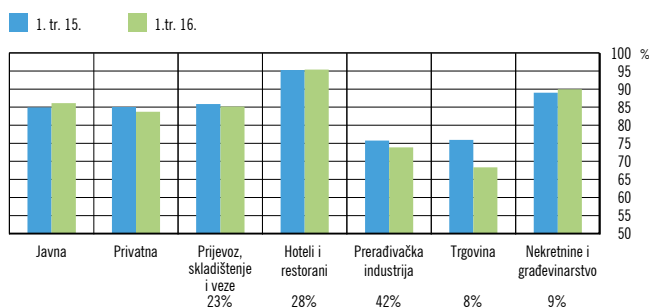
Napomena: Na slici je prikazana ročna i valutna struktura novoodobrenih kredita nefinancijskim poduzećima. U strukturi kratkoročnih kredita sadržani su okvirni krediti koji se u statistici iz mjeseca u mjesec vode kao novi krediti.
Izvor: HNB

Slika 67. Udio ukupnog duga poduzeća^a u stranoj valuti ostao je uglavnom nepromijenjen



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

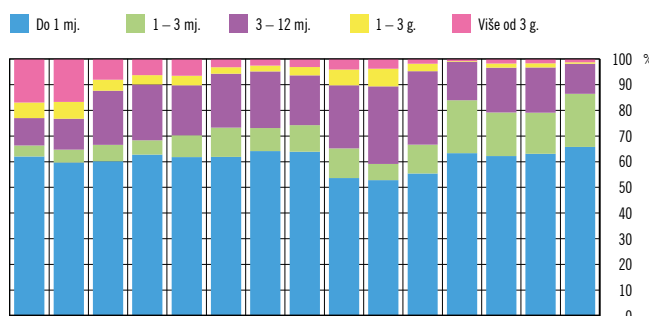
Slika 68. Trgovina i prerađivačka industrija smanjuju svoju izloženost valutnom riziku



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

Izvori: Fina; HNB

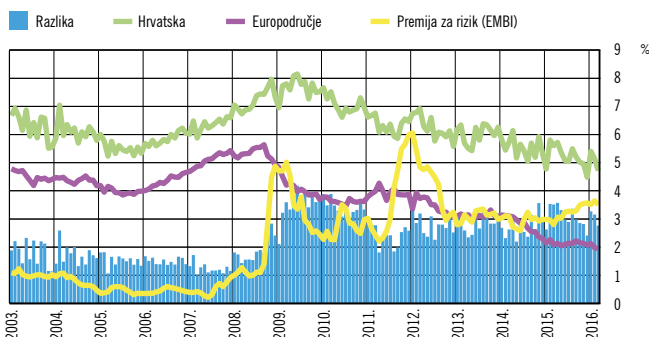
Slika 69. Rizici povezani s mogućim rastom kamatnih stopa poduzećima blago su porasli



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

Izvor: HNB

Slika 70. Za razliku od europskog područja kamatne stope na dugoročne kredite u Hrvatskoj stagniraju



Napomena: Slika, među ostalim, prikazuje kamatne stope na novoodobrene dugoročne kredite poduzećima u Hrvatskoj i u europskom području.

Izvori: ESB; Bloomberg; HNB

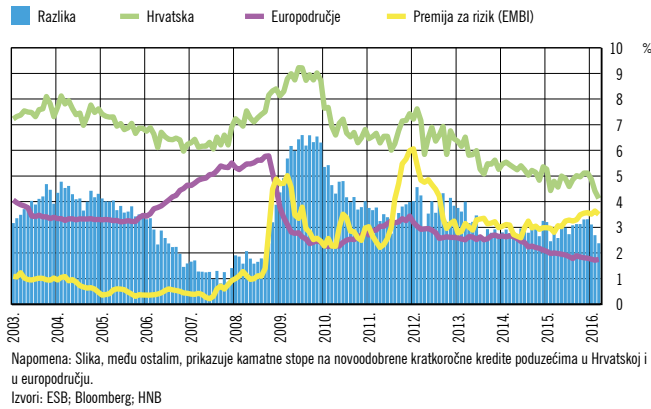
ske devizne prihode) te prerađivačke djelatnosti. To smanjenje izloženosti valutnom riziku većinom se odnosi na spomenuto razduživanje prema inozemnim izvorima financiranja kao i spomenuti porast kratkoročnog financiranja u domaćoj valuti kod domaćih banaka. Kod poduzeća iz ostalih djelatnosti izloženost valutnom riziku ostala je uglavnom nepromijenjena (Slika 68.).

Izloženost kamatnom riziku poduzeća u prvom tromjesečju 2016. godine blago je porasla u odnosu na kraj prošle godine, što dodatno naglašava rizike povezane s mogućim rastom kamatnih stopa poduzećima. Naime, struktura kredita prema mogućnosti promjene kamatne stope pokazuje porast udjela kredita s promjenjivom kamatnom stopom do 3 mjeseca. Udio kredita s promjenjivom kamatnom stopom do 3 mjeseca krajem trećeg mjeseca 2016. iznosio je čak 86% (krajem prošle godine 79%), dok se istodobno udio kredita s dužim razdobljima fiksiranja smanjio (Slika 69.). Jedan je od razloga takvih kretanja i spomenuti rast kratkoročnog u odnosu na dugoročno financiranje poduzeća u prva tri mjeseca ove godine, odnosno posljedično kraće razdoblje fiksiranja kamatne stope kod novo-odobrenih kredita u tom razdoblju.

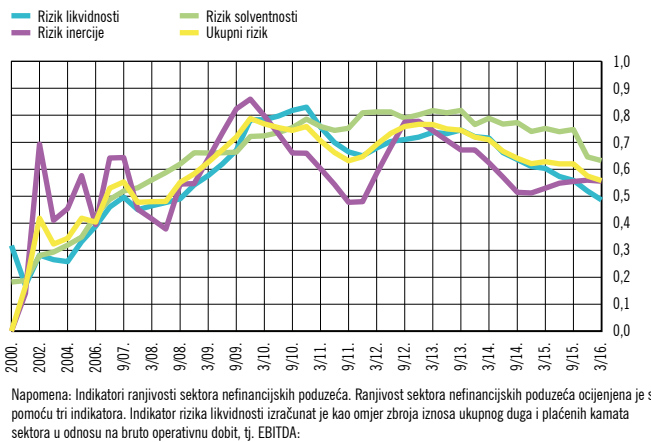
Dugoročne kamatne stope domaćih banaka u razdoblju od rujna 2015. do ožujka 2016. stagnirale su, krećući se u uobičajenom rasponu svoje kolebljivosti. Cijene kratkoročnoga i dugoročnog financiranja poduzeća lagano se smanjuju prema razinama od prosječno 4% odnosno 5%. Međutim, u prva tri mjeseca ove godine ipak je uočljiv malo zamjetljiviji pad kratkoročnih kamatnih stopa na kredite poduzećima u Hrvatskoj, poglavito pod utjecajem smanjenja cijene u strukturi značajnoga kuskog financiranja. Unatoč visokoj likvidnosti banaka, kao i jačanju međubankovne konkurencije, relativno visoka premija za rizik zemlje (čiji se rast bilježi od početka 2015. uz neznatno smanjenje krajem promatranog razdoblja) vjerojatno je jedan od činitelja koji ograničavaju prostor za daljnje znatnije smanjivanje cijene financiranja poduzeća. Usporedno sa spomenutim kretanjima kamatnih stopa u Hrvatskoj, trend njihova snižavanja u europskom području nastavljen je kod financiranja poduzeća s duljim rokovima dospijeca (na 1,95% krajem ožujka 2016.), dok su se kratkoročne kamatne stope zadržale na razinama od sredine prethodne godine (prosječno na 1,80%). U takvim uvjetima razlika između kamatnih stopa na kredite poduzećima u Hrvatskoj i u europskom području smanjila se za kratkoročne kredite odnosno blago je povećana za dugoročne kredite, te odražava i nadalje relativno visoku premiju za rizik zemlje (slike 70. i 71.).

Indikatori ranjivosti sektora nefinancijskih poduzeća upućuju na smanjene ukupne razine rizika ovog sektora, što je ponajprije izazvano padom rizika solventnosti i rizika likvidnosti, na što su pozitivno utjecali i nadalje vrlo dobri poslovni rezultati u 2015. Smanjenje duga sektora nefinancijskih poduzeća te porast dobiti prije poreza, kamata i amortizacije (EBITDA) utjecali su na smanjenje rizika likvidnosti, dok je na istodobno smanjenje rizika solventnosti pozitivno djelovalo povećanje kapitala i rezervi iz ukupne dobiti poslovanja tijekom 2015. godine. Rizik inercije također se donekle smanjio u 2015. godini zbog očekivanog nastavka rasta dobiti poduzeća (EBITDA) u 2016. godini (Slika 72.). Budući da rast EBITDA

Slika 71. Kamatne stope na kratkoročne kredite nefinancijskim poduzećima blago padaju



Slika 72. Dobri poslovni rezultati i smanjenje duga pridonijeli su smanjenju rizika sektora poduzeća



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

Indikator solventnosti izračunat je kao omjer duga i kapitala:

$$RS_t = \frac{Dug_t}{\text{Kapital}_t}$$

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

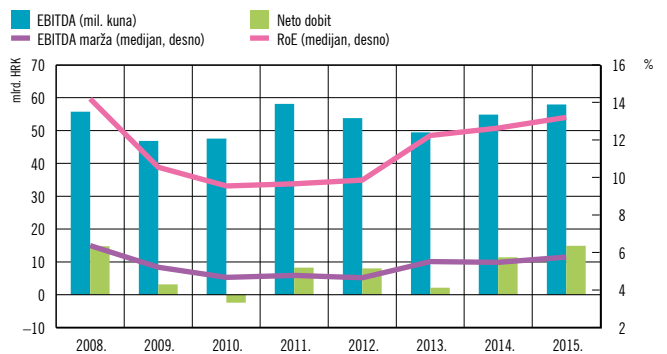
$$RI_t = \frac{\text{Plaćene kamate}_t}{Dug_t + Dug_{t-1} + Dug_{t-2} + Dug_{t-3}} - \left(\frac{EBITDA_t}{EBITDA_{t-4}} - 1 \right)$$

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

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

Očekivana dobit (EBITDA) poduzeća procijenjena je u skladu s projekcijom rasta GDP-a za 2016. godinu.
Izvori: Fina; HNB

Slika 73. Oporavak agregatnoga poslovnog rezultata nefinancijskih poduzeća u 2015. godini gotovo na razinu pretkrizne 2008. godine



od 2014. godine premašuje implicitne kamatne stope plaćene na iznos prosječnog duga poduzeća, indikator rizika inercije u zoni je vrlo niske rizičnosti. Prema prvim objavljenim kumulativnim rezultatima poslovanja poduzetnika za 2015. godinu, što uključuje nefinancijska i financijska poduzeća, te obrtnike, građane i udruge u sustavu dvojnoga knjigovodstva, dobit razdoblja porasla je za više od 100%, dok su kapital i rezerve porasli za gotovo 9%. EBITDA nefinancijskih poduzeća porasla je u 2015. godini za oko 6%, a neto dobit za oko 30% (Slika 73.). Iz kumulativnih godišnjih financijskih izvješća poduzetnika za 2015. vidljivo je i da su prihodi od prodaje u inozemstvu porasli za oko 10%, dok je uvoz porastao za oko 6%. Investicije u dugotrajnu imovinu porasle su za oko 14%, što objašnjava znatniji porast potražnje za investicijskim kreditima prema rezultatima ankete o kreditnoj aktivnosti banaka. Pritom se tijekom 2015. znatno smanjuju dugoročne obveze prema povezanim poduzetnicima (za 23%) i dugoročne obveze po vrijednosnim papirima (za 39%).

Opisana kretanja upućuju na zaključak da se dio dobiti nefinancijskih poduzeća nastavlja pretvarati u kapital i rezerve (rast rezervi u 2015. godini iznosi oko 40%), a dio se rabi za smanjenje obveza prema izvorima financiranja, ponajprije dugoročnih obveza prema povezanim poduzetnicima i dugoročnih obveza po vrijednosnim papirima.

U sljedećem razdoblju očekuje se nastavak trenda rasta agregatne kapitaliziranosti poduzeća, ponajviše iz ostvarene dobiti. Recentna kretanja također upućuju i na mogućnost nastavka trenda rasta potražnje za investicijskim kreditima, čemu pridonose i povijesno niske kamatne stope na dugoročne i kratkoročne kredite poduzećima. Uz nastavak takvih trendova rizici za financijsku stabilnost koji dolaze iz ovog sektora trebali bi se nastaviti smanjivati, uglavnom zbog jačanja profitabilnosti i kapitaliziranosti sektora nefinancijskih poduzeća.

Okvir 2. Dekompozicija promjene profitabilnosti nefinancijskih poduzeća u Hrvatskoj korištenjem Jeon-Millerove dekompozicije

U ekonomskoj praksi agregatni se pokazatelji profitabilnosti često tumače kao promjene koje nastaju zbog promjena u profitabilnosti individualnih poduzeća, dok je u stvarnosti moguće da nijednom poduzeću zapravo nije porasla profitabilnost. Primjerice, moguće je da je porast profitabilnosti sektora rezultat izlaska manje profitabilnih poduzeća s tržišta ili pak rasta tržišnog udjela onih profitabilnijih poduzeća. Jeon i Miller razvili su dekompoziciju kojom se promjena profitabilnosti tržišta raščlanjuje na nekoliko komponenata. To omogućuje dobivanje korisnih informacija o kretanjima profitabilnosti na promatranom tržištu, a opet bez potrebe promatranja individualnih podataka o sudionicima tržišta.

Opće kretanje profitabilnosti i metodološki pristup

Kao mjera profitabilnosti sektora i djelatnosti korištena je bruto profitna marža (BPM) definirana kao omjer bruto dobiti iz poslovanja¹ i ukupnih poslovnih prihoda. U razdoblju od 1997. do 2014. godine BPM sektora nefinancijskih poduzeća kao i podsektora privatnih nefinancijskih poduzeća kretao se na prosječnoj razini od 6,3%. Tako je u predrecesijskom razdoblju prosječno iznosio 8,7%, dok se u vrijeme krize, nakon 2008. godine, gotovo trostruko snizio (na prosječnim 3,5%). Istodobno, BPM poduzeća iz javnog sektora iskazivao je sličnu dinamiku kretanja, ali na nižim razinama². Promatrano po djelatnostima, nakon 2002. godine iznadprosječnu profitabilnost iskazuje djelatnost hotelijerstva koja je čak i u vrijeme krize bilježila profitabilnost na razinama višima od 10% (u 2013. više od 18%), dok je očekivano u razdoblju krize ispodprosječno profitabilna djelatnost, uz trgovinu, bilo građevinarstvo (Slika 1.).

Metodološki izračun Jeon-Millerove dekompozicije jednostavan je. Kao što je već spomenuto, promjena profitabilnosti raščlanjuje se na četiri komponente³. Prva komponenta je promjena iznutra koja predstavlja

1 Bruto dobit iz poslovanja definirana je kao razlika poslovnih prihoda i poslovnih rashoda (materijalni troškovi + troškovi osoblja).

2 Posebice se ističu 2008. i 2009. godina kada je BPM javnih poduzeća iskazivao negativne vrijednosti, prosječno -1,9%. Razlog tome je istodobno dvostruko viši pad prihoda (16%) u odnosu na rashode (8%) u 2009. u odnosu na 2007. godinu. U sklopu poslovnih rashoda najviše su smanjivani materijalni troškovi.

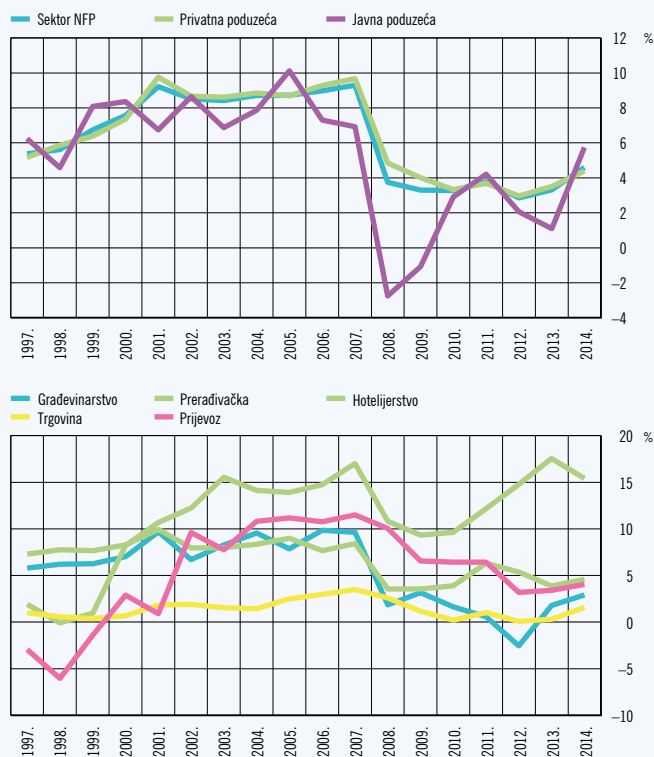
3 Formalno, promjena profitabilnosti sektora (djelatnosti) definirana je na sljedeći način:

$$\Delta R_t = \sum_{i=1}^{n^{int}} r_{i,t} \cdot \bar{\theta}_i \text{ (iznutra)} + \sum_{i=1}^{n^{int}} (r_i - \bar{R}) \cdot \theta_{i,t} \text{ (između)} + \sum_{i=1}^{n^{int}} (r_{i,t} - \bar{R}) \cdot \theta_{i,t} \text{ (ulazak)} - \sum_{i=1}^{n^{int}} (r_{i,t-1} - \bar{R}) \cdot \theta_{i,t-1} \text{ (izlazak)},$$

gdje su: R_t i $r_{i,t}$ BPM sektora odnosno pojedinog poduzeća u godini t , θ_i , i $\theta_{i,t}$ odgovarajući tržišni udjeli,

$$\begin{aligned} r_{i,t} &= r_{i,t} - r_{i,t-1}, \\ \theta_{i,t} &= \theta_{i,t} - \theta_{i,t-1}, \\ \bar{\theta}_i &= \frac{\theta_{i,t} + \theta_{i,t-1}}{2}, \\ r_i &= \frac{r_{i,t} + r_{i,t-1}}{2}, \\ \bar{R} &= \frac{R_t + R_{t-1}}{2}. \end{aligned}$$

Slika 1. Kretanje bruto profitne marže po segmentima i djelatnostima



Izvori: Finia; HNB; izračun HNB-a

efekt promjene u performansama individualnih poduzeća. Tako se, na primjer, porast profitabilnosti u nekoj djelatnosti tumači kao porast profitabilnosti poduzeća koja rade u toj djelatnosti. Druga komponenta jest promjena između koja predstavlja promjenu tržišnih udjela poduzeća koja posluju na promatranom tržištu. Pritom je tržišni udio pojedinog poduzeća definiran kao udio ukupno ostvarenih prihoda iz poslovanja tog poduzeća u ukupnim poslovnim prihodima promatrane djelatnosti. Tako, primjerice, rast tržišnog udjela poduzeća s većom profitabilnosti ili pad tržišnog udjela manje profitabilnih poduzeća dovodi do porasta profitabilnosti sektora. Naposljetku, treća i četvrta komponenta jesu efekti ulazaka i izlaza poduzeća koji promatraju doprinos novih sudionika na tržištu odnosno doprinos njihove eliminacije s tržišta (ili spajanja, pripajanja). Tako će ulazak profitabilnijih ili izlazak manje profitabilnih poduzeća stimulirati rast profitabilnosti, dok će ulazak manje profitabilnih ili izlazak profitabilnijih poduzeća stimulirati pad profitabilnosti.

Tehnički, analizirani su podaci o poslovanju nefinancijskih poduzeća⁴ (Finina baza) u razdoblju od 1996. do 2014. godine. Ulazak na tržište definiran je kao prva godina u kojoj poduzeće predaje financijski

4 a) Obrtnici nisu uključeni u analizu; b) u skladu s metodologijom Europskog sustava nacionalnih i regionalnih računa (ESA 2010), s ciljem usporedivosti rezultata prije i nakon 2014., iz razmatranja su izuzeta poduzeća HŽ Infrastruktura, HRT, HAC, Hrvatske ceste i Autocesta Rijeka – Zagreb, koja su po spomenutoj metodologiji od 2014. svrstana u sektor središnje države.

izvještaj⁵, dok se prva godina od posljednjeg predavanja financijskog izvješća smatra godinom izlaska. Isto tako, smatra se da poduzeća s ukupnim poslovnim prihodima nižima od 5000 HRK zapravo ne egzistiraju na tržištu, pa se godine u kojima su ukupni poslovni prihodi prvi put niži odnosno viši od te razine smatraju prilagođenim izlascima odnosno ulascima. Prema tome, smatra se da su sva ostala poduzeća ostala na tržištu u tekućoj i prethodnoj godini. Specifična je pojava izostanak financijskog izvješća za poduzeće koje ga je predalo u prethodnoj i idućoj godini. Takva poduzeća s prekidima⁶ (gotovo uvijek jednogodišnjim) uključena su u agregat injektiranjem aritmetičke sredine vrijednosti financijskih varijabla prethodne i iduće godine u godinu koja nedostaje. Dodatno, iz razmatranja su isključena (na godišnjoj razini) ona poduzeća čija se profitabilnost nalazi unutar 1. percentila⁷ distribucije BPM-a poduzeća.

Rezultati analize

Promjene profitabilnosti i tržišnih udjela pojedinih poduzeća ističu se kao ključni činitelji koji generiraju kretanje profitabilnosti sektora u cjelini. I dok su tako razdoblja rasta sektorske profitabilnosti bila dominantno potaknuta rastom tržišnih udjela profitabilnijih odnosno smanjenjem tržišnih udjela manje profitabilnih poduzeća, razdoblja njezina smanjenja uglavnom su generirana smanjenjem profitabilnosti poduzeća na individualnoj razini (Tablica 1.).

Nadalje, u pretkriznom je razdoblju efekt iznutra, odnosno efekt promjene profitabilnosti poduzeća na individualnoj razini (u prosjeku) djelovao blago negativno na rast profitabilnosti sektora, ali sve manjim intenzitetom tijekom vremena (od 2002. do 2007.). Iz toga proizlazi da su u promatranom razdoblju uz rast profitabilnosti pojedinih poduzeća

Tablica 1. Doprinosi pojedinih efekata promjeni BPM-a sektora u razdoblju od 1997. do 2014.

	Doprinosi neto promjeni	Doprinosi rastu	Doprinosi padu
Efekt iznutra	-21,68	-7,17	-14,51
Efekt između	19,23	12,56	6,67
Efekt ulaska (GFI)	0,34	0,28	0,06
Efekt ulaska (prilagođeni)	-0,31	-0,26	-0,04
Efekt izlaska (GFI)	1,18	0,98	0,20
Efekt izlaska (prilagođeni)	0,82	0,47	0,35

Napomena: Efekti su iskazani na način da u zbroju odgovaraju promjeni BPM-a izraženoj u postotnim bodovima u razdoblju od 1997. do 2014. godine.

Izvor: Izračun HNB-a

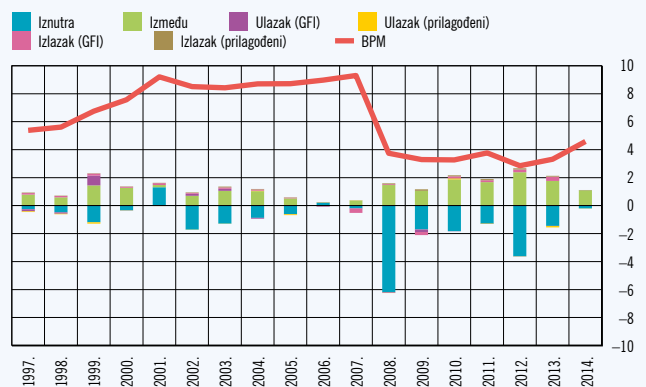
5 Sva poduzeća koja su poslovala na kraju 1996., godine s kojom započinju raspoloživi podaci, smatra se da su već postojeća, odnosno da nisu nastala u 1996. godini.

6 Godišnji financijski izvještaj (GFI-POD) društvo treba dostaviti u Finu iako ne posluje, a ako je poslovalo u prijašnjim razdobljima te u poslovnim knjigama ima evidentiranu imovinu i obveze. GFI-POD ne trebaju predavati samo ona društva koja nisu poslovala od osnivanja.

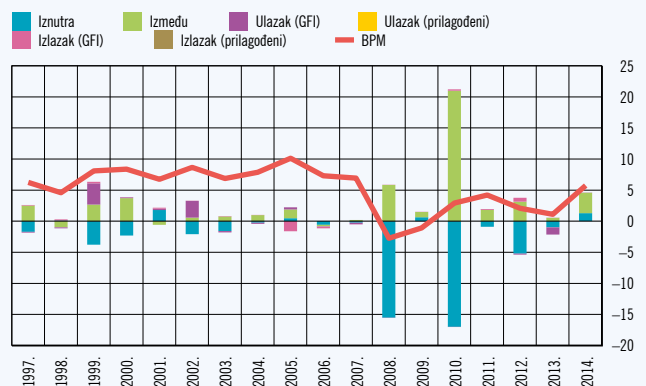
7 Poduzeća s iznimno visokom razinom gubitka iz poslovanja i relativno (u odnosu na ostvareni gubitak) nisku razinu ukupno ostvarenih poslovnih prihoda marginalno utječu na izračun BPM-a sektora (djelatnosti), dok je istodobno pri dekompoziciji njihov utjecaj na efekte "iznutra" i "između" značajan.

ća smanjeni tržišni udjeli onih manje profitabilnih (zbog snažnog rasta ukupnih poslovnih prihoda sektora – na godišnjoj razini od 10% do 20%). To smanjenje tržišnih udjela manje profitabilnih poduzeća ogleda se i u pozitivnom utjecaju efekta između. Isto tako, unatoč povoljnim ekonomskim uvjetima u tom razdoblju kao i rastu ukupne profitabilnosti sektora, smanjenje razina spomenutih dvaju efekata tijekom vremena upućuje na to da postoji relativno velik broj poduzeća (u prosjeku gotovo 50%) koja su poslovala manje profitabilno odnosno efikasno.

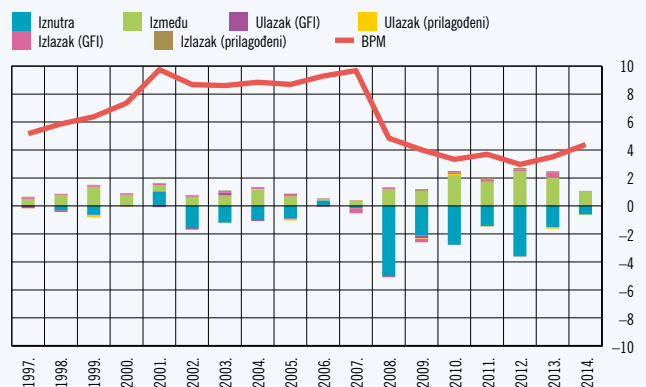
Slika 2. Jeon-Millerova dekompozicija sektora i podsektora javnih i privatnih nefinancijskih poduzeća



Javna poduzeća



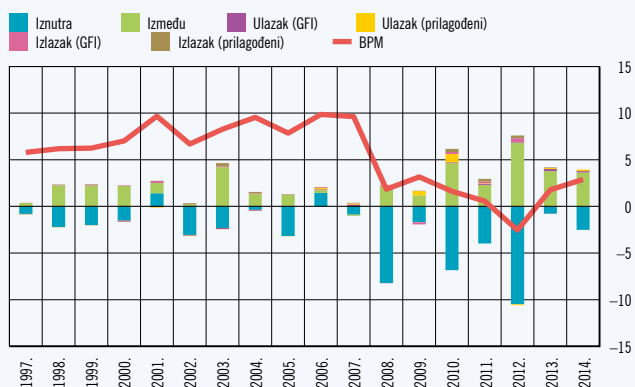
Privatna poduzeća



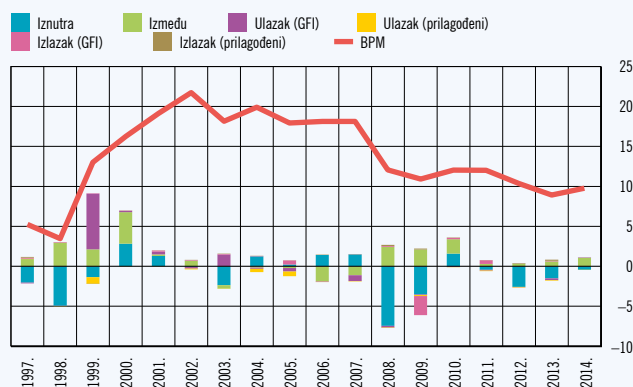
Napomena: 1. Efekt izlaska prikazan je sa suprotnim predznakom kako bi suma efekata prikazivala promjenu BPM-a. 2. Za objašnjenje prilagođenih ulazaka i izlaska vidi u metodološkom pristupu. Izvori: Fina; HNB; izračun HNB-a

Slika 3. Jeon-Millerova dekompozicija nefinancijskih poduzeća (po djelatnostima)

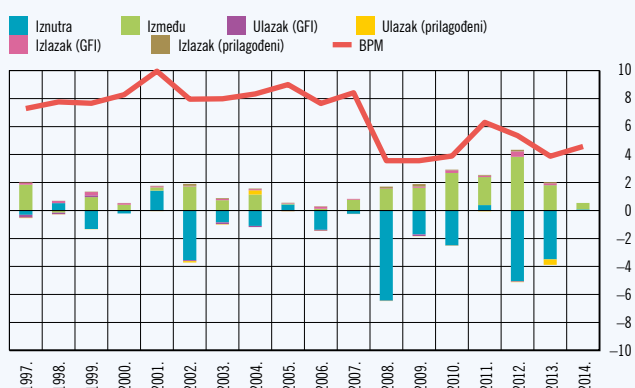
Građevinarstvo



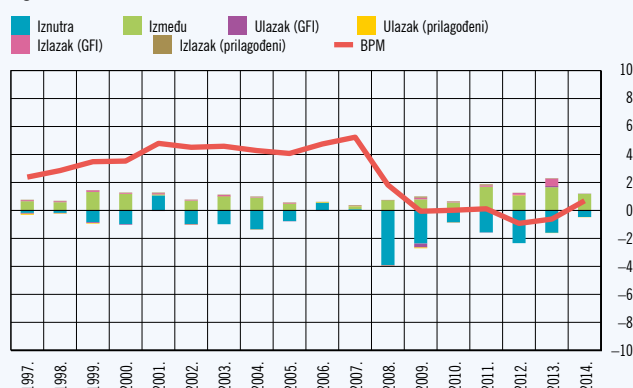
Prijevoz, skladištenje i veze



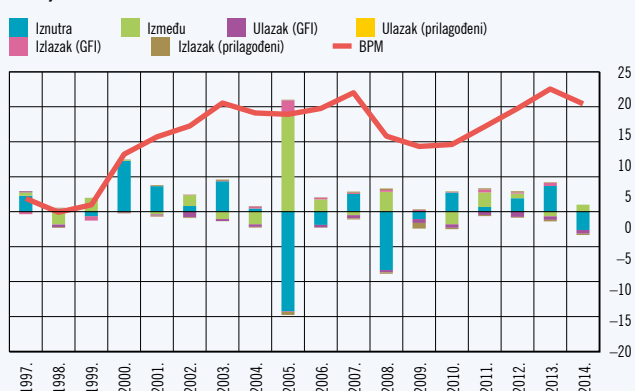
Prerađivačka



Trgovina



Hotelijerstvo



Napomena: Efekt izlaska prikazan je sa suprotnim predznakom kako bi suma efekata prikazivala promjenu BPM-a. Za objašnjenje prilagođenih ulazaka i izlazaka vidi u metodološkom pristupu.
Izvori: Fina; HNB; izračun HNB-a

Nakon 2008. rast tržišnih udjela profitabilnijih poduzeća i istodobno smanjenje tržišnih udjela manje profitabilnih poduzeća djelovali su pozitivno na kretanje ukupne profitabilnosti sektora, ali nedovoljno da anuliraju suprotan učinak pada profitabilnosti većeg broja poduzeća u tom razdoblju. Posljedično je u prosjeku snižena profitabilnost cijelog sektora u odnosu na pretkrizno razdoblje (Slika 2.).

Promatrano po podsektorima javnih i privatnih poduzeća, profitabilnost sektora nefinancijskih poduzeća većinom je uvjetovana kretanjima i dekompozicijom privatnih poduzeća. Kod profitabilnosti javnih poduzeća uočljiva je povećana kolebljivost efekata ulaska i izlaska zbog relativno manjeg broja javnih poduzeća u odnosu na privatna, kao i svojtvene im veće koncentracije. Tijekom pretkriznog kao i kriznog razdoblja nije primjetljiva značajna promjena profitabilnosti javnih poduzeća na in-

dividualnoj razini, izuzmu li se 2008. i 2010. godina. Snažan utjecaj promjene profitabilnosti tijekom 2010. godine najviše je posljedica problema u poslovanju jednog tržišno značajnog poduzeća iz prerađivačke djelatnosti (ostvareni neznatni prihodi uz iznimno visoke rashode). Isto tako, tijekom 2013. ulazak niskoprofitabilnog poduzeća na tržište (zbog izdvajanja) uvelike je pridonio smanjenju profitabilnosti javnih poduzeća u toj godini (Slika 2.).

Kretanje profitabilnosti u većini djelatnosti slično je kao i na razini cijelog sektora. Iznimku čini djelatnost hotelijerstva čija su poduzeća i u razdoblju krize većinom iskazivala rast profitabilnosti uz dodatno pozitivan utjecaj rasta tržišnog udjela profitabilnijih poduzeća te djelatnosti. Atipična 2005. godina posljedica je iznimno visokih gubitaka dvaju udjelom značajnih poduzeća kao i njihova spajanja u toj godini. Isto tako, iznadprosječno profitabilna djelatnost prijevoza, skladištenja i veza kontinuirano od 2002. godine iskazuje blagi pad profitabilnosti. U pretkriznom je razdoblju razlog tome većinom ulazak novih poduzeća (koja u početku posluju s gubitkom) uz istodobno smanjenje tržišnog udjela odnosno poslovnih prihoda profitabilnijih poduzeća. Nasuprot tome, u razdoblju krize ističe se smanjenje profitabilnosti poduzeća na individualnoj razini (Slika 3.). Spomenuta smanjenja poslovnih prihoda u pretkriznom razdoblju i smanjenja profitabilnosti na individualnoj razini u razdoblju krize pretežito se odnose na telekomunikacijska poduzeća.

Najmanje profitabilne djelatnosti, posebice nakon 2008., jesu trgovina i građevinarstvo, čemu je najviše pridonio pad profitabilnosti pojedinač-

nih poduzeća uz istodobno suprotne (pozitivne) učinke izlazaka neprofitabilnih poduzeća s tržišta i rast tržišnih udjela onih profitabilnijih. Ipak, spomenuti pozitivni učinci bili su nedovoljni da bi anulirali spomenuti pad profitabilnosti individualnih poduzeća iz tih djelatnosti. Potrebno je istaknuti kako se izlazak poduzeća iz djelatnosti građevinarstva uvelike odnosi na izlazak trgovačkih društava posebne namjene (engl. *Special Purpose Vehicle*) s tržišta (Slika 3.). To je glavninom bilo generirano snažnim smanjenjem poslovnih prihoda poduzeća zbog nelikvidnosti nekretninskog tržišta.

Zaključak

Opisani rezultati dekompozicije promjene profitabilnosti hrvatskih nefinancijskih poduzeća (sektorski i po djelatnostima) upućuju da, uz promjenu u efikasnosti korporativnog sektora, kretanju ukupne profitabilnosti značajno pridonose i učinci konkurencije izvršavajući pritisak na poduzeća i prisiljavajući ih na restrukturiranje i poboljšavanje efikasnosti. Ipak, utjecaj tih učinaka nešto je snažniji kod privatnih u odnosu na javna poduzeća, neovisno je li riječ o pretkriznom ili kriznom razdoblju. Učinci ulazaka i izlazaka poduzeća s tržišta tijekom cijeloga promatranog razdoblja imali su relativno malu važnost na kretanje profitabilnosti u cjelini⁸. Naposljetku, dodatne koristi prikazane Jeon-Millerove dekompozicije promjene profitabilnosti zasigurno će dati analize predviđene budućim istraživanjima, ponajprije u smjeru ekonometrijske analize determinanti pojedinih efekata (sektorski i u odabranim djelatnostima).

⁸ Relativno mala važnost tih efekata uglavnom je posljedica niskih ukupnih poslovnih prihoda poduzeća koja ih generiraju, a u skladu s metodologijom primijenjenom u ovoj analizi. *De jure*, gledano po broju nefinancijskih poduzeća koja su ušla odnosno izašla s tržišta, Hrvatska se s prosječnim udjelima ulazaka od 8,0% i izlazaka od 6,5% tijekom razdoblja recesije nalazi ispod razine zemalja Srednje i Istočne Europe, dok neto ulasci upućuju na njezino zadržavanje na prosječnim razinama. Izvor podataka je na sljedećoj poveznici: http://ec.europa.eu/economy_finance/events/2015/20151124-workshop/documents/world_bank_section_i_nov24_en.pdf.

Okvir 3. Komparativna analiza zaduženosti sektora nefinancijskih poduzeća u EU-u po djelatnostima

Analiza objavljena u Financijskoj stabilnosti br. 16 pokazala je da postoje razlike u financijskoj poluzi i pokazateljima zaduženosti nefinancijskih poduzeća u Hrvatskoj i među zemljama Europske unije. Cilj ove analize zaduženosti sektora nefinancijskih poduzeća po industrijskim djelatnostima jest identifikacija strukturne razine zaduženosti u zemljama Europske unije te usporedba s hrvatskim poduzećima kako bi se stekao komparativni pregled zaduženosti i profitabilnosti pojedinih djelatnosti u usporedbi s drugim državama članicama.

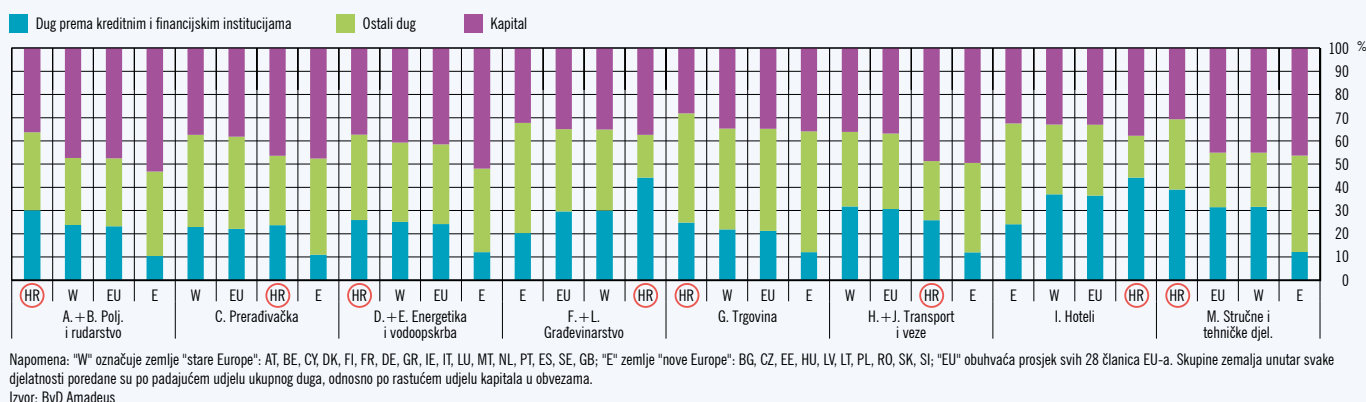
Na taj način dobiva se indirektni uvid u kreditni i koncentracijski rizik poduzeća koja posluju u tim granama djelatnosti u Hrvatskoj te doprinos pojedinih djelatnosti ukupnom riziku sektora nefinancijskih poduzeća. Analizom su obuhvaćeni pokazatelji zaduženosti i profitabilnosti po industrijskim djelatnostima te struktura bilance (ukupnih obveza)

za cijeli EU u 2014. godini. Analiza je ograničena na one djelatnosti nefinancijskih poduzeća koje najviše pridonose ukupnom dugu. Koriste se podaci iz Amadeus baze Bureau van Dijka te se smatra da su uzorci reprezentativni za svaku državu članicu.

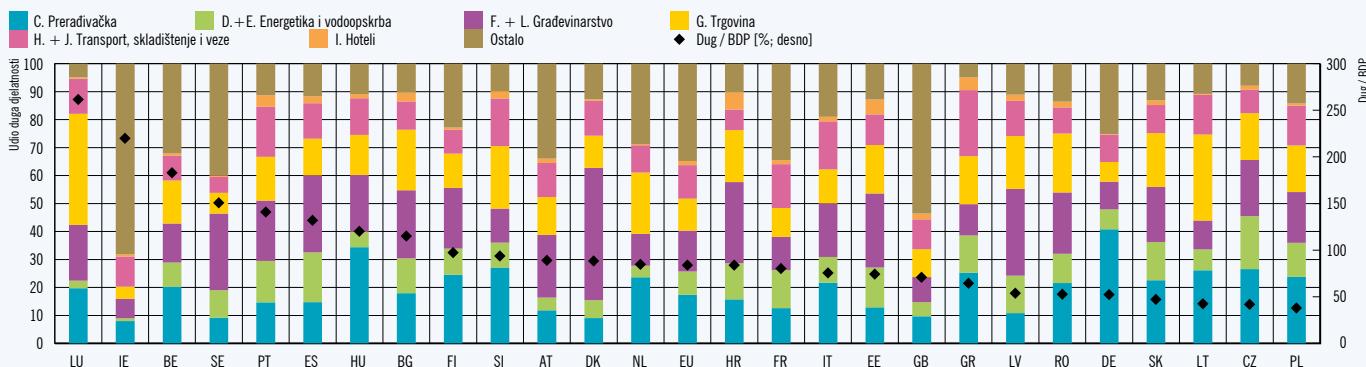
Hrvatska poduzeća u strukturi obveza (pasivi) u većini djelatnosti, poglavito u zaduženijim djelatnostima poput građevinarstva, prerađivačke industrije, hotelijerstva i transporta, skladištenja i veza, imaju relativno visok udio kapitala u odnosu na prosjek EU-a. Istodobno se poduzeća iz tih djelatnosti manje koriste ostalim izvorima financiranja, a dominantno kao tuđim izvorima sredstava koriste se kreditnim aranžmanima financijskih i kreditnih institucija (Slika 1.).

Najmanju financijsku polugu (ukupna imovina / kapital), odnosno najveći udio kapitala u bilanci u Hrvatskoj imaju poduzeća iz djelatnosti transporta, skladištenja i veza, a relativno u odnosu na prosjek djelatnosti u EU-u dobro su kapitalizirana i poduzeća iz djelatnosti građevinarstva i prerađivačke industrije. U prosjeku u zemljama EU-a najmanju financijsku polugu imaju poduzeća iz djelatnosti poljoprivrede i rudarstva.

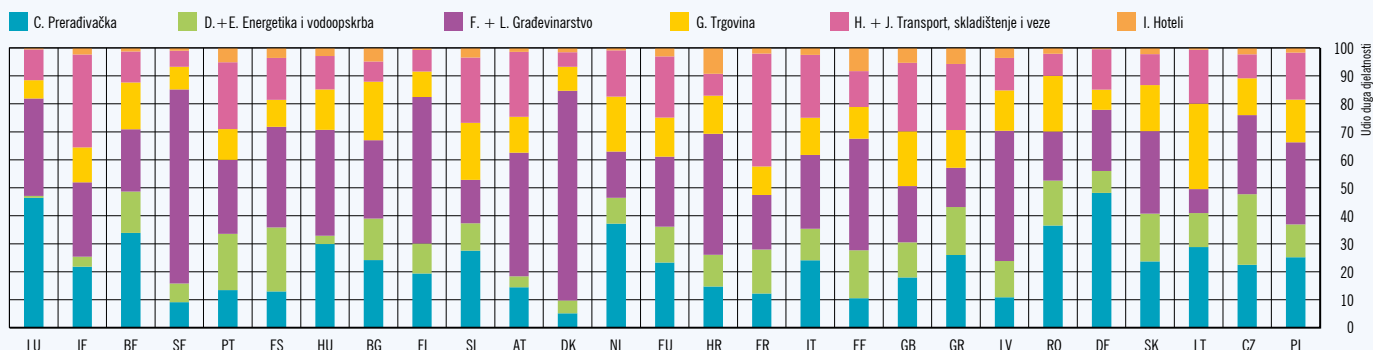
Slika 1. Struktura obveza prema izvorima financiranja po djelatnostima u skupinama zemalja EU-a



Slika 2. Struktura ukupnog duga sektora nefinancijskih poduzeća po djelatnostima u zemljama EU-a i zaduženost sektora

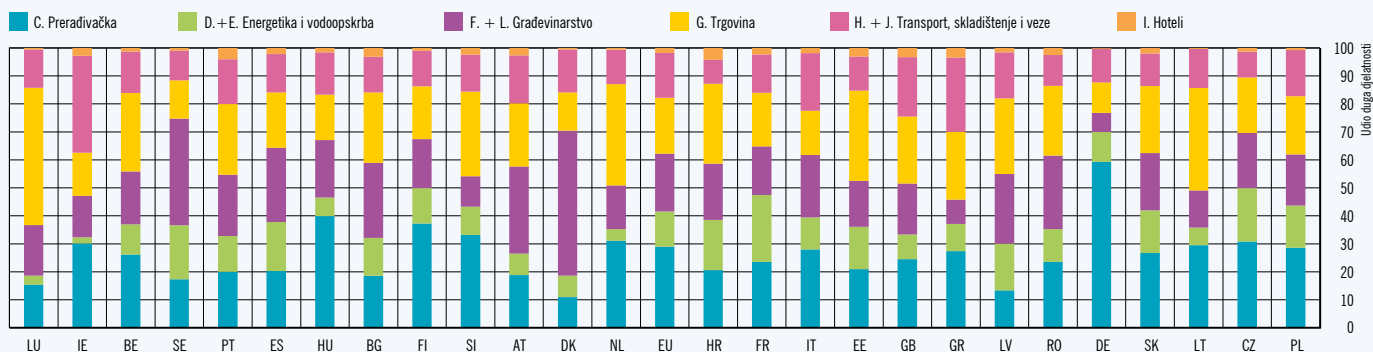


Slika 3. Struktura duga sektora nefinancijskih poduzeća prema kreditnim i financijskim institucijama po djelatnostima u zemljama EU-a i zaduženost sektora



Izvor: BvD Amadeus

Slika 4. Struktura ostalog duga sektora nefinancijskih poduzeća po djelatnostima u zemljama EU-a i zaduženost sektora



Izvor: BvD Amadeus

U većini djelatnosti hrvatska nefinancijska poduzeća relativno su više zadužena nego poduzeća iz novih država članica, a u nekim djelatnostima i relativno više od poduzeća iz starih članica EU-a. U usporedbi s novim članicama EU-a, hrvatska se poduzeća u svim promatranim djelatnostima ističu većim udjelom duga prema financijskim i kreditnim institucijama u ukupnim obvezama.

U djelatnostima poljoprivrede i rudarstva, građevinarstva te stručnim i tehničkim djelatnostima (gdje većinu duga uglavnom čine holding društva), hrvatska poduzeća u strukturi izvora imaju značajno viši udio financiranja iz duga prema financijskim i kreditnim institucijama, čak i u odnosu na poduzeća iz tzv. starih članica EU-a. Hrvatska poduzeća iz djelatnosti transporta, skladištenja i veza te hotelijerstva zadužena su kod financijskih i kreditnih institucija manje od prosjeka EU-a i prosjeka zemalja "stare" Europe, ali više od prosjeka "nove" Europe.

Ukupni dug, osim zaduženosti odnosno financijske poluge pojedinih poduzeća, određuje i struktura ekonomije. Zbog orijentiranosti hrvatskoga gospodarstva turizmu poduzeća iz djelatnosti hotelijerstva i građevinarstva kao prateće djelatnosti imaju visok udio imovine i duga u granskoj

strukturi imovine, odnosno duga sektora nefinancijskih poduzeća (Slika 2.). U strukturi ukupnog duga sektora nefinancijskih poduzeća po djelatnostima u Irskoj i Velikoj Britaniji, ali također u Švedskoj, Belgiji i Francuskoj (Slika 2.), dominira dug poduzeća iz ostalih djelatnosti u kojima glavninu čine poduzeća iz upravljačke djelatnosti. To se uglavnom odnosi na matične kompanije velikih multinacionalnih korporacija i grupacija koje upravljaju svojim podređenim kompanijama konsolidiranim u njihovoj bilanci. U Hrvatskoj je udio takvih kompanija među najnižima u EU-u, a iznosi oko 8% ukupne imovine hrvatskih nefinancijskih poduzeća.

Djelatnosti građevinarstva i hotelijerstva u Hrvatskoj, iako imaju značajno viši udio duga prema financijskim i kreditnim institucijama od poduzeća istovrsnih djelatnosti u EU-u (Slika 3.), ujedno imaju i najmanji udio financiranja iz ostalih izvora te time i najmanju financijsku polugu u Europi (najviši udio kapitala u imovini, a što pokazuje upravljački utjecaj jedinice kapitala na imovinu poduzeća, odakle i naziv indikatora) (slike 1. i 4.).

Hrvatska poduzeća manje se koriste ostalim izvorima financiranja od prosjeka zemalja EU-a, s iznimkom trgovačke djelatnosti i djelatnosti energetike i vodoopskrbe kojima je udio ostalog duga u ukupnom na razini prosjeka u zemljama "stare" Europe (slike 1. i 4.). Pritom građevinska i hotelijerska djelatnost u Hrvatskoj ima najmanji udio ostalog duga u ukupnom dugu budući da su više okrenute financiranju iz vlastitih izvora ili od financijskih i kreditnih institucija. Izvori financiranja poput odgođenih plaćanja obveza prema dobavljačima, predujmova, unutargrupnih financiranja i putem izdavanja dužničkih vrijednosnih papira manje su zastupljeni u praksi hrvatskih poduzeća nego što je to u zemljama "stare" Europe, gdje su takvi oblici financiranja razvijeniji i u primjeni već stoljećima. Ostali dug hrvatskih poduzeća glavninom čine obveze prema dobavljačima (čime se najviše koriste trgovačka poduzeća), prema povezanim poduzetnicima, obveze za zajmove i depozite te obveze za poreze, dok su obveze po vrijednosnim papirima i obveze za predujmove gotovo zanemarive u ostalom dugu (i jedne i druge čine tek oko 2% ostalog duga poduzeća u Hrvatskoj).

Proizlaze li iz ovakvih struktura bilanci poduzeća povišene razine rizika, teško je utvrditi bez detaljne kvantitativne analize faktora rizika, ali može se napraviti relativna ocjena, odnosno rangiranje usporedbom granskih pokazatelja među zemljama EU-a. U tu svrhu koristit će se pokazatelj koji ujedno imaju dobre prediktivne sposobnosti u procjeni vjerojatnosti nastanka statusa neispunjavanja obveza (engl. *Probability of Default* ili, skraćeno, PD). Jedna od univarijatno najprediktivnijih mjera rizika iz domene pokazatelja profitabilnosti jest profitabilnost iskazana kao omjer dobiti prije poreza, kamata i amortizacije (EBITDA) i ukupnih obveza (EBITDA / ukupne obveze). Kod pokazatelja zaduženosti visoku univarijatnu prediktivnost ima koeficijent vlastitog financiranja (kapital / ukupna imovina * 100%), čija se inverzna vrijednost također interpretira kao financijska poluga. Visoka razina koeficijenta vlastitog financiranja u kombinaciji s visokom profitabilnošću korelira s niskom razinom rizika takve djelatnosti budući da visoka profitabilnost može osigurati i sposobnost urednog podmirivanja svih vrsta obveza: prema financijskim institucijama i ostalih obveza poduzeća.

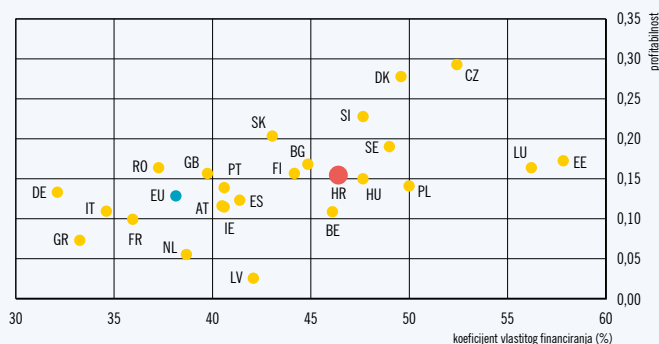
Na sljedećim grafikonima prikazan je pokazatelj profitabilnosti u odnosu na koeficijent vlastitog financiranja po zemljama EU-a za glavne djelatnosti.

Prerađivačka industrija (C., Slika 5.) Hrvatske s obzirom na pokazatelj profitabilnosti i koeficijent vlastitog financiranja malo je iznad prosjeka prerađivačke industrije u EU-u. Prema ovako definiranim pokazateljima hrvatska poduzeća iz prerađivačke industrije nešto su bolje rangirana od poduzeća iz istovrsne industrije Grčke, Italije, Francuske, Letonije, Nizozemske, Njemačke, Belgije i Portugala, a slabije od poduzeća većine zemalja "nove" Europe (Poljske, Češke, Slovačke, Estonije, Mađarske, Slovenije...). Viša EBITDA profitabilnost u odnosu na zemlje "stare" Europe posljedica je veće amortizacije materijalne imovine, o čemu je bilo riječi u Financijskoj stabilnosti br. 16., tako da ona utječe na višu relativnu profitabilnost u odnosu na druge zemlje EU-a gdje je poslovna praksa nešto drugačija što se tiče upravljanja materijalnom imovinom poduzeća.

Građevinska djelatnost (F. i L., Slika 6.) Hrvatske ima nešto bolji pokazatelj vlastitog financiranja od prosjeka građevinske djelatnosti u EU-u, a prema pokazatelju profitabilnosti gotovo je izjednačena s prosjekom grane u EU-u. Utjecaj visokog udjela ukupnog duga građevinarstva u

Slika 5. Profitabilnost i koeficijent vlastitog financiranja prerađivačke djelatnosti u zemljama EU-a

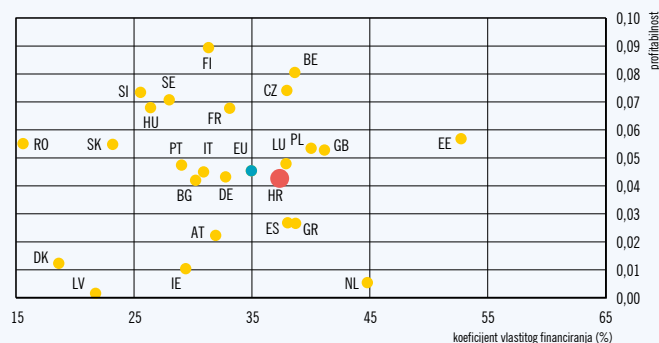
C. Prerađivačka



Izvor: BvD Amadeus

Slika 6. Profitabilnost i koeficijent vlastitog financiranja građevinske djelatnosti u zemljama EU-a

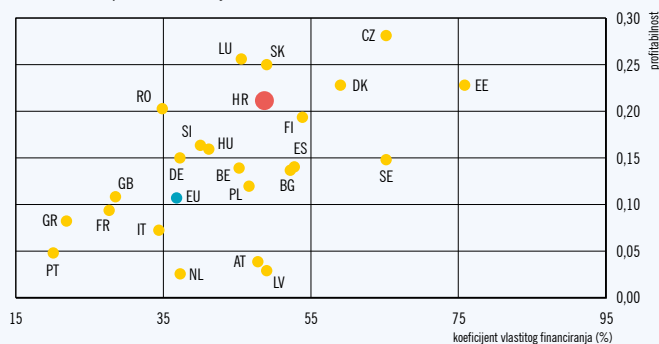
F. + L. Građevinarstvo



Izvor: BvD Amadeus

Slika 7. Profitabilnost i koeficijent vlastitog financiranja djelatnosti transporta, skladištenja i veza u zemljama EU-a

H. + J. Transport, skladištenje i veze



Izvor: BvD Amadeus

sektorskom dugu rezultira povišenim rizikom te djelatnosti za danska poduzeća, dok je nizak koeficijent vlastitog financiranja švedskih i fin-skih poduzeća u djelatnosti građevinarstva kompenziran njihovom visokom profitabilnošću.

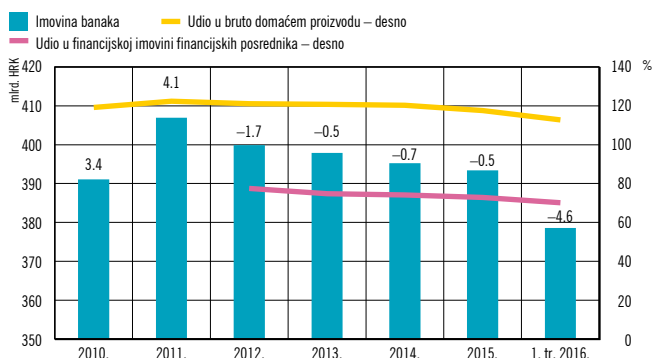
Djelatnost transporta, skladištenja i veza (H. i J., Slika 7.) prema promatranim pokazateljima najbolje je rangirana djelatnost u Hrvatskoj i svrstava hrvatska poduzeća među najprofitabilnija, a po zaduženosti među ispodprosječno zadužena unutar zemalja EU-a.

Iz provedene analize vidljivo je da se poduzeća najzaduženijih djelatnosti u Hrvatskoj, građevinarstva i prerađivačke industrije, koriste različitim izvorima financiranja: dok se građevinska poduzeća više zadužuju kod financijskih i kreditnih institucija, prerađivačka se poduzeća (jednako kao i trgovačka) više koriste mogućnostima financiranja koje im nude njihovi dobavljači, poput odgode plaćanja za isporučenu robu i usluge i ostale izvore financiranja. Pritom prerađivačka djelatnost više rabi

vlastite izvore financiranja (kapital) od građevinske djelatnosti te su uz višu EBITDA profitabilnost poduzeća prerađivačke djelatnosti bolje rangirana od poduzeća građevinske djelatnosti. U usporedbi s istovrsnim djelatnostima u zemljama EU-a, hrvatska prerađivačka poduzeća bolje su rangirana od prosjeka EU-a te razduživanjem prema financijskim i kreditnim institucijama nastavljaju povećavati koeficijent vlastitog financiranja i time dodatno poboljšavati pokazatelje poslovanja. Istodobno su hrvatska građevinska poduzeća u granicama prosjeka u EU-u. Hrvatska poduzeća iz djelatnosti transporta, skladištenja i veza ističu se visokom profitabilnošću te visokim koeficijentom vlastitog financiranja, što svrstava hrvatska poduzeća iz ove djelatnosti u bolje rangirana poduzeća od poduzeća većine zemalja EU-a iz iste djelatnosti, a rast njihova duga upućuje i na trend daljnjeg razvoja ove djelatnosti u Hrvatskoj. Naposljetku, bitno je napomenuti kako je ova analiza provedena na podacima agregiranim po djelatnostima te se zaključci za tako izračunat agregat ne mogu izravno primjenjivati na sva poduzeća iz navedene djelatnosti.

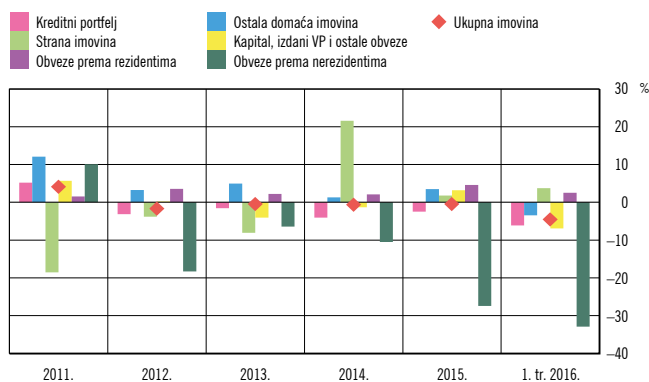
Bankarski sektor

Slika 74. Ukupna imovina banaka pala na razinu s kraja 2009. godine



Napomena: Odabrana kretanja u bankarskom sektoru; brojčano je označena godišnja stopa promjene ukupne neto imovine bankarskog sektora.
Izvor: HNB

Slika 75. Smanjenje kreditnog portfelja i razduživanje prema stranim vlasnicima odredili kretanje bilance banaka



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

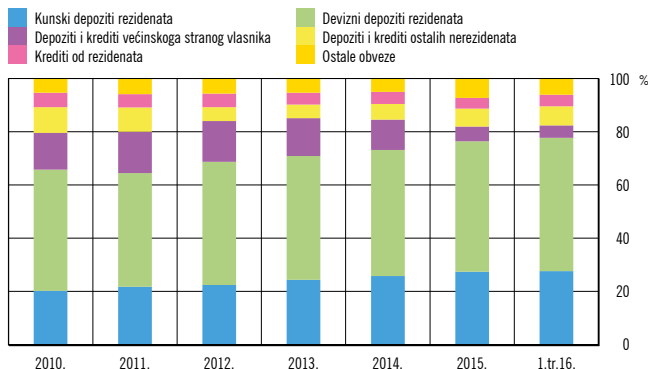
Stabilnost operativnih prihoda i intenzivirana prodaja neprihodonosnih plasmana pozitivno utječu na stabilnost bankarskog sektora. S druge strane, ako se nastavi recentni trend pojačane isplate zadržane dobiti, ranjivost bi se mogla povećati.

Bilančne ranjivosti

Smanjenje imovine banaka na godišnjoj razini (Slika 74.) posljedica je nastavka smanjivanja kreditnog portfelja privatnog sektora (Slika 75.) ubrzanog otpisom glavnice kredita zbog konverzije kredita uz švicarski franak, intenzivnijom prodajom i otpisom neprihodonosnih potraživanja, kao i aprecijacijom kune u odnosu na euro. Njezino posebno snažno smanjenje opaža se u posljednjem tromjesečju 2015. i prvom tromjesečju 2016. godine kada su se banke razduživale prema inozemstvu odnosno prema većinskim stranim vlasnicima povlačenjem sezonski akumuliranih depozita kod stranih banaka. Time je nastavljen višegodišnji trend smanjivanja imovine bankovnog sustava, koja je na kraju prvog tromjesečja 2016. pala na razinu s kraja 2009. godine. Smanjio se i udio banaka u ukupnoj imovini financijskih posrednika na oko 70%, pri čemu banke i dalje ostaju najzastupljeniji financijski posrednici u Republici Hrvatskoj.

U uvjetima pada domaće imovine te visoke likvidnosti i niskih kamatnih stopa na stabilne domaće izvore sredstava, banke otplaćuju inozemne izvore sredstava smanjujući ovisnost o prekograničnom financiranju. Tako je pad ukupnih obveza bankovnog sustava, koji je na kraju ožujka 2016. godine na godišnjoj razini iznosio 16,5 mlrd. kuna, u potpunosti rezultat razduživanja banaka prema stranim vlasnicima u obliku smanjenja primljenih kredita i depozita, pri čemu su ti izvori sredstava smanjeni za 60% u odnosu na kraj ožujka 2015. godine. Udjeli ostalih izvora sredstava zabilježili su porast te je tako na kraju ožujka 2016. godine porastao i udio depozita rezidenata, koji su činili 78% ukupnih obveza banaka (Slika 76.).

Slika 76. Smanjeno oslanjanje banaka na prekogranične izvore sredstava



Napomena: Struktura obveza bankarskog sektora
Izvor: HNB

Na taj način smanjena je ovisnost banaka o maticama. Pritom valja naglasiti da su depoziti rezidenata diversificiraniji izvor sredstava i mahom su pokriveni sustavom osiguranja depozita. No, rast depozita rezidenata u potpunosti je posljedica rasta sredstava na transakcijskim računima, koji su ipak nešto nestabilniji izvor sredstava od oročenih depozita zbog manjeg troška njihove realokacije za klijente, čime za banke rastu rizici likvidnosnih odljeva, posebice u uvjetima stresa kao i reinvestiranja.

Osim smanjenja iznosa oročenih depozita, vidljiv je i daljnji porast sredstava na transakcijskim računima koji je, barem djelomično, posljedica pada kamatnih stopa i uvođenja poreza na (kunsku i deviznu) štednju, nakon čega se taj trend dodatno intenzivirao (Slika 77.)¹³.

Uz nastavak smanjivanja kreditnog portfelja raste udio države u bilancama banaka, čime jača veza između rizika države i banaka. Na pad danih kredita za 15,7 mlrd. kuna utjecali su i otpisi glavnice kredita uz švicarski franak koji su konvertirani u kredite uz euro¹⁴. Plasmani državi na kraju ožujka 2016. na godišnjoj su se razini smanjili za 1,9%, no kako se stanovništvo, ali i poduzeća, razdužuje većom brzinom¹⁵, i dalje raste udio plasmana državi, koji je na kraju ožujka 2016. dosegnuo razinu od 19,1% imovine (Slika 78.). Iako se takav poslovni model banka općenito percipira manje rizičnim, posljednja iteracija testiranja otpornosti na stres¹⁶ ukazala je na njegovu ranjivost

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

14 Zakon o izmjeni i dopunama Zakona o potrošačkom kreditiranju (NN, br. 102/2015.)

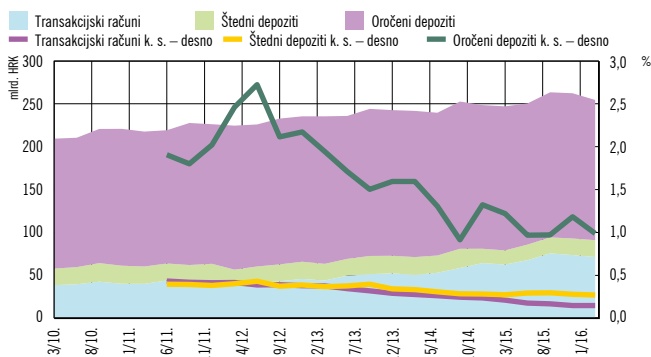
15 Stopa godišnje promjene plasmana stanovništvu iznosi -8,8%, a poduzećima -4,9%.

16 Vidi dio Testiranje otpornosti kreditnih institucija na stres, Financijska stabilnost, broj 16, iz veljače 2016.

na naglu promjenu globalno potisnute premije za rizik. Takva promjena vjerojatno bi bila praćena poremećajima likvidnosti na sekundarnim tržištima, posebno stoga što se veći dio vrijednosnih papira države drži u portfeljima koji se vrednuju po tržišnoj vrijednosti.

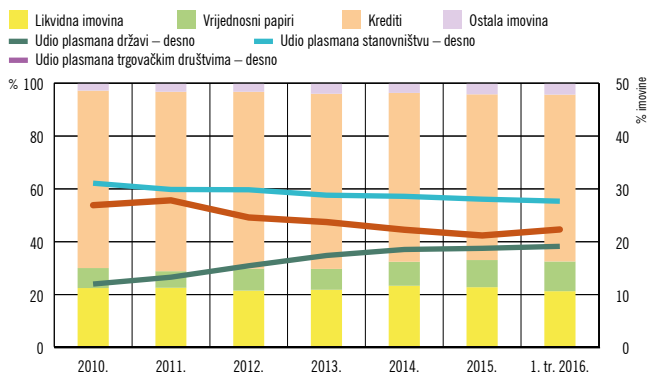
Osim pada kredita, banke su u svojim bilancama zabilježile i pad likvidne imovine od 8,3% na godišnjoj razini (Slika 78.), što se odnosi na pad depozita kod HNB-a, zbog prestanka važenja odluke o upisu obveznih blagajničkih zapisa HNB-a. Kako bi osigurala dostatnu likvidnost na kunskom novčanom tržištu koja je smanjena u procesu konverzije kredita vezanih uz švicarski franak, HNB je ukinuo obvezu upisa spomenutih zapisa. Naime, otpis dijela kredita vezanih uz švicarski franak rezultirao je razduživanjem banaka, uglavnom prema stranim vlasnicima. Pribavljajući potrebna devizna sredstva za razduživanje, banke su smanjile kunsku likvidnost, a koju je navedena

Slika 77. Kontinuirani pad kamatnih stopa na oročene depozite dovodi do porasta sredstava na transakcijskim računima rezidenata



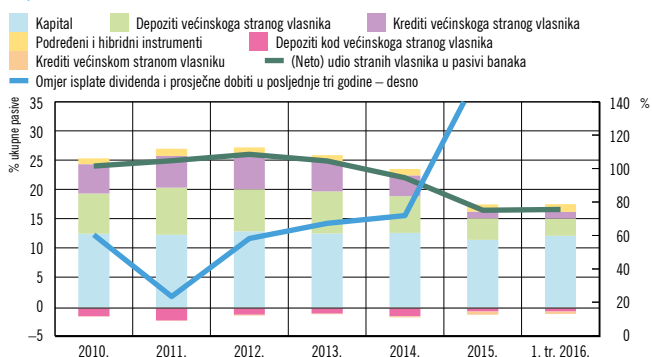
Napomena: Struktura depozita rezidentima i kamatne stope na novoodobrene depozite
Izvor: HNB

Slika 78. Nastavljen je rast izloženosti banaka prema državnim jedinicama



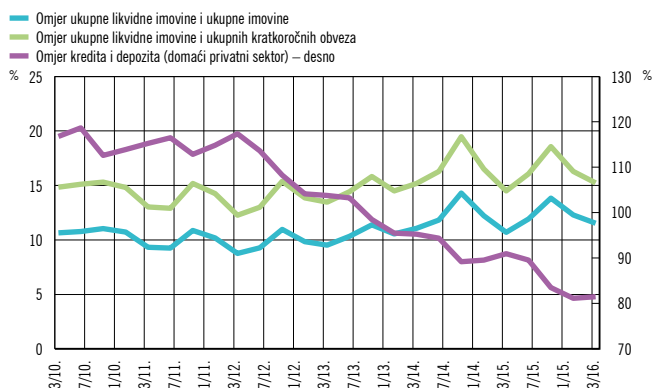
Napomena: Struktura imovine bankarskog sektora
Izvor: HNB

Slika 79. Značajno smanjenje neto financijske pozicije prema stranim vlasnicima djelomično potpomognuto i rekordnim isplatom dividenda



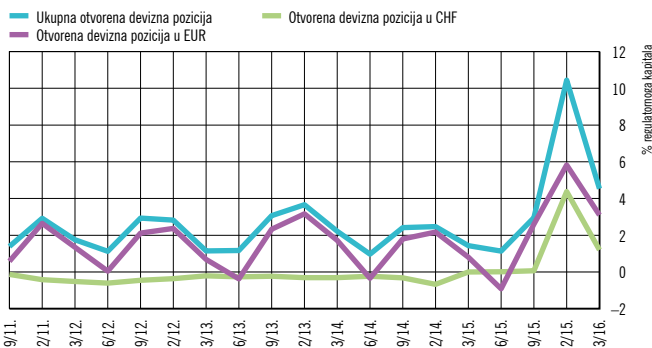
Napomena: Neto financijska pozicija banaka prema stranim vlasnicima
Izvor: HNB

Slika 80. Pokazatelji likvidnosti na visokim razinama s nastavkom višegodišnjeg trenda rasta



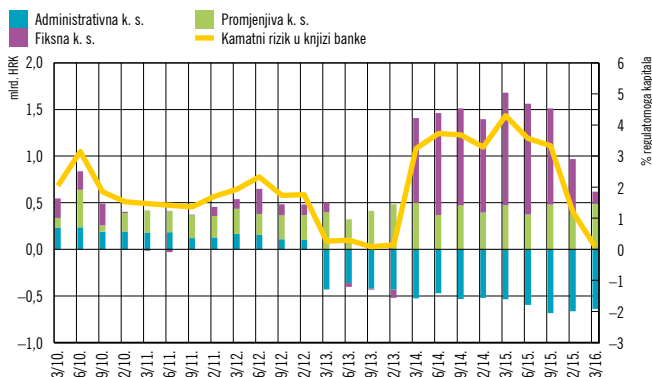
Izvor: HNB

Slika 81. Privremena povišena neusklađenost neto devizne pozicije vraćena na uobičajene razine po zaključenju konverzije kredita uz švicarski franak



Napomena: Prikazane su prosječne dnevne vrijednosti pokazatelja u promatranom tromjesečju.
Izvor: HNB

Slika 82. Izloženost kamatnom riziku u knjizi banke i promjena ekonomske vrijednosti prema vrsti kamatne stope



Izvor: HNB

odluka o prestanku važenja odluke o upisu obveznih blagajničkih zapisa HNB-a ponovno povećala.

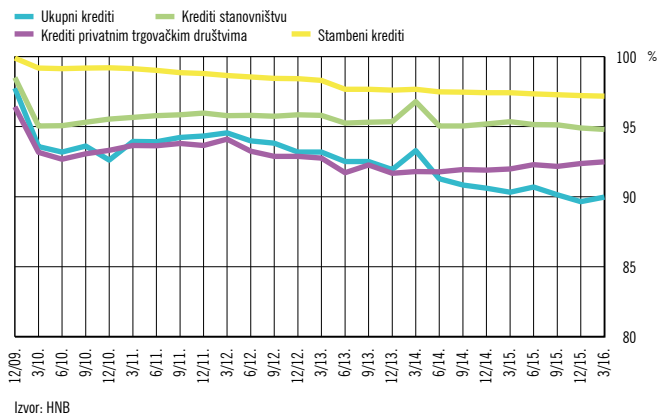
Smanjenjem iznosa primljenih kredita i depozita od stranih vlasnika neto udio stranih vlasnika u pasivi banaka pao je na 16,6 postotnih bodova (Slika 79.). Isplata dividenda u 2015. godini značajno premašuje prosječnu ostvarenu dobit banaka u posljednje tri godine (Slika 79.), te čini još jedan kanal razduživanja banaka prema većinskim stranim vlasnicima, a uz ostvarene gubitke u 2015. godini radi dodatne pritiske na kapital banaka.

Izloženost izravnim i neizravnim rizicima

Unatoč padu iznosa likvidne imovine banaka, zbog istovremeno još izraženijeg pada danih kredita, nastavljen je višegodišnji trend rasta pokazatelja likvidnosti bankarskog sektora u Hrvatskoj (Slika 80.). Istodobno je dodatno smanjen pokazatelj omjera kredita i depozita na najnižu razinu zabilježenu od 2004. godine. Posljedično banke u Hrvatskoj kredite financiraju iz percipirano stabilnih izvora financiranja, ali takva kretanja upućuju i na izostanak nominalnoga kreditnog rasta unatoč blagom ekonomskom oporavku u proteklih godinu dana.

Pri upravljanju izravnim valutnim rizikom, odnosno neto otvorenom deviznom pozicijom banke ne pokazuju značajniju sklonost preuzimanju rizika. Tako je, uz određene sezonske fluktuacije zbog sezonskog priljeva deviza tijekom turističke sezone, neto otvorena devizna pozicija bila relativno usklađena i kretala se do razine od 4% regulatornoga kapitala. Usklađenost neto devizne pozicije banaka privremeno se smanjila pred kraj godine (Slika 81.), što je povezano s postupkom konverzije kredita uz švicarski franak. Neusklađenost je većim dijelom nastala kao posljedica knjigovodstvenog tretmana ugrađenih derivata pri konverziji kredita vezanih uz švicarski franak u one vezane uz euro te rezervacija za gubitke po kreditima uz švicarski franak u procesu konverzije kao kunskih.

Slika 83. Udio nezaštićenih u ukupnim kreditima izloženima VIKR-u i dalje je relativno visok



Izmjereni kamatni rizik u knjizi banke smanjio se provedbom konverzije kredita uz švicarski franak u kredite uz euro jer su kamatne stope na kredite vezane uz švicarski franak bile fiksirane od siječnja 2014. godine izmjenama Zakona o potrošačkom kreditiranju¹⁷. Tako je izmjereni kamatni rizik u knjizi banke na kraju ožujka 2016. godine bio približno jednak 0,1% regulatornoga kapitala (Slika 82.).

Osim tako smanjenoga izravnoga kamatnog rizika u okružju dosad najnižih kamatnih stopa i relativno niske globalne nesklonosti riziku, banke su i dalje izložene mogućem kamatno induciranom kreditnom riziku, koji je sada povećan zbog većeg udjela kredita s promjenjivom kamatnom stopom (što je povezano s ranije spomenutom konverzijom kredita vezanih uz švicarski franak u one vezane uz euro). Ipak, ograničenja razine nominalne i efektivne kamatne stope na kredite potrošačima¹⁸ barem djelomično ograničavaju potencijal kamatno induciranoga kreditnog rizika (više o tome u Okviru 2. Kamatni rizik u Republici Hrvatskoj, Financijska stabilnost, br. 15). No istodobno ova ograničenja zbog smanjene mogućnosti bržeg povećanja aktivnih kamatnih stopa dodatno povećavaju kamatni rizik u knjizi banke osim iskazanog.

Banke su također značajno izložene i neizravnom valutnom riziku budući da je od valutno induciranoga kreditnog rizika nezaštićeno oko 90% kredita koji su izloženi toj vrsti rizika (Slika 83.). No, uzmu li se u obzir odredbe nacrtu Zakona o stambenom potrošačkom kreditiranju kojima se, između ostalog, potrošaču omogućava jednokratna konverzija stambenoga kredita u stranoj valuti (ili kredita vezanog uz stranu valutu) u kredit u kunama i tako djelomično ograničava valutna izloženost potrošača te posredno izloženost banaka VIKR-u, očekuje se nastavak smanjenja ovog rizika za banke uz istodobni porast

njihove izloženosti izravnom valutnom riziku¹⁹. Ipak, kumuliranje rizika sistemskoga karaktera ovisit će, uz ostale karakteristike, i o kretanju razlike kamatnih stopa kredita u stranoj valuti i kunskih kredita. Bitno je naglasiti da se ne očekuje brzo kumuliranje ovih rizika jer će se navedene odredbe primjenjivati isključivo na nove stambene kredite.

Strateški rizici

Pokazatelji poslovanja banaka u 2015. godini ponajviše su bili određeni postupkom konverzije kredita u švicarskim francima i troškovima koji su proizašli na temelju tog procesa, čiji su iznos banke procijenile na oko 7,3 mlrd. kuna, što je otprilike jednako njihovoj zbrojenoj dobiti iz poslovanja prije poreza u 2012., 2013. i 2014. godini (Slika 84.). Zarade banaka u posljednje četiri godine prije svega su determinirane kretanjem iznosa troškova ispravaka vrijednosti i rezerviranja. Njihov efekt na zarade banaka u 2015. je godini postao još izraženiji kada su, djelomično pod utjecajem troškova rezerviranja za gubitke u procesu konverzije kredita uz švicarski franak u iznosu od 6,8 mlrd. kuna²⁰, dosegili svoju najvišu vrijednost od 12 mlrd. kuna, odnosno oko 3% ukupne imovine banaka (Slika 85.).

Ako se izuzmu jednokratni troškovi konverzije, pokazatelji prosječne profitabilnosti imovine i kapitala banaka popravili su se u posljednjih godinu dana, te bi u tom scenariju na kraju ožujka 2016. godine prosječna profitabilnost kapitala na godišnjoj razini iznosila 5,1 postotni bod (Slika 86.). Tako se, s iznimkom troškova nastalih u procesu konverzije kredita uz švicarski franak, nastavio trend rasta pokazatelja profitabilnosti banaka započet početkom 2014. godine. Ipak treba biti oprezan glede očekivanja nastavka tog trenda i u budućnosti jer je on djelomično rezultat dosad najnižih kamatnih stopa na međunarodnim financijskim tržištima (vidi Sliku 3.a., poglavlje Makroekonomska okružje), koje posljedično dovode do najnižih stopa po kojima banke pribavljaju sredstva i čiji je daljnji potencijal za snižavanjem ograničen. Osim trenda snižavanja pasivnih kamatnih stopa, također je prisutan i trend snižavanja aktivnih kamatnih stopa čime su zabilježene približno stabilne kamatne marže. U isto vrijeme regulacija maksimalnih kamatnih stopa također radi pritisak na aktivne kamatne stope. Primjerice, Zakon o potrošačkom kreditiranju u kombinaciji sa zakonskom izmjenom zatezne kamatne stope za potrošače²¹ odrazio se na smanjenje kamatne stope banaka na kratkoročne kredite (Slika

19 Važno je primijetiti da konverzija nakon nagle, za potrošača nepovoljne promjene tečaja može rezultirati i većim troškovima otplate za potrošača nego da ona nije provedena.

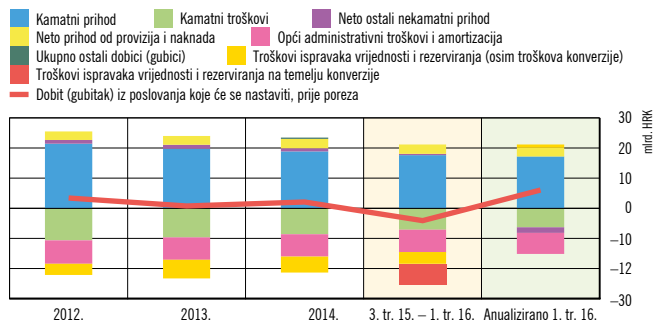
20 Radi se o procjeni banaka, dok su stvarni troškovi rezultat završnih izračuna.

21 Od 1. kolovoza 2015. godine zatezna kamatna stopa za potrošače smanjena je s 12% na 8,14%. Slijedom toga efektivna kamatna stopa na stambene kredite može iznositi najviše 8,14%, a na ostale kredite potrošačima 10,14%.

17 Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o potrošačkom kreditiranju (NN, br. 143/2013.)

18 Na temelju odredbi Zakona o potrošačkom kreditiranju

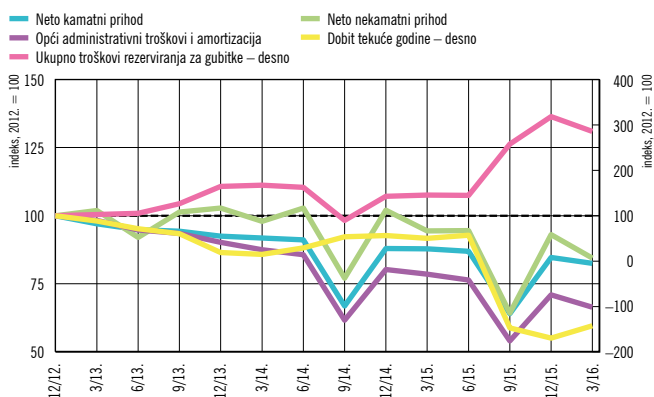
Slika 84. Pokazatelji poslovanja banaka upućuju na napredak u prvom tromjesečju 2016. godine



Napomena: Dekompozicija računa dobiti i gubitaka po ključnim stavkama; Narančasto su označene vrijednosti stavki računa dobiti i gubitka banaka za razdoblje od kraja ožujka 2015. do kraja ožujka 2016. godine. Zeleno su označene vrijednosti stavki za prvo tromjesečje 2016. godine podignute na godišnju razinu uz korištenje pretpostavke o jednakim performansama u preostala tri tromjesečja.

Izvor: HNB

Slika 85. Poslovni rezultat pod utjecajem povijesno visokih troškova ispravaka vrijednosti

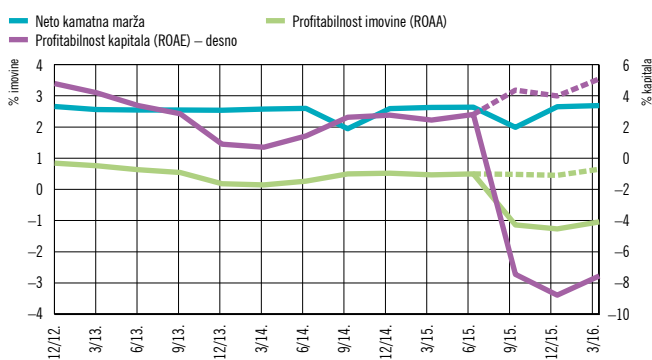


Izvor: HNB

87.). Ipak, suprotni učinci uočavaju se za kredite konvertirane iz švicarskog franka jer, čak i uz više kamatne troškove na izvore u eurima u odnosu na izvore u švicarskim francima, pozitivni učinci za banke proizlaze iz viših kamatnih stopa na kredite u eurima u odnosu na kredite u švicarskim francima, odnosno očekivano više kamatne marže.

U prvom je tromjesečju 2016. godine, s iznimkom konvertiranih kredita koji su klasificirani kao novoodobreni (vidi poglavlje Sektor kućanstava), zabilježen blagi porast novoodobrenih kredita stanovništvu, no dio njih nastao je kao posljedica zatvaranja kredita nakon konverzije kredita uz švicarski frank u eurske i potonjeg otvaranja novoga kredita u drugoj ili istoj banci po promijenjenim uvjetima.

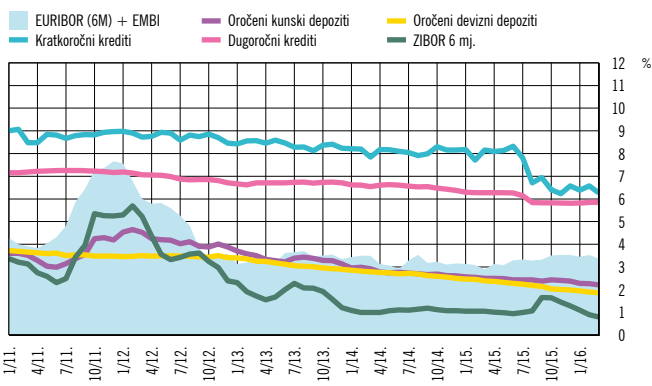
Slika 86. Profitabilnost banaka poboljšava se, ako se izuzme efekt troška konverzije kredita uz švicarski frank



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

Izvor: HNB

Slika 87. Nastavljen je pad aktivnih i pasivnih kamatnih stopa



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

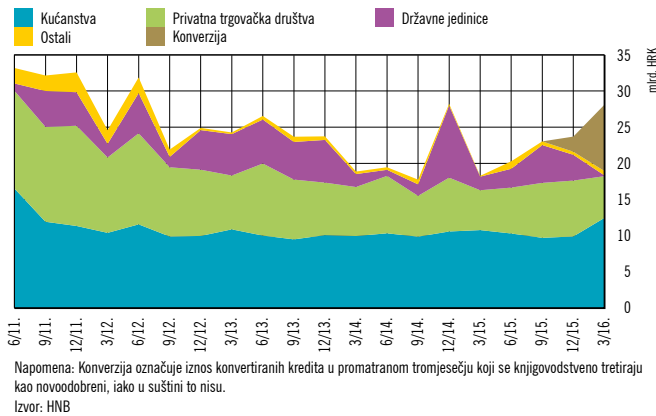
Izvor: HNB

Strateške mogućnosti pojedinih banaka u procesu prikupljanja depozita i plasiranja kredita kontinuirano se smanjuju, što se očituje u rastu koncentriranosti sustava u razdoblju nakon 2007. godine (Slika 89.). Pritom je koncentriranost kredita nefinancijskom sektoru veća od koncentriranosti imovine i k tome pokazuje izraženiji trend rasta. Koncentriranost oročenih depozita s druge strane je u padu nakon 2009. godine, što se može objasniti niskim razinama kamatnih stopa na depozite koje su dio klijenata nagnale na intenzivnije tražanje za višim prinosima.

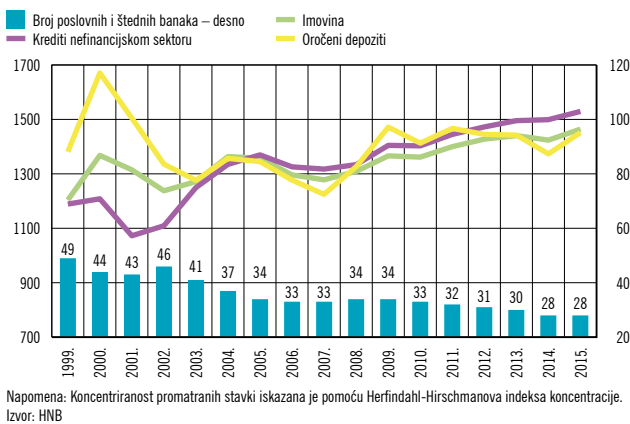
Dodatno, iako bi skorašnji Zakon o stambenom potrošačkom kreditiranju²² trebao smanjiti asimetriju informacija između kreditnih institucija i potrošača te povećati konkurentnost iz-

22 Ovim se Zakonom u pravni poredak Republike Hrvatske prenosi Direktiva 2014/17/EU Europskoga parlamenta i Vijeća od 4. veljače 2014. o ugovorima o potrošačkim kreditima koji se odnose na stambene nekretnine i o izmjeni direktiva 2008/48/EZ i 2013/36/EU i Uredbe (EU) br. 1093/2010 (SL L 60, 28. 2. 2014.)

Slika 88. Kreditiranje kućanstava i privatnih trgovačkih društava još uvijek potisnuto



Slika 89. Kontinuirani rast koncentracije bankovnog sustava



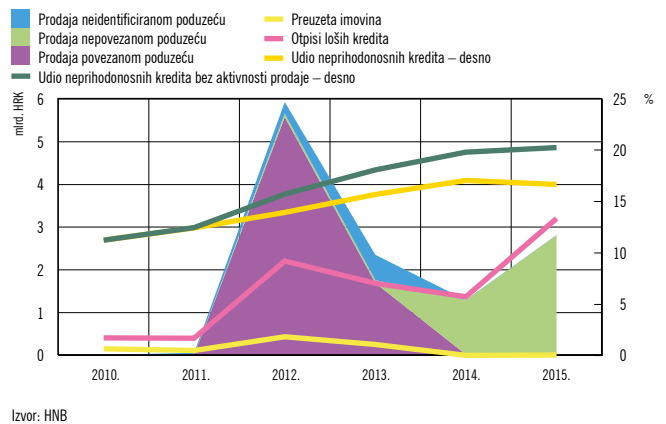
među banaka u procesu plasiranja stambenih kredita potrošačima²³, on bi istovremeno mogao omogućiti premještanje valutnoga, kamatnog, ali i drugih rizika iz sektora kućanstava prema bankarskom sektoru, što bi moglo ograničiti prostor za daljnje smanjivanje ili potaknuti rast kamatnih stopa ove vrste kredita. Naposljetku, stupanje na snagu ovog Zakona moglo bi produžiti razdoblje smanjene sklonosti banaka preuzimanju kreditnog rizika i produljiti razdoblje izostanka kreditnog rasta privatnog sektora.

23 Nacrtom Zakona uvodi se, između ostalog: (i) mogućnost ugovaranja da se prienos vlasništva nad instrumentom osiguranja stambenoga potrošačkoga kredita na kreditnu instituciju smatra potpunim ispunjenjem svih obveza iz ugovora o stambenom potrošačkom kreditu; (ii) mogućnost jednokratne konverzije stambenoga potrošačkoga kredita u stranu valutu (uključujući i kredite vezane uz stranu valutu) u kredit u kunama (ili drugoj alternativnoj valuti); (iii) mogućnost prijevremene otplate u svakom trenutku uz pravednu i objektivnu naknadu mogućih troškova kreditnih institucija; (iv) mogućnost prijevremenog ispunjenja obveze bez plaćanja naknade ako potrošač nije suglasan s promjenom kamatne stope itd.

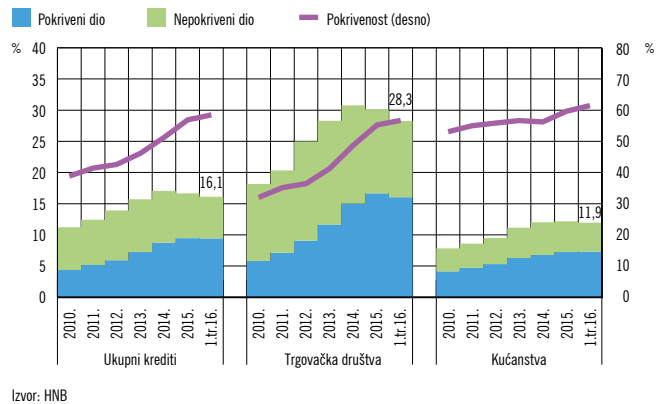
Kreditni rizik

Iako kreditni rast nije zabilježen u 2015. godini, zamijećen je blagi popravak kreditnog portfelja banaka, koji je potaknut intenziviranjem procesa čišćenja bilanca banaka, odnosno postupkom prodaje neprihodonosnih plasmana, ali donekle i utjecajem ekonomskog rasta koji je povezan s oporavkom dijela neprihodonosnih plasmana. Naime, u 2015. godini banke su, potaknute progresivnim karakterom zahtjeva za ispravcima vrijednosti neprihodonosnih plasmana na temelju odluke HNB-a²⁴, prodale 2,8 mlrd. kuna neprihodonosnih plasmana, odnosno oko 6% njihova stanja s kraja 2014. godine, pri čemu je više od 80% potraživanja prodano poduzećima specijaliziranim za naplatu i upravljanje potraživanjima (Slika 90.). Veći dio prodanih potraživanja odnosi se na plasmane trgovačkim društvima, što se odrazilo i na pokazatelj udjela neprihodonosnih kredita u ukupnim kreditima ovom sektoru, koji se na

Slika 90. Intenziviranje procesa rješavanja pitanja neprihodonosnih plasmana banaka prodajom plasmana



Slika 91. Zaustavljen rast udjela neprihodonosnih u ukupnim kreditima

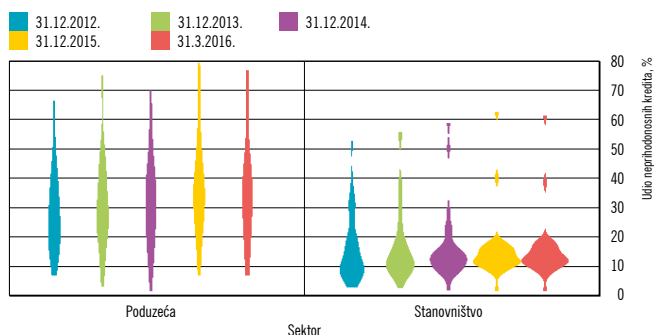


24 Odluka o klasifikaciji plasmana i izvanbilančnih obveza kreditnih institucija (NN, br. 41A/2014.)

godišnjoj razini smanjio za 2,3 postotna boda. U istom se razdoblju udio neprihodonosnih kredita u ukupnom kreditnom portfelju banaka smanjio za 1 postotni bod te je na kraju ožujka 2016. godine iznosio 16,1% (Slika 91.).

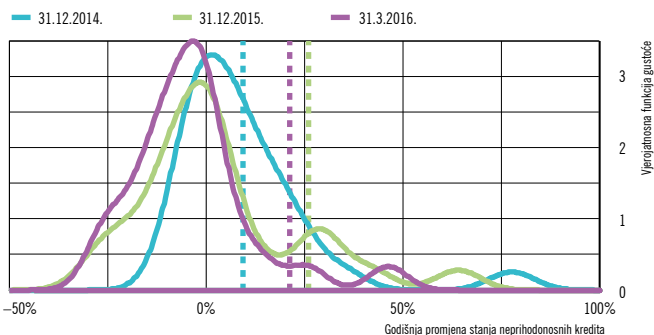
Pogled na distribuciju kvalitete kreditnog portfelja po bankama pokazuje mnogo veću raspršenost u sektoru trgovačkih društava, nego u sektoru stanovištva (Slika 92.). Ipak, u sektoru trgovačkih društava vidi se blagi pozitivan pomak cjelokupne distribucije u obliku sniženja udjela neprihodonosnih kredita u ukupnima u posljednjih godinu dana, dok je u sektoru stanovištva i dalje prisutan trend pogoršavanja kvalitete portfelja. Kada se pogleda promjena stanja neprihodonosnih kredita i njezina distribucija po bankama, može se primijetiti da je kod većine banaka vidljivo smanjenje (Slika 93.), iako prosječna vrijednost promjene sugerira rast stanja neprihodonosnih kredita, na koji je prije svega utjecalo nekoliko banaka koje su zabilježile izraženiji porast.

Slika 92. Distribucija udjela neprihodonosnih kredita u ukupnim kreditima po bankama znatno raspršenija u sektoru poduzeća nego u sektoru stanovištva



Napomena: Violinski grafikon prikazuje procijenjenu funkciju gustoće udjela neprihodonosnih kredita u ukupnim kreditima, pri čemu je funkcija gustoće procijenjena pomoću jezrenog procjenitelja.
Izvor: HNB

Slika 93. Većina banaka pokazuje pozitivne pomake glede obujma neprihodonosnih kredita



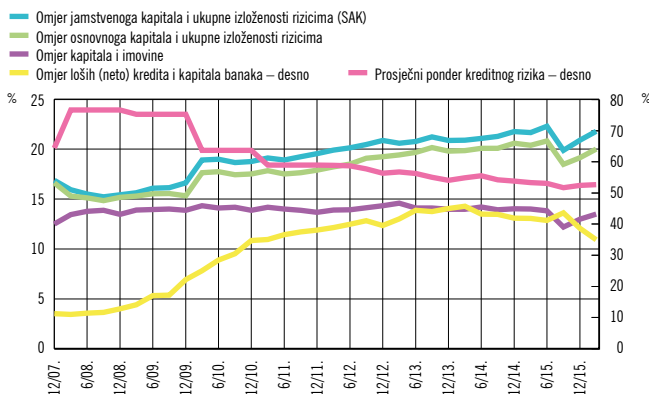
Napomena: Prikazane funkcije gustoće aproksimirane su pomoću jezrenog procjenitelja. Isprekidanim linijama označena je prosječna vrijednost promjene stanja neprihodonosnih kredita u promatranoj godini.
Izvor: HNB

Kapitaliziranost banaka

Pokazatelji adekvatnosti kapitala banaka privremeno su se pogoršali u trećem tromjesečju 2015. godine, no to pogoršanje uglavnom je nastalo zbog knjigovodstvenog tretmana konverzije kredita uz švicarski franak. Tako su se krajem ožujka 2016. godine, kada je proknjižena većina konvertiranih kredita, pokazatelji adekvatnosti kapitala vratili gotovo na razinu na kojoj su se nalazili u lipnju 2015. godine, tako da je bankovni sustav u Hrvatskoj i dalje visokokapitaliziran (Slika 94.). Stopa ukupnoga kapitala, koja pokazuje omjer regulatornoga kapitala i ukupnog iznosa izloženosti riziku na kraju ožujka 2016. godine na razini bankovnog sustava iznosila je 21,8%.

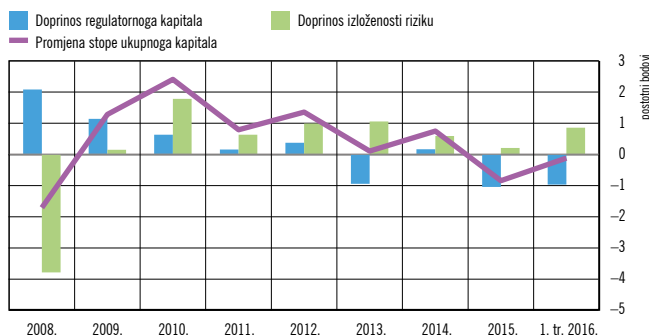
Stopa ukupnoga kapitala u 2015. godini na godišnjoj je razini zabilježila značajniji pad pod utjecajem pada regulatornoga kapitala zbog ostvarenih gubitaka iz poslovanja, ali i zbog po-

Slika 94. Oporavak pokazatelja adekvatnosti kapitala nakon privremenog pogoršanja u drugoj polovini 2015. godine



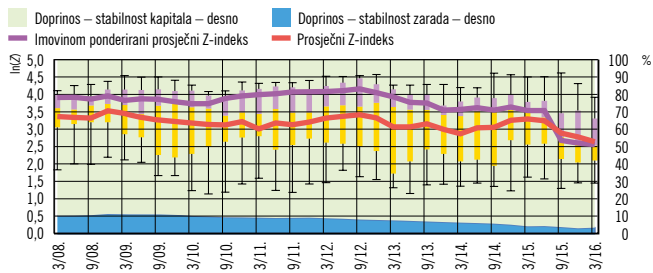
Izvor: HNB

Slika 95. Stopa ukupnoga kapitala neznatno smanjena pod utjecajem istovremenog smanjenja regulatornoga kapitala i iznosa izloženosti riziku



Napomena: Rast stope ukupnoga kapitala može proizlaziti iz porasta regulatornoga kapitala ili smanjenja iznosa izloženosti riziku.
Izvor: HNB

Slika 96. Rizik insolventnosti porastao na temelju povećane kolebljivosti zarada banaka i iskazanih gubitaka



Napomena: Z-indeks općeprihvaćeni je pokazatelj individualne stabilnosti banke te se računa kao:

$$Z = \frac{k + \mu}{\delta}$$

pri čemu je k omjer kapitala i imovine, μ prosječni pokazatelj profitabilnosti imovine (u posljednje dvije godine), a δ kolebljivost zarada (standardna devijacija profitabilnosti imovine za posljednje dvije godine). Veći indeks označuje veću stabilnost banke, odnosno niži rizik njezine propasti. Također, indeks se može podijeliti na dvije komponente: indeks stabilnosti zarada i indeks stabilnosti kapitala.

Izvor: HNB

jačanih isplata dividenda (Slika 95.). No u prvom tromjesečju 2016. godine zabilježen je njezin oporavak pod utjecajem sniženja izloženosti riziku, a koja je nastala kao posljedica otpisa konvertiranih kredita uz švicarski franak, ali i pojačane prodaje neprihodonosnih plasmana.

Rizik insolventnosti pojedine institucije u bankovnom sustavu, mjeren Z-indeksom, povećao se zbog pada pokazatelja profitabilnosti imovine te porasta kolebljivosti zarada (Slika 96.). Pritom je stabilnost upravo većih banaka, koje su i ostvarile veće gubitke zbog konverzije kredita u švicarskim francima, više narušena te je imovinom ponderirani Z-indeks krajem ožujka 2016. godine bio nešto niži od prosječnog Z-indeksa. No, budući da je Z-indeks bankovnog sustava u Hrvatskoj pao uglavnom zbog jednokratnog efekta konverzije kredita uz švicarski franak na zarade banaka, a ne kao posljedica smanjenja kapitaliziranosti banaka, očekuje se popravak ovog pokazatelja u idućem razdoblju.

Okvir 4. Jedinствена putovnica i njezin učinak na financijsku stabilnost

U skladu s temeljnom slobodom kretanja usluga¹ na jedinstvenom tržištu EU-a sustav putovnice (engl. *passporting*), odnosno načelo jedinstvenog odobrenja (jedinственe putovnice) kreditnoj instituciji iz države članice² omogućava da usluge, za koje je dobila odobrenje od nadležnih tijela matične države članice, putem podružnice ili čak i neposredno, pruža i u drugim državama članicama. Iako takva jedinstvena putovnica općenito pridonosi povoljnijim uvjetima financiranja i njegovoj dostupnosti na jedinstvenom tržištu, ona ujedno, u pojedinim državama članicama, dovodi i do pojave novih rizika i/ili premještanja i promjene oblika postojećih rizika za financijsku stabilnost. Istovremeno, na području države članice domaćina može dovesti i do manjeg opsega nadzora nad dijelom financijskog sustava od strane nadležnog tijela te države članice.

Neposredno pružanje usluga na području RH

Pod uvjetima određenima Zakonom o kreditnim institucijama ("Narodne novine", br. 159/2013., 19/2015. i 102/2015.) kreditna institucija iz države članice može neposredno pružati usluge na području RH isključivo privremeno, odnosno na način da ih ne pruža redovito, učestalo ili kontinuirano³. Takav privremeni karakter neposrednog pružanja usluga trebao bi onemogućiti njihov značajniji obujam, a time posredno i značajnije učinke na financijsku stabilnost. Ipak, za takvu vrstu prekograničnog pružanja usluga – djelomice vjerojatno i zbog jednostavnije prilagodbe i kalibracije modela kreditnog rizika za prekogranična tržišta u segmentu velikih poduzeća, koja je nužna pri određivanju cijene temeljene na riziku – uočava se sklonost kreditnih institucija iz drugih država članica spram plasmana većim klijentima manjeg rizika, i to uz povoljniju cijenu nego na hrvatskom tržištu, što podržava trend razduživanja sektora nefinancijskih poduzeća kod domaćih banaka (slike 61. i 71.). Posredno, u kreditnim institucijama sa sjedištem u RH to dovodi do povećanja rizičnosti određenih portfelja, sporog smanjenja udjela neprihodonosnih kredita te usmjeravanja strategije kreditnih institucija sa sjedištem u RH na percipirano manje rizično financiranje države.

Pružanje usluga preko podružnice u RH

Osim neposrednog pružanja usluga na području RH, kreditne institucije iz druge države članice mogu usluge koje su ovlaštene pružati u matičnoj državi članici pružati i preko podružnice osnovane u RH. Vodeći se supervizorskim praksama, matična nadležna tijela pri donošenju odluke o zahtjevu za osnivanjem podružnice na području RH vjerojatno će razmatrati:

- (i) ima li kreditna institucija primjerenu organizacijsku, tehničku i kadrovsku strukturu ili primjeren financijski položaj da bi pružala planirani opseg usluga u RH preko podružnice;
- (ii) izbjegava li kreditna institucija na taj način strože propise i pravila koja su na snazi u matičnoj državi članici ili
- (iii) bi li time mogla biti ugrožena sigurnost i stabilnost poslovanja kreditne institucije,

no razmatranje mogućih učinaka na financijsku stabilnost u RH ili razmatranje izbjegava li kreditna institucija strože propise i pravila koja su na snazi u RH, diskrecijska su opcija nadležnog tijela iz matične države članice koje samostalno donosi odluku o zahtjevu za osnivanjem podružnice u RH⁴.

Jedinstvena knjiga pravila (engl. *Single Rulebook*) u državama članicama trebala bi osigurati da se ujednačeni bonitetni zahtjevi primjenjuju na kreditnu instituciju iz druge države članice koja osniva podružnicu u RH i na kreditne institucije sa sjedištem u RH, no za razliku od primjene bonitetnih zahtjeva na podružnice kreditnih institucija iz trećih zemalja, bonitetni zahtjevi se na tako osnovanu podružnicu primjenjuju na konsolidiranoj osnovi⁵. Osim toga, za potpuno ujednačavanje bonitetnih zahtjeva nužno je u drugim državama članicama uspostaviti recipročno prihvaćanje makrobonitetnih mjera na dobrovoljnoj osnovi⁶ u većem obujmu nego što je to bilo do sada⁷, kako bi se, između ostalog, odgovarajući zaštitni slojevi i mjere za očuvanje kapitala primjenjivali i na izloženosti podružnica kreditnih institucija iz drugih država članica. Općenito takva neujednačena primjena bonitetnih zahtjeva, osim što može ugroziti sigurnost i stabilnost podružnice, posredno utječe i na

4 Ipak, u skladu s člankom 85. stavkom 1. točkom 1. Zakona o kreditnim institucijama ("Narodne novine", br. 159/2013., 19/2015. i 102/2015.) HNB može kreditnoj instituciji iz druge države članice izdati obavijest o uvjetima koje radi zaštite općeg dobra mora poštivati tijekom pružanja usluga preko podružnice u RH.

5 Prema članku 92. stavcima 1. i 2. Zakona o kreditnim institucijama ("Narodne novine", br. 159/2013., 19/2015. i 102/2015.) na podružnicu kreditne institucije iz treće zemlje na odgovarajući se način primjenjuju odredbe tog Zakona i Uredbe (EU) br. 575/2013 te propisa donesenih na temelju njihovih odredbi, a što, između ostalog, uključuje zahtjeve adekvatnosti kapitala, zaštitnih slojeva i mjera za očuvanje kapitala. S druge strane, bonitetni se zahtjevi na podružnicu institucije iz države članice primjenjuju na konsolidiranoj osnovi te se u skladu s tehničkim standardima u području informacija koje se priopćuju pri ostvarivanju prava poslovnog nastana i slobode pružanja usluga razmjenjuju informacije između nadležnih tijela matične države i države domaćina.

6 Uredbom (EU) br. 575/2013 propisuje se obavezan reciprocitet primjene pondera rizika i kriterija (članak 124. stavak 5.) te viših minimalnih vrijednosti LGD-a (članak 164. stavak 7.) koje su odredila nadležna tijela druge države članice na izloženosti osigurane (poslovnim i stambenim) nekretninama. Obavezan reciprocitet primjenjuje se još i za protuciklički zaštitni sloj kapitala (ZS(pck)) stope manje od 2,5%. Potrebu za recipročnom primjenom ostalih makrobonitetnih mjera utvrđuje nadležno tijelo pri uvođenju pojedine makrobonitetne mjere.

7 Prema izvještaju ESRB-a iz lipnja 2015. (*A review of macro-prudential policy in the EU one year after the introduction of the CRD/CRR*) reciprocitet na dobrovoljnoj osnovi rijetko se koristi. Stoga je krajem 2015. godine ESRB izdao preporuku o procjeni prekograničnih učinaka makrobonitetnih mjera i njihovoj reciprociteti na dobrovoljnoj osnovi (*EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD RECOMMENDATION OF THE EUROPEAN SYSTEMIC RISK BOARD OF 15 December 2015 on the assessment of cross-border effects of and voluntary reciprocity for macroprudential policy measures* (ESRB/2015/2)).

1 Sloboda poslovnog nastana i sloboda pružanja usluga

2 U skladu s člankom 13. stavkom 1. Zakona o kreditnim institucijama ("Narodne novine", br. 159/2013., 19/2015. i 102/2015.) državom članicom smatra se država članica Europske unije i država potpisnica Ugovora o Europskom gospodarskom prostoru (SL, L 1, 3. 1. 1994.).

3 Članak 83. stavak 2. i članak 12. stavak 2. Zakona o kreditnim institucijama ("Narodne novine", br. 159/2013., 19/2015. i 102/2015.)

financijsku stabilnost sustava u cjelini. To posebno vrijedi u slučaju pružanja usluga od strane značajnih⁸ podružnica, kada bi se potencijalni problemi kreditnih institucija iz druge države članice mogli daleko brže prelići u bankovni sustav RH, nego što je to slučaj kod poslovanja putem društva kćeri. Drugim riječima, poslovanje preko podružnica, a posebno onih sa statusom značajnih podružnica, povećava rizik zaraze iz financijskih sustava drugih država članica.

Posljednja financijska kriza vjerojatno bi imala znatno nepovoljnije učinke na financijsku stabilnost u RH u slučaju da je poslovanje kreditnih institucija iz država članica preko podružnica bilo znatnije zastupljeno u bankovnom sustavu RH. HNB se već u razdoblju prije krize koristio nizom administrativnih i drugih mjera s ciljem sprječavanja prekomjernoga kreditnog rasta i zaduženosti i osnaživao je adekvatnost kapitala banaka u RH izgrađujući amortizere za gubitke ostvarene u razdoblju krize. Značajniji udio podružnica institucija iz stranih država na koje se takve mjere ne bi primjenjivale mogao je u tom trenutku povećati ranjivost bankovnog sustava u RH i posebno rizik zaraze iz financijskih sustava drugih država, koje tada nisu primjenjivale slične mjere.

Ipak, važno je spomenuti da je u tehničke standarde o razmjeni informacija između matičnoga nadležnog tijela i nadležnog tijela zemlje domaćina ugrađeno načelo proporcionalnosti prema kojem se veći raspon informacija razmjenjuje za podružnice identificirane kao značajne, što bi za takve podružnice trebalo omogućiti veću razinu nadzora od nadležnih tijela.

Moguće pretvaranje postojećih društava kćeri u podružnice

Mogući manji troškovi, lakša alokacija kapitala, veća razina zaštite od političkog rizika te potencijalno manji bonitetni zahtjevi koji se primjenjuju na podružnicu kreditne institucije iz druge države mogu biti poticaj pretvaranja društava kćeri u podružnice. Pritom pripajanje društva kćeri sa sjedištem u RH kreditnoj instituciji iz druge države članice ili prijenos njezine cjelokupne imovine i obveza podliježu odobrenju HNB-a⁹, u sklopu kojeg će se, između ostalog, razmatrati i učinak pripajanja odnosno prijenosa cjelokupne imovine i obveza na stabilnost financijskog sustava u cjelini. Pripajanje odnosno prijenos cjelokupne imovine i obveza mogući su isključivo ako njima nastali rizici i/ili ranjivosti ne dovode u pitanje očuvanje financijske stabilnosti u RH.

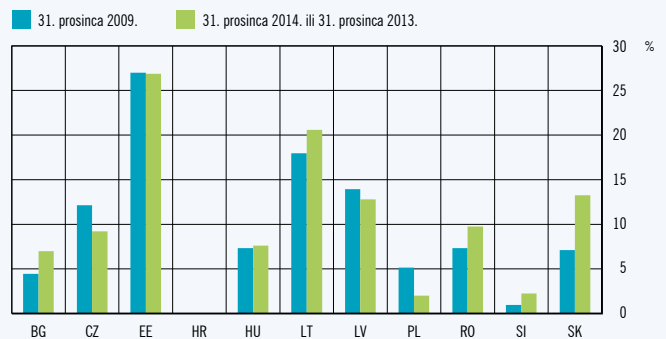
Podružnice u državama članicama iz Srednje i Istočne Europe

Državama članicama iz Srednje i Istočne Europe svojstven je značajan udio stranog vlasništva u njihovim bankovnim sustavima. Iako se posljednjih godina u većini država članica iz Srednje i Istočne Europe može uočiti rast tržišnog udjela podružnica, omjer ukupne imovine podružnica institucija iz druge države članice i ukupne imovine kreditnih institucija sa sjedištem u predmetnoj državi članici (Slika 1.) još uvijek ne upućuje

8 Osobiti razlozi da podružnica nosi status značajne podružnice jesu: (i) da ta podružnica u RH drži više od 2% ukupnih depozita određenih zakonom kojim se uređuje osiguranje depozita, (ii) da će privremeni ili trajni prestanak pružanja usluga utjecati na sistemsku likvidnost tržišta i na platne sustave i sustave za poravnanje i namiru financijskih instrumenata u RH i (iii) veličina i značajnost podružnice, s obzirom na broj klijenata, za bankovni ili financijski sustav RH.

9 Članak 63. stavci 2. i 3. Zakona o kreditnim institucijama ("Narodne novine", br. 159/2013., 19/2015. i 102/2015.)

Slika 1. Omjer imovine podružnica institucija iz druge države članice i imovine kreditnih institucija sa sjedištem u državi članici



Napomena: Za izračun omjera korišteni su posljednji dostupni podaci supervizorske javne objave države članice (31. prosinca 2013. za CZ, HU, PL i SI te 31. prosinca 2014. za ostale).
Izvori: EBA; nadležna tijela država članica

na njihovu sistemsku važnost. Osim baltičkih država članica i Slovačke, u kojoj je u promatranom razdoblju zabilježen najveći rast, spomenuti je omjer krajem 2014. godine iznosio manje od 10%.

Odrednice modela organizacije poslovanja

Radovi u području analize statističkih odnosa modela poslovanja kojima se kreditne institucije iz država članica koriste za poslovanje u drugim državama članicama i njegovim odrednicama prilično su rijetki te još uvijek nema dovoljno dokaza o njihovoj stabilnosti u uvjetima jedinstvenog tržišta odnosno država članica gdje se primjenjuje jedinstvena putovnica. Cerutti i suradnici¹⁰ razmatrali su odrednice organizacije poslovanja međunarodno aktivnih banaka u Latinskoj Americi i Istočnoj Europi utvrdivši odrednice razmatrane u nastavku značajnima za odabir poslovanja preko podružnice ili društva kćeri u pojedinoj zemlji, uz zaključak da je najznačajnija indikacija tog odabira strategija širenja poslovanja preferirana u matičnoj instituciji. Koristeći se novijim podacima 50 društava kćeri i 34 podružnice iz šest država članica iz Srednje i Istočne Europe¹¹, Fáykiss i suradnici¹² uvelike su potvrdili njihove rezultate, no značajnost pojedinih odrednica ipak je oslabjela.

Prema prepoznatim odrednicama razmatranih modela organizacije poslovanja (preko podružnice ili društva kćeri) u navedenim radovima vjerojatnost osnivanja podružnice institucije iz druge države članice ili pretvaranja njihovih postojećih društava kćeri u podružnice na području RH možemo ocijeniti umjerenom:

- (i) strategija širenja poslovanja matične institucije; preferirana strategija poslovanja matične institucije značajna je odrednica odabira modela poslovanja u drugoj državi članici. Uobičajeni model po-

10 E. Cerutti, G. Dell'Ariccia i M. Soledad Martínez Pería (2007), *How banks go abroad: Branches or subsidiaries?*, Journal of Banking & Finance, vol. 31, pp. 1669–1692

11 Bugarska, Republika Češka, Poljska, Slovačka, Rumunjska i Mađarska

12 P. Fáykiss, G. Grosz i G. Szigel: *Transforming subsidiaries into branches – Should we be worrying about it?*, MNB Occasional Papers 106, 2013

slovanja matičnih institucija društava kćeri u RH, mjeren omjerom broja osnovanih podružnica i broja osnovanih društava kćeri u drugim državama članicama¹³, jest poslovanje putem društava kćeri u drugoj državi članici, što upućuje na manju vjerojatnost pretvaranja postojećih društava kćeri sa sjedištem u RH u podružnice;

- (ii) (planirana) veličina društva kćeri ili podružnice; veličina mjerena imovinom obrnuto je proporcionalna vjerojatnosti odabira modela poslovanja preko podružnice. Većem (planiranom) obujmu aktivnosti općenito naginje poslovanje putem društva kćeri (Fáykiss i suradnici), a što je moguće povezano s neograničenom odgovornošću kreditne institucije za obveze podružnice;
- (iii) poslovna strategija; veća orijentiranost prema poslovanju sa stanovništvom (engl. *retail*) smanjuje vjerojatnost poslovanja preko podružnice. Društva kćeri sa sjedištem u RH matičnih institucija iz drugih država članica primarno su orijentirana na poslovanje sa stanovništvom ili to poslovanje barem čini značajni udio njihova poslovanja, što upućuje na manju vjerojatnost njihova pretvaranja u podružnicu;
- (iv) ekonomska razvijenost države članice domaćina; Fáykiss i suradnici potvrdili su da postoji sklonost matičnih institucija osnivanju podružnica u razvijenijim zemljama, što su pripisali zaštiti od gubi-

taka koji u matičnim institucijama mogu nastati zbog neograničene odgovornosti za obveze podružnice i

- (v) ulaganje u početno (engl. *greenfield*) poslovanje; ulaganje u početno poslovanje povećava vjerojatnost odabira poslovanja preko podružnice, no vjerojatno zbog sve lakšeg pretvaranja društava kćeri u podružnice na području država članica, signifikantnost ove odrednice značajno je oslabjela (Fáykiss i suradnici).

Umjesto zaključka

Osim koristi koje donosi sloboda kretanja usluga na jedinstvenom tržištu, primjena jedinstvene putovnice može imati i nepovoljne učinke na financijsku stabilnost u državama članicama. Stoga se sve češće mogu čuti i mišljenja o potrebi ograničavanja prekograničnog pružanja usluga isključivo na model poslovanja preko podružnice koja nije značajna.

Također, osim neograničene odgovornosti za obveze podružnice koja se percipira kao demotivirajući faktor poslovanja u drugoj državi članici preko podružnice, neki regulatori posežu i za mjerama kojima nastoje smanjiti prisutne asimetrije informacija između klijenata i kreditne institucije o mogućoj promjeni modela poslovanja, omogućavajući klijentima (posebno deponentima) mogućnost raskida ugovora bez naknade zbog značajne promjene uvjeta u kojima su sklopljeni.

¹³ Omjer broja podružnica i broja društava kćeri razmatran je prema dostupnim podacima baze podataka *Bankscope*.

Okvir 5. Uvođenje zaštitnog sloja kapitala za ostale sistemski važne kreditne institucije

U skladu s europskom¹ i domaćom² regulativom kojom se uređuje područje bonitetnih zahtjeva kreditnih institucija HNB je od početka 2016. godine propisao obvezu izdvajanja kapitalnog sloja za devet kreditnih institucija koje su identificirane kao sistemski važne. Zaštitni sloj kapitala za ostale sistemski važne institucije (u nastavku teksta: ZS(osv) i OSV institucije) nužno je izdvajati u obliku redovnog osnovnoga kapitala u visini od 0,2% odnosno 2% ukupnog iznosa izloženosti riziku, ovisno o ocijenjenoj sistemskoj važnosti. Ovim se kapitalnim slojem financijski sustav i ukupno gospodarstvo štite od sistemskih rizika koji mogu proizaći iz poteškoća u poslovanju, odnosno prestanka poslovanja pojedinih institucija. Primjenom spomenutih kapitalnih amortizera povećava se otpornost OSV institucija na poremećaje, čime bi se ujedno trebale ublažiti eventualne posljedice za financijski sustav i gospodarstvo u cjelini.

Metodologija određivanja OSV institucija

Metodologija identificiranja institucija od sistemske važnosti za domaći financijski sustav usklađena je sa Smjernicama Europskoga nadzornog tijela za bankarstvo (EBA/GL/2014/10) za primjenu članka 131. stavka 3. Direktive 2013/36/EU u vezi s procjenom ostalih sistemski važnih institucija. U skladu sa spomenutom metodologijom HNB jednom godišnje na individualnoj, potkonsolidiranoj ili konsolidiranoj razini procjenjuje sistemsku značajnost kreditnih institucija kojima je izdano odobrenje

Tablica 1. Pokazatelji sistemske važnosti

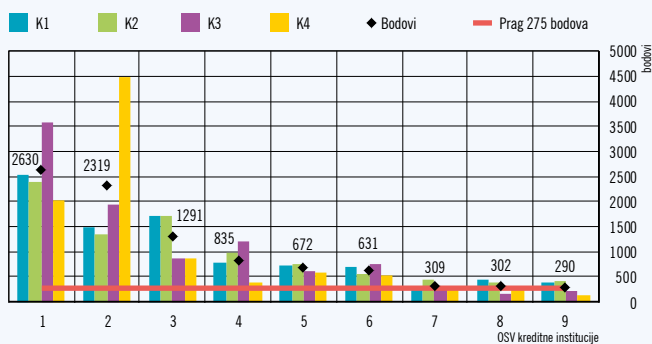
Komponenta	Pokazatelj
K1	Ukupna imovina (bilančni iznos)
K2	Ukupna vrijednost platnih transakcija u Hrvatskom sustavu velikih plaćanja po kreditnim institucijama – kreditni transferi (odlazna plaćanja)
K2	Depoziti i krediti (uključujući i elektronički novac) primljeni od deponenata iz privatnih (nedržavnih i nefinancijskih) sektora u EU-u
K2	Depoziti i krediti dani primateljima iz privatnih (nedržavnih i nefinancijskih) sektora u EU-u
K3	Ugovorena vrijednost svih nestandardiziranih izvedenih financijskih instrumenata (svih osim <i>future</i> s)
K3	Prekogranične obveze (obveze od vjerovnika izvan Hrvatske)
K3	Prekogranična potraživanja (potraživanja od dužnika izvan Hrvatske)
K4	Obveze u financijskom sustavu
K4	Imovina u financijskom sustavu
K4	Iznos izdanih dužničkih vrijednosnih papira

Napomena: K1 – veličina kreditne institucije, K2 – važnost kreditne institucije za gospodarstvo RH, K3 – složenost kreditne institucije, K4 – povezanost kreditne institucije s financijskim sustavom
Izvor: HNB

1 Uredba (EU) br. 575/2013 Europskog parlamenta i Vijeća o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva

2 Zakon o kreditnim institucijama (NN, br. 159/2013., 19/2015. i 102/2015.)

Slika 1. Bodovanje OSV institucija



Napomena: K1 – veličina kreditne institucije, K2 – važnost kreditne institucije za gospodarstvo RH, K3 – složenost kreditne institucije, K4 – povezanost kreditne institucije s financijskim sustavom
Izvor: HNB

za rad u RH uvažavajući pritom četiri osnovne i jednako važne dimenzije sistemske značajnosti: veličinu kreditne institucije, njezinu značajnost za gospodarstvo RH, složenost kreditne institucije i povezanost s financijskim sustavom. Svaka se komponenta sistemske važnosti prati kroz više relevantnih pokazatelja (Tablica 1.).

Prema metodologiji bodovanja³ svakoj se kreditnoj instituciji dodjeljuje određeni broj bodova kojim se ocjenjuje njezina sistemska važnost. Granica razdvajanja OSV institucija od ostalih kreditnih institucija u sustavu određenja je na razini od 275 baznih bodova (Slika 1.). Kvantitativna ocjena sistemske važnosti institucija na kraju je nadopunjena kvalitativnom supervizorskom ekspertnom procjenom u skladu s relevantnim raspoloživim kvalitativnim i kvantitativnim informacijama.

Određivanje zaštitnog sloja kapitala za OSV institucije

Na temelju dodijeljene ocjene sistemske važnosti utvrđuje se iznos kapitala potreban za pokriće rizika povezanih s eventualnim poteškoćama u poslovanju OSV institucija. Kalibracija visine ZS(osv) determinirana je ponajprije zakonskim ograničenjem stope ovog sloja na najviše 2% ukupnog iznosa izloženosti riziku⁴, pri čemu je određivanje optimalne stope prema ocjeni sistemske značajnosti provedeno metodom jednako očekivanog učinka⁵. Ovim se pristupom za svaku OSV instituciju utvrđuje potrebna visina kapitalnih zaštita koja bi izjednačila učinke na sustav od eventualnih poremećaja u poslovanju te institucije s učincima koje bi na sustav imao prestanak poslovanja institucije koja nema taj status.

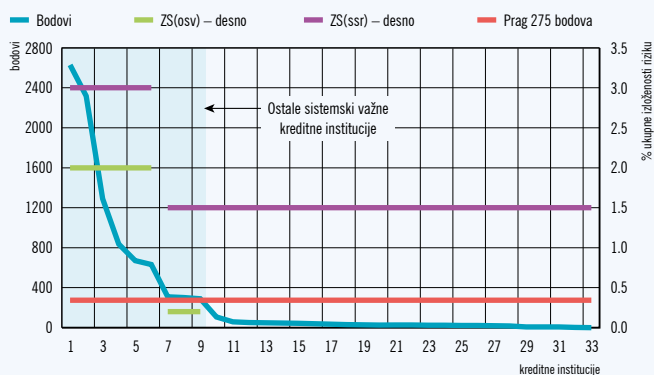
S obzirom na to da je zaštitni sloj kapitala za ostale sistemski značajne institucije regulatorima postao raspoloživ tek s početkom ove godine,

3 Više o metodologiji bodovanja vidi na http://www.hnb.hr/documents/20182/121030/TF-S-SJO-SPD-PDF-H-POSTUPAK_OSV.PDF.

4 Direktiva 2013/36/EU

5 M. Skořepa i J. Seidler (2014.): "Capital Buffers Based on Banks' Domestic Systemic Importance: Selected Issues", Research and Policy Notes 1/2014, Czech National Bank

Slika 2. Odnos utvrđenih visina ZS(osv) i ZS(ssr)



Izvor: HNB

HNB je prisutni sistemski rizik koji proizlazi iz poslovanja OSV institucija od sredine 2014. godine pokrivaio kroz zaštitni sloj za strukturni sistemski rizik (u nastavku teksta: ZS(ssr)), a što je u skladu s preporukama Europskog odbora za sistemske rizike⁶ te praksama u dijelu zemalja EU-a⁷. Suštinsko preklapanje ovih dvaju slojeva kapitala, kao i njihova zakonski determinirana interakcija u smislu održavanja samo onog od spomenuta dva sloja koji ima veće stope⁸, uvjetuje nužnost preispitivanja određenih stopa ZS(ssr) pri uvođenju odnosno rekalkibriranju ZS(osv) s ciljem optimalnog pokrivanja identificiranih sistemskih rizika koji proizlaze iz strukture sustava. Iz tog je razloga HNB s uvođenjem ZS(osv) preispitao te zadržao nepromijenjenim ZS(ssr) kako bi razina kapitalnih amortizera bila primjerena utvrđenim rizicima. Stoga su OSV kreditne

institucije trenutačno dužne održavati samo ZS(ssr) s obzirom na to da su sada stope zaštitnog sloja za strukturni sistemski rizik veće od stopa zaštitnog sloja za ostale sistemski važne institucije (Slika 2.).

Uvođenjem ZS(osv) dovršen je proces definiranja i primjene makrobonitetnog instrumentarija glede kapitalnih zaštita koji je otpočeo 2014. godine. Tako je dodatni kapitalni zahtjev za pokriće sistemskih rizika kojima je financijski sustav izložen, a koji su kreditne institucije dužne održavati u najkvalitetnijem obliku kapitala, trenutačno sastavljen od (i) zaštitnog sloja za očuvanje kapitala (2,5%), (ii) protucikličkoga zaštitnog sloja kapitala (0%), (iii) zaštitnog sloja za strukturni sistemski rizik (1,5%, odnosno 3%) te (iv) zaštitnog sloja kapitala za ostale sistemski važne institucije (0,2%, odnosno 2%). Ukupna visina dodatnoga, kombiniranoga kapitalnog zahtjeva koji je pojedina kreditna institucija dužna izdvajati tako trenutačno iznosi 4%, odnosno 5,5% ukupnog iznosa izloženosti riziku ovisno o uvjetima za podlijevanje specifičnoj stopi po jedinoga kapitalnog sloja te njihovim zakonski definiranim odnosima.

Iznimno je važno istaknuti kako određivanje pojedine kreditne institucije kao sistemski važne ne podrazumijeva da bi ona, u slučaju stvarnog nastupanja takvih poteškoća koje bi ozbiljno ugrozile kontinuitet njezina poslovanja, bila automatski spašavana novcem poreznih obveznika. Problem prevelikih i kompleksnih institucija (engl. *to-big-to-fail*) za čije poslovanje tržište implicitno pretpostavlja da će, u obliku državne intervencije, biti održano čak i s nastupanjem ozbiljnih poteškoća, a što za sobom povlači problem moralnog hazarda, jedan je od posrednih ciljeva ukupne makrobonitetne politike. Stoga ga je potrebno rješavati jačanjem ukupnoga regulatornog, supervizijskog te posebno sanacijskog mehanizma koji će omogućiti održavanje ključnih funkcija te konačno kontinuitet poslovanja svih kreditnih institucija koje se nađu u problemima na način koji minimizira štetne posljedice za sustav u cjelini.

6 ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector, str. 87.

7 https://www.esrb.europa.eu/national_policy/systemically/html/index.en.html

8 Članak 139. stavci 1. i 3. Zakona o kreditnim institucijama

Okvir 6. Ispitivanje otpornosti kreditnih institucija na stres

Redizajniranjem regulatornog okvira kreditnih institucija, kojem se intenzivno pristupilo nakon izbijanja velike krize te etabliranjem makrobonitetne politike na globalnoj je razini bitno veće značenje pridano alatu testiranja otpornosti na stres. Metodološki okviri ispitivanja otpornosti institucija na različite makroekonomske i financijske šokove, pa čak i kompletne interno konzistentne makroekonomske scenarije, postali su jedan od važnijih instrumenata usmjerenih prema očuvanju stabilnosti kreditnih institucija, ali i financijskih sustava u cjelini.

S obzirom na njihovu konačnu, operativnu namjenu u domeni testiranja otpornosti na stres koegzistira više vrsta testiranja koje se u grubim crtama mogu svrstati u tri osnovne kategorije:

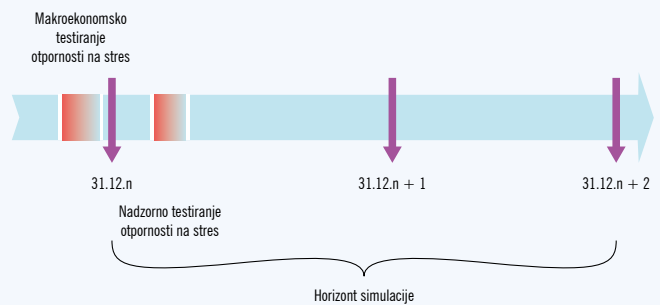
1. testiranje otpornosti institucija na šokove u sklopu internih politika i procedura upravljanja rizicima pojedine kreditne institucije ili grupacije (*interni testovi*);
2. testiranje otpornosti institucija na šokove koje je dio supervizorske i regulatorne funkcije nadležnih tijela s ciljem osiguranja stabilnosti i kontinuiteta poslovanja svake pojedine kreditne institucije (*nadzorni testovi*);
3. testiranje otpornosti institucija na šokove koje daje uvid u ranjivost financijskog sustava uzimajući pritom u obzir njegovu kompleksnost (povezanost individualnih institucija i tržišta) s ciljem osiguranja stabilnosti financijskog sustava u cjelini (*makroekonomski testovi*).

Osim konceptualno, pojedine vrste testova značajno se razlikuju i metodološki. Jedna od osnovnih razlika proizlazi iz samog pristupa testiranju budući da se nadzorni i interni testovi obično provode uzimajući u obzir specifičnosti profila rizičnosti pojedine institucije uz oslanjanje na interno razvijene modele procjene rizika same kreditne institucije pri ocjeni efekata šokova na specifične aspekte poslovanja (tzv. bottom-up pristup). Makroekonomski se testovi s druge strane zasnivaju na primjeni interno konzistentnih makroekonomskih scenarija koji se putem makroekonometrijskih modela¹ reflektiraju na pojedine institucije te cijeli financijski sustav (tzv. top-down pristup). Svaka kategorija testova osigurava dodatni skup informacija koje je poželjno sveobuhvatno promatrati kako bi se identificirali i nadopunili nedostaci pojedinih pristupa testiranju i stekla što je moguće realnija slika izloženosti rizicima dijelova ili cijelog sustava. Naknadnim korektivnim djelovanjem, ako je ono potrebno, ti se rizici nastoje smanjiti, uglavnom povećanjem otpornosti institucije na njihovu materijalizaciju.

Od 2015. godine HNB je "uobičajeno" makroekonomsko ispitivanje otpornosti financijskog sustava na šokove, a koje je metodološki redovito usavršavano², proširio nadzornim testovima otpornosti. Nadzorno

1 Za potrebe makroekonomskog testiranja otpornosti na stres HNB primjenjuje strukturni makroekonometrijski model PACMAN (engl. *Policy Analysis Croatian Macroeconomic Model*) razvijen u svrhu simulacije efekata ekonomskih šokova i mjera ekonomske politike na domaće gospodarstvo. Model je zapisan u formi sustava simultanih jednadžbi koji sadržava 27 biheviornalnih jednadžbi i 75 identiteta te 102 endogene i 45 egzogenih varijabla. Osim ovog, razvijen je i niz satelitskih modela i metodoloških koncepata koji omogućavaju provođenje vježbe.

Slika 1. Dinamika provođenja testiranja otpornosti na stres



Izvor: HNB

testiranje otpornosti na stres, uz koordinaciju HNB-a, provode same kreditne institucije primjenom vlastitih modela odnosno pretpostavki³. Primarna namjena ovog testiranja jest identifikacija i procjena rizika pri obavljanju supervizije, odnosno posebno pri ocjeni ključnih elemenata postupka nadzorne provjere i ocjene (SREP), što uključuje i korištenje kvantitativnih rezultata nadzornog testiranja otpornosti na stres za potrebe procjene adekvatnosti kapitala. Osim toga, ono također nadopunjuje informacije dobivene makroekonomskim testovima za potrebe praćenja financijske stabilnosti i kalibracije makrobonitetnih mjera zaštite od sistemskih rizika.

S ciljem usklađenosti simulacijskih horizonata korištenih makroekonomskih i nadzornih testova, od ove će se godine makroekonomsko testiranje otpornosti na stres provoditi krajem svake godine na simulacijskom horizontu od iduće dvije godine. Nadzorno testiranje za isti simulacijski horizont provodit će se u prvoj polovini prve godine simulacije (Slika 1.).

To će, osim veće komparabilnosti rezultata pojedinih iteracija makroekonomskih testova, omogućiti i analitičko integriranje makroekonomskih i nadzornih testiranja otpornosti, čime se proširuje set informacija o kapitalnim i likvidnosnim zaštitama u sustavu. Također, ti rezultati s metodološkog aspekta osiguravaju veći stupanj kompatibilnosti s europskim stresnim testom, zadržavajući karakter nacionalnih specifičnosti u kalibraciji šokova i dizajniranju scenarija.

Prikazani redizajn postupaka testiranja otpornosti na stres sinkronizacijom makroekonomskog i nadzornog testiranja donosi širi skup informacija o otpornosti kreditnih institucija, kao najvažnijeg dijela financijskog sustava, da izdrže malo vjerojatne, ali moguće šokove. Osim toga, on osigurava veću razinu usporedivosti rezultata između pojedinih vrsta testiranja koje se provode, kao i između njihovih pojedinih iteracija. Konačno, novi bi pristup trebao osigurati potpuniju informaciju o rizicima i ranjivostima sustava za potrebe praćenja financijske stabilnosti i (re)kalibracije makrobonitetnih mjera zaštite od sistemskih rizika.

2 Više o tome vidi u Okviru 5. Novi metodološki pristup stresnom testiranju, Financijska stabilnost broj 14.

3 Pri koordinaciji cjelokupne vježbe HNB može po potrebi, na konzervativan način, ograničiti primjenu određenih pretpostavki ili čak, radi usporedivosti učinaka u kreditnim institucijama, definirati određene pretpostavke i uvjete scenarija.

Popis slika i tablica

Dijagram financijske stabilnosti	5	Slika 15. Odabrani pokazatelji vanjske ranjivosti nastavljaju se poboljšavati	13
Slika 1. Mapa rizika	6	Slika 16. Najveći udio u otplatama glavnice inozemnog duga u preostalom dijelu 2016. prema sektorima imaju privatna nefinancijska poduzeća u stranom vlasništvu	13
Tablica 1. Gospodarski rast, izvoz i industrijska proizvodnja u odabranim razvijenim zemljama i zemljama s tržištima u nastajanju	8	Slika 17. Prinosi na hrvatske obveznice izdane u američkim dolarima viši su u odnosu na eurska izdanja	14
Tablica 2. Fiskalna bilanca i saldo tekućeg računa u odabranim razvijenim zemljama i zemljama s tržištima u nastajanju	9	Slika 18. Međunarodne pričuve više su od modelski ocijenjene optimalne razine	14
Tablica 3. Javni i inozemni dug u odabranim europskim zemljama s tržištima u nastajanju	9	Slika 19. Nastavljena blaga deprecijacija realnog tečaja kune prema euru	14
Slika 2. U prvom polugodištu 2016. razina ekonomskog raspoloženja za Hrvatsku zadržala se na relativno visokoj razini, dok je pouzdanje potrošača blago smanjeno	9	Slika 20. Jedinični troškovi rada krajem 2015. blago su se smanjili	15
Slika 3.a. Referentne eurske kamatne stope na povijesno su niskim razinama	10	Slika 21. Usporen rast ukupne zaduženosti države, a poduzeća i stanovništvo nastavljaju se razduživati	15
Slika 3.b. Dinamika dizanja referentne kamatne stope Feda sporija je od prethodnih očekivanja	10	Slika 22. Tečaj kune prema euru aprecira, a zbog visoke likvidnosti bankovnog sustava prekonocna kamatna stopa i nadalje je vrlo niska	15
Slika 3.c. ESB-ovi programi otkupa obveznica rezultirali su dodatnim ublažavanjem financijskih uvjeta u europodručju	10	Slika 23. Promjene u zaposlenosti registrirane u Hrvatskom zavodu za zapošljavanje (HZZ)	15
Slika 4. Percipirani rizik ranjivih članica europodručja raste	11	Okvir 1.	
Slika 5. Percipirani rizik velikih europskih banaka veći je no prethodnih godina	11	Slika 1. Strukturni prikaz CDS instrumenta zaštite	16
Slika 6. Percipirani rizik Hrvatske smanjio se u odnosu na usporedive zemlje, iako je i nadalje na visokim razinama	11	Slika 2. Stanje nominalne vrijednosti CDS ugovora, prema tipu instrumenta	16
Slika 7. Smanjena razlika između prinosa na hrvatsku i usporedivu njemačku obveznicu s dospijecem 2018.	11	Slika 3. Prikaz strukture CDS tržišta s posredovanjem CCP-a i bez toga	17
Slika 8.a. Relativno optimistično vrednovanje dionica upućuje na moguće rizike	11	Slika 4. Primjer mnogostranog skraćivanja ugovora posredstvom CCP-a	17
Slika 8.b. U prvom tromjesečju primjetljiva je veća kolebljivost povrata na visokorizična korporativna izdanja	11	Slika 5. Tržišni pokazatelji stanja aktivnih CDS ugovora koji kao referentni subjekt imaju obveznice Republike Hrvatske	18
Slika 9. Gospodarski oporavak događa se bez oporavka kreditne aktivnosti	12	Slika 6. Tržišna aktivnost trgovanja CDS ugovorima koji kao referentni subjekt imaju obveznice Republike Hrvatske	18
Slika 10.a. Potrošnja kućanstava i izvoz trebali bi najviše pridonijeti rastu u 2016.	12	Slika 7. Otvorenost sudionika tržišta prema držanju duge pozicije u CDS ugovorima zemalja Europske unije (rujan 2015.)	18
Slika 10.b. Hrvatska bilježi najveće stope rasta izvoza u odnosu na zemlje Srednje i Istočne Europe	12	Slika 24. Dug opće države	20
Slika 10.c. Krajem 2015. intenziviralo se povlačenje sredstava iz EU-a	12	Slika 25. Usporedno kretanje manjka opće države	20
Slika 11. U 2016. očekuje se blagi pad štednje privatnog sektora	13	Slika 26. Usporedno kretanje javnog duga	21
Slika 12. Inozemni dug države i nadalje u porastu, dok se ostali sektori nastavljaju razduživati, ponajviše banke	13	Slika 27. Ročna struktura javnog duga	21
Slika 13. Struktura vjerovnika inozemnog duga smanjuje ranjivosti povezane s njegovom visokom razinom	13	Slika 28. Valutna struktura javnog duga	21
Slika 14. U 2016. na naplatu dospijeva niži iznos inozemnog duga nego prethodnih godina	13	Tablica 4. Referentne razine pokazatelja za rizik fiskalne održivosti	21
		Slika 29. Prinos na hrvatske vrijednosne papire u eurima i s valutnom klauzulom u eurima	22

Slika 30. Manjak opće države	22	Slika 61. Smanjenje zaduženosti nefinancijskih poduzeća uglavnom je posljedica otplate dugova	34
Slika 31. Potrebe za financiranjem	22	Slika 62. Nefinancijska poduzeća, ponajviše javna, smanjuju svoj dug	35
Slika 32. Različiti scenariji projekcije javnog duga	22	Slika 63. Većina djelatnosti smanjuje domaći i inozemni dug	35
Slika 33. Stopa rasta javnog duga (2009. – 2015.)	23	Slika 64. Nastavak rasta potražnje i ublažavanja standarda odobravanja kredita poduzećima u posljednja dva tromjesečja	36
Slika 34. Prosječno preostalo dospjeće duga opće države	23	Slika 65. Stagnacija kreditiranja nefinancijskih poduzeća u posljednjih šest mjeseci	36
Slika 35. Rashodi za kamate opće države	23	Slika 66. Ostvaren je blagi rast kratkoročnoga kuskog financiranja poduzeća (na godišnjoj razini)	36
Slika 36. Razduživanje kućanstava nastavlja se	24	Slika 67. Udio ukupnog duga poduzeća u stranoj valuti ostao je uglavnom nepromijenjen	36
Slika 37. Zakonska konverzija kredita vezanih uz švicarski franak uglavnom je provedena	24	Slika 68. Trgovina i prerađivačka industrija smanjuju svoju izloženost valutnom riziku	37
Slika 38. Većina je ugovora o konverziji prihvaćena	25	Slika 69. Rizici povezani s mogućim rastom kamatnih stopa poduzećima blago su porasli	37
Slika 39. Financijska je imovina kućanstava stabilna	26	Slika 70. Za razliku od europodručja kamatne stope na dugoročne kredite u Hrvatskoj stagniraju	37
Slika 40. Depoziti kod kreditnih institucija dominantan su oblik štednje kućanstava	26	Slika 71. Kamatne stope na kratkoročne kredite nefinancijskim poduzećima blago padaju	38
Slika 41. Kreditna aktivnost blago se intenzivirala	26	Slika 72. Dobri poslovni rezultati i smanjenje duga pridonijeli su smanjenju rizika sektora poduzeća	38
Slika 42. Novo dugoročno zaduživanje blago se oporavlja početkom 2016.	27	Slika 73. Oporavak agregatnoga poslovnog rezultata nefinancijskih poduzeća u 2015. godini gotovo na razinu pretkrizne 2008. godine	38
Slika 43. Unatoč jačoj kreditnoj aktivnosti, ukupni iznosi kredita i nadalje se smanjuju	27	Okvir 2.	46
Slika 44. Dinamika kredita odražava se na promjene ukupnog duga kućanstava	27	Slika 1. Kretanje bruto profitne marže po segmentima i djelatnostima	39
Slika 45. Pozitivni signali dolaze s tržišta rada	28	Tablica 1. Doprinosi pojedinih efekata promjeni BPM-a sektora u razdoblju od 1997. do 2014.	40
Slika 46. Standardi odobravanja kredita kućanstvima ublaženi su	28	Slika 2. Jeon-Millerova dekompozicija sektora i podsektora javnih i privatnih nefinancijskih poduzeća	40
Slika 47. Banke očekuju jačanje kreditne potražnje kućanstava	28	Slika 3. Jeon-Millerova dekompozicija nefinancijskih poduzeća (po djelatnostima)	41
Slika 48. Zastupljenost kuskih kredita raste	28	Okvir 3.	
Slika 49. Općeniti trend pada kamatnih stopa na novoodobrene (stambene) kredite nastavljen je	29	Slika 1. Struktura obveza prema izvorima financiranja po djelatnostima u skupinama zemalja EU-a	43
Slika 50. Kamatne stope na iznose kuskih i eurskih stambenih kredita izjednačene su	29	Slika 2. Struktura ukupnog duga sektora nefinancijskih poduzeća po djelatnostima u zemljama EU-a i zaduženost sektora	43
Slika 51. Izloženost kućanstava kamatnom riziku i nadalje je vrlo visoka	29	Slika 3. Struktura duga sektora nefinancijskih poduzeća prema kreditnim i financijskim institucijama po djelatnostima u zemljama EU-a i zaduženost sektora	44
Slika 52. Opterećenost kućanstava dugom i kamatama smanjuje se	29	Slika 4. Struktura ostalog duga sektora nefinancijskih poduzeća po djelatnostima u zemljama EU-a i zaduženost sektora	44
Slika 53. Sistemska ranjivost kućanstava i nadalje je u padu	30	Slika 5. Profitabilnost i koeficijent vlastitog financiranja prerađivačke djelatnosti u zemljama EU-a	45
Slika 54. Zakonska konverzija kredita nominiranih u francima intenzivirala je razduživanje sektora nekretnina	31		
Slika 55. Unatoč pozitivnim kretanjima na tržištu rada, kućanstva se nastavljaju suzdržavati od dugoročnih ulaganja	31		
Slika 56. Cijene stambenih nekretnina nastavljaju padati	32		
Slika 57. Konverzija kredita nominiranih u francima odrazila se na rast kamatne razlike	32		
Slika 58. Kamatne stope na stvarne nove stambene kredite s valutnom klauzulom padaju	32		
Slika 59. Stambene nekretnine financijski su bitno dostupnije nego prije	32		
Slika 60. Intenzivnije razduživanje na vanjskom i domaćem tržištu smanjuje ukupnu zaduženost	34		

Slika 6. Profitabilnost i koeficijent vlastitog financiranja građevinske djelatnosti u zemljama EU-a	45	Slika 87. Nastavljen je pad aktivnih i pasivnih kamatnih stopa	51
Slika 7. Profitabilnost i koeficijent vlastitog financiranja djelatnosti transporta, skladištenja i veza u zemljama EU-a	45	Slika 88. Kreditiranje kućanstava i privatnih trgovačkih društava još uvijek potisnuto	52
Slika 74. Ukupna imovina banaka pala na razinu s kraja 2009. godine	47	Slika 89. Kontinuirani rast koncentracije bankovnog sustava	52
Slika 75. Smanjenje kreditnog portfelja i razduživanje prema stranim vlasnicima odredili kretanje bilance banaka	47	Slika 90. Intenziviranje procesa rješavanja pitanja neprihodonosnih plasmana banaka prodajom plasmana	52
Slika 76. Smanjeno oslanjanje banaka na prekogranične izvore sredstava	48	Slika 91. Zaustavljen rast udjela neprihodonosnih u ukupnim kreditima	52
Slika 77. Kontinuirani pad kamatnih stopa na oročene depozite dovodi do porasta sredstava na transakcijskim računima rezidenata	48	Slika 92. Distribucija udjela neprihodonosnih kredita u ukupnim kreditima po bankama znatno raspršenija u sektoru poduzeća nego u sektoru stanovništva	53
Slika 78. Nastavljen je rast izloženosti banaka prema državnim jedinicama	48	Slika 93. Većina banaka pokazuje pozitivne pomake glede obujma neprihodonosnih kredita	53
Slika 79. Značajno smanjenje neto financijske pozicije prema stranim vlasnicima djelomično potpomognuto i rekordnim isplata dividendama	49	Slika 94. Oporavak pokazatelja adekvatnosti kapitala nakon privremenog pogoršanja u drugoj polovini 2015. godine	53
Slika 80. Pokazatelji likvidnosti na visokim razinama s nastavkom višegodišnjeg trenda rasta	49	Slika 95. Stopa ukupnoga kapitala neznatno smanjena pod utjecajem istovremenog smanjenja regulatornoga kapitala i iznosa izloženosti riziku	53
Slika 81. Privremena povišena neusklađenost neto devizne pozicije vraćena na uobičajene razine po zaključenju konverzije kredita uz švicarski franak	49	Slika 96. Rizik insolventnosti porastao na temelju povećane kolebljivosti zarada banaka i iskazanih gubitaka	54
Slika 82. Izloženost kamatnom riziku u knjizi banke i promjena ekonomske vrijednosti prema vrsti kamatne stope	49	Okvir 4.	
Slika 83. Udio nezaštićenih u ukupnim kreditima izloženima VIKR-u i dalje je relativno visok	50	Slika 1. Omjer imovine podružnica institucija iz druge države članice i imovine kreditnih institucija sa sjedištem u državi članici	56
Slika 84. Pokazatelji poslovanja banaka upućuju na napredak u prvom tromjesečju 2016. godine	51	Okvir 5.	
Slika 85. Poslovni rezultat pod utjecajem povijesno visokih troškova ispravaka vrijednosti	51	Tablica 1. Pokazatelji systemske važnosti	58
Slika 86. Profitabilnost banaka poboljšava se, ako se izuzme efekt troška konverzije kredita uz švicarski franak	51	Slika 1. Bodovanje OSV institucija	58
		Slika 2. Odnos utvrđenih visina ZS(osv) i ZS(ssr)	59
		Okvir 6.	
		Slika 1. Dinamika provođenja testiranja otpornosti na stres	60

Kratice i znakovi

Kratice

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

SAD	– Sjedinjene Američke Države
SAK	– stopa adekvatnosti kapitala
SIE	– Srednja i Istočna Europa
SKDD	– Središnje klirinško depozitarno društvo
SDR	– posebna prava vučenja (engl. <i>special drawing rights</i>)
tr.	– tromjesečje
VIKR	– valutno inducirani kreditni rizik
VP	– vrijednosni papiri
ZFO	– Zakon o fiskalnoj odgovornosti

Dvoslovne oznake za zemlje

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

Znakovi

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

