

BROJ

10

Godina 6
I 2013.



FINANCIJSKA STABILNOST

HRVATSKA NARODNA BANKA

HRVATSKA NARODNA BANKA

Financijska stabilnost

Broj 10, Zagreb, siječanj 2013.

IZDAVAČ

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

WEB-ADRESA

www.hnb.hr

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

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

Tiskano u 550 primjeraka

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

Sadržaj

Uvodne napomene	5
Opća ocjena glavnih rizika i izazova za politiku financijske stabilnosti	7
Makroekonomsko okružje	9
Okvir 1. Odrednice neto kamatne marže u zemljama Srednje i Istočne Europe	18
Sektor države	21
Okvir 2. Ocjena učinaka smanjenja kreditnog rejtinga RH na troškove zaduživanja i pristup inozemnom tržištu kapitala	25
Sektor kućanstava	27
Sektor nekretnina	30
Sektor nefinancijskih poduzeća	32
Bankarski sektor	36
Okvir 3. Unapređenje sustava ranog upozorenja na poteškoće u poslovanju banaka	48

Uvodne napomene

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

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

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

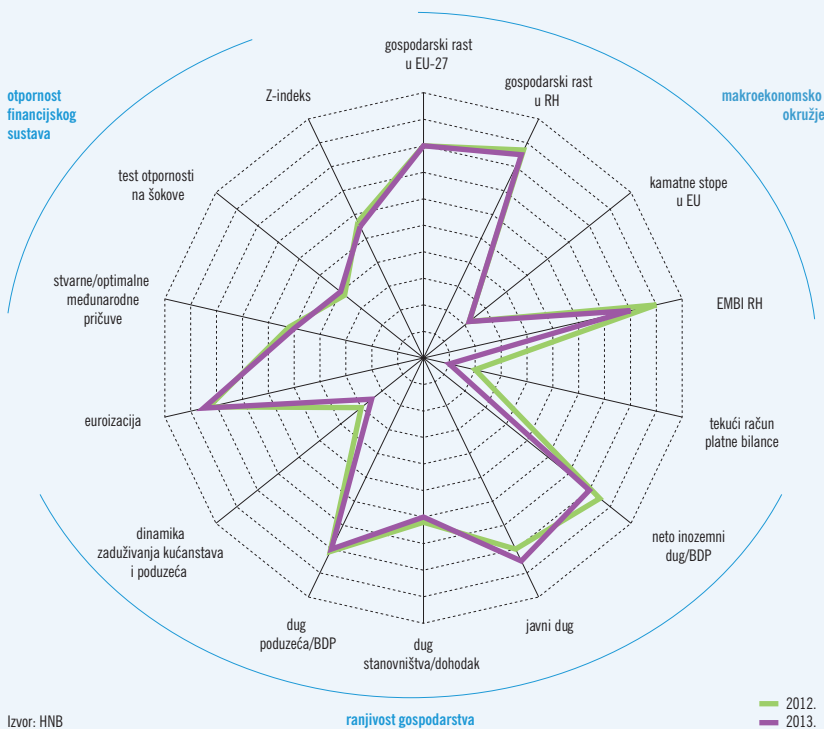
zor financijskih usluga, koji su nadležni za regulaciju i nadzor nebankarskih financijskih institucija. Osim s njima, zbog visokog stupnja internacionalizacije bankovnog sustava, koja se ogleda u inozemnom vlasništvu najvećih banaka, HNB surađuje i s regulatornim tijelima i središnjim bankama domicilnih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

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

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

Opća ocjena glavnih rizika i izazova za politiku financijske stabilnosti

Slika 1. Dijagram financijske stabilnosti



Pad globalne premije za rizik i stvaranje nešto stabilnijeg okruženja na financijskim tržištima prebacili su težište rizika na usporavanje gospodarstva Hrvatske i glavnih trgovinskih partnera. Zahvaljujući relativno visokoj kapitaliziranosti, bankovni je sustav sposoban izdržati i snažne, malo vjerojatne šokove. Proces razduživanja hrvatskih banaka relativno je umjeren i u uvjetima smanjenja potražnje za kreditima nije imao znatniji utjecaj na financijsku stabilnost, ali ostaje potencijalni rizik.

Glavni pokazatelji financijske stabilnosti u Hrvatskoj sažeti su na Slici 1. Dijagram financijske stabilnosti prikazuje promjene glavnih pokazatelja mogućnosti nastupanja rizika koji se odnose na 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. Povećanje udaljenosti od središta dijagrama za svaku varijablu upozorava na porast rizičnosti ili ranjivosti sustava, odnosno smanjenje njegove otpornosti, te u skladu s time i veću prijetnju stabilnosti. Stoga povećanje površine dijagrama pokazuje da se rizici za financijsku stabilnost sustava povećavaju, dok smanjenje površine upućuje na njihovo slabljenje.

Poboljšanje uvjeta financiranja na međunarodnim financijskim tržištima tijekom druge polovine 2012. donekle je ublažilo rizike za financijsku stabilnost u Hrvatskoj. No financijsko tržište u eurozoni i dalje je snažno segmentirano, a kratkoročni gospodarski izgledi razmjerno su slabi. Izjava predsjednika ESB-a da će poduzeti sve što je potrebno za spas eurozone te uvođenje programa kupnje državnog duga zemalja članica eurozone na sekundarnom tržištu, uz preduvjet ispunjavanja striktnih uvjeta, od strane ESB-a, napredak u dogradnji institucionalnog okvira EU te provedaba procesa strukturnih reforma i fiskalne prilagodbe u zemljama članicama na periferiji eurozone glavni su uzroci smanjenja neizvjesnosti na financijskim tržištima. Međutim, i dalje su prisutne znatne razlike u premijama za rizik pojedinih država članica, tako da se zemlje sa slabijim fundamentima zadužuju po bitno nepovoljnijim uvjetima od jezgre eurozone. Također, nakon što su u 2012. zemlje članice EU imale pad BDP-a, tijekom 2013. može se očekivati tek postupni oporavak gospodarstva. Zbog svega navedenog i dalje pretežu rizici ostvarivanja nepovoljnih makroekonomskih scenarija uz bitno ublaženu vjerojatnost rubnih događaja.

Omjer javnog duga i BDP-a u Hrvatskoj nastavlja snažno rasti, iako je još uvijek na umjerenom razini, te se za sada ne nazire njegovo stabiliziranje. Smanjenje kreditnog rejtinga od strane agencija Standard & Poor's i Moody's zbog navedenih slabosti te višegodišnje recesije za sada je razmjerno blago povećalo premiju za rizik Hrvatske. Anticipacija smanjenja rejtinga u kombinaciji s niskim globalnim premijama za rizik, visokom likvidnošću i lako dostupnim kapitalom na međunarodnim financijskim tržištima tako i dalje omogućuje inozemno zaduživanje Republike Hrvatske po nižim očekivanim kamatnim stopama od onih pri posljednjem izdanju euroobveznica (iscrpnije o tome vidi Okvir 2. Ocjena učinaka smanjenja kreditnog rejtinga RH na troškove zaduživanja i pristup inozemnom tržištu kapitala). Ipak, eventualno snažnije pooštavanje financijskih uvjeta na međunarodnim tržištima s promijenjenom percepcijom solventnosti države otežalo bi pristup inozemnom financiranju, što bi zajedno s razduživanjem ostalih sektora moglo dovesti do odljeva kapitala iz Hrvatske i kontrakcije ekonomske aktivnosti.

Slabe performanse hrvatskoga gospodarstva drugi su značajan izvor rizika za financijsku stabilnost u 2013. Nešto niži troškovi financiranja na međunarodnom tržištu te očekivani oporavak barem nekih značajnijih trgovinskih partnera i izvozne potražnje neće stvoriti pretpostavke za početak gospodarskog oporavka Hrvatske prije drugog polugodišta 2013. Loši krediti tako će nastaviti rasti pod utjecajem slabih korporativnih rezultata, pada dohodaka stanovništva i starenja bankarskog portfelja.

Konačno, tijekom 2012. započeo je proces razduživanja domaćih banaka prema stranim vlasnicima, odnosno smanjenja ukupne izloženosti banaka majki prema Hrvatskoj, koji već duže vrijeme obilježava tokove kapitala u većem broju zemalja Srednje i Jugoistočne Europe. Proces razduživanja za sada se odvija umjerenim tempom, u uvjetima obilja kapitala na međunarodnim tržištima, koji djelomično supstituira sredstva banaka majki, te slabe potražnje za kreditima. Stoga ni razduživanje banaka nije bitno ograničilo kreditni rast niti je utjecalo na financijsku stabilnost. Međutim, proces razduživanja može ograničiti pozitivnu reakciju domaćih uvjeta financiranja na bolju dostupnost inozemne likvidnosti, dok bi znatnije ubrzanje razduživanja ili njegov nastavak u uvjetima pooštavanja financijskih uvjeta na međunarodnim tržištima bio potencijalni rizik za financijsku stabilnost.

Domaći financijski sustav i u 2013. će zadržati visok stupanj otpornosti na materijalizaciju nekih od navedenih rizika. Zahvaljujući relativno visokoj razini kapitaliziranosti, bankovni je sustav sposoban izdržati i malo vjerojatne šokove. Tako bi u simuliranom nepovoljnom scenariju, čak i uz zamjetni pad BDP-a te deprecijaciju kune prema euru i švicarskom franku, bankovni sustav u 2013. ostao stabilan. Nadalje, vanjska likvidnost zemlje blago se popravila, što u uvjetima stabilnoga inozemnog duga podupire stabilnost tečaja. Konačno, relativno loše izgleda za održanje i rast prodaje na domaćem tržištu poduzeća iz nefinancijskog sektora kompenzirala su tijekom 2011. i 2012. rastom neto izvoza, što je pomoglo rastu njihove profitabilnosti i smanjenju valutne izloženosti. Sve navedeno ublažava nepovoljne učinke potencijalnih šokova na financijsku stabilnost.

Stabilnost tečaja u uvjetima povoljnih platno-bilančnih kretanja otvorila je mogućnost da se politikom visoke kunske likvidnosti HNB-a podupru programi HBOR-a usmjereni na financiranje pretežito izvozno orijentiranih poduzeća po relativno povoljnim uvjetima. Međutim, i dalje naglašeni rizici za financijsku stabilnost čine nužnim žurni zaokret u ostalim politikama pa je potrebno hitno provesti uštede u proračunu i ubrzati tempo provedbe strukturnih reforma. Time bi se ublažila percepcija rizika i zadržao pristup inozemnim izvorima financiranja i u slučaju nepovoljnih kretanja na međunarodnim financijskim tržištima. Postizanje navedenih ciljeva istodobno bi stvorilo klimu povjerenja glede budućeg rasta i ublažilo bi rizike povezane s procesom razduživanja domaćih banaka. Slično vrijedi i za pravodobno priznavanje potencijalnih gubitaka po kreditima, koje bankama omogućuje pravilnu procjenu rizika i usmjeravanje kreditne aktivnosti u poduzeća s najvećim potencijalom rasta. Konačno, gospodarske reforme i pravodobno rezerviranje za loše kredite trebali bi olakšati proces restrukturiranja gospodarstva u smjeru jačanja izvoznog sektora, koji u srednjem roku jedini ima potencijal znatnijeg rasta.

Makroekonomsko okruŹje

Smanjeni rizici na vanjskim financijskim tržištima poboljšali su uvjete financiranja, no recesija u eurozoni ima ograničavajući učinak na izvoz kao glavni generator održivog rasta domaćega gospodarstva. Nastavak strukturnih reforma i fiskalne konsolidacije osnovni su preduvjeti za dinamiziranje rasta u srednjem roku.

Vanjsko makroekonomsko i financijsko okruŹje i dalje je neizvjesno iako su prisutni određeni znakovi poboljšanja. Premda su rizici povezani s krizom tržišta javnog duga i bankovnog sustava u zemljama na periferiji eurozone nakon odlučnih poteza ESB-a i dogovora o bankarskoj uniji znatno umanjeni u odnosu na prvu polovinu 2012., još uvijek je prisutan određeni stupanj neizvjesnosti. To utječe i na slabu kreditnu aktivnost, što, zajedno s niskom razinom povjerenja potrošača i poduzetnika te fiskalnim restrikcijama, produljuje recesijske trendove u zemljama periferije i u cijeloj eurozoni (tablice 1., 2. i 3., Slika 2.).

Rizik dezintegracije eurozone koji se sredinom 2012. osjetno povećao rezultirao je izraženom fragmentacijom financijskih tržišta te značajnom heterogenošću financijskih uvjeta unutar eurozone. Taj je rizik bitno smanjen nakon izjave predsjednika ESB-a Marija Draghija da će učiniti sve što je potrebno za očuvanje eurozone. Najavljene izravne monetarne transakcije, odnosno tzv. OMT program (engl. *Outright Monetary Transactions*), uključuju sterilizirane intervencije na tržištu državnog duga s kraćim dospeljima radi omogućivanja veće djelotvornosti jedinstvene monetarne politike i smanjenja razlika u troškovima financiranja zemalja eurozone na razine koje odražavaju makroekonomske fundamente. Program uvjetovan striktnim pridržavanjem obveza preuzetih u sklopu aranžmana zaključenog s "trojkom" (MMF, ESB i EK) najavljen je s ciljem da se eliminira rizik dezintegracije eurozone (slike 4., 5. i 6.).

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

	Godišnja stopa rasta BDP-a			Tromjesečna stopa rasta BDP-a, $\Delta Q/Q_{t-1}$		Godišnja stopa promjene izvoza robe		Godišnja stopa promjene industrijske proizvodnje, sezonski prilagođena	
	2011.	2012. ^a	2013. ^b	2. tr. 2012.	3. tr. 2012.	2. tr. 2012.	3. tr. 2012.	2. tr. 2012.	3. tr. 2012.
SAD	1,8	2,1	2,3	0,3	0,7	5,9	2,9	4,7	3,4
EU	1,5	-0,3	0,4	-0,2	0,1	3,9	4,8	-1,9	-2,0
Njemačka	3	0,8	0,8	0,3	0,2	5,4	5,6	-0,4	-1,4
Italija	0,4	-2,3	-0,5	-0,7	-0,2	2,8	2,2	-7,5	-6,1
Slovenija	0,6	-2,3	-1,6	-1,1	-0,6	0,3	-0,1	1,0	2,0
Slovačka	3,2	2,2	2,0	0,6	0,6	10,8	11,5	12,4	16,6
Češka	1,9	-1,3	0,8	-0,4	-0,3	3,8	4,5	-0,2	-1,1
Poljska	4,3	2,4	1,8	0,2	0,4	0,4	3,9	3,3	1,6
Mađarska	1,6	-1,2	0,3	-0,4	-0,2	3,5	2,4	0,0	0,1
Estonija	8,3	2,5	3,1	0,9	1,6	4,2	5,7	-2,5	-1,0
Letonija	5,5	4,3	3,6	1,3	1,7	8,6	17,7	5,1	5,7
Litva	5,9	2,9	3,1	0,6	1,3	3,8	16,3	-2,8	7,4
Bugarska	1,7	0,8	1,4	0,3	0,1	8,2	2,5	0,2	0,0
Rumunjska	2,5	0,8	2,2	0,1	-0,5	2,4	-2,5	1,3	0,2
Hrvatska	0,0	-1,8	0,3	-0,1	0,1	-7,6	-0,5	-6,2	-4,3

^a Ocjena; ^b Prognoza

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

I bez efektivne primjene, uvođenje programa imalo je izrazito povoljan učinak na premije za rizik za države na periferiji eurozone koje su se u odnosu na ljetu značajno smanjile. Tome je pridonio i dogovor o uvođenju bankarske unije koji bi, kada se u potpunosti provede, trebao osigurati razdvajanje rizika vezanih uz bankarski sektor od rizika države u pojedinoj zemlji.

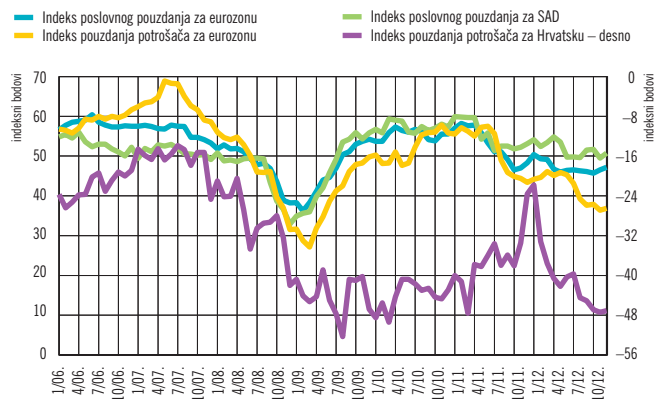
Na sastanku čelnika EU u prosincu 2012. postignut je dogovor o jedinstvenom nadzoru banaka. Nadzor banaka u bankarskoj uniji provodit će ESB, s početkom provedbe u travnju 2014. i prvenstvenom usmjerenosti na velike banke. Provedba jedinstvenog nadzora otvara mogućnost upotrebe sredstava iz ESM-a za neposrednu sanaciju ugroženih banaka, čime se prekida već spomenuta veza između banaka i države te trajno smanjuje razina rizika za ulagače u državne obveznice.

Dogovor o jedinstvenom mehanizmu za rješavanje problema banaka u poteškoćama te osiguranju depozita, kao druga dva elementa bankarske unije, zbog svojih fiskalnih implikacija odgođen je za sredinu 2013., kada se predviđa dogovor o daljnjim koracima u fiskalnoj i ekonomskoj integraciji u eurozoni.

Stoga će biti potrebno razmotriti i učinke uvođenja bankarske unije u eurozoni na članice EU koje nisu u eurozoni, a pristupe bankarskoj uniji, kao i na zemlje koje nisu u EU, ali su financijski integrirane u eurozonu preko banaka majki domaćih banaka koje su podvrgnute nadzoru ESB-a, s obzirom na ograničenja u sudjelovanju u spomenuta dva dodatna elementa bankarske unije.

Govor predsjednika ESB-a i dogovor o uvođenju bankarske unije trebali bi preko smanjenja rizika olakšati financiranje banaka na tržištu kapitala te utjecati na ponovno jačanje međubankarskoga i prekograničnoga kreditiranja. To će povoljno djelovati i na usporavanje procesa smanjenja izloženosti banaka eurozone europskim zemljama s tržištima u nastajanju koji nepovoljno utječe na rizik, odnosno troškove financiranja tih zemalja. Taj je proces intenziviran u drugom i trećem tromjesečju

Slika 2. Kretanje indeksa poslovnog i potrošačkog pouzdanja



Izvori: Bloomberg; HNB

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

	Fiskalna bilanca, % BDP-a (ESA 95)			Bilanca tekućeg računa, % BDP-a		
	2011.	2012. ^a	2013. ^b	2011.	2012. ^a	2013. ^b
SAD	-10,1	-8,5	-7,3	-3,3	-3,1	-2,9
EU	-4,4	-3,6	-3,2	-0,5	-0,2	0,4
Njemačka	-0,8	-0,2	-0,2	5,6	5,7	5,0
Italija	-3,9	-2,9	-2,1	-3,3	-1,2	-0,4
Portugal	-4,4	-5,0	-4,5	-6,6	-3,0	-1,8
Irska	-13,4	-8,4	-7,5	1,1	2,3	3,4
Grčka	-9,4	-6,8	-5,5	-11,7	-8,3	-6,3
Španjolska	-9,4	-8,0	-6,0	-3,7	-2,4	-0,5
Slovenija	-6,4	-4,4	-3,9	0,1	2,0	2,7
Slovačka	-4,9	-4,9	-3,2	-2,5	1,4	1,4
Češka	-3,3	-3,5	-3,4	-3,9	-2,9	-2,1
Poljska	-5,0	-3,4	-3,1	-4,5	-3,9	-3,3
Mađarska	4,3	-2,5	-2,9	1,0	1,6	2,6
Estonija	1,1	-1,1	-0,5	0,3	-0,9	0,1
Letonija	-3,4	-1,7	-1,5	-2,4	-2,9	-3,1
Litva	-5,5	-3,2	-2,8	-3,7	-2,9	-3,0
Bugarska	-2,0	-1,5	-1,5	1,7	-1,6	-2,1
Rumunjska	-5,5	-2,8	-2,4	-4,1	-4,1	-4,2
Hrvatska	-5,1	-4,3	-4,8	-0,9	-0,4	0,1

^a Ocjena; ^b Prognoza

Izvori: Europska komisija, *European Economic Forecast*, jesen 2012.; HNB (za Hrvatsku)

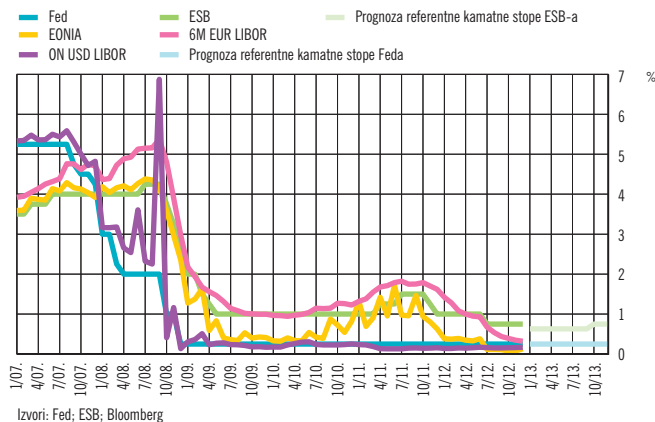
Tablica 3. Javni i inozemni dug u odabranim europskim zemljama s tržištima u nastajanju u postocima BDP-a

	Javni dug			Vanjski dug		
	2011.	2012. ^a	2013. ^b	2010.	2011.	2. tr. 2012.
Italija	120,7	126,5	127,6	118,2	115,0	118,5
Portugal	108,1	119,1	123,5	230,8	218,1	227,9
Irska	106,4	117,6	122,5	1110,9	1075,8	1041,4
Grčka	170,6	176,7	188,4	184,5	177,4	206,3
Španjolska	69,3	86,1	92,7	165,1	165,5	169,2
Slovenija	46,9	54,0	59,0	115,2	111,3	115,2
Slovačka	43,3	51,7	54,3	76,0	76,7	73,6
Češka	40,8	45,1	46,9	47,8	46,5	47,7
Poljska	56,4	55,5	55,8	67,4	67,1	71,6
Mađarska	81,4	78,4	77,1	161,5	161,2	167,0
Estonija	6,1	10,1	11,1	115,9	97,2	97,1
Letonija	42,2	41,9	44,3	164,6	145,5	142,3
Litva	38,5	41,6	40,8	83,0	77,8	76,9
Bugarska	16,3	19,5	18,1	105,5	95,0	95,3
Rumunjska	33,4	34,6	34,8	76,2	73,3	73,8
Hrvatska	46,7	53,3	57,5	103,6	101,8	104,9

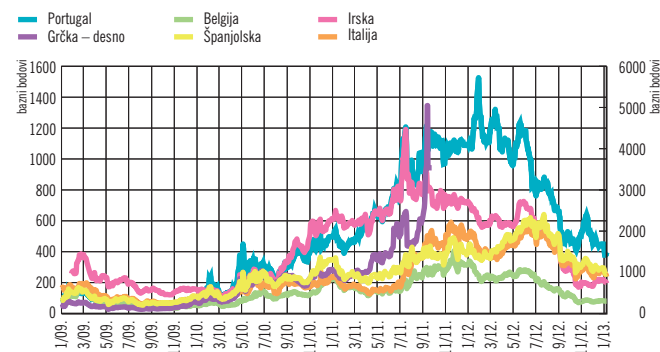
^a Ocjena; ^b Prognoza

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

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

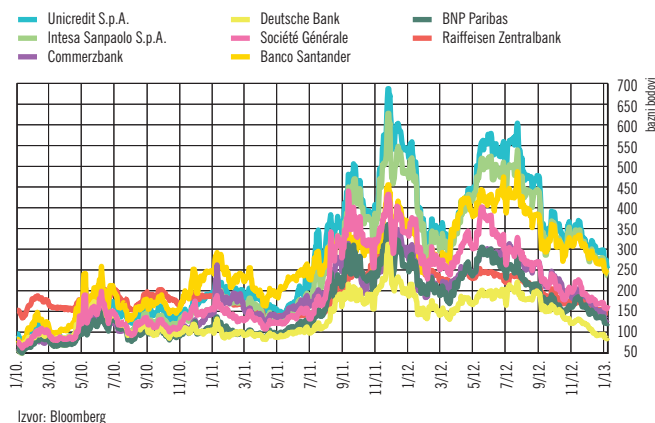


Slika 4. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS^a) za petogodišnje obveznice odabranih zemalja eurozone

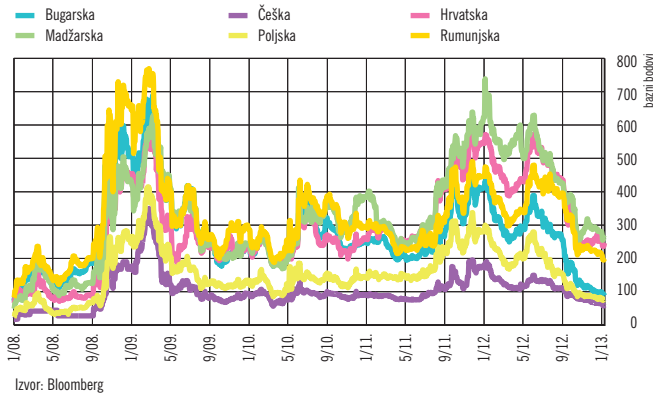


^a Razlika prinosa na premiju osiguranja od kreditnog rizika jest godišnji iznos premije koju kupac CDS-a plaća kako bi se zaštitio od kreditnog rizika povezanog s izdavačem nekog instrumenta.

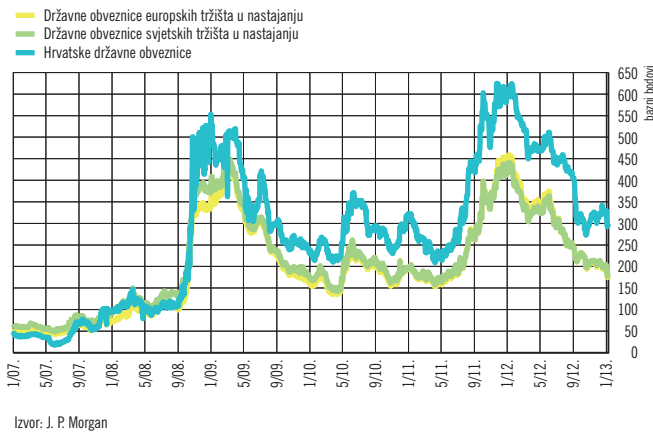
Slika 5. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za petogodišnje obveznice odabranih banaka



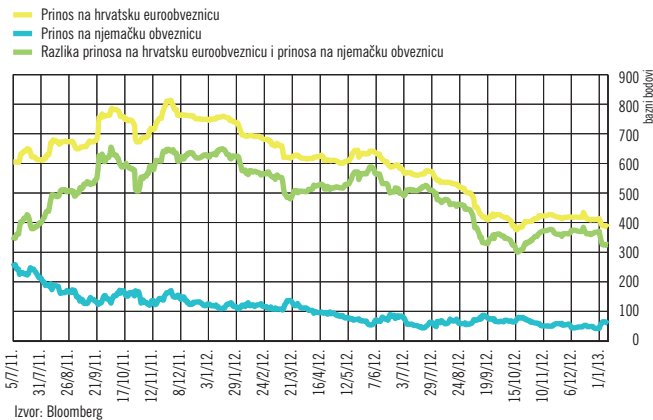
Slika 6. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za petogodišnje obveznice odabranih zemalja s tržištima u nastajanju



Slika 7. Razlike prinosa na osnovi indeksa EMBI



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



2012. pod pritiskom lokalnih regulatora u zemljama banaka majki u nastojanju da olakšaju dokapitalizaciju banaka majki u skladu sa zahtjevima nove bazelske regulative. Ovo povlačenje kapitala događa se u situaciji kada su tržišta osjetljiva na rizike povezane s velikom izloženošću tržištima u nastajanju te nakon što su se iscrpili povoljni učinci LTRO programa osiguranja dugoročne likvidnosti bankama od strane ESB-a.

Već ostvareno, a i moguće daljnje smanjivanje financijskih rizika i posljedični pad troškova financiranja te time potaknuto jačanje kreditiranja i toka kapitala unutar eurozone povećat će izgleda da u drugoj polovini 2013. gospodarstvo eurozone izade iz recesije (Tablica 1.). Doprinos oporavku očekuje se i od zemalja periferije koje uspješnije provode vjerodostojne programe fiskalne konsolidacije te jačaju međunarodnu konkurentnost zahvaljujući strukturnim reformama, čime podižu kredibilitet i osiguravaju niže troškove financiranja. Isto vrijedi i za zemlje u okru@ju eurozone i EU, a koje su ekonomski i financijski visokointegrirane s gospodarstvom eurozone, što uključuje i Hrvatsku.

No iako su se napetosti u eurozoni smanjile, rizici su još uvijek veliki pa će i 2013. biti godina znatnih izazova za privredne aktere i nositelje ekonomske politike u svim zemljama eurozone i onima koje njoj gravitiraju. Rizici neuspjeha u provođenju programa reforma proizlaze iz negativnih socijalnih i političkih posljedica fiskalnih restrikcija koje provode zemlje periferije. Također, izbori u nekim značajnim zemljama članicama eurozone otvaraju mogućnost za zastoje u provođenju reforma ili mogu otežati postizanje nu@noga kompromisa u pronalaženju prihvatljivih rješenja za probleme daljnje izgradnje institucionalne infrastrukture u bankarskoj, fiskalnoj te ekonomskoj i političkoj sferi, nu@nih za djelotvorno funkcioniranje monetarne unije koja ima nadnacionalni karakter.

Hrvatska je u 2012. smanjila makroekonomske neravnote@e, no nije uspjela strukturnim reformama stvoriti pretpostavke za dinamiziranje rasta. U 2012. proračunski se manjak smanjio, a uz istodobno povećanje neto agregatne štednje i razdu@ivanje privatnog sektora, slabu izovoznu potražnju zbog recesije u eurozoni i slabe konkurentnosti, gospodarska je aktivnost oslabjela te je BDP pao za oko 1,8% (Tablica 2., slike 10., 11. i 12.).

Daljnijim smanjenjem manjka na tekućem računu platne bilance na 0,4% BDP-a ukupni se inozemni dug zemlje tek neznatno povećao, a refinanciranje dospjeloga vanjskog duga ostvareno je bez poteškoća (slike 10., 13., 14. i 15.). Pritom je država povećala inozemni dug, dok su ga banke i nefinancijska poduzeća smanjili zbog pada potražnje i te@e dostupnosti kredita u uvjetima recesije.

Takva relativno povoljna kretanja u platnoj bilanci osigurala su dobru deviznu likvidnost i izostanak pritiska na devizni tečaj pa je stabilnost tečaja očuvana bez znatnijih intervencija središnje banke. Time je osigurana i financijska stabilnost u sustavu u kojem prevladavaju devizne obveze (Slika 25.).

Iako se u recesijskim uvjetima rast loših plasmana banaka nastavio, dobra kapitaliziranost i još uvijek zadovoljavajuća profitabilnost većine banaka osigurale su stabilnost bankovnog sustava i stabilnu ponudu kredita. No zbog slabe potražnje kreditni je rast ostao potisnut (Slika 10.).

Istodobno, stabilan tečaj pridonio je i očuvanju stabilnosti cijena. Pritom je glavni pritisak na rast inflacije, koja se povećala na 3,5%, iznad ostvarene u eurozoni, dolazio od strane inozemnih šokova zbog porasta cijena hrane i nafte, povećanja stope PDV-a te od porasta domaćih reguliranih cijena, uglavnom energenata, u procesu otklanjanja dispariteta s troškovima ostvarenih u prethodnim godinama.

Opće poboljšanje uvjeta financiranja na inozemnom tržištu povoljno se odrazilo i na premiju za rizik Hrvatske. Tako su se tijekom 2012. razlike prinosa na državne obveznice te osiguranja za kreditni rizik smanjile za oko 250 do 300 baznih bodova, što je također pridonijelo očuvanju financijske stabilnosti (slike 7. i 8.).

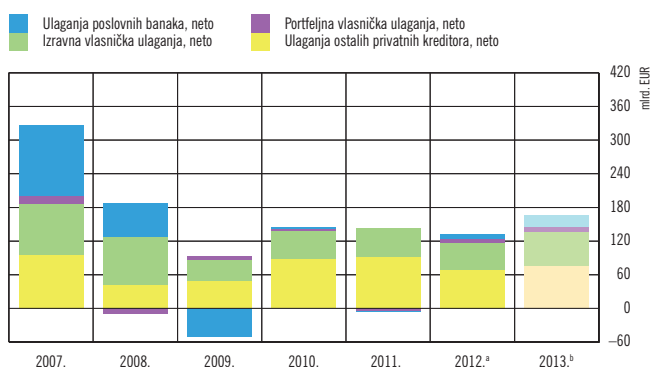
Ipak, sporost u provođenju strukturnih reforma i neočekivan obrat u politici fiskalne konsolidacije izazvali su krajem godine pad kreditnog rejtinga, no bez većeg odraza na cijenu zaduživanja s obzirom na to da su tržišta već ranije na temelju fundamenata slabiji rejting ugradila u cijenu. U nastojanju da osigura impuls domaćoj investicijskoj potražnji u uvjetima slabe domaće potražnje privatnog sektora i slabih izgleda za rast inozemne potražnje zbog recesije na glavnim izvoznim tržištima Vlada je u proračunu za 2013., uz nastavak smanjenja tekućih nekamatnih izdataka (kada se isključe izdaci za EU), predvidjela osjetno povećanje ulaganja državnog sektora. To je, zajedno s planiranim umjerenim rastom prihoda zbog slaboga gospodarskog rasta, rezultiralo povećanjem očekivanoga proračunskog manjka u odnosu na 2012. te daljnjim rastom javnog duga (tablice 2. i 3.).

Iako su, uzme li se u obzir već četverogodišnja recesija, namjere Vlade donekle razumljive, one su slabo ocijenjene i naposljetku su dvije od tri vodeće agencije za dodjelu kreditnog rejtinga smanjile kreditni rejting Hrvatske iz investicijskog u najviši spekulativni sa stabilnim izgledima.

U takvim se okolnostima očekuje da će se recesijski trendovi nastaviti i u prvih šest mjeseci 2013. pa se tek u drugoj polovini godine može očekivati postupni gospodarski oporavak. Stoga će rast u 2013. biti slab (oko 0,3%) i uvelike će ovisiti o oporavku izvozne potražnje s izlaskom eurozone iz recesije te o oživljavanju investicijske potražnje koja je ograničena relativno visokom razinom zaduženosti domaćih sektora i još uvijek povišenim troškovima kapitala u odnosu na pretkrizno razdoblje zbog većih rizika (Tablica 1., Slika 10.). Isto tako, na investicije nepovoljno djeluju i potisnuta očekivanja ulagača u recesijskim uvjetima te znatne administrativne prepreke, posebno na razini lokalne države.

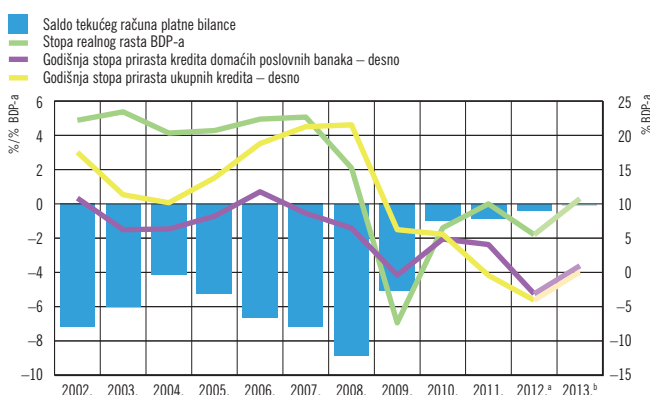
Budući da će očekivani rast zbog slabe domaće potražnje uglavnom biti oslonjen na izvoz, saldo tekućeg računa platne bilance

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



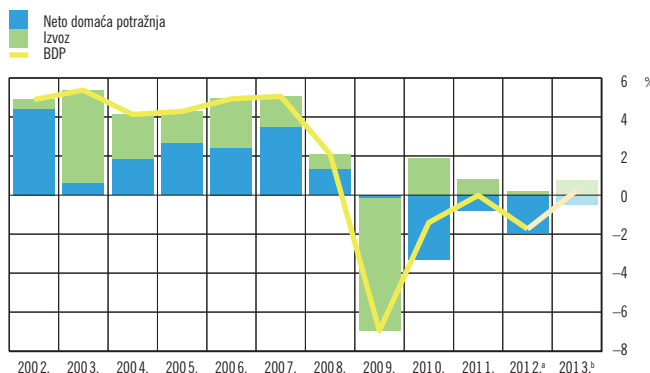
^a Ocjena; ^b Prognoza
Izvor: International Institute of Finance, *Capital Flows to Emerging Market Economies*, listopad 2012.

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



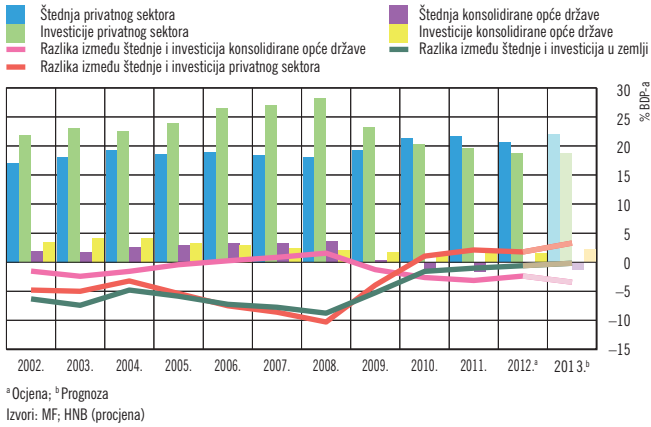
^a Ocjena; ^b Prognoza
Izvori: DZS; HNB

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

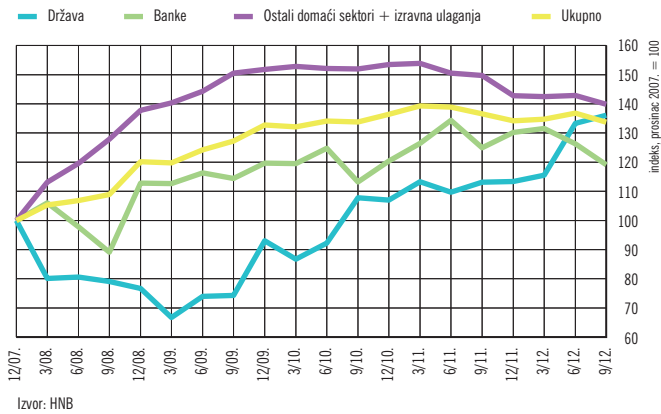


^a Ocjena; ^b Prognoza
Izvor: DZS

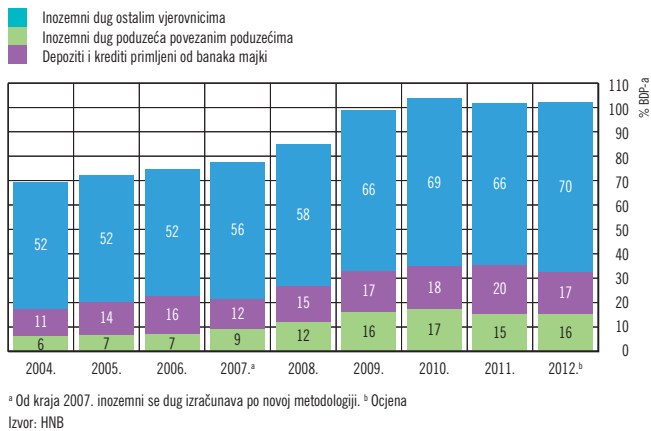
Slika 12. Štednja i investicije, ukupno i po sektorima



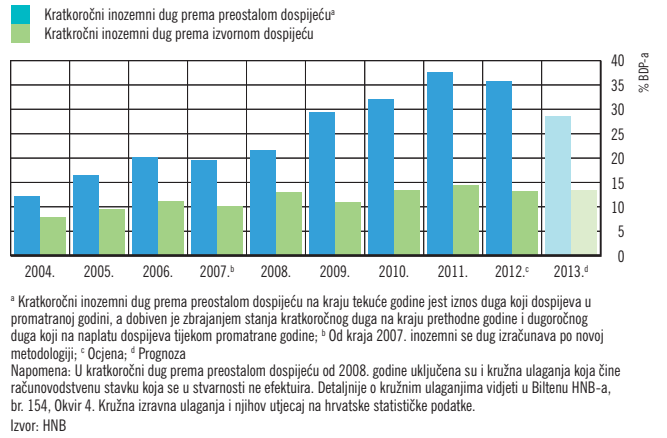
Slika 13. Kretanje inozemnog duga po domaćim institucionalnim sektorima



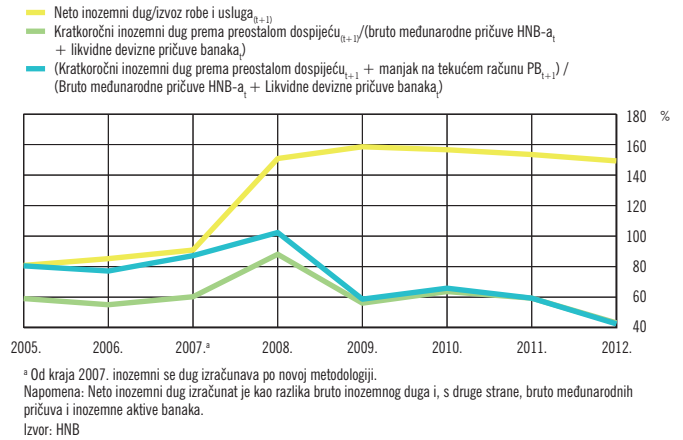
Slika 14. Ukupni inozemni dug vjerovnicima



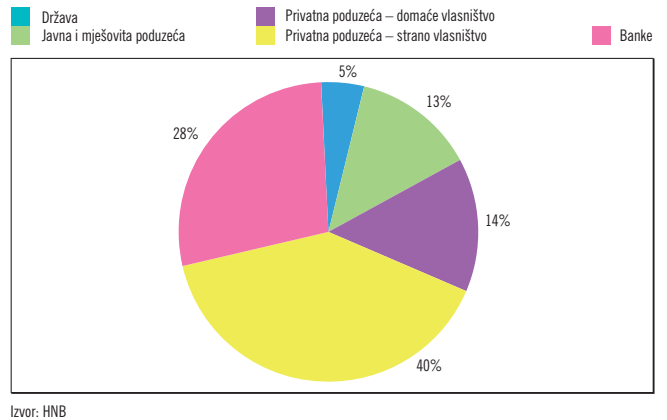
Slika 15. Kratkoročni inozemni dug



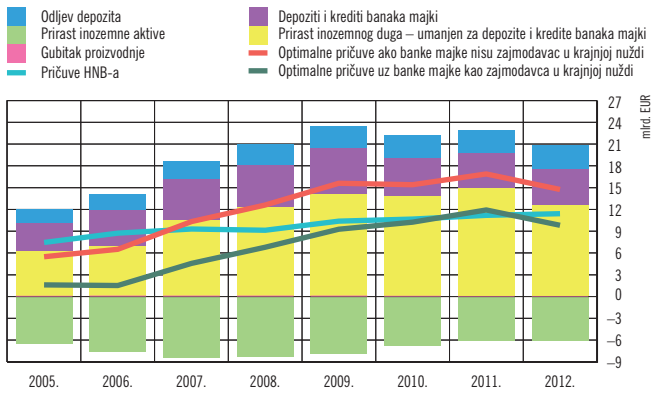
Slika 16. Odabrani pokazatelji vanjske ranjivosti



Slika 17. Projekcija otplata glavnice inozemnog duga u 2013. prema sektorima

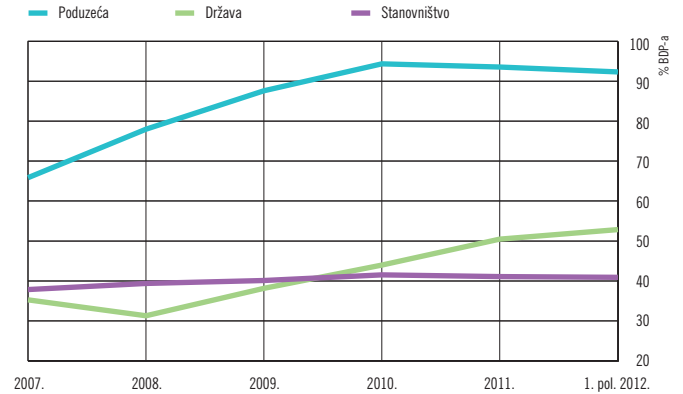


Slika 18. Optimalne međunarodne pričuve, doprinosi učinaka pojedinih sastavnica



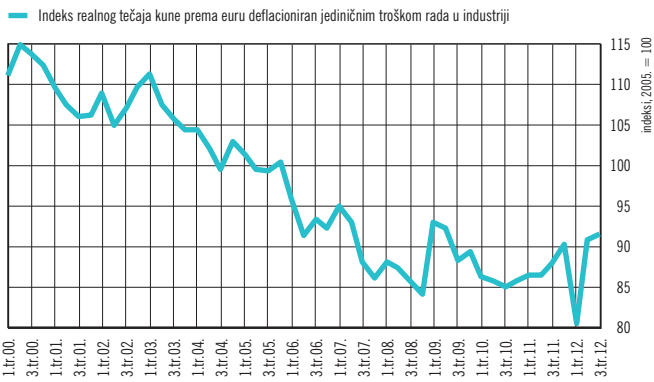
Izvor: HNB

Slika 21. Ukupna zaduženost po sektorima



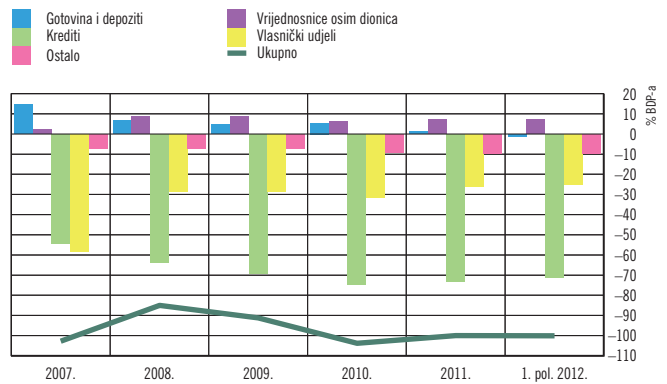
Izvor: HNB – financijski računi

Slika 19. Realni tečaj kune prema euru



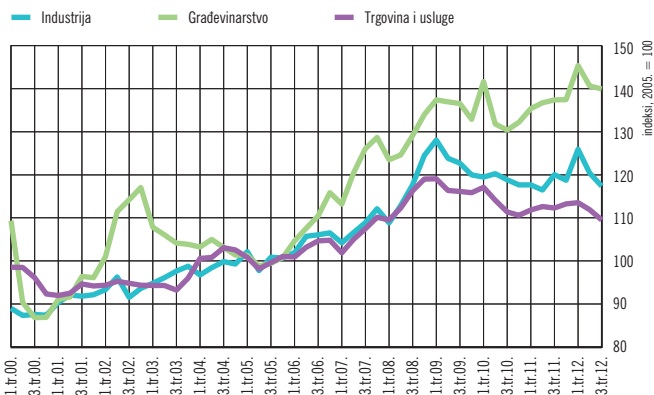
Napomena: Pad indeksa upućuje na realno jačanje kune prema euru.
Izvori: DZS; HNB; izračun HNB-a

Slika 22. Neto pozicija domaćih sektora prema inozemstvu po instrumentima



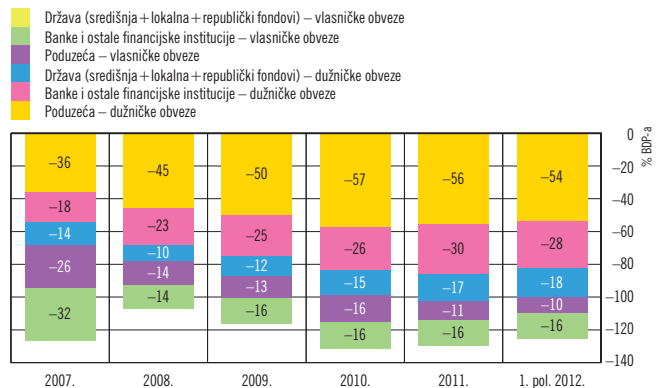
Izvor: HNB – financijski računi

Slika 20. Jedinični trošak rada



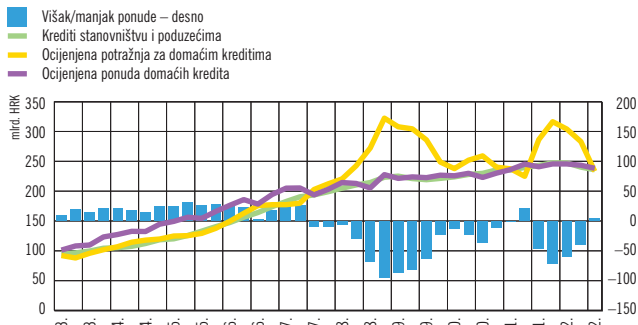
Izvori: DZS; izračun HNB-a

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



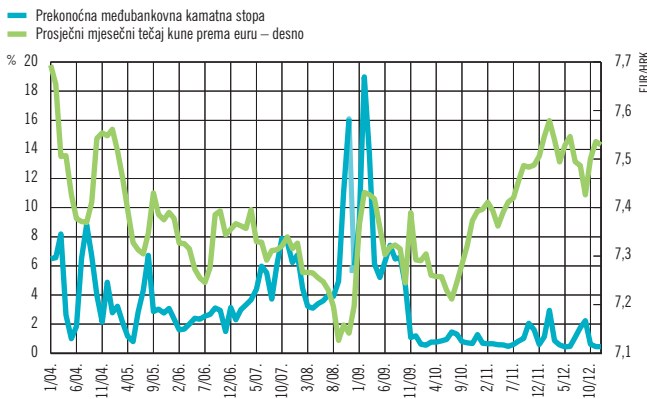
Izvor: HNB – financijski računi

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



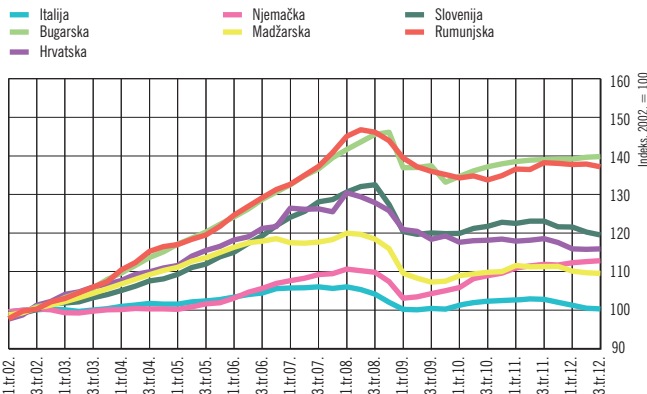
^aPrema rezultatima modela kojim su ocijenjeni učinci ponude i potražnje na hrvatskom tržištu kredita iz Okvira 2. Neravnote@a na tržištu kredita, Financijska stabilnost, broj 5, srpanj 2010.
Izvor: Izračun HNB-a

Slika 25. Tečaj kune prema euru i prekonoična kamatna stopa



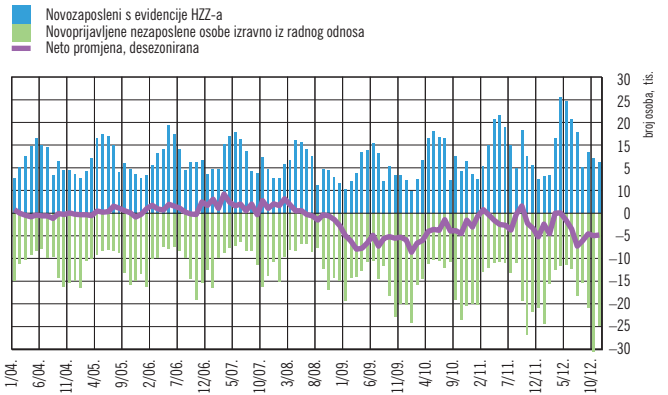
Izvor: HNB

Slika 26. Bruto domaći proizvod, sezonski podaci u stalnim cijenama



Izvori: Eurostat; DZS; HNB

Slika 27. Promjene u zaposlenosti registrirane na Hrvatskom zavodu za zapošljavanje (HZZ)



Izvori: HZZ; izračun HNB-a

dotatno će se poboljšati (na 0,1% BDP-a). To bi, uz pretpostavku postupnoga daljnjeg stabiliziranja na financijskim tržištima eurozone, trebalo osigurati nesmetano vanjsko refinanciranje relativno manjega dospjelog duga po cijeni koja je, unatoč smanjenju rejtinga, ni@a od one u 2012. (slike 7., 15. i 17.).

Vanjska likvidnost blago će se poboljšati, a inozemni dug stabilizirati, što će osigurati oćuvanje stabilnosti deviznog tećaja. Pritom se pretpostavlja da će država dio potreba za financiranjem osigurati na inozemnom tržištu te da će se smanjenje inozemnih obveza domaćih banaka prema bankama majkama usporiti u povoljnijim uvjetima stvorenim ranije spomenutim mjerama na razini EU (Slika 13.).

To će omogućiti stabilnost deviznog tećaja kune, a time i stabilnost cijena i bankovnog sustava.

Glavni pritisak na stabilnost bankovnog sustava stoga će dolaziti od nastavka rasta loših plasmana pod utjecajem sporoga ekonomskog oporavka i rastuće nezaposlenosti i s tim povezane slabije profitabilnosti banaka. No visoka kapitaliziranost najvećeg broja banaka osigurava njihovu otpornost na povećane rizike, a time i stabilnost bankovnog sustava.

Strukturne su reforme ključ ubrzanja rasta u srednjem roku. Pad kreditnog rejtinga dao je sna@an impuls nositeljima ekonomske politike da se vrate politici proraćunske konsolidacije te da ubrzaju strukturne reforme. Time bi se potaknuo priljev izravnih ulaganja, što je posebno va@no za izvozno orijentirane sektore, te bi se stvorile pretpostavke da ulazak u EU sredinom 2013. da što veći zamah gospodarskom rastu u srednjem roku.

Tablica 4. Međusektorski financijski računi za Hrvatsku

u postocima BDP-a

Obveze		Potraživanja												Ukupne obveze	
		Domaći sektori										Inozemstvo			
		Poduzeća		Financijski sektor		Opća država		Stanovništvo		Ukupno					
		2011.	1. pol. 2012.	2011.	1. pol. 2012.	2011.	1. pol. 2012.	2011.	1. pol. 2012.	2011.	1. pol. 2012.	2011.	1. pol. 2012.		
Poduzeća	Monetarno zlato i SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Valuta i depoziti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	2	2	0	0	0	0	2	2	2	2	3	4
	Krediti	0	0	46	44	0	0	0	0	46	44	44	44	89	88
	Dionice i vlasnički kapital	25	28	3	3	30	30	17	16	75	77	23	22	110	100
	Tehničke rezerve osiguranja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Ostala potraživanja/obveze	32	33	1	1	6	6	2	2	42	43	12	12	48	55
	Ukupno	68	61	49	51	32	36	19	18	168	167	83	80	251	247
Financijski sektor	Monetarno zlato i SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Valuta i depoziti	14	12	20	21	2	2	56	57	92	93	17	17	103	109
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	2	3	2
	Krediti	0	0	6	7	0	0	0	0	7	8	23	22	30	30
	Dionice i vlasnički kapital	1	1	2	3	10	10	3	3	17	18	18	18	35	36
	Tehničke rezerve osiguranja	1	1	1	1	0	0	18	20	20	21	0	0	18	22
	Ostala potraživanja/obveze	1	1	0	0	1	1	2	1	4	3	1	1	4	4
	Ukupno	18	16	29	32	13	13	75	82	134	144	59	59	193	203
Opća država	Monetarno zlato i SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Valuta i depoziti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	22	24	0	0	0	0	22	24	11	14	30	37
	Krediti	0	0	11	10	0	0	0	0	11	10	5	5	11	15
	Dionice i vlasnički kapital	2	2	0	0	26	26	0	0	28	28	0	0	30	28
	Tehničke rezerve osiguranja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Ostala potraživanja/obveze	6	5	0	0	0	0	0	0	6	5	0	0	4	6
	Ukupno	4	7	27	34	30	26	0	0	61	68	14	19	75	87
Stanovništvo	Monetarno zlato i SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Valuta i depoziti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Krediti	0	0	40	40	0	0	0	0	40	40	0	0	40	41
	Dionice i vlasnički kapital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Tehničke rezerve osiguranja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Ostala potraživanja/obveze	0	0	1	1	0	0	0	0	1	1	0	0	1	1
	Ukupno	0	0	41	41	0	0	0	0	41	41	0	0	41	42
Inozemstvo	Monetarno zlato i SDR	0	0	1	1	0	0	0	0	1	1	0	0	1	1
	Valuta i depoziti	0	0	14	11	0	0	3	3	17	14	0	0	19	14
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	22	25	0	0	0	0	22	25	0	0	20	25
	Krediti	0	0	1	1	0	0	0	0	1	1	0	0	1	1
	Dionice i vlasnički kapital	11	12	4	4	0	0	0	0	15	16	0	0	14	16
	Tehničke rezerve osiguranja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Ostala potraživanja/obveze	3	3	0	0	0	0	0	0	3	3	0	0	4	3
	Ukupno	14	15	42	42	0	0	3	3	58	60	0	0	58	60
Ukupno	Monetarno zlato i SDR	0	0	1	1	0	0	0	0	1	1	0	0	1	1
	Valuta i depoziti	14	12	35	32	3	2	56	61	108	107	14	17	122	124
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	42	51	0	0	0	0	42	51	14	18	56	69
	Krediti	0	0	98	103	0	0	0	0	98	104	74	71	172	175
	Dionice i vlasnički kapital	51	43	9	10	65	67	21	20	146	139	43	41	189	180
	Tehničke rezerve osiguranja	1	1	1	1	0	0	16	20	18	22	0	0	18	22
	Ostala potraživanja/obveze	37	42	3	3	6	7	4	4	49	56	11	13	60	69
	Ukupna potraživanja	103	99	188	201	74	76	97	104	462	480	157	159	619	639

Izvor: HNB

Okvir 1. Odrednice neto kamatne marže u zemljama Srednje i Istočne Europe¹

Trošak financijskog posredovanja važna je odrednica ukupnog troška financiranja privatnog sektora. Brojna istraživanja potvrđuju snažnu vezu između troškova financijskog posredovanja i gospodarskog rasta jer pokazuju da trošak financiranja znatno utječe na investicije i alokaciju kapitala, a time i na potencijal rasta i obrazac ekonomske aktivnosti.² Osim toga, trošak financijskog posredovanja utječe i na profitabilnost bankarskog sektora, a neizravno i na njegovu stabilnost i sposobnost da podupire gospodarstvo. Naime, u bankocentričnim sustavima koji dominiraju europskim zemljama s tržištima u nastajanju i u kojima su bankovni krediti glavni izvor financiranja privatnog sektora, činitelji koji utječu na dostupnost kredita ujedno utječu i na stabilnost cijeloga bankarskog sektora.

U razdoblju nakon izbijanja svjetske financijske krize učestalo se raspravljalo o mogućnostima i ulozi banaka u poticanju oporavka posrnutih gospodarstava, posebno u zemljama u kojima kreditna aktivnost već dulje vrijeme stagnira ili je vrlo slaba. S obzirom na to naglasak se stavljao na mogućnost da se potražnja za kreditima potakne smanjenjem aktivnih kamatnih stopa.

Unatoč važnosti uvjeta zaduživanja za gospodarski oporavak i finansijsku stabilnost, ne postoji mnogo istraživačkih radova koji se bave tim pitanjem u zemljama Srednje i Istočne Europe, pogotovo ne za razdoblje nakon izbijanja svjetske financijske krize. Stoga je temeljni cilj ovog istraživanja razmotriti glavne odrednice troška financijskog posredovanja u tim zemljama, koje ujedno određuju i ukupni trošak financiranja privatnog sektora, te na osnovi toga utvrditi mogućnosti utjecaja na kamatne stope.

Kao mjera troška i učinkovitosti financijskog posredovanja u literaturi se najčešće upotrebljava neto kamatna marža banaka.

Neto kamatna marža = (zarađene kamate – plaćene kamate) / imovina banaka koja donosi zaradu

Iz perspektive banaka, neto kamatna marža jedna je od najznačajnijih odrednica njihove profitabilnosti, a određena je činiteljima na koje uprava banke može djelovati, kao i faktorima izvan njezina doseg. Istodobno, ona je, zajedno s makroekonomskim pokazateljima, rizikom klijenta, stupnjem tržišne konkurencije i stupnjem opće sklonosti riziku, važna odrednica ukupne razine troška financiranja privatnog sektora, čime izravno utječe i na dostupnost kredita.

1 U Okviru se sažeto opisuju glavni nalazi istraživačkog rada M. Dumičić i T. Ridzak, *Determinants of Banks' Net Interest Margins in the CEE*, *Financial Theory and Practice*, Vol. 37, No. 1, 2013.

2 S. Claeys i R. Vander Vennet, *Determinants of Bank Interest Margins in Central and Eastern Europe: A Comparison with the West*, *Economic Systems*, 32(2), 197 – 216, 2008.; A. Kasman, G. Tunc, G. Vardar i B. Okan, *Consolidation and commercial bank net interest margins: Evidence from the old European Union members and candidate countries*, *Economic Modelling* 27, 648 – 655, 2010.; J. Maudos i J. F. de Guevara *Factors Explaining the Interest Margin in the Banking Sectors of the European Union*, *Journal of Banking and Finance*, 28, 2259 – 2281, 2004.

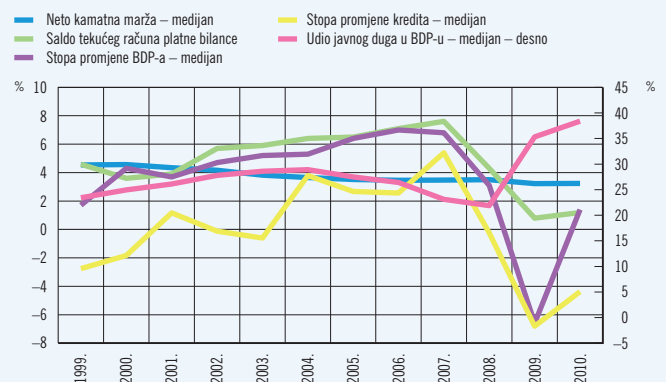
Visoka neto kamatna marža u pravilu upućuje na slabije razvijena financijska tržišta i nižu efikasnost bankarskog sektora, što nepovoljno utječe na ulaganja i usporava gospodarsku aktivnost. Nasuprot tome, niže kamatne marže obično karakteriziraju dublja i razvijenija financijska tržišta te djeluju poticajno na ulagačke aktivnosti i podupiru gospodarski rast. Pritom treba napomenuti da se pozitivni učinci nižeg troška financijskog posredovanja mogu realizirati samo ako banke odgovorno upravljaju rizicima, odnosno ako niže marže nisu posljedica neadekvatnog vrednovanja rizika.³

Empirijski dio istraživanja proveden je na uzorku od 152 banke iz jedanaest zemalja Srednje i Istočne Europe (Bugarska, Češka, Estonija, Hrvatska, Letonija, Litva, Mađarska, Poljska, Rumunjska, Slovačka i Slovenija) u razdoblju od 1999. do 2010. Zavisna varijabla u modelu je neto kamatna marža, a nezavisne varijable podijeljene su u tri skupine:

- makroekonomski pokazatelji: realna stopa promjene BDP-a, inflacija, udio salda tekućeg računa platne bilance u BDP-u, omjer javnog duga i BDP-a i regulatorni trošak mjeren omjerom rezerva poslovnih banaka kod središnje banke u odnosu na monetarni agregat M3,
- bankovni pokazatelji: omjer troškova i prihoda, stopa adekvatnosti kapitala, omjer odobrenih kredita i depozita klijenata, udio nekamatnih prihoda u ukupnim prihodima i troškovi rezervacija za ispravke vrijednosti te
- pokazatelji bankovnog tržišta: koncentracija mjerena udjelom triju najvećih banaka u ukupnoj aktivni bankarskog sektora.

Analizom pokazatelja za medijansku banku može se uočiti da se neto kamatna marža smanjivala tijekom cijeloga promatranog razdoblja snižavajući tako troškove financijskog posredovanja, pri čemu se taj pad usporio nakon izbijanja krize (Slika 1.). U razdoblju prije 2008. zemlje iz uzorka (mjereno medijanom) imale su relativno visoke stope gospodarskog rasta, snažne priljeve kapitala te visoke stope kreditnog rasta. Nakon 2008. i eskalacije svjetske financijske krize gospodarska se aktivnost znatno usporila, zajedno s priljevima kapitala i kreditnom

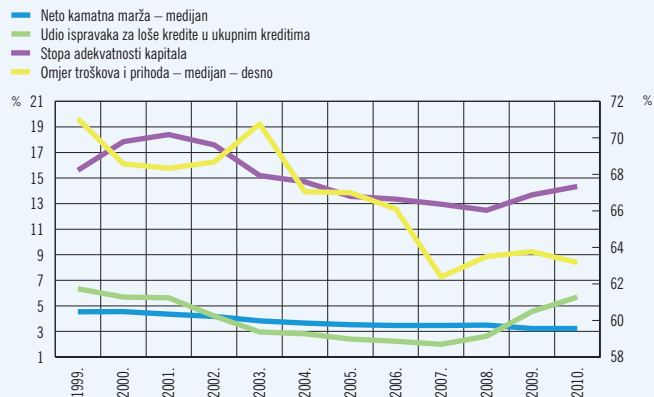
Slika 1. Neto kamatna marža i makroekonomski pokazatelji



Izvori: Bankscope; Eurostat

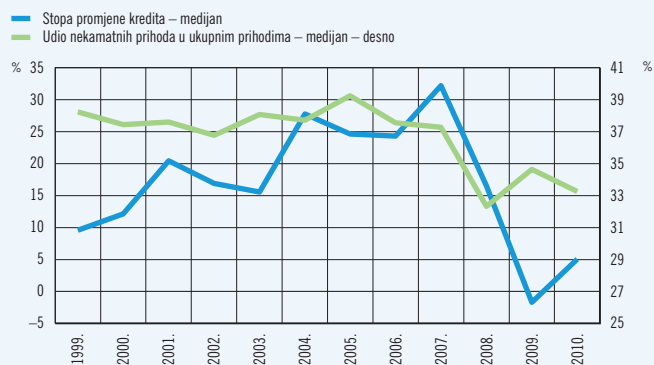
3 M. S. Schwaiger i D. Liebig, *Determinants of the Interest Rate Margins in Central and Eastern Europe*, Oesterreichische Nationalbank, Financial Stability Report, No. 14, 2009.

Slika 2. Neto kamatna marža i odabrani bankovni pokazatelji



Izvor: Bankscope

Slika 3. Kreditna aktivnost i nekamatni prihodi



Izvor: Bankscope

aktivnošću. Javni se dug u cijelom tom razdoblju povećavao, pri čemu se njegov rast ubrzao nakon izbijanja krize (Slika 1.).

Kod bankovnih varijabla u vremenu do krize može se uočiti znatan pad omjera troškova i prihoda, što je povezano s povećanom efikasnošću poslovanja banaka, ali i snažnim rastom prihoda u razdoblju snažne kreditne aktivnosti. Tome je pridonio i proces konsolidacije bankarskih sektora promatranih zemalja, koji se uglavnom odvijao u prvoj polovini navedenog razdoblja, te pojačana konkurencija i borba za tržišne udjele koji su prije krize bili vrlo intenzivni.⁴ Taj se trend zaustavio nakon izbijanja krize. Udio rezervacija za ispravke vrijednosti u razdoblju do krize uglavnom je padao, a smanjivala se i stopa adekvatnosti kapitala. Nakon početka krize rezervacije za ispravke vrijednosti snažno su porasle zbog izraženog pogoršavanja kvalitete plasmana banaka, dok se stopa adekvatnosti kapitala povećala zbog pokušaja regulatora da povećaju otpornost sustava (slike 2. i 3.). Udio nekamatnih prihoda u ukupnim prihodima znatno se smanjio nakon 2008., što je povezano

4 B. Aydin, *Banking Structure and Credit Growth in Central and Eastern European Countries*, IMF Working Paper WP/08/215, rujan 2008.

i sa slabijom kreditnom aktivnošću u tom razdoblju uz koju su vezane brojne naknade.

Model je ocijenjen pomoću sistemskog GMM (engl. *generalized method of moments*) procjenitelja Arellana i Bovera koji kao instrumente upotrebljava prošle vrijednosti zavisne varijable i ortogonalne devijacije ostalih endogenih varijabla, a jednadžba je:

$$y_{i,t} = \alpha y_{i,t-1} + \mathbf{x}'_{i,t} \cdot \beta_{BS} + \mathbf{w}'_{i,t} \cdot \beta_{BM} + \mathbf{z}'_{i,t} \cdot \beta_M + \varepsilon_{i,t}$$

$$\varepsilon_{i,t} = \mu_i + \tau_t + \nu_{i,t}$$

Tri vektora varijabla jesu bankovni pokazatelji ($\mathbf{x}_{i,t}$), pokazatelji bankovnog tržišta i ($\mathbf{w}_{i,t}$) makroekonomski pokazatelji ($\mathbf{z}_{i,t}$), a $y_{i,t}$ označuje neto kamatnu maržu. Indeksi i i t označuju i -tu banku i t -to razdoblje. Pogreška sadržava bankovnu (μ_i) i vremensku komponentu (τ_t).

Većina makroekonomskih pokazatelja uključenih u model pokazala se statistički značajnima, što znači da okružje u kojem banka posluje utječe na neto kamatnu maržu. Veza između stope promjene BDP-a i neto kamatne marže pozitivna je, a to pokazuje da su banke tijekom razdoblja snažnoga kreditnog rasta mogle zaračunavati više marže zbog pojačane potražnje za kreditima⁵, no treba napomenuti da taj pokazatelj nije statistički značajan u svim specifikacijama. Snažni priljevi kapitala mjereni saldom na tekućem računu platne bilance povezani su s padom neto kamatne marže. Nasuprot tome, korelacija između javnog duga i neto kamatne marže pozitivna je, što je vjerojatno posljedica povećanih makroekonomskih rizika i pitanja održivosti javnog duga. Inflacija je pozitivno korelirana s neto kamatnom maržom, dok je veza između neto kamatne marže i kratkoročnih kamatnih stopa na novčanom tržištu negativna. Zamjenom makroekonomskih pokazatelja s razlikama prinosa na državne obveznice koje čine sintetski makroekonomski pokazatelj potvrdilo se da je povećani rizik zemlje povezan s višom neto kamatnom maržom.

Koeficijenti uz bankovne pokazatelje također uglavnom imaju očekivane predznake. Analizom omjera troškova i prihoda potvrđeni su nalazi većine istraživanja o tome da veća efikasnost banaka rezultira nižim maržama. Rezervacije za ispravke vrijednosti u negativnoj su vezi s neto kamatnom maržom, najvjerojatnije zbog toga što banke ne smiju zaračunavati kamate na nenaplative kredite. To također pokazuje da zbog jake konkurencije nema prostora za komercijalno nadoknađivanje gubitaka. Rezultati upućuju na strukturnu promjenu veze između kapitalizacije i neto kamatne marže koja je u kriznom razdoblju negativna i mnogo snažnija. Koeficijent uz udio nekamatnih prihoda u ukupnim prihodima negativan je, što upućuje na to da banke s većim udjelom nekamatnih prihoda u ukupnim bruto prihodima zaračunavaju niže kreditne marže.

Ne temelju dobivenih rezultata može se zaključiti da su do krize neto kamatne marže padale primarno pod utjecajem snažnog priljeva kapitala, stabilnoga makroekonomskog okružja, sve veće troškovne efikasnosti banaka i poboljšanja kvalitete njihovih plasmana. U istom razdoblju, u suprotnom su smjeru djelovali snažna potražnja za kreditima i rast javnog duga. Tijekom krize, snažan rast javnog duga, povećanje

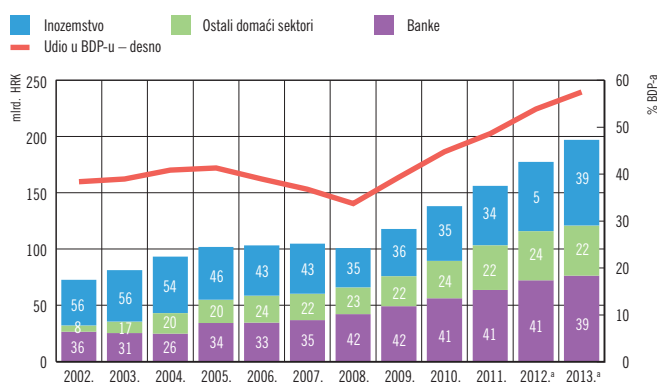
5 Do sličnog su zaključka došli i S. Claeys i R. Vander Venet, *Determinants of Bank Interest Margins in Central and Eastern Europe: A Comparison with the West, Economic Systems*, 32(2), 197 – 216, 2008.

makroekonomskih rizika i značajan pad priljeva kapitala djelovali su u smjeru rasta neto kamatne marŕe, no prevladali su činitelji koji su rezultirali nižom neto kamatnom marŕom kao što su slaba potražnja za kreditima, povećanje stope adekvatnosti kapitala i rast loših plasmana. Također, rezultati istraživanja upućuju na to da, osim banaka, na

troškove financijskog posredovanja, a time i na poticanje gospodarske aktivnosti, važan utjecaj imaju i nositelji ekonomske politike vođenjem makroekonomske politike usmjerene na sprečavanje i ublaŕavanje rizika te očuvanje stabilnoga makroekonomskog okruŕja.

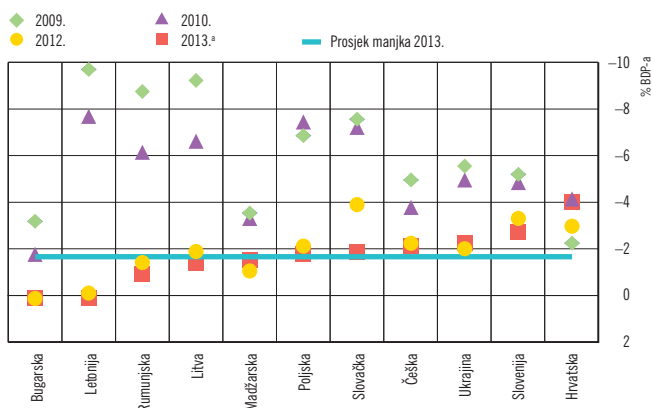
Sektor države

Slika 28. Dug opće države



^a Projekcija HNB-a
Izvori: MF, HNB

Slika 29. Usporedno kretanje manjka opće države



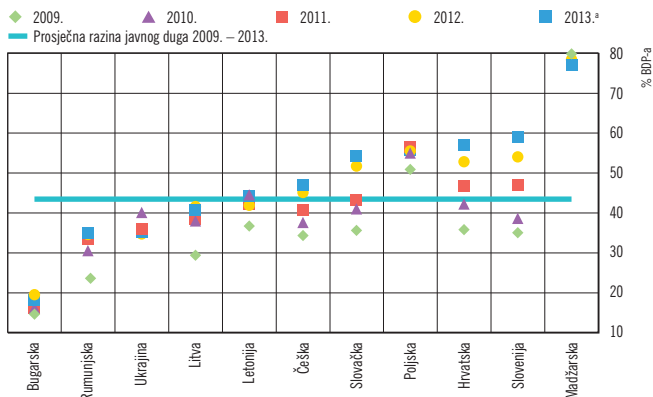
^a Projekcije EK i HNB-a
Izvor: MMF, Regional Economic Outlook 2011

Strukturne i fiskalne reforme u sektoru države provedene tijekom 2012. nisu bile dovoljne da javne financije dovedu na dugoročnu održivu putanju, pa je agencija Standard & Poor's smanjila kreditni rejting Hrvatske s BBB– na BB+ uz stabilne izgledе. Početkom veljače kreditni rejting Hrvatske smanjila je i agencija Moody's s Baa3 na Ba1, također uz stabilne izgledе. Stoga bi za povećanje financijske stabilnosti bilo presudno što prije na početku 2013. predložiti rebalans proračuna uz koji bi išao i paket strukturnih reforma koji bi omogućio njegovu vjerodostojnu provedbu.

Provedena fiskalna konsolidacija u 2012. zasnovana je na povećanju poreznih prihoda, što je agencija Standard & Poor's nakon rebalansa proračuna za 2012. i plana proračuna za 2013. ocijenila negativno i smanjila hrvatski kreditni rejting s BBB– na BB+. Početkom veljače kreditni rejting Hrvatske smanjila je i agencija Moody's, s Baa3 na Ba1. Rebalans proračuna za 2012. pokazao je da nisu provedene potrebne strukturne reforme, pa su originalni planovi rashoda za 2012. povećani za plaće, subvencije i socijalne naknade. Srednjoročni fiskalni okvir indicira kontinuiranu preferenciju da se konsolidacija proračuna zasniva na rastu prihoda umjesto na smanjenju tekućih rashoda, što pokazuje da su fiskalni ciljevi nedovoljno ambiciozni te bi rebalans proračuna na početku 2013. bio poželjan za ponovno stvaranje kredibiliteta.

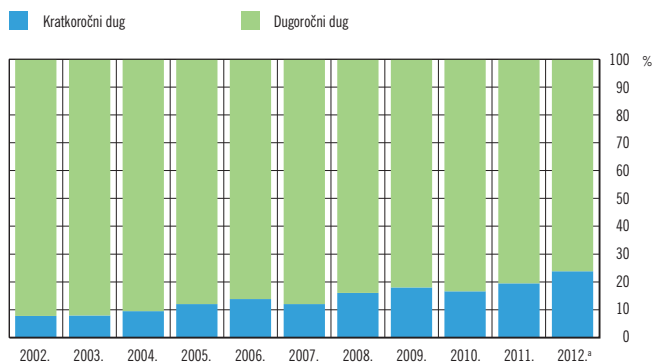
Predstavljeni proračun za 2013. zaustavlja fiskalnu konsolidaciju s ciljem povećanja investicija kako bi državni rashodi pripomogli oživljavanju gospodarstva u 2013. U proračunu opće države za 2013. zabilježen je za oko 1% BDP-a veći manjak od proračuna za 2012., što je posljedica povećanja rashoda za kamate te povećanja izdataka za investicije. Rast rashoda za

Slika 30. Usporedno kretanje javnog duga



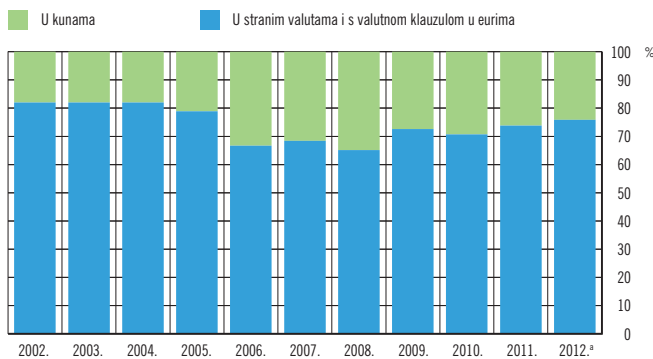
* Projekcije EK i HNB
Izvor: MMF, Regional Economic Outlook 2011

Slika 31. Struktura javnog duga prema preostalom dospjeću



* Projekcija HNB-a
Izvori: MF, HNB

Slika 32. Valutna struktura javnog duga



* Projekcija HNB-a
Izvori: MF, HNB

Tablica 5. Referentne razine indikatora za rizik fiskalne održivosti u 2013.^a

Indikator	Sigurno područje	Referentna razina	Razina u Hrvatskoj
$r - g^b$	<	1,1%	4,7%
Javni dug opće države (% BDP-a)	<	42,8%	57,1%
Ciklički prilagođen primarni saldo (% potenc. BDP-a)	>	-0,5%	-2,2%
Bruto potrebe za financiranjem (% BDP-a)	<	20,6%	10,3%
Udio kratkoročnog duga u ukupnom dugu	<	44,0%	21,0%
Dug nominiran u inozemnoj valuti	<	40,3%	76,4%
Vagano prosječno dospjeće javnog duga (godine) ^c	>	2,3	5,3
Kratkoročni inozemni javni dug (postotak deviznih pričuva) ^c	<	61,8%	3,9%

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

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

^c 2012.

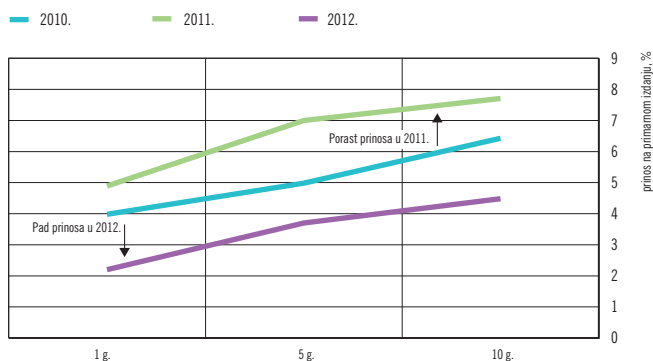
Izvori: MMF WP/11/100; HNB

kamate od 0,5% BDP-a očekivan je s obzirom na rast javnog duga i preuzimanje kredita brodogradilišta. Druga kategorija rashoda koja vidljivo raste u 2013. jesu investicije koje bi trebale porasti za oko 0,6% BDP-a. Ostalo povećanje rashoda posljedica je procesa ulaska u EU, gdje se očekuju dodatni rashodi od oko 1% BDP-a na godišnjoj razini, odnosno 0,5% u 2013. budući da je ulazak Hrvatske u EU predviđen za drugu polovinu godine.

Zakon o fiskalnoj odgovornosti prvi se put primjenjuje na izvršenje proračuna u 2012., a uspješnost provedbe ovisi o primjeni standarda proračunskog računovodstva po standardu ESA 95. Kao što smo naveli u prethodnom broju Financijske stabilnosti, glavni rizici u provedbi Zakona o fiskalnoj odgovornosti proizlaze iz snažnog usporavanja ekonomskog rasta i sporosti u provedbi strukturnih promjena nužnih za smanjenje proračunskih rashoda. Uz rizike koji su se ostvarili država je preuzela jamstva brodogradilišta u javni dug, što automatski povećava rashode za kamate. S druge strane, preuzimanje jamstava brodogradilišta u javni dug u prethodnim godinama (od 2009. do 2011.) mora se odraziti i na povećanje rashoda pa prema tome i na povećanje manjka. Procjenjuje se da će efekt preuzimanja jamstava brodogradilišta u javni dug povećati rashode u 2011. za oko šest milijarda kuna. Slijedom tog povećanja rashoda u 2011., što je u skladu s međunarodnim proračunskim računovodstvenim standardom ESA 95, očekuje se ispunjavanje fiskalnih pravila u 2012.

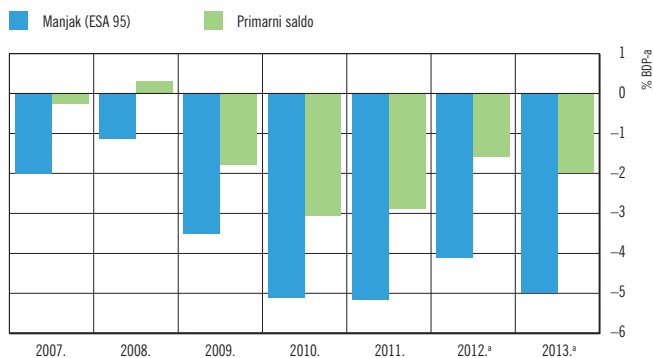
Fiskalni odbor neovisnim makroekonomskim prognozama može povećati izvjesnost provedbe fiskalne konsolidacije. Zadaća je fiskalnog odbora pratiti i upozoravati na pravilnu primjenu fiskalnih pravila. Fiskalna pravila mogu pojačati kredi-

Slika 33. Prinos na primarnom izdanju eurskih vrijednosnica



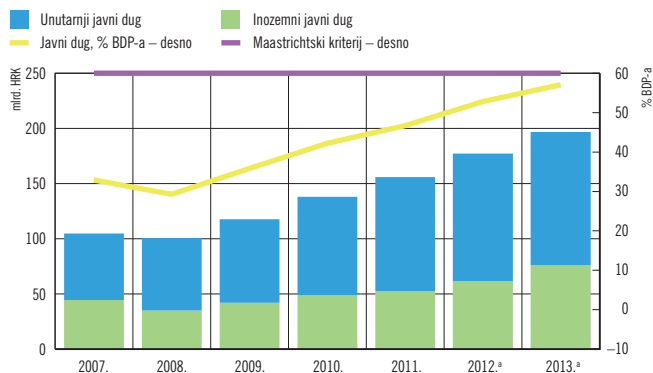
Izvor: MF

Slika 34. Projekcija manjka opće države



* Projekcija HNB-a
Izvori: MF, HNB

Slika 35. Projekcija duga opće države



* Projekcija HNB-a
Izvori: MF, HNB

bilitet planova proračunske konsolidacije i učvrstiti fiskalnu disciplinu. Iz empirijskih studija za zemlje članice EU vidljivo je da nacionalna fiskalna pravila jačaju provedbu fiskalne politike. Uspostava nepolitičkih fiskalnih odbora koji izrađuju makroekonomske projekcije za pripremu proračuna mogu osigurati da se proračunski planovi i projekcije ne izrađuju na osnovi preoptimističnih makroekonomskih projekcija koje onemogućuju stvarnu provedbu fiskalne konsolidacije.¹ Fiskalna se pravila mogu povezati s raznim fiskalnim pokazateljima, a najučinkovitije je vezivanje uz udio rashoda u BDP-u.

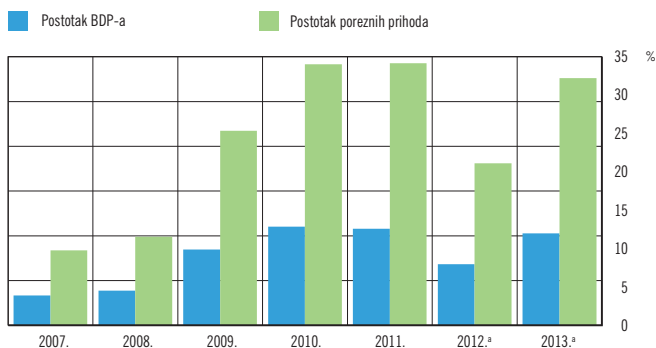
Ako je taj pokazatelj ispravno postavljen, udio rashoda u BDP-u tijekom dobrih vremena trebao bi se brže smanjivati, a rasti tijekom loših vremena, odnosno biti konstantan tijekom cijelog ciklusa. Fiskalno pravilo u Hrvatskoj je trenutačno prociklično te se nameće potreba promjene fiskalnog pravila u kontraciklično, pri čemu se mora nastaviti fiskalna konsolidacija do uravnoteženja proračuna.

Pogoršavanje pokazatelja fiskalne održivosti zahtijeva hitne strukturne promjene kako bi se trend preokrenuo. Većina se pokazatelja fiskalne održivosti (Tablica 5.) nastavlja pogoršavati. Stoga rast javnog duga, udio duga iskazanog u inozemnoj valuti, udio kratkoročnog duga u javnom dugu i razlika između realne implicitne kamatne stope i realnog rasta BDP-a ($r - g$) dodatno upozoravaju na potrebu za konkretnim i brzim strukturnim promjenama. Pad ekonomske aktivnosti u 2012. veći od očekivanog pogoršao je situaciju kod većine indikatora, što potvrđuje činjenicu da nije dovoljno samo provoditi strukturne reforme kako bi se provele proračunske uštede, već i kako bi se potaknuo ekonomski rast. I pokazatelji fiskalne likvidnosti upozoravaju na rastući rizik od fiskalnog stresa ako se ne poduzmu brze strukturne reforme. Udio kratkoročnog duga u ukupnom javnom dugu, iako još uvijek ispod referentne razine, kontinuirano raste te se sa 17,8% ukupnoga javnog duga krajem 2011. povećao na 23,85% na kraju 2012.

Pad prinosa na hrvatske obveznice u 2012. posljedica je smanjenja percepcije rizika pod utjecajem pozitivnih promjena u eurozoni. Tijekom rujna zabilježen je značajan pad prinosa na hrvatske obveznice i trezorskih zapisa svih dospeljaka. Ovakav povoljan razvoj događaja ponajprije je posljedica odluke o uvođenju operacija kupnje državnog duga zemalja članica na sekundarnom tržištu ESB-a (takozvane OMT operacije). Stoga će biti ključno izvršenje proračuna u 2013. i pridržavanje fiskalnog pravila kako bi se održao tako povoljan prinos u 2013., uz pretpostavku da se na globalnoj razini neće dogoditi veći financijski potres koji bi mogao globalno povećati percepciju rizika i time smanjiti cijenu. Sniženje hrvatskoga kreditnog rejtinga od strane agencije Standard & Poor's dovelo je do blagog smanjenja cijena obveznica, ali provođenje strukturnih reformi koje će potaknuti ekonomski rast može utjecati na njihov oporavak.

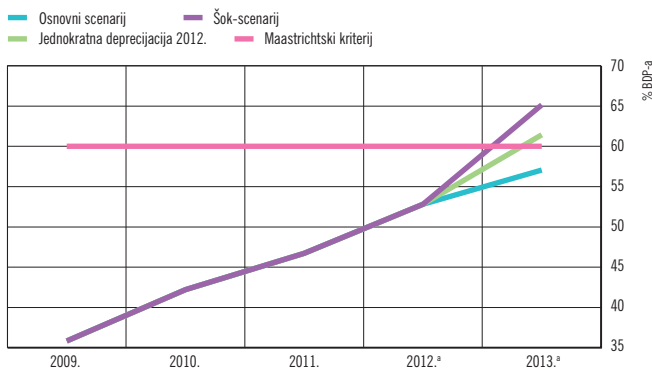
¹ X. Debrun i M. S. Kumar, *The Discipline-Enhancing Role of Fiscal Institutions: Theory and Empirical Evidence*, IMF Working Paper No. 07/171 (Washington: International Monetary Fund)

Slika 36. Bruto potrebe za financiranjem



* Projekcija HNB-a
Izvori: MF, HNB

Slika 37. Različiti scenariji projekcije javnog duga



* Projekcija HNB-a
Izvor: HNB

Prosječna se preostala ročnost javnog duga nastavlja skraćivati jer se država zadužuje po kraćim rokovima. Vagano prosječno preostalo dospijeće cjelokupnoga javnog duga smanjilo se na 5,31 godinu, što je za pola godine manje nego na kraju 2011. Ročnost inozemnoga preostalog javnog duga smanjila se na 6,71 godinu, a domaćega preostalog javnog duga na 4,56 godina.

Financiranje manjka opće države i dospjelih financijskih obveza u 2013. bit će najveći izazov za nositelje fiskalne politike. Treba imati na umu da su potrebe za zaduživanjem u 2013. na razini od 10,3% BDP-a, što je osjetno više od 6,8% BDP-a koliko je bilo potrebno u 2012. Kao što pokazuje Slika 9., to je još uvijek znatno niže od referentne razine jednog od pokazatelja za ocjenu fiskalne održivosti koja iznosi 20,6% BDP-a. Smirivanje financijske krize u Europskoj uniji sigurno otvara prostor za uspješno prikupljanje sredstava za financiranje, ali smanjenje hrvatskog rejtinga tražit će dodatne napore da se ojača solventnost sektora države.

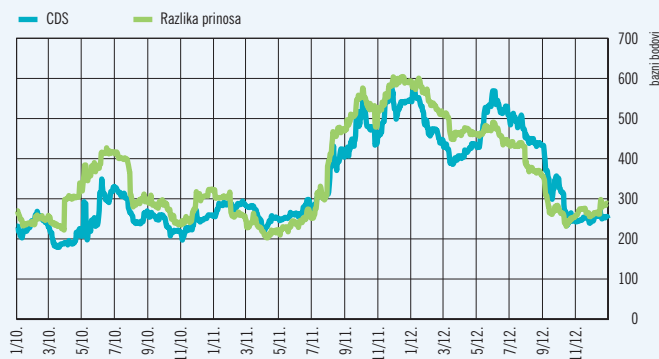
Scenariji korišteni u stresnom testiranju podižu javni dug iznad zakonom propisane razine od 60% BDP-a u 2013. Brzina rasta javnog duga u posljednje četiri godine dovela je javni dug u osnovnom scenariju blizu razine od 60% BDP-a. Razmatranje različitih scenarija vrlo brzo podiže javni dug u BDP-u iznad 60%. Prema prvom stresnom scenariju deprecijacija tečaja kune od 10% prema svim valutama podigla bi javni dug preko razine od 60%, odnosno na 61,4% BDP-a. Drugi kombinirani stresni scenarij uključuje i pad BDP-a za -3,6%, što dovodi do dodatnog rasta javnog duga na 65,2% BDP-a. Takav je razvoj događaja izrazito važan uzme li se u obzir da članak 74. Zakona o proračunu jasno ograničava državni dug na razinu od 60% BDP-a.

Okvir 2. Ocjena učinaka smanjenja kreditnog rejtinga RH na troškove zaduživanja i pristup inozemnom tržištu kapitala

Sredinom prosinca 2012. Hrvatskoj je agencija za dodjelu kreditnog rejtinga Standard & Poor's smanjila ocjenu kreditnog rizika za dugoročno i kratkoročno zaduživanje s investicijske razine (BBB-/A-3) na špekulativnu razinu (BB+/B).¹ Pritom je kao glavni razlog takvog poteza navela kako strukturne i fiskalne reforme koje je Vlada provela tijekom 2012. nisu bile dovoljne da bi potaknule gospodarski rast i osigurale dugoročnu održivost javnih financija. Općenito, ocjena kreditnog rizika ili kreditni rejting države jest procjena sposobnosti i spremnosti države kao izdavatelja dužničkoga vrijednosnog papira da u potpunosti i na vrijeme ispunjava svoje financijske obveze. Promjena kreditnog rejtinga zemlje može utjecati na trošak zaduživanja s kojim se zemlje susreću pa se pojavila bojazan da će se Hrvatska suočiti s rastom kamatnih stopa i da će teško realizirati planirana izdanja inozemnih obveznica u 2013.,² što bi imalo nepovoljan učinak na domaća makroekonomska kretanja. Veća usmjerenost države na domaća financijsko tržište zasigurno bi dovela do učinka istiskivanja privatnog sektora s tržišta kredita, što bi otežalo oporavak domaćega gospodarstva. Zbog tog razloga cilj ovog istraživanja jest procjena učinka smanjenja kreditnog rejtinga RH u kratkom roku.

Istraživanja već prikazana u publikacijama HNB-a pokazuju kako je trošak zaduživanja RH kombinacija djelovanja makroekonomskih fundamenata, ali i kretanja globalne nesklonosti riziku (vidi Financijska stabilnost, broj 3, Okvir 1., Bilten 171, Okvir 5.).³ Slabljenje makroekonomskih fundamenata (rast javnog duga, proračunski manjak i nedosta-

Slika 1. Razlika prinosa državnih obveznica RH i referentne njemačke obveznice i premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za RH, 2010. – 2013.



Izvor: Bloomberg

1 Preostale dvije glavne agencije za dodjelu kreditnog rejtinga, Moody's i Fitch, za sada su zadržale svoje ocjene najnižega investicijskog rejtinga Hrvatske.

2 U državnom proračunu za 2013. planirana su inozemna izdanja obveznica ukupne vrijednosti od 14,2 mlrd. kuna.

3 M. Dumičić i T. Ridzak (2011.), *Determinants of sovereign risk premia for European emerging markets*, *Financial Theory and Practice*, 35 (3); D. Kunovac (2013.), *Trošak zaduživanja zemalja EU i Hrvatske, učinak prelijevanja vanjskih šokova, u pripremi*.

tak gospodarskog rasta) u posljednjih nekoliko godina utjecalo je na rast premije za rizik. Međutim, u cijenu zaduživanja ugrađena su i vanjska kretanja, posebice u kratkom roku.

Kada je riječ o trošku zaduživanja na međunarodnim financijskim tržištima, kretanje razlike prinosa državnih obveznica RH i referentne njemačke državne obveznice kao i premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za Hrvatsku u razdoblju od studenoga 2010. do sredine siječnja 2013. prikazanih na Slici 1. ne upućuje na pogoršanje uvjeta financiranja na međunarodnom tržištu nakon smanjenja rejtinga.

Kako bi se preciznije ocijenio utjecaj smanjenja kreditnog rejtinga s investicijske na špekulativnu razinu na trošak zaduživanja, pristupilo se ekonometrijskoj analizi. U tu se svrhu koristi jednostavna analiza događaja na dnevnim podacima, u kojoj se na panelu od četrnaest europskih zemalja⁴ identificiraju sve promjene rejtinga s investicijske na špekulativnu razinu u razdoblju 2007. – 2012. Nakon toga, linearnim modelom procijenjen je utjecaj koji smanjenje rejtinga ima na razlike prinosa na državne obveznice. Model vodi računa o eventualnoj anticipaciji i o potrebnom vremenu apsorpcije objave snižavanja rejtinga⁵ tako da osim samog dana snižavanja rejtinga identificira i reakciju razlike prinosa jedan dan prije te jedan dan poslije objave. Također, model vodi računa i o eventualnoj procikličnosti objava agencija za dodjelu kreditnog rejtinga pa je stoga u specifikaciju uključen i indikator realne aktivnosti za pojedine zemlje. Budući da se model procjenjuje na dnevnoj razini, za tu svrhu dostupni su jedino podaci o burzovnim indeksima pojedinih zemalja⁶. Osim toga, u model je uključen i VIX indeks (engl. *Chicago Board Options Exchange Market Volatility Index*) kao indikator globalne nesklonosti riziku.

Korišteni model procijenjen je linearnom panel-regesijom gdje je zavisna varijabla razlike prinosa na državne obveznice četrnaest europskih zemalja u odnosu na njemačke državne obveznice. Razlika prinosa objašnjava se promjenom globalne nesklonosti riziku, nacionalnim tržištima dionica te se kao varijable u modelu nalaze i indikatori događaja smanjenja rejtinga na špekulativnu razinu za svaku od tri agencije. Koeficijent uz ove identifikatore događaja za svaku agenciju tumačimo kao izravan utjecaj spuštanja rejtinga u špekulativnu kategoriju na cijenu zaduživanja pojedine zemlje.

Rezultati korištenog modela prikazani su u Tablici 1. i upućuju na to da je na promatranom razdoblju degradacija duga u špekulativnu kategoriju statistički i ekonomski signifikantno utjecala na razliku prinosa. Tako je u slučaju objave agencije Moody's sniženje rejtinga na neinvesticijski status bilo popraćeno porastom razlike prinosa za 51 bazni bod unutar jednog dana, dok su na objave agencija Standard & Poor's i Fitch tržišta

4 Zemlje uključene u analizu su: Hrvatska, Bugarska, Rumunjska, Mađarska, Austrija, Belgija, Češka, Španjolska, Francuska, Irska, Italija, Litva, Poljska i Portugal.

5 Ako je informacijski skup na temelju kojeg agencije za dodjelu kreditnog rejtinga donose svoje odluke istovjetan onome sudionika na tržištu, objave rejtinga ne bi imale utjecaj na kretanja prinosa na državne obveznice. Drugim riječima, efikasna tržišta ovu bi informaciju već prethodno apsorbirala i promjena rejtinga u tom slučaju ne bi bila novost na tržištu. No pokazalo se da objave agencija tržišta često doživljavaju kao iznenađenja i, u skladu s tim, tek nakon objave reagiraju na novosti.

6 Uz pretpostavku da cijena dionice odražava sadašnju vrijednost očekivanih isplata svih budućih novčanih tokova vezanih uz dionicu (tj. dividenda), tržišta odražavaju očekivanja o realnom poslovnom ciklusu.

Tablica 1. Rezultati procjene ekonometrijskog modela na panel-podacima

	Moody's	S & P	Fitch	VIX	Burza	Konstanta
Model u razinama	51 (***)	30 (***)	63 (***)	12,8 (***)	-121 (***)	0,1 (*)
Model u postotnoj promjeni	4,2 (*)	3,8 (**)	5,2 (**)	7,5 (***)	-66,7 (***)	0,1 (***)

Napomena: Simboli (***) , (**) i (*) označuju statističku značajnost na razini od 99%, 95% i 90%.

Izvori: Bloomberg; izračun HNB-a

reagirala sličnim porastima od 30 i 63 bazna boda⁷. Pri interpretaciji dobivenih rezultata treba imati na umu da je trenutačna razina globalne nesklonosti riziku znatno niža od one iz razdoblja kada su zemlje iz našeg panela, s iznimkom nedavne degradacije Hrvatske, bile degradirane u špekulativnu kategoriju⁸. Stoga su trenutačne razine razlike prinosa na obveznice također znatno niže, pa je očekivana reakcija na smanjenje rejtinga u sadašnjim okolnostima slabija u odnosu na prethodna slična smanjenja. Zato je uz već ocijenjeni model u razinama ocijenjen i model u promjenama razlike prinosa. Na taj je način uzeta u obzir moguća ovisnost intenziteta reakcije na degradaciju duga u špekulativnu kategoriju i trenutačne razine razlike prinosa. U tom slučaju rezultati upućuju na to da degradacija rejtinga na špekulativni status povećava razinu razlike prinosa za 4,2% za agenciju Moody's, 3,8% za Standard & Poor's te 5,2% za Fitch.

Opisana reakcija na smanjenje rejtinga može uključivati i djelovanje ostalih činitelja (primjerice dnevnu promjenu globalne premije za rizik, učinke prelijevanja i financijske zaraze). Stoga je za precizniju ocjenu potrebno istražiti koje su izravne posljedice smanjenja rejtinga hrvatskog duga od strane agencije Standard & Poor's na kretanje razlike prinosa. Da bismo preciznije odgovorili na to pitanje, korisno je razliku prinosa domaćih obveznica očistiti od snažnog utjecaja vanjskih financijskih kretanja i tako izolirati onaj dio dinamike te razlike za koji su odgovorna jedino domaća, idiosinkrastična ekonomska kretanja. Na ovaj se način želi izbjeći pristrana procjena utjecaja promjene rejtinga na razliku prinosa do koje eventualno dolazi ako su osim promjene rejtinga na razliku prinosa istodobno djelovale i silnice koje nemaju izravne veze s promjenom rejtinga i karakteristične su za kretanje razlike prinosa na globalnoj razini. U tu su svrhu metodom glavnih komponenata (engl. PCA – *Principal component analysis*) iz grupe razlika prinosa procijenjena tri zajednička faktora, tj. varijable koje po definiciji sažimaju informaciju (varijabilnost) analizirane grupe razlika prinosa. Nakon toga

7 Zbog malog broja (7) događaja koji analiziramo u prošlosti korišteni modeli za svaku agenciju jedino identificiraju događaje pada rejtinga na špekulativnu razinu, neovisno o trenutačnim rejtingima preostalih dviju agencija. No uočeno je da je reakcija na objavu agencije koja prva reagira najsnažnija, dok eventualne naknadne objave ostalih agencija više nisu veliko iznenađenje za tržišta i ona tada reagiraju znatno slabije. Stoga treba biti pažljiv pri akumuliranju rezultata iz Tablice 3. po raznim agencijama.

8 Primjerice Mađarska krajem 2011. i početkom 2012. te Irska i Portugal tijekom 2011.

Slika 2. Dnevna promjena "domaće komponente" razlike prinosa državnih obveznica RH



Napomena: Osjenčano područje označuje razdoblje nakon smanjenja rejtinga.

Izvori: Bloomberg; izračun HNB-a

procijenjen je jednostavni linearni model u kojem se razlika prinosa hrvatskih obveznica objašnjava isključivo procijenjenim zajedničkim faktorima. Za ovu je analizu primaran rezidual modela koji interpretiramo, kao onaj dio dinamike razlike prinosa koji nije pod utjecajem zajedničkih vanjskih kretanja.

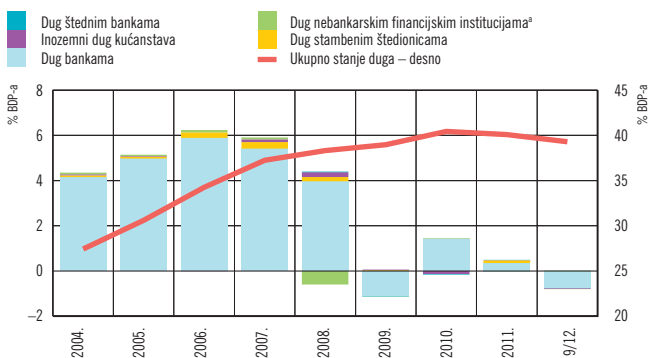
Provedena analiza upućuje na to da su domaće razlike prinosa posljednjih godina pod utjecajem pogoršanja domaćih fundamenata, kao i vanjskih kretanja. Kako bismo identificirali izravan utjecaj koji je promjena rejtinga imala na razliku prinosa, Slika 2. prikazuje dnevnu promjenu ovih reziduala za posljednjih nekoliko mjeseci. Dnevne promjene "domaće komponente" razlike prinosa upućuju na to da su tržišta u određenoj mjeri dočekala promjenu rejtinga kao iznenađenje i reagirala su na degradaciju. No reakcija nije bila snažna i iznosila je 21 bazni bod dan nakon snižavanja rejtinga te dodatnih 15 bodova sljedeći dan.

Međutim, valja naglasiti kako bi na temelju ove analize bilo pogrešno zaključiti da je utjecaj makroekonomskih i fiskalnih fundamenata na cijenu zaduživanja zanemariv. Konačno, iako fiskalni i ostali fundamenti u kratkom roku nemaju presudan utjecaj na dinamiku razlike prinosa u kratkom roku, zasigurno utječu na cijenu zaduživanja u duljem roku, što pokazuju mnoga istraživanja⁹. Stoga je provođenje fiskalne konsolidacije i reforma koje će utjecati na poboljšanje uvjeta poslovanja te omogućiti viši rast nužno za smanjivanje troška financiranja za sve domaće sektore.

9 Vidi primjerice T. Poghosyan (2012.), E. Baldacci i M. S. Kumar (2010.) te L. Barobosa i S. Costa (2010.).

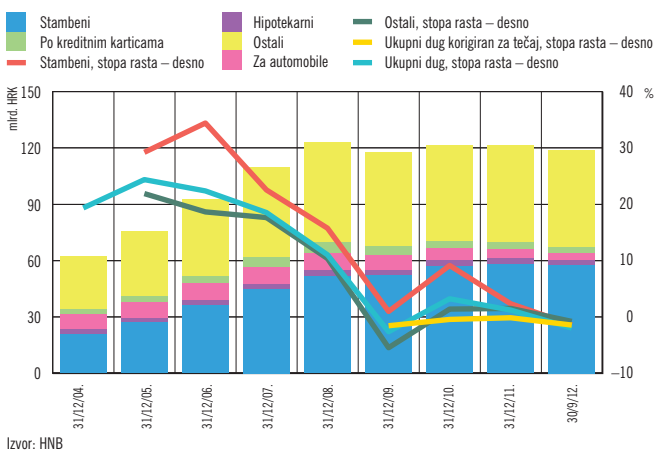
Sektor kućanstava

Slika 38. Promjena i stanje duga kućanstava



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

Slika 39. Krediti kućanstvima prema namjeni



Izvor: HNB

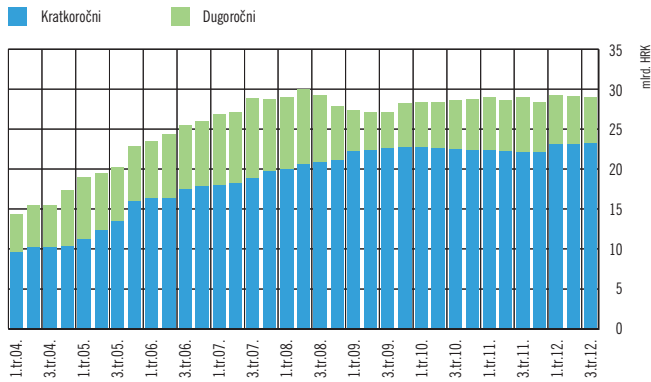
Kućanstva su se tijekom 2012. razduživala ponajprije zbog porasta rizika povezanih s kretanjima na tržištu rada. Očekivano daljnje smanjivanje zaposlenosti i realnih dohodaka, uz uobičajeno visoku izloženost tečajnom i kamatnom riziku, povećat će rizik nemogućnosti otplate kredita stanovništva u 2013.

Proces razduživanja stanovništva intenzivirao se tijekom 2012. pa se zaduženost kućanstava do kraja rujna smanjila ispod razine od 40% BDP-a (Slika 38.). Smanjenje zaduženosti ponajprije se ogledalo u padu izloženosti prema bankama (–0,8% BDP-a), dok je dug kućanstava prema ostalim financijskim posrednicima, koji čini 4% ukupnog duga, bio relativno stabilan. Tako je godišnja stopa rasta ukupnog duga kućanstava krajem rujna 2012. iznosila –2,0%, odnosno –1,5% ako se isključi utjecaj tečaja kune koji je tijekom trećeg tromjesečja blago apprecirao (Slika 39.).

Izostanak snažnijega novoga kreditiranja (Slika 40.) podržao je trend razduživanja kućanstava u 2012. S obzirom na to da ukupan iznos novoodobrenih kredita već dvije godine gotovo stagnira, uz tek manje sezonske oscilacije, dok su otplate postojećih kredita još uvijek relativno stabilne, ukupni se dug kućanstava efektivno smanjuje od sredine 2009. po prosječnoj godišnjoj stopi od –0,84% (Slika 39.).

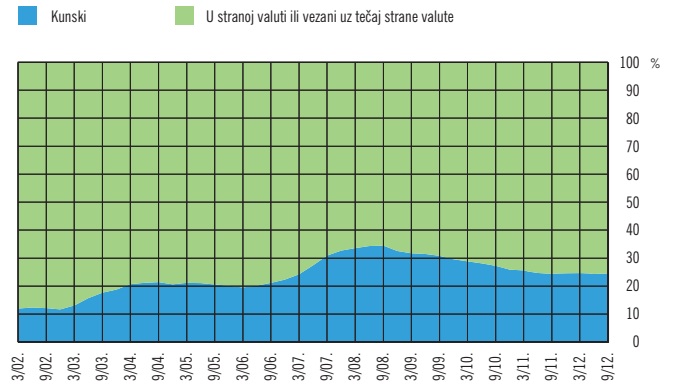
U strukturi novoodobrenih kredita stanovništvu primjetljiva je tendencija smanjivanja dugoročnoga kreditiranja, ali i istodobni porast oslanjanja kućanstava na kratkoročne okvirne kredite. Ta su kretanja uglavnom potaknuta padom potrošnje, posebno dugoročnih dobara, ali djelomice i izraženijim rastom kamatnih stopa na dulje rokove dospijeaća u odnosu na one do godinu dana te lakšom dostupnošću kratkoročnih kredita, posebno minusa po tekućim računima. Smanjivanje novoga dugoročnog

Slika 40. Ročna struktura novodobrenih kredita kućanstvima, korigirana za sezonske oscilacije



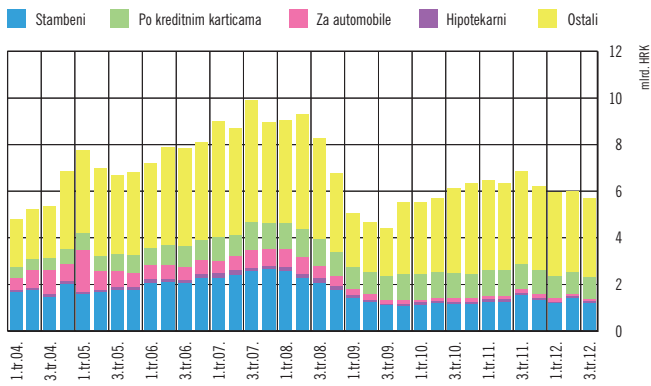
Izvor: HNB

Slika 43. Valutna struktura kredita kućanstvima



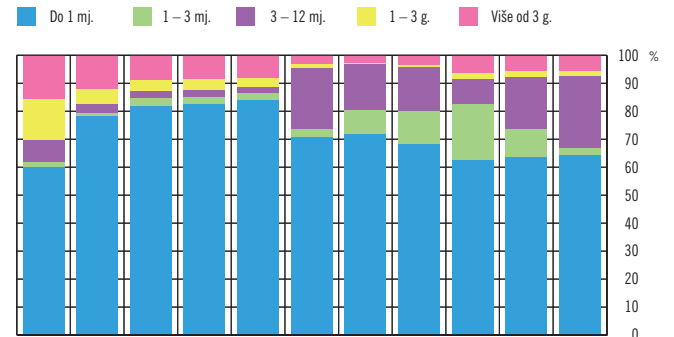
Izvor: HNB

Slika 41. Novodobreni dugoročni krediti kućanstvima prema namjeni, korigirani za sezonske oscilacije



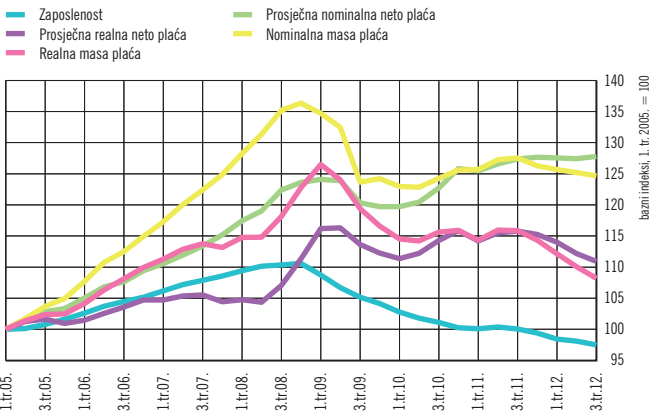
Izvor: HNB

Slika 44. Krediti kućanstvima prema promjenjivosti kamatne stope



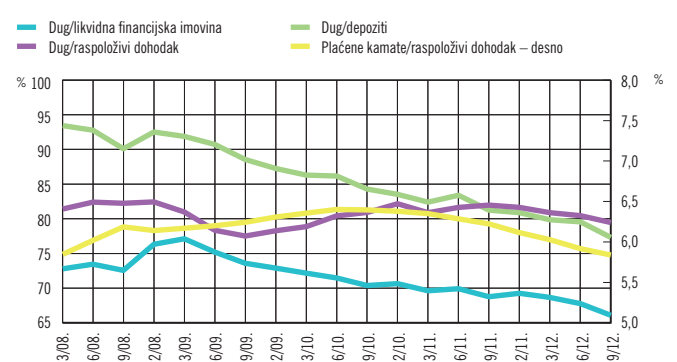
Izvor: HNB

Slika 42. Kretanje zaposlenosti i plaća (bez sezonskih učinaka)



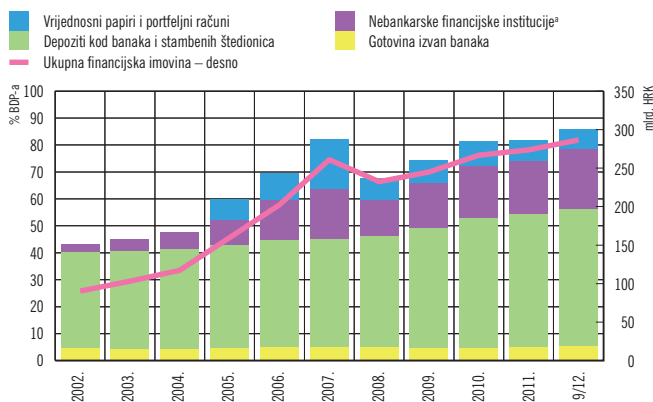
Izvor: DZS

Slika 45. Zaduženost kućanstava i teret otplate duga



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

Slika 46. Financijska imovina kućanstava



* Potraživanja kućanstava od otvorenih i zatvorenih investicijskih fondova te društava za osiguranje procijenjena su. Izvori: Hanfa; SKDD; HNB

zaduživanja kućanstava, započeto krajem 2011., primjetljivo je po svim kategorijama kredita (Slika 41.). Tako je krajem rujna 2012. ukupan iznos stambenih kredita prvi put od izbijanja krize smanjen u nominalnim i efektivnim terminima (za 1,4%, odnosno 0,5% na godišnjoj razini, Slika 39.). Istodobno je pao i iznos ostalih dugoročnih kredita, ali po nešto nižoj godišnjoj stopi (0,8%).

Pad potražnje za novim kreditima upućuje na daljnji izostanak dugoročnih investicija kućanstava i smanjenje potrošnje, posebno trajnih dobara, u uvjetima pojačanih rizika na tržištu rada i neizvjesnosti na tržištu nekretnina (Slika 48.). Produljena recesijska kretanja u 2012. ogledaju se i u jačanju negativnih trendova na tržištu rada, ponajprije u intenzivnijem padu zaposlenosti i realnih plaća u uvjetima povišene inflacije (Slika 42.). Slične se tendencije očekuju i tijekom većeg dijela sljedeće godine pa će slaba osobna potrošnja kućanstava zadržati potražnju za kreditima na niskoj razini. Očekivani pad cijena i neizvjesnost oko poreznog opterećenja stambenih nekretnina

također smanjuju potražnju za kreditima, posebice dugoročnima (Slika 48.).

Osim porasta izloženosti makroekonomskim rizicima, kućanstva su i dalje visoko izložena i rizicima promjene tečaja i kamatnih stopa. Izloženosti spomenutim financijskim rizicima zadržale su se na razinama s kraja 2011. pa je u strukturi ukupnog duga na kraju rujna 75,5% (Slika 43.) svih kredita bilo vezano uz tečaj strane valute, a čak je 92,4% kredita bilo odobreno uz kamatnu stopu promjenjivu unutar jedne godine (Slika 44.).

Intenziviranje procesa razduživanja kućanstava poboljšalo je sve pokazatelje njihove zaduženosti i tereta otplate duga tijekom prva tri tromjesečja 2012. (Slika 45.). Unatoč nepovoljnom makroekonomskom okružju kućanstva su tijekom 2012. nastavila štedjeti, iako je rast depozita bio nešto manji nego prijašnjih godina. Do kraja rujna zabilježen je rast depozita stanovništva kod banaka (oko 3% godišnje, što je nešto manje od prosječne kamatne stope na oročene depozite stanovništva), koji ujedno čine i najveći dio ukupne likvidne financijske imovine kućanstava² (Slika 46.), pa se omjer duga i spomenutih kategorija financijske imovine znatno poboljšao. Istodobni blagi rast nominalnih dohodaka uz pad zaduženosti stimulirao je poboljšanje omjera duga prema raspoloživom dohotku kućanstava³ te je podržao tendenciju smanjenja omjera plaćenih kamata i raspoloživog dohotka unatoč zadržavanju kamatnih stopa banaka na povišenoj razini.

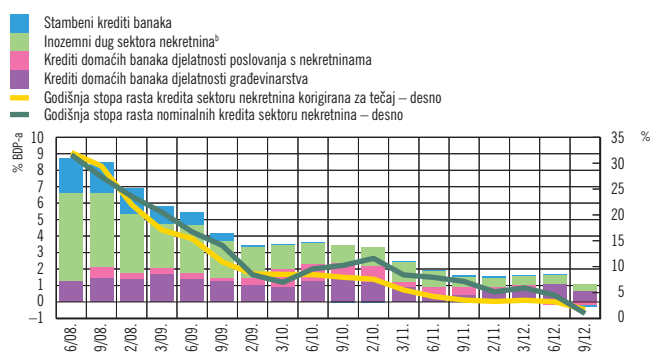
Kućanstva će se i u 2013. razduživati u uvjetima očekivanog nastavka pada zaposlenosti i realnih plaća. Porast rizika povezanih sa slabom gospodarskom aktivnošću, u prvom redu rizik nezaposlenosti te smanjenja plaća, tako će i dalje raditi pritisak na sposobnost kućanstava da uredno vraćaju dugove. To bi, zajedno sa zadržavanjem kamatnih stopa banaka na povišenoj razini i uobičajeno visokom izloženosti tečajnom riziku, moglo utjecati na daljnji porast kreditnog rizika banaka u segmentu kreditiranja stanovništva.

2 U financijsku imovinu kućanstava nisu uključeni efektivni strani novac i depoziti u inozemnim bankama jer se njihova razina ne može precizno procijeniti.

3 Procijenjeni raspoloživi dohodak kućanstava ne obuhvaća pojedine oblike dohotka generirane u službenom gospodarstvu (npr. autorske honorare, ugovore o djelu i dohodak od kapitala) ni dohodak iz neslužbenoga gospodarstva (sive ekonomije).

Sektor nekretnina

Slika 47. Godišnja promjena^a duga sektora nekretnina



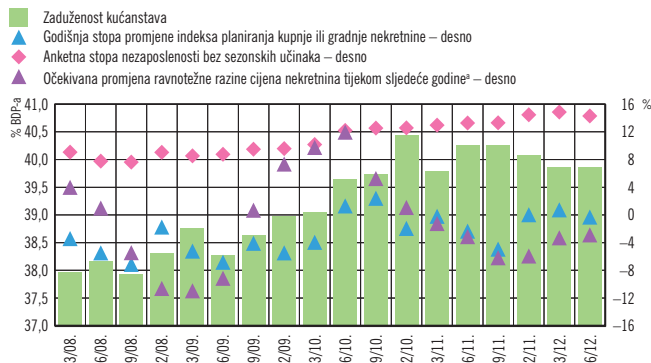
^a Promjene duga korigirane su za utjecaj tečajnih promjena.

^b U inozemni dug uključen je dug djelatnosti poslovanja s nekretninama i djelatnosti građevinarstva.

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

Izvor: Izračun HNB-a

Slika 48. Zaduženost kućanstava, stopa nezaposlenosti te kretanje potrošačkog optimizma i očekivanja na nekretninskom tržištu



^a Procijenjena je na temelju modelske ocjene ravnotežne razine cijena uzimajući pritom u obzir HNB-ove projekcije kretanja temeljnih odrednica potražnje za stambenim nekretninama (realnih kamatnih stopa i raspoloživog dohotka kućanstava).

Izvor: HNB

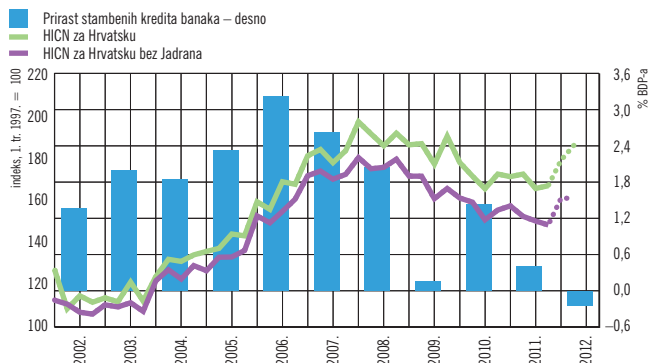
Produblјivanje recesijskih trendova u sektoru nekretnina povećava kreditni rizik i rezultira daljnjim usporavanjem zaduživanja tog sektora. Nastavak nepovoljnih kretanja na tržištu rada u 2013. bit će glavni ograničavajući činitelj oporavka tržišta stambenih nekretnina.

Usporavanje zaduživanja sektora nekretnina intenziviralo se tijekom prvog polugodišta 2012., pa je do kraja rujna prirast duga ovog sektora pao na dosad najnižu razinu (Slika 47.). Nominalni se dug tako krajem trećeg tromjesečja 2012. povećao za samo 1% godišnje, odnosno 1,7% ako se isključi utjecaj tečajnih promjena. Financijska potpora domaćih banaka poduzećima iz djelatnosti građevinarstva tijekom 2012. zadržala se na razini sličnoj kao krajem 2011. (prosječan godišnji prirast duga tijekom prva tri tromjesečja 2012. iznosio je 0,9% BDP-a). Istodobno je domaće kreditiranje poduzeća koja posluju s nekretninama zaustavljeno pa je prvi put od izbijanja financijske krize došlo do razduživanja djelatnosti povezane s kretanjima na tržištu nekretnina. Tendencija blagog usporavanja financiranja ovog sektora iz inozemnih izvora nastavila se i ove godine te je krajem rujna njihov doprinos ukupnom prirastu duga sektora nekretnina bio gotovo upola manji u odnosu na doprinos domaćih banaka.

Višegodišnje efektivno razduživanje kućanstava u uvjetima pojačane neizvjesnosti na tržištu rada i niske razine potrošačkog optimizma smanjilo je potražnju za stambenim nekretninama i zaustavilo stambeno kreditiranje (slike 48. i 49.). Očekivana nepovoljna kretanja temeljnih činitelja potražnje⁴ za stambenim nekretninama tako će tijekom 2013. nastaviti raditi pritisak na daljnji pad ravnotežne razine cijena. Premda osjetno oslablje-

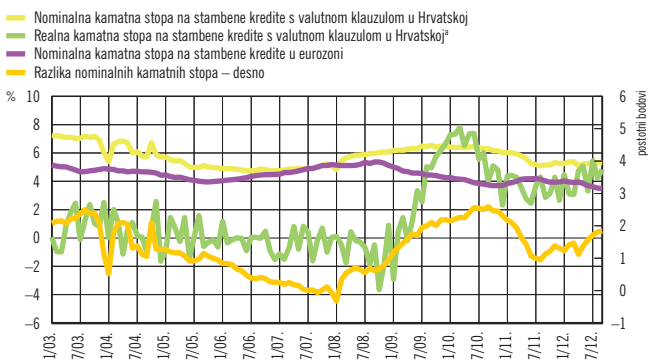
4 Pad raspoloživog dohotka kućanstava i zadržavanje realnih kamatnih stopa banaka na povišenoj razini

Slika 49. Stambeni krediti i hedonistički indeks cijena stambenih nekretnina^a, na tromjesečnoj razini



^a Hedonistički indeks uzima u obzir kvalitativne faktore pri standardiziranju stambenih jedinica.
Napomena: Razdoblje izraženije segmentacije tržišta stambenih nekretnina prikazano je iscrtanim linijama.
Izvor: Izračun HNB-a

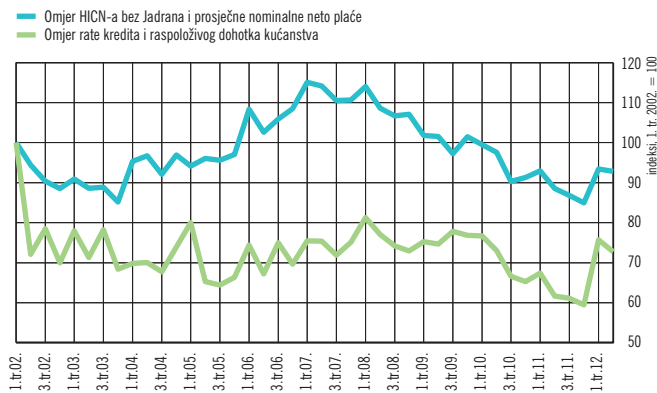
Slika 50. Usporedba kamatnih stopa na novoodobrene stambene kredite u Hrvatskoj i u eurozoni



^a Realna kamatna stopa na stambene kredite s valutnom klauzulom deflacirana je promjenom prosječne nominalne neto plaće s isključenim utjecajem kriznog poreza.
Izvori: ESB; HNB

na, preostala potražnja kućanstava posljednje je dvije godine uglavnom bila usmjerena na kvalitetnije nekretnine, što je stimuliralo segmentaciju tržišta stambenih nekretnina. Realizirane kupoprodajne transakcije tako su uglavnom bile povezane s

Slika 51. Financijska dostupnost stambenih nekretnina



Izvori: DZS; izračun HNB-a

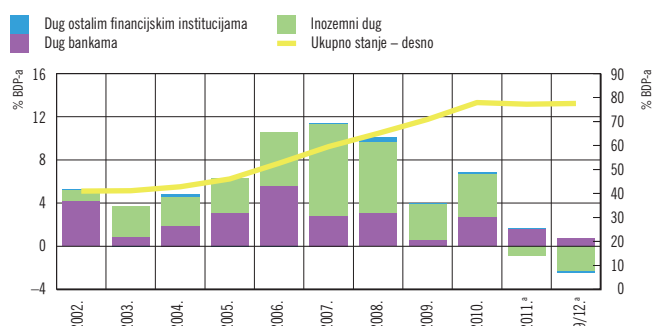
kvalitetnijim nekretninama na atraktivnijim lokacijama pa su, unatoč padu ukupnog prometa na tržištu nekretnina, tijekom prvog polugodišta 2012. prosječne ostvarene cijene stambenih nekretnina porasle za 6,2% na godišnjoj razini, odnosno 4,0% ako se iz indeksa isključe cijene nekretnina na Jadranu (Slika 49.). Budući da je to samo manji dio tržišta koji je razmjerno likvidan, kretanja na ukupnom tržištu nekretnina u 2012. su prema indeksima kretanja traženih cijena nekretnina⁵ bila blago negativna ili stagnantna.

Pad realnih dohodaka i zadržavanje kamatnih stopa banaka na relativno povišenoj razini (Slika 50.) blago su smanjili financijsku dostupnost stambenih nekretnina tijekom prvog polugodišta 2012. Istodobni porast realiziranih cijena stambenih nekretnina dodatno je pojačao taj učinak, premda ga zbog ranije spomenutog efekta segmentacije precjenjuje (Slika 51.). Očekivano daljnje smanjivanje realnoga raspoloživog dohotka kućanstava i nastavak pada broja zaposlenih u sljedećoj će godini vjerojatno prolongirati nepovoljna kretanja na tržištu nekretnina. U takvim bi se uvjetima segmentacija stambenog tržišta mogla pojačati, a dodatni bi pritisak na pad cijena, posebno manje kvalitetnih i starijih nekretnina, moglo stvoriti i uvođenje poreza na nekretnine.

5 Indeks traženih cijena nekretnina, CentarNekretnina

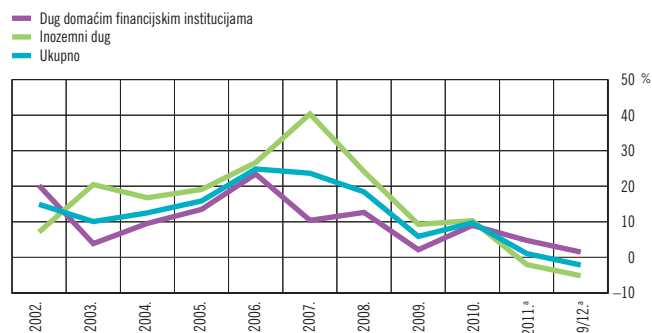
Sektor nefinancijskih poduzeća

Slika 52. Promjena i stanje duga nefinancijskih poduzeća



^a Podaci za 2011. godinu ne uključuju dug brodogradilišta, koji je u prvom polugodištu 2012. preuzela država.
Napomena: U ukupni dug poduzeća nije uključen dug društvima za lizing kako bi se izbjegao lom u seriji podataka zbog promjene metodologije prikazivanja vrijednosti ugovora o lizingu od 1. siječnja 2011. Podaci o inozemnom dugu ne obuhvaćaju izravna kružna ulaganja.
Izvori: Hanfa; HNB

Slika 53. Godišnje stope rasta duga nefinancijskih poduzeća



^a Podaci za 2011. godinu ne uključuju dug brodogradilišta, koji je u prvom polugodištu 2012. preuzela država.
Napomena: U ukupni dug poduzeća nije uključen dug društvima za lizing kako bi se izbjegao lom u seriji podataka zbog promjene metodologije prikazivanja vrijednosti ugovora o lizingu od 1. siječnja 2011. Podaci o inozemnom dugu ne obuhvaćaju izravna kružna ulaganja.
Izvori: Hanfa; HNB

Sektor nefinancijskih poduzeća u 2012. godini prvi je put ostvario smanjenje duga, koje je uglavnom usmjereno na inozemne izvore, dok je dug prema domaćim bankama nastavio blago rasti na godišnjoj razini. Kamatni i valutni rizik sektora nefinancijskih poduzeća i nadalje su vrlo visoki, a nastavio se i trend blagog smanjivanja valutnog rizika.

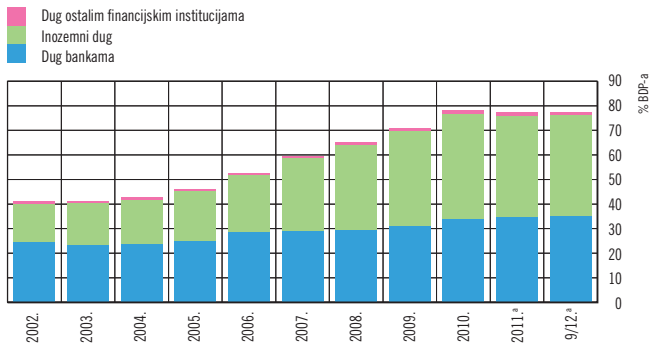
Smanjenje duga sektora nefinancijskih poduzeća u 2012. godini ostvareno je u kontekstu smanjenja BDP-a, pa je omjer duga i BDP-a sektora zadržan na prošlogodišnjoj razini te iznosi oko 78%. Proces smanjivanja duga poduzeća započeo je u segmentu inozemnog financiranja, što je unatoč porastu domaćeg duga rezultiralo smanjenjem ukupnog duga. Tako pad ukupnog duga iznosi oko 2%, pri čemu pad duga inozemstvu iznosi oko 5%, dok je dug bankama ostvario rast od 1,5% (slike 52., 53. i 54.).

Prolongirana recesija na domaćem tržištu, ali i usporavanje gospodarske aktivnosti glavnih trgovinskih partnera (vidi poglavlje Makroekonomsko okružje), i nadalje negativno utječe na aktivnost ovog sektora, što smanjuje potražnju za kreditima. Istodobno, veća selektivnost banaka pri odobravanju kredita djeluje ograničavajuće na njihovu ponudu.

Unatoč rastu duga kod domaćih banaka na godišnjoj razini, tekuća dinamika u posljednjim tromjesečjima upućuje na smanjivanje duga nefinancijskih poduzeća prema bankama pod utjecajem smanjenja odobrenih novih kredita, osobito dugoročnih (Slika 55.).

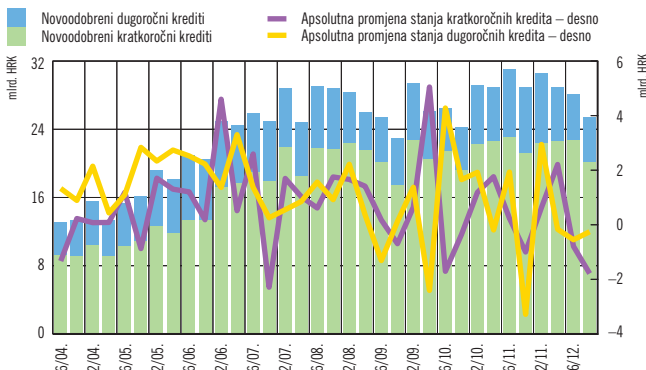
Novoodobreni kratkoročni krediti smanjeni su u trećem tromjesečju, a dugoročni se krediti smanjuju još od prvog tromjesečja 2012.

Slika 54. Dug nefinancijskih poduzeća



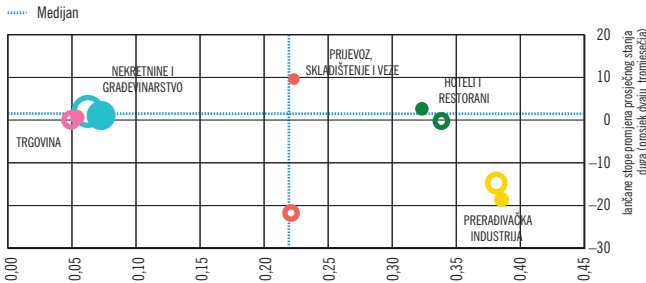
* Podaci za 2011. godinu ne uključuju dug brodogradilišta, koji je u prvom polugodištu 2012. preuzela država.
 Napomena: U ukupni dug poduzeća nije uključen dug društvima za lizing kako bi se izbjegao lom u seriji podataka zbog promjene metodologije prikazivanja vrijednosti ugovora o lizingu od 1. siječnja 2011. Podaci o inozemnom dugu ne obuhvaćaju izravna kružna ulaganja.
 Izvori: Hanfa; HNB

Slika 55. Novoodobreni krediti banaka i apsolutna promjena stanja bruto kredita



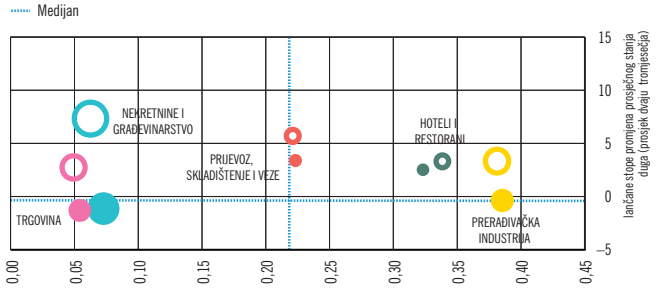
Napomena: Krediti brodogradilištima izuzeti su od 30. rujna 2011.
 Izvor: HNB

Slika 56. Alokacija inozemnog duga po sektorima za razdoblje od ožujka do rujna 2012.



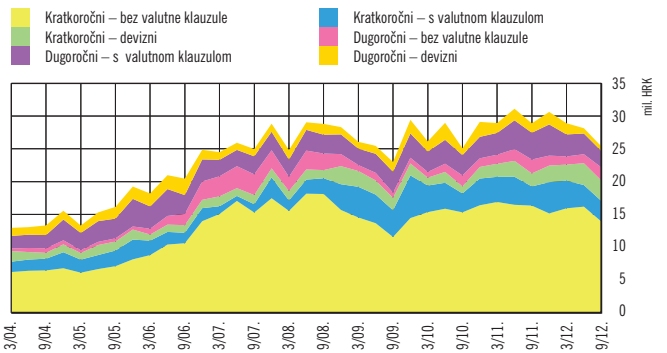
udio izvoznih u ukupnim prihodima od prodaje pojedine djelatnosti
 Napomena: Puni krug označuje dinamiku duga u posljednja dva promatrana tromjesečja (prosječno stanje duga na kraju rujna 2012. i lipnja 2012. u odnosu na prosječno stanje duga na kraju ožujka 2012. i prosinca 2011.). Prazni krug označuje istovrsnu promjenu stanja duga iz prethodnog razdoblja (prosječno stanje duga na kraju ožujka 2012. i prosinca 2011. u odnosu na prosječno stanje duga na kraju lipnja i ožujka 2011.). Veličina kruga odražava važnost udjela pojedine djelatnosti u ukupnom dugu nefinancijskih poduzeća prema inozemstvu. Djelatnosti s razmjerno malim udjelom u dugu nisu prikazane. Iz podataka su izuzeta dugovanja brodogradilišta, koja je preuzela država.
 Izvori: Fina (za izvozne i ukupne prihode); HNB (za inozemni dug)

Slika 57. Alokacija kredita domaćih banaka po sektorima za razdoblje od ožujka do rujna 2012.



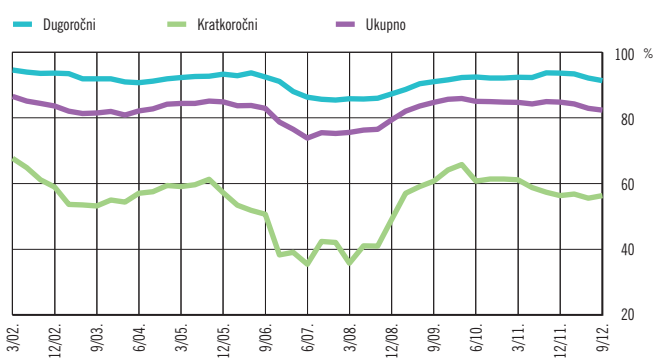
udio izvoznih u ukupnim prihodima od prodaje pojedine djelatnosti
 Napomena: Puni krug označuje dinamiku duga u posljednja dva promatrana tromjesečja (prosječno stanje duga na kraju rujna 2012. i lipnja 2012. u odnosu na prosječno stanje duga na kraju ožujka 2012. i prosinca 2011.). Prazni krug označuje istovrsnu promjenu stanja duga iz prethodnog razdoblja (prosječno stanje duga na kraju ožujka 2012. i prosinca 2011. u odnosu na prosječno stanje duga na kraju lipnja i ožujka 2011.). Veličina kruga odražava važnost udjela pojedine djelatnosti u ukupnom dugu nefinancijskih poduzeća prema domaćim bankama. Djelatnosti s razmjerno malim udjelom u dugu nisu prikazane. Iz podataka su izuzeta dugovanja brodogradilišta, koja je preuzela država.
 Izvori: Fina (za izvozne i ukupne prihode); HNB (za kredite po djelatnostima)

Slika 58. Ročna i valutna struktura novoodobrenih kredita nefinancijskim poduzećima



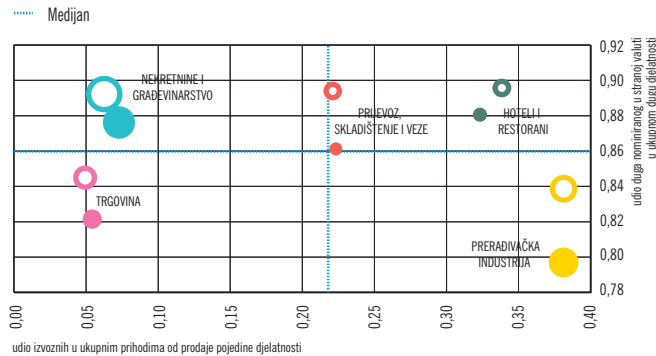
Napomena: U strukturi kratkoročnih kredita sadržani su okvirni krediti koji se u statistici iz mjeseca u mjesec vode kao novi krediti.
 Izvor: HNB

Slika 59. Udio duga poduzeća^a u stranoj valuti u ukupnim kreditima



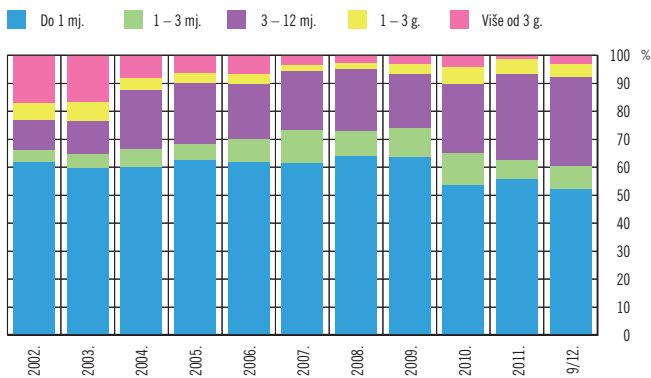
* Pretpostavlja se da je sav inozemni dug u stranoj valuti.
 Napomena: Krediti brodogradilištima izuzeti su od 30. rujna 2011.
 Izvor: HNB

Slika 60. Promjena valutne izloženosti u rujnu 2012.



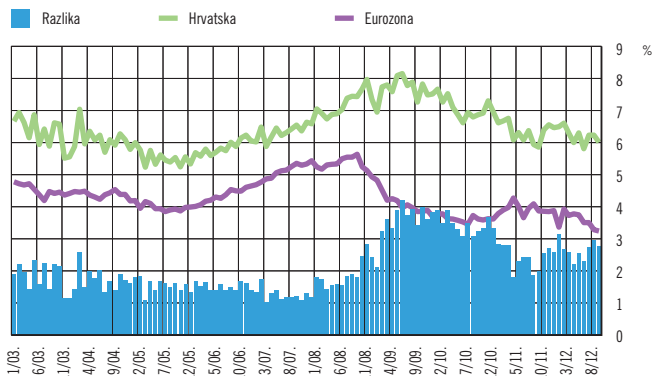
Napomena: Puni (prazni) krug označuje udio duga u stranoj valuti u rujnu 2012. (ožujku 2012.). Veličina kruga pokazuje udio pojedine djelatnosti u ukupnom dugu nefinancijskih poduzeća. Djelatnosti s razmjerno malim udjelom u dugu nisu prikazane. Izvori: Fina (za izvozne i ukupne prihode); HNB (za kredite po djelatnostima)

Slika 61. Struktura bankovnih kredita nefinancijskim poduzećima prema mogućnosti promjene kamatne stope



Izvor: HNB

Slika 62. Kamatne stope na dugoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u eurozoni



Izvori: ESB; HNB

Smanjenje inozemnog duga ostvareno je u prerađivačkoj industriji (Slika 56.). Smanjenje duga domaćim bankama prisutno je kod sektora trgovine, nekretnina i građevinarstva te kod prerađivačke industrije (Slika 57.).

Inozemni dug djelatnosti prijevoza, skladištenja i veza povećan je za oko 10% ponajviše zbog rastućih investicijskih ulaganja u nove tehnologije u telekomunikacijama, nakon smanjenja u posljednjem tromjesečju 2011., koje je bilo posljedica pretvaranja duga u vlasničke udjele. Kretanja inozemnog duga ostalih sektora slična su onima iz prethodnog razdoblja, odnosno smanjuje se dug prerađivačke industrije, a ostali sektori nastavljaju s blagim rastom duga (Slika 56.).

Ostvareno je blago smanjenje duga domaćim bankama u djelatnostima trgovine, nekretnina i građevinarstva te prerađivačkoj industriji. Smanjenje domaćeg duga prerađivačke industrije znatno je manje od smanjenja inozemnog duga te djelatnosti (Slika 57.).

Smanjivanje novoodobrenih kredita nefinancijskim poduzećima najizrazitije je kod kratkoročnih kunskih kredita. Nasuprot tome, kod dugoročnih kunskih kredita, čiji je udio u ukupnim kreditima mali, zabilježen je znatan porast. Kod kredita vezanih uz tečaj strane valute, neovisno o ročnosti, zabilježeno je daljnje smanjivanje novoodobrenih kredita, što na ukupnoj razini blago smanjuje izloženost valutnom riziku.

Zbog rasta novih kunskih dugoročnih kredita (Slika 58.) ukupan se udio valutno vezanih kredita u ukupnim kreditima blago smanjio (za oko 0,5 p. b.), zaustavljajući se na još visokoj razini od 82% (Slika 59.).

Udio valutne izloženosti u svim sektorima ima padajući trend (Slika 60.), što pozitivno utječe na smanjenje valutno inducirana kredita rizika za neizvozno orijentirane sektore poput građevinarstva ili trgovine.

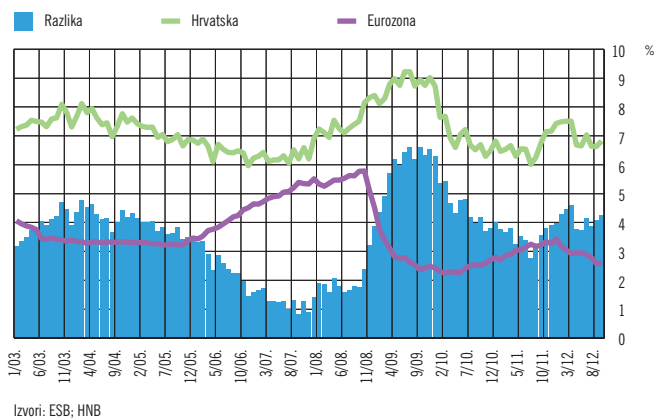
Izloženost nefinancijskih poduzeća kamatnom riziku zadržala se na visokoj razini. Pritom se razlika između kamatnih stopa u Hrvatskoj i eurozoni malo smanjila u odnosu na početak 2012. godine.

Primjetljiva je blaga tendencija skraćivanja razdoblja promjenjivosti kamatnih stopa, primarno s 1 do 3 mjeseca na 1 mjesec, kakvo ima ugovoreno oko 55% svih domaćih kredita nefinancijskim poduzećima (Slika 61.).

Smanjenje premije za rizik Hrvatske u odnosu na početak godine blago utječe i na smanjenje prosječnih kamatnih stopa na dugoročne i kratkoročne kredite te smanjenje razlike u odnosu na te stope u eurozoni, koja je, međutim, još relativno visoka (Slika 62. i 63.).

Likvidnost nefinancijskih poduzeća, mjerena odnosom depozita na transakcijskim računima i bruto dodane vrijednosti, stagnira na relativno niskim razinama, bliskima onima u doba re-

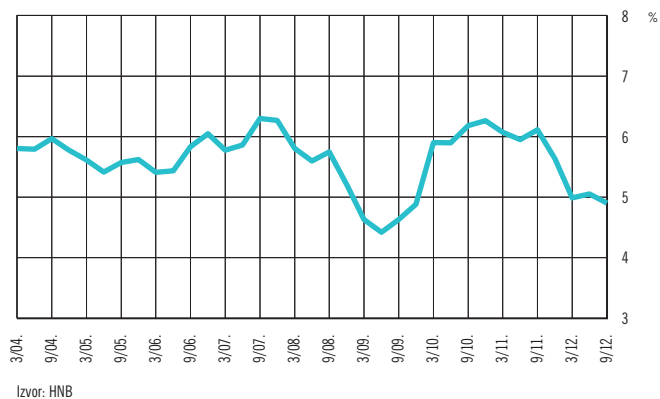
Slika 63. Kamatne stope na kratkoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u eurozoni



cesije 2009. godine (Slika 64.). Tako slaba likvidnost posljedica je nastavka usporavanja gospodarske aktivnosti.

U 2013., osim prognozirana blagog rasta BDP-a i nastavka tendencije pada kamatnih stopa, primarno zbog pada global-

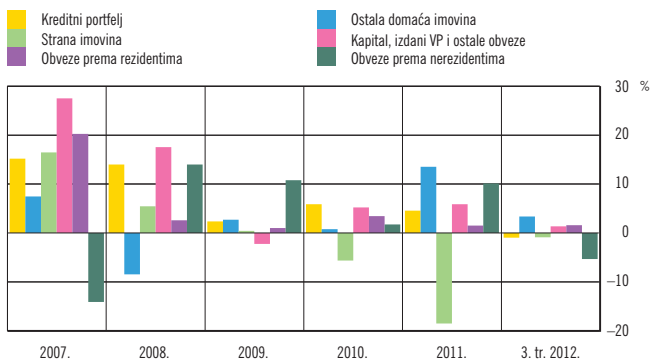
Slika 64. Odnos depozita na transakcijskim računima nefinancijskih poduzeća i bruto dodane vrijednosti



ne premije za rizik, moguće je zaustavljanje trenda smanjivanja duga nefinancijskih poduzeća. Strukturne reforme koje bi rezultirale poboljšanjem poslovnog okružja mogle bi pridonijeti rastu potražnje za kreditima zbog povećanih investicija sektora nefinancijskih poduzeća.

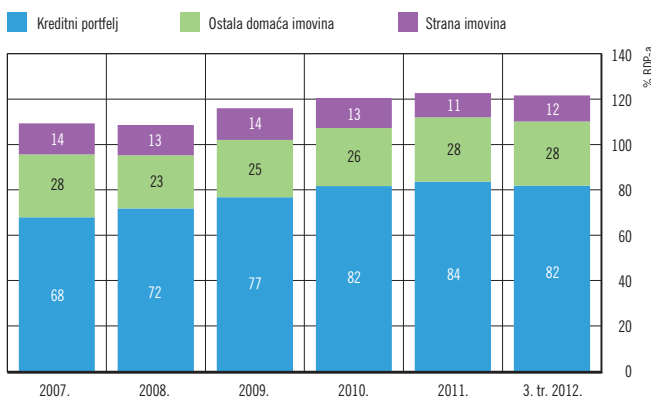
Bankarski sektor

Slika 65. Godišnja promjena najvažnijih stavki bilance bankarskog sektora^a



^a Porast stavki bilance na kraju rujna 2012. izračunat je u odnosu na rujna 2011.
Izvor: HNB

Slika 66. Aktiva bankarskog sektora



Izvor: HNB

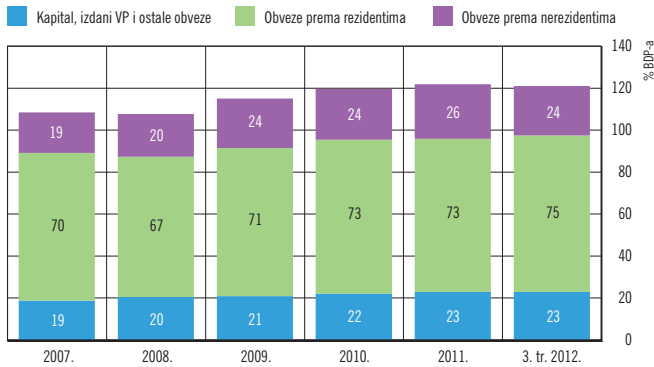
Nešto više premije za rizik države i stranih vlasnika iz 2011. i prve polovine 2012. dovele su do rasta kamatnih troškova banaka u 2012., što je zajedno s istodobnim padom plasmana i nastavkom kvarenja kvalitete kredita dovelo do pada pokazatelja profitabilnosti banaka na najniže razine od posljednje bankarske krize. Na takav izazov banke su odgovorile nastavkom optimiziranja strukture bilance, čime su istodobno reducirale rizik eksterne likvidnosti i smanjile izloženost prema domaćim komitentima. Međutim, iako je sektor u cjelini i nadalje dobro kapitaliziran te sposoban podnijeti snažne šokove, razlike među pojedinim bankama ostaju velike. Produljeno trajanje recesije onemogućilo je odgađanje priznavanja rizika i potencijalnih gubitaka te njihovo razrjeđivanje novim kreditnim rastom u nadolazećim, boljim vremenima.

Bilančne ranjivosti

Tijekom 2012. dolazi do realne kontrakcije kredita i blagog smanjenja ukupne imovine, čime je zaustavljen i višegodišnji trend financijskog produblivanja (slike 66. i 67.). Tako je godišnji nominalni rast imovine banaka na kraju rujna 2012. iznosio 0,5% (0,4% efektivno), a u prvih devet mjeseci 2012. imovina se smanjila za 0,4% (efektivno stagnacija).

Unatoč zadovoljavajućem kreditnom potencijalu, nastalom na osnovi izmjena regulative zbog kojih je bankama oslobođen

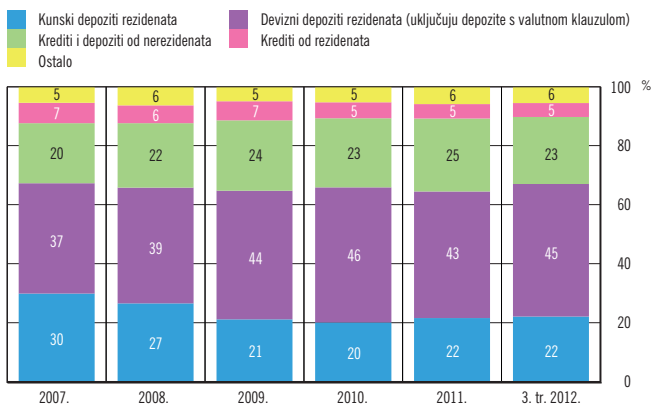
Slika 67. Pasiva bankarskog sektora^a



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

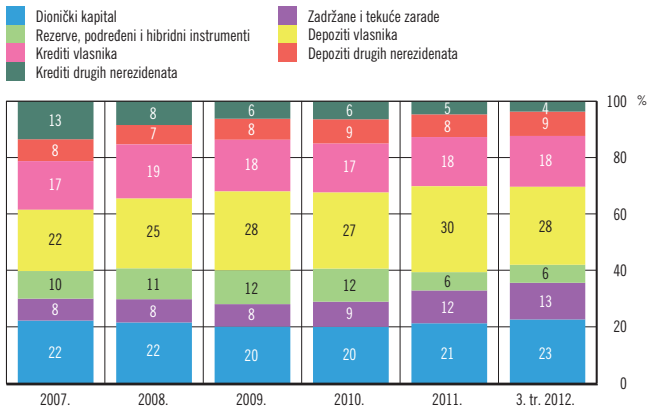
Izvor: HNB

Slika 68. Struktura obveza banaka



Izvor: HNB

Slika 69. Struktura sredstava primljenih od inozemnih izvora



Izvor: HNB

znatan dio sredstava kao i zbog sezonskog prirasta domaćih depozita u trećem tromjesečju, banke su se raspoloživim sredstvima uglavnom koristile za povećavanje inozemne imovine odnosno za smanjivanje skupljih obveza prema inozemstvu. To je djelomično utjecalo na slabiju kreditnu aktivnost te je istodobno ublažilo rizik eksterne likvidnosti sektora, na što upućuju i pokazatelji likvidnosti (slike 65. i 71.)⁶.

Produljena recesija u promatranom razdoblju uvjetovala je pad kreditne aktivnosti prema svim sektorima.⁷ Kod sektora stanovništva intenziviran je proces razduživanja, dok se kod poduzeća smanjenje duga javlja tek ove godine (više o tome u poglavljima Sektor kućanstava i Sektor nefinancijskih poduzeća). Također, kreditni rast sektora koji je nakon nastupanja krize najveći korisnik kredita banaka, dakle države, smanjio se tijekom 2012. godine.⁸ Tako su se ukupni krediti u rujnu smanjili na godišnjoj razini nominalno za 0,6% (efektivno rast od 0,6%), a u prvih devet mjeseci 2012. zabilježen je nominalno pad od 1,5% (efektivno pad od 0,8%) (slike 65. i 66.).

Na strani domaćih izvora financiranja u prvih devet mjeseci 2012. zabilježen je rast depozita svih sektora osim poduzeća. Pad depozita poduzeća u prvom tromjesečju, koji treba povezati s izmjenama zakonske regulative opozivanja dobiti koje su stupile na snagu početkom ožujka 2012., donekle je ublažen do kraja rujna. Sredstva stanovništva, standardno najstabilnijeg izvora depozitne baze, sezonski su porasla u trećem tromjesečju, a i nadalje će rasti po usporenim stopama u uvjetima intenzivnijeg pada zaposlenosti i realnih plaća. S druge strane, rast ulaganja novčanih fondova u depozite banaka (zbog niskih prinosa na trezorske zapise) doveo je do rasta depozita finansijskih institucija kod banaka (slike 67. i 68.).

Poskupljenje kapitala na međunarodnim tržištima u prvoj polovini 2012. te blagi porast depozita domaćeg privatnog sektora, praćeno izostankom likvidnosnih pritisaka u uvjetima posustale potražnje, stimulirali su smanjenje inozemne pasive banaka. To je bio logičan potez optimizacije njihovih bilanca, ali i bilanca njihovih vlasnika, koji su i sami u procesu razduživanja.⁹ Tako se najveći dio smanjenih inozemnih obveza odnosio upravo na depozite vlasnika. Unatoč tome, zbog zadržavanja otprilike polovine dobiti iz 2011., udio inozemnih vlasnika u pasivi banaka nije se znatnije smanjio (na samo malo manje od 30% ukupne pasive), dok je njihov udio u ukupnim inozemnim izvorima sredstava blago porastao (na 88%) (slike 68., 69. i 70.).

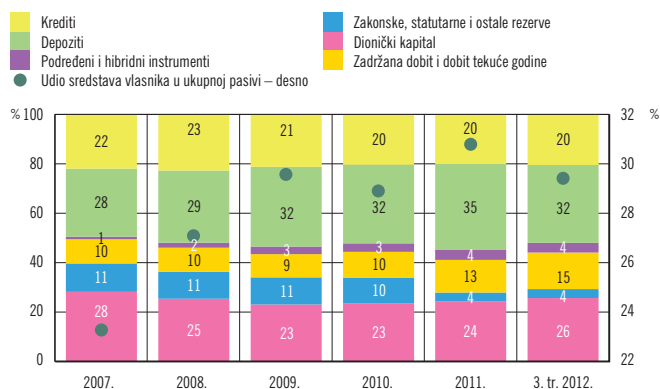
⁶ To znači da su smanjeni i potencijalni rizici likvidnosti i kapitaliziranosti koji bi mogli nastati uvedu li se nova interna pravila banaka usmjerena na stabilnije financiranje kreditne aktivnosti (ovo je donekle preuranjeno anticipiranje nove međunarodne regulative predviđene Baselom III).

⁷ Rast kredita domaćim finansijskim institucijama posljedica je kredita danih HBOR-u. Naime, sredstva raspoređena u program poticajnoga kreditiranja preko HBOR-a zasad vrlo sporo nalaze put prema poduzećima.

⁸ U ovim je izračunima uzeta u obzir reklasifikacija oko 6 mlrd. kuna iz sektora poduzeća (brodogradilišta) u sektor države.

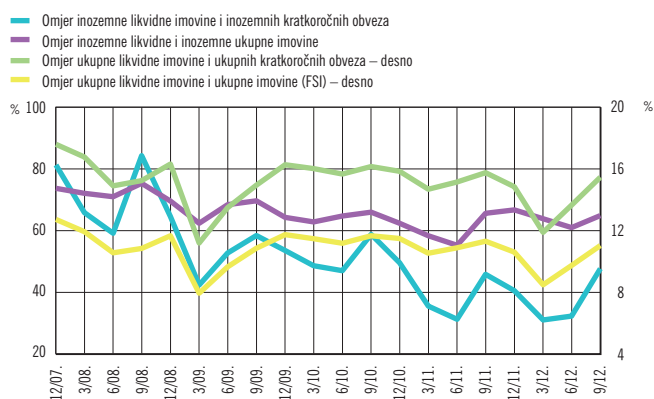
⁹ "European bank funding and deleveraging", BIS Quarterly Review, ožujak 2012., http://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1203a.pdf

Slika 70. Struktura sredstava vlasnika banaka prema instrumentima



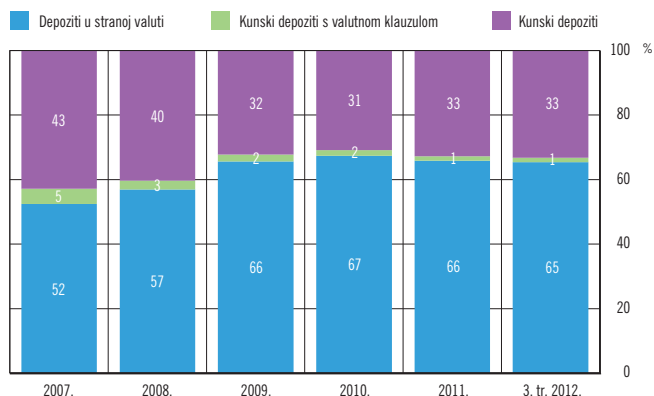
Izvor: HNB

Slika 71. Pokazatelji likvidnosti



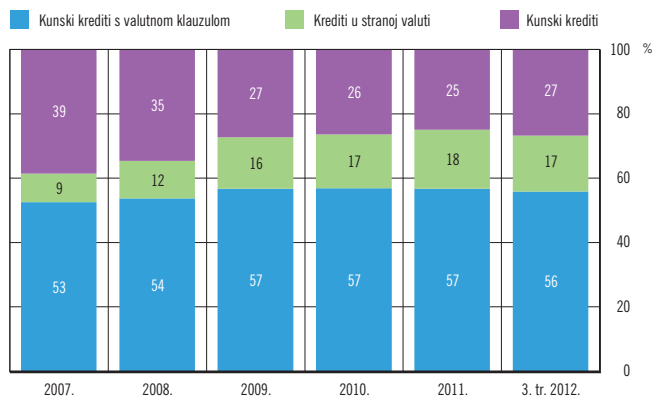
Izvor: HNB

Slika 72. Valutna struktura depozita



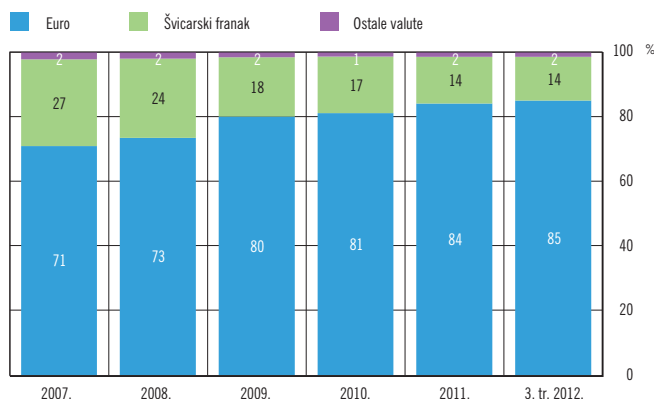
Izvor: HNB

Slika 73. Valutna struktura kredita



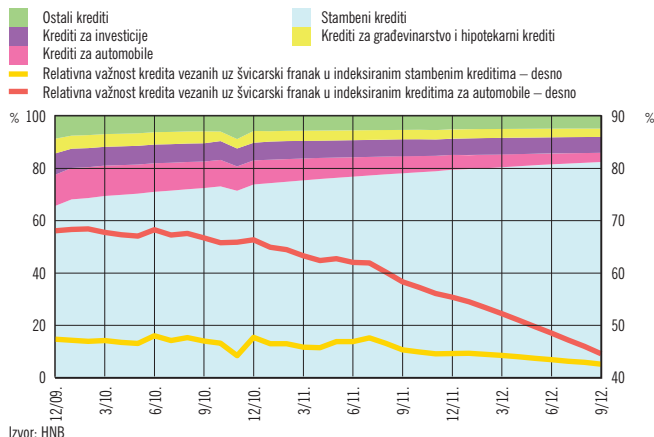
Izvor: HNB

Slika 74. Valutna struktura nekunskih kredita



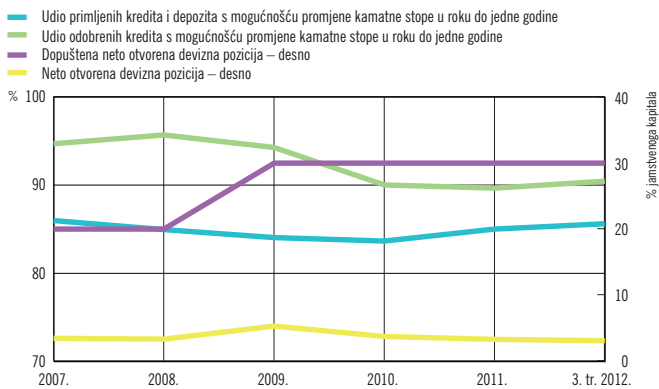
Izvor: HNB

Slika 75. Struktura kredita vezanih uz švicarski franak



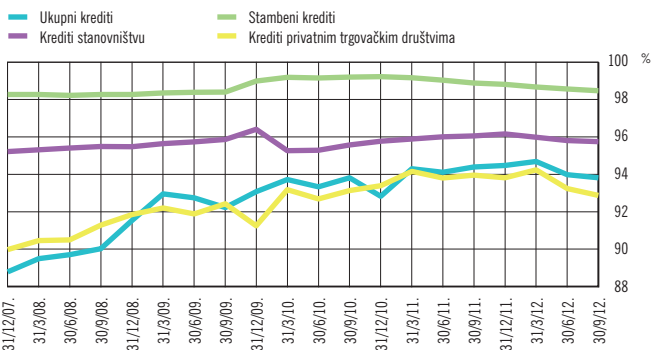
Izvor: HNB

Slika 76. Izloženost banaka izravnom valutnom i kamatnom riziku



Izvor: HNB

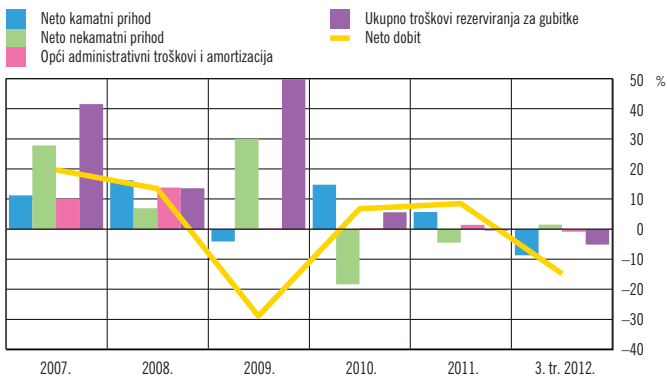
Slika 77. Udio nezaštićenih u ukupnim kreditima izloženima VIKR-u^a



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

Izvor: HNB

Slika 78. Godišnja promjena odabranih kategorija poslovnog rezultata^a



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

Izvor: HNB

Valutna struktura kredita i depozita, s druge strane, ostala je stabilna te i nadalje odražava visoku sistemsku izloženost valutnom riziku. No, unatoč istoj razini izloženosti valutnom riziku postupno iščezavanje kredita vezanih uz švicarski franak, prema kojemu je, unatrag gledano, zabilježena znatno veća kolebljivost nego prema euru, blago ublažava ovaj rizik. Ipak, uz spor kreditni rast i deprecijaciju kune prema švicarskom franku unazad nekoliko godina, udio stambenih kredita vezanih uz tu valutu i nadalje je veći od 40% svih indeksiranih stambenih kredita (slike 72., 73., 74. i 75.).

Nasuprot standardno niskoj izravnoj izloženosti tržišnim rizicima zbog raširene primjene promjenjivih kamatnih stopa i valutnih klauzula, izloženost banaka neizravnim rizicima ostala je na visokoj razini. Na nizak izravni kamatni rizik banaka upućuje pozitivna i relativno stabilna razlika između imovine i obveza s mogućnošću promjene kamatnih stopa u roku do jedne godine. Neto otvorena devizna pozicija banaka iznosi, pak, malo manje od 2% jamstvenoga kapitala banaka (znatno manje od dopuštene neto otvorene devizne pozicije). Ipak, izloženost banaka valutno induciranom kreditnom riziku i nadalje je na visokoj razini, prije svega zbog tradicionalno znatne valutne neusklađenosti prihoda koji su većinom u domaćoj valuti i kreditnih obveza klijenata (ponajprije kućanstava), koje su uglavnom povezane s kretanjem tečaja stranih valuta (primarno eura i švicarskog franka). S druge strane, pad kredita javnim trgovačkim društvima i državi, koji su standardno nezaštićeni od valutnog rizika, potkraj promatranog razdoblja nije bio dovoljan da kompenzira te rizike, iako je blago umanjio ukupnu izloženost VIKR-u (slike 76. i 77.).

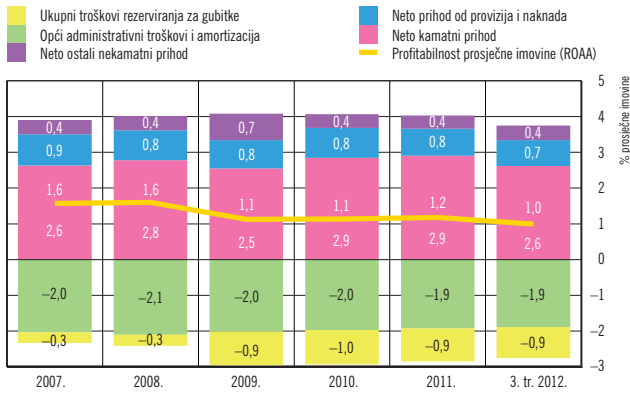
Izgleđne nepovoljne makroekonomske tendencije do kraja godine upućuju na to da ne treba očekivati rast bilanca banaka. Unatoč dovoljnom kreditnom potencijalu do kreditnog rasta ne dolazi, pa bi se uz sadašnje vrlo niske prinose na međunarodnim financijskim tržištima banke mogle odlučiti na nastavak smanjivanja bilance. Do kraja godine rast plasmana banaka moguć je u obliku novog zaduživanja države kod banaka, a rast plasmana privatnom sektoru može se očekivati tek u drugoj polovini 2013. pod utjecajem oporavka gospodarske aktivnosti.

Strateški rizici¹⁰

Pod utjecajem rasta kamatnih troškova po inozemnim obvezama neto kamatni prihod banaka smanjio se za oko 9%, što je dovelo do znatnog pada zarada banaka i spuštanja njihovih pokazatelja profitabilnosti na najnižu razinu u posljednjih deset godina. Osim rasta troškova inozemnog financiranja na profitabilnost banaka negativno su djelovali i nastavak rasta udjela nenaplativih kredita, niske kamatne stope na inozemnom i domaćem međubankovnom tržištu te porast udjela sigurnijih

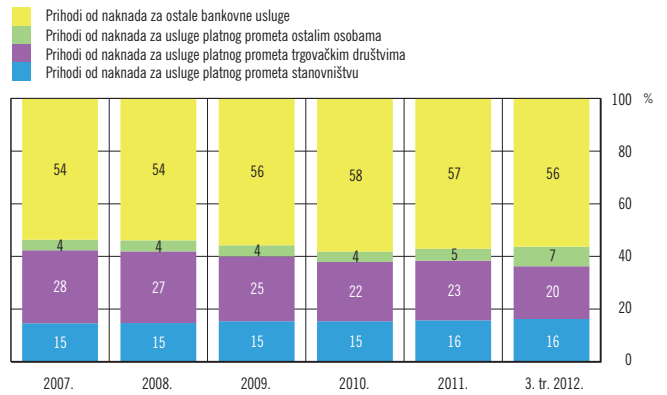
¹⁰ Stavke iz računa dobiti i gubitka za rujun 2012. svedene su na godišnju razinu kako bi se mogle uspoređivati s prethodnim cjelogodišnjim razdobljima. To je učinjeno zbrajanjem poslovnih rezultata banaka u posljednjem tromjesečju 2011. i prva tri tromjesečja 2012.

Slika 79. Doprinosi elemenata profitabilnosti prosječne imovine



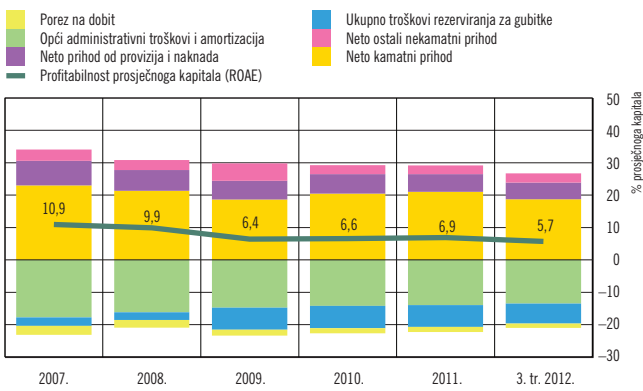
Izvor: HNB

Slika 82. Struktura prihoda od provizija i naknada



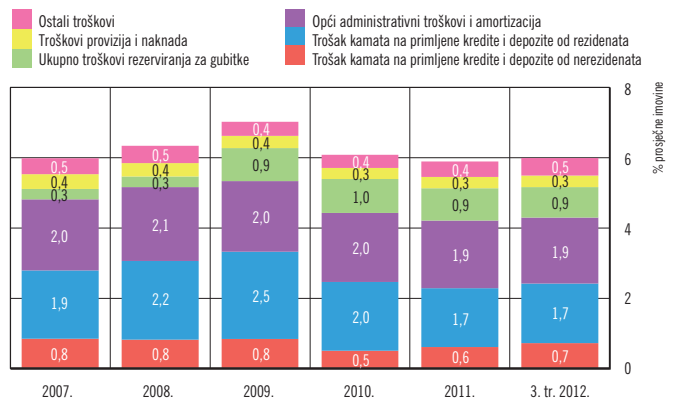
Izvor: HNB

Slika 80. Doprinosi elemenata profitabilnosti prosječnoga kapitala



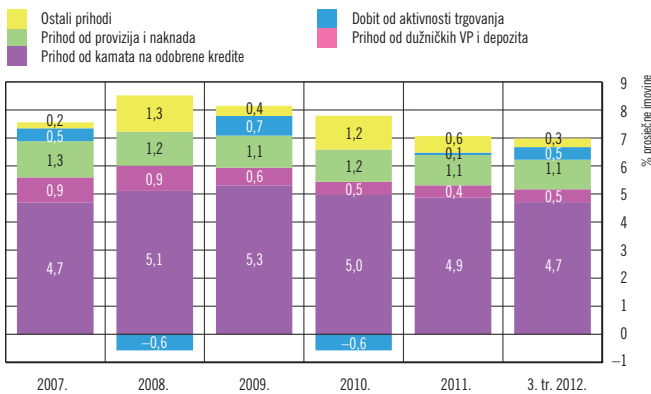
Izvor: HNB

Slika 83. Struktura ukupnih troškova



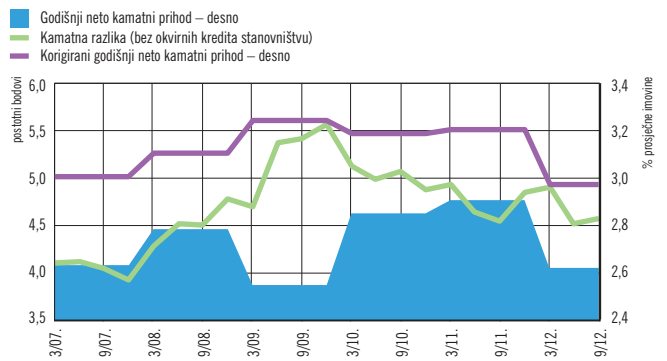
Izvor: HNB

Slika 81. Struktura ukupnih prihoda



Izvor: HNB

Slika 84. Kamatna razlika (tromjesečni prosjek mjesečnih stopa na novoodobrene kredite) i godišnji neto kamatni prihod



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

oblika imovine s nižim prinosima. Nasuprot tome, porast kamatnih prihoda zabilježen je samo kod prihoda od dužničkih vrijednosnih papira Republike Hrvatske. Kao posljedica toga, neto dobit banaka bila je manja za 14,8%, a profitabilnost prosječne imovine odnosno kapitala spustila se na 1,0% odnosno 5,7% (slike 78., 79. i 80.).

Od nastupanja krize banke su prilagodile modele poslovanja kako bi u što većoj mjeri poduprle svoje zarade. No, rast udjela institucionalnih klijenata (države i financijskih poduzeća) u kreditnom portfelju banaka nakon početka krize ograničuje mogućnost povezane prodaje i rast nekamatnih prihoda (slike 81. i 82.). Također, banke su smanjile operativne troškove, ali prostor za znatnije uštede na ovim troškovima ograničen je (Slika 83.).

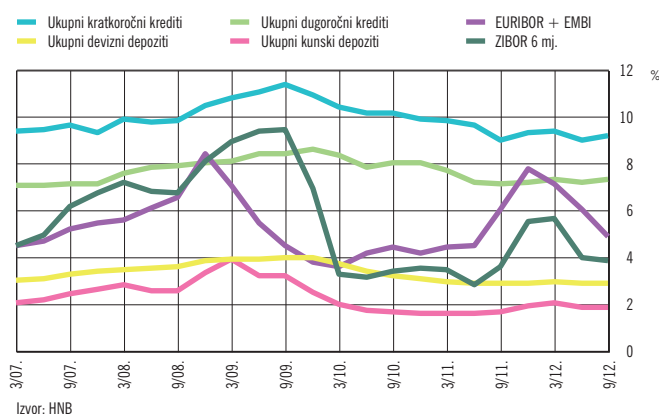
Prolongirana recesija očekivano stvara pritisak na zarade banaka, no dodatni ograničavajući činitelj u njihovu poslovanju na duži rok mogla bi postati njihova selektivnost pri odobravanju novih kredita. S nastupanjem krize banke su pooštrile svoje kreditne politike te relativno više kreditirale manje rizične klijente (vidljivo iz pada prosječnog pondera rizika, Slika 90.), što sada počinje negativno utjecati na njihove zarade. Dodatno, potkraj promatranog razdoblja došlo je do apsolutnog i relativnog (prema imovini) pada kredita (Slika 81.).

Povećani trošak inozemnog financiranja banaka dodatno pojačava njihov motiv za restrukturiranje bilanca, iako su sredstva iz inozemstva i nadalje relativno povoljan oblik financiranja. Kao posljedica navedenog, korigirana se kamatna marža spustila na najnižu razinu od kraja 2008. Porast kamatnih troškova oslikava ponajprije rast premije za rizik na međunarodnom tržištu kapitala, koji se putem vlasnika prenio na domaće banke. Smanjenje ovog troška u drugoj polovini 2012. uz određenu će se inerciju prenijeti i na troškove financiranja domaćih banaka. U uvjetima slabe potražnje za kreditima te dobre likvidnosti, banke trenutačno nemaju razloga reagirati na to podizanjem domaćih pasivnih kamatnih stopa (slike 84. i 85.).

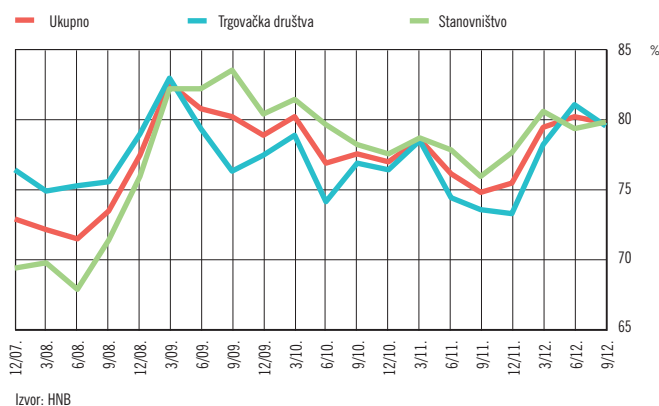
Nešto više premije za rizik za državu i strane vlasnike iz 2011. i prve polovine 2012. smanjene su nakon rujna 2012. godine. Ipak, zbog zaostajanja kamatnih troškova za nominalnim stopama, ti se troškovi neće odmah vratiti na razinu na kojoj su bili prije 2012. S druge strane, nastave li se ovakvi pritisci na banke, izgledno je daljnje smanjivanje inozemnih obveza.

Osim vrlo blagim porastom kamatnih stopa na novoodobrene kredite, banke su zarade stimulirale i dodatnim porastom udjela kratkoročnih, odnosno skupljih kredita. No, to nije znatno pomoglo neto kamatnom prihodu, na koji može utjecati samo veća masa novih kredita. Udio kratkoročnoga kreditiranja približio se svojoj dosad najvišoj ostvarenoj razini, onoj s kraja 2008. Kod sektora poduzeća u promatranom se razdoblju ovaj fenomen može povezati s padom investicija te s korištenjem nepovoljnih kratkoročnih kredita za financiranje tekuće likvid-

Slika 85. Odabrane kamatne stope (tromjesečni prosjek mjesečnih stopa)



Slika 86. Udio kratkoročnih u ukupnim novoodobrenim kreditima (tromjesečni prosjek)



nosti. Kod stanovništva, s druge strane, taj je fenomen rezultat pada stambenih i drugih dugoročnih kredita u promatranom razdoblju, uz pojačano korištenje kratkoročnih kredita (najčešće minusa po tekućim računima) zbog otežane financijske situacije (Slika 86.).

U uvjetima izostanka kreditnog rasta usmjerenog na privatni sektor vjerojatno neće biti ni znatnijih promjena u poslovnim performansama banaka. Od početka krize banke oprezno balansiraju između preuzimanja izravnih rizika (dugoročno kreditiranje uz povoljnije uvjete financiranja) i njihova prenošenja na klijente (kratkoročno financiranje, zaštitne klauzule, promjenjive kamatne stope itd.). No, svako prekomjerno prebacivanje rizika na klijente naposljetku se vraća u bilance banaka u obliku materijalizacije kreditnog rizika.

Kreditni rizik i kapitaliziranost banaka

Zahvaljujući konzervativnijoj kreditnoj politici i već materijaliziranim rizicima nakon nastupanja krize te padu udjela kredita u imovini, izloženost se banaka kreditnom riziku smanjila, a profil rizičnosti, zbog sporoga kreditnog rasta, sve je više povezan sa starenjem postojećega kreditnog portfelja.¹¹ Nastavak nepovoljnih makroekonomskih kretanja i pad kreditne aktivnosti potaknuli su ubrzanje rasta udjela loših kredita, pa je njihov udio za privatni sektor na kraju rujna 2012. dosegao 16,5% (14,5% za ukupni kreditni portfelj). Unatoč stabilnom tečaju kune u promatranom razdoblju¹², kod stanovništva je primjetljiv nastavak kvarenja kvalitete kredita zbog njihova otežanoga financijskoga položaja (vidi poglavlje Sektor kućanstava), pa je udio loših kredita tom sektoru porastao na 9,4%. Znatno doprinos rastu loših kredita stanovništva u tekućem je razdoblju dao rast tog udjela kod stambenih kredita na 5,9%, pri čemu je primjetljiva rastuća razlika u kvaliteti s obzirom na valutu indeksacije (slike 87. i 88.).

Kod sektora poduzeća, koji je glavna odrednica kretanja kvalitete ukupnih kredita, udio loših kredita krajem rujna 2012. dosegao je 24,4%. Pritom su potkraj razdoblja znatan doprinos dali prerađivačka industrija te, uobičajeno, građevinski sektor. Također, na malo brži rast udjela loših kredita poduzećima utjecala je i reklasifikacija kredita brodogradilištima (koji imaju visoku kvalitetu zbog garancije države) iz sektora trgovačkih društava u sektor države (što je smanjilo kvalitetu kredita poduzećima za nešto manje od jednoga postotnog boda) (Slika 87.).

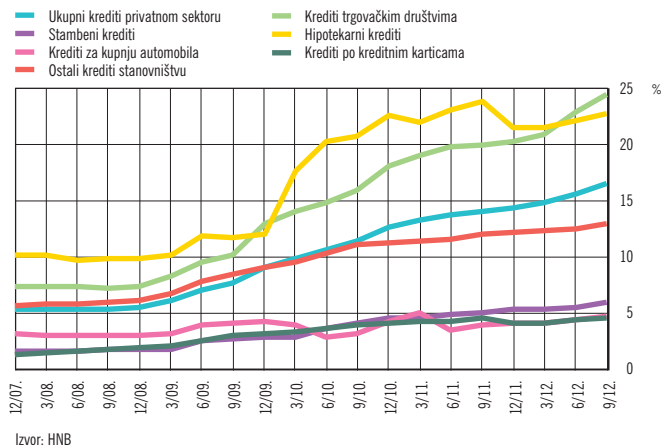
Budući da rast ispravaka vrijednosti nije pratio rast loših kredita, u trećem je tromjesečju 2012. došlo do pada pokrivenosti loših kredita ispravicima vrijednosti, zbog čega je opterećenost kapitala potencijalnim daljnjim korekcijama kvalitete imovine banaka porasla. Povećanje udjela loših kredita obično dovodi do privremenog pada pokrivenosti, a zatim sa starenjem novopriđošlih loših kredita dolazi do vraćanja pokrivenosti. U takvom kontekstu obično se pojavljuju dva vala porasta troškova ispravaka vrijednosti. U promatranom razdoblju ostvaren je priljev novih loših stambenih kredita i kredita poduzećima, na što su donekle utjecali i provedeni izravni nadzori nad bankama (Slika 89.).

Značajnijih dokapitalizacija nakon početka krize nije bilo, a ne treba ih očekivati ni do kraja 2013., pa se otpornost banaka na potencijalne šokove i nadalje u najvećoj mjeri oslanja na razinu kapitala akumuliranu u pretkriznom razdoblju. Rast adekvatnosti kapitala u promatranom razdoblju primarno je uvjetovan pojačanim ulagačkim oprezom, koji se odražava u investiranju u manje rizičnu imovinu, te zadržavanjem zarada iz proteklog razdoblja (Slika 90.).

11 Tako je, primjerice, udio loših kredita na kraju rujna 2012. bio gotovo tri puta veći kod stambenih kredita vezanih uz švicarski franak nego kod onih vezanih uz euro.

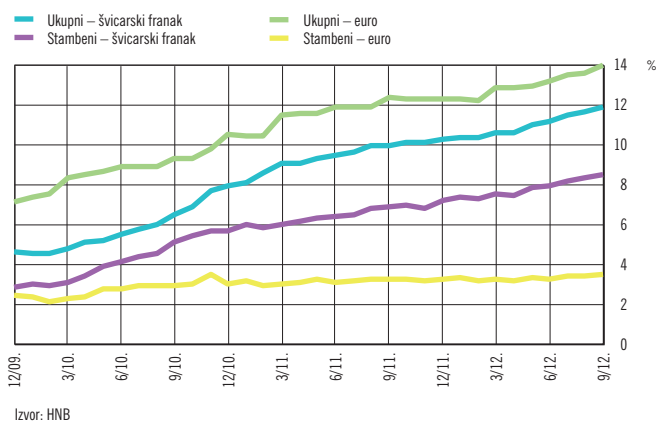
12 U godinu dana do rujna 2012. kuna je deprecirala prema švicarskom franaku za oko 0,3% (u prva tri tromjesečja 2012. aprecirala je za 0,6%). U istom razdoblju kuna je aprecirala prema euru za 0,6% (1,1% u prva tri tromjesečja 2012.).

Slika 87. Udio loših u ukupnim kreditima



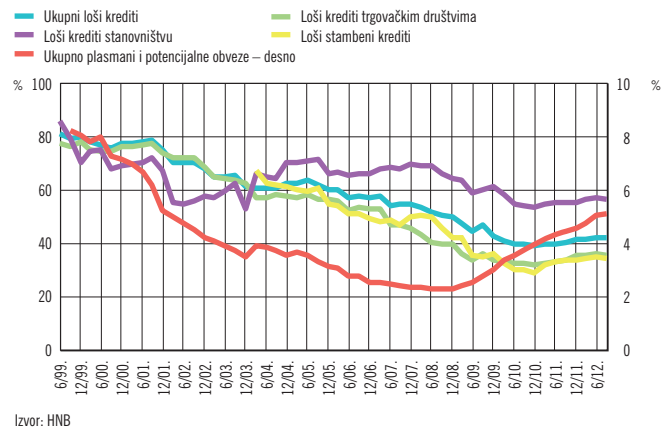
Izvor: HNB

Slika 88. Udio loših u ukupnim kreditima po vrstama i valuti indeksacije



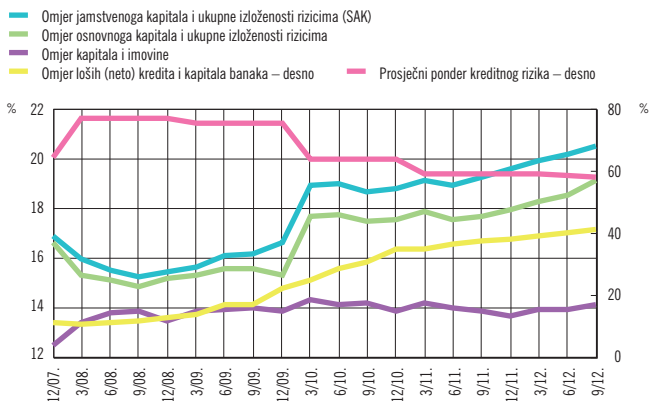
Izvor: HNB

Slika 89. Pokrivenost plasmana i potencijalnih obveza ispravicima vrijednosti



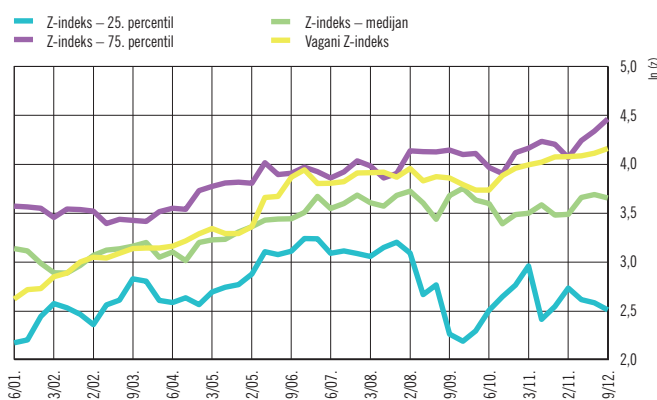
Izvor: HNB

Slika 90. Pokazatelji adekvatnosti kapitala



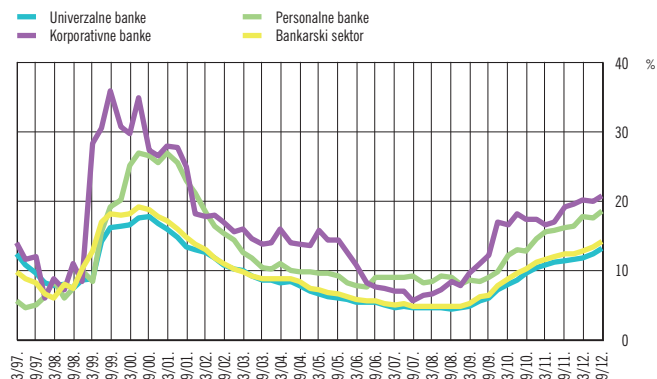
Izvor: HNB

Slika 91. Distribucija rizika insolventnosti



Izvor: HNB

Slika 92. Kretanje udjela loših kredita u ukupnima po skupinama banaka



Izvor: HNB

Razlike u stabilnosti među bankama dodatno su porasle tijekom 2012. Distribucija rizika insolventnosti mjerena Z-indeksom pokazuje da su najveće trenutačne razlike među bankama na razini razlike unutar sektora zabilježene potkraj 2009., nakon čega su se privremeno smanjile do kraja 2010. No, tijekom 2011. i 2012. godine te razlike opet počinju rasti te upućuju na povećanje razlike u riziku insolventnosti (vidi Sliku 91.).

Produljeno trajanje recesije onemogućilo je odgađanje priznavanja rizika i potencijalnih gubitaka te njihovo razrjeđivanje novim kreditnim rastom.

Otpornost bankarskog sektora

Rast udjela loših kredita ubrzao se sredinom 2012. prije svega pod utjecajem ubrzanog pada kvalitete kreditnog portfelja univerzalnih banaka, premda su slična pogoršanja kvalitete plasmana zabilježena i kod manjih banaka, korporativnih i personalnih podjednako.¹³ Na kraju rujna 2012. udio loših kredita kod univerzalnih banaka, koje imaju standardno najveći utjecaj na sektor, dosegnuo je 13,1%, čemu je pridonio pad kvalitete stambenih kredita. Istodobno, udio loših kredita kod personalnih i korporativnih banaka porastao je na 18,5% i 20,5%, pri čemu je znatno veći pad kvalitete kreditnog portfelja tijekom prvih devet mjeseci 2012. ostvaren kod personalnih banaka (Slika 92.).

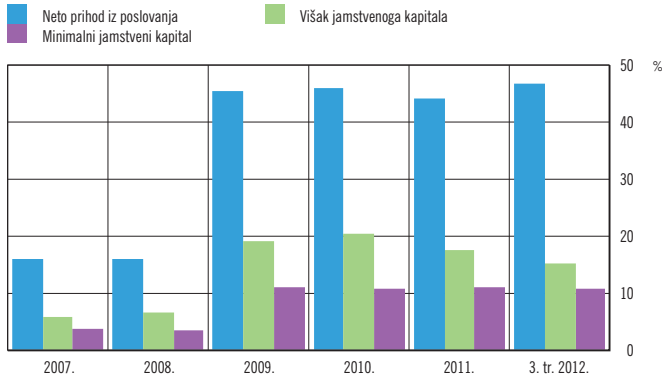
Pad neto prihoda banaka tijekom prvih devet mjeseci 2012., unatoč nešto manjim troškovima ispravaka vrijednosti, povećao je opterećenje ovog amortizera materijalizacijom kreditnog rizika. S druge strane, malo manji troškovi ispravaka vrijednosti te blagi rast kapitala povećali su relativnu važnost kapitalnih amortizera. Troškovi ispravaka vrijednosti tako su bili samo malo niži od polovine neto prihoda iz poslovanja, no tijekom prvih devet mjeseci 2012. kod svih banaka kojima se smanjio neto prihod ujedno je zabilježeno i pogoršanje kvalitete kreditnog portfelja.¹⁴ Na taj je način smanjen rizik preblage ocjene rizičnosti portfelja u uvjetima slabih operativnih performansa banaka. Po ovom kriteriju u prošlim ispitivanjima otpornosti izdvajala se skupina manjih (uglavnom personalnih) banaka, koje su na taj način bile izložene riziku većeg opterećenja bilanca u kasnijim razdobljima (slike 93. i 94.).

Pad pokrivenosti loših kredita ispravicima vrijednosti, zabilježen sredinom 2012., nepovoljno djeluje na financijsku stabilnost, no on je u znatnoj mjeri uzrokovan i praksom postupne reklasifikacije loših kredita u skupine s višom pokrivenošću. S vremenom za te će se nove loše kredite izdvajati više ispravaka vrijednosti, pa će pokrivenost rasti, ali će se potencijalni rizici smanjivati. Na taj bi se način smanjio i potencijalni šok koji bi nastao zbog povećanja potrebne pokrivenosti loših kredita, koji bi danas doveo do pada adekvatnosti kapitala za oko 1,3

¹³ Strateško grupiranje banaka detaljnije je opisano u Okviru 6. Revizija metodologije ispitivanja otpornosti bankarskog sektora, Financijska stabilnost, broj 3, lipanj 2009.

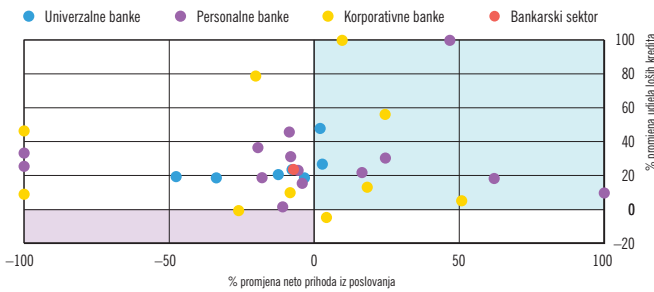
¹⁴ To se u određenoj mjeri može povezati i s provedenim izravnim nadzorima banaka.

Slika 93. Omjer troškova ispravaka vrijednosti i amortizera tih troškova



Izvor: HNB

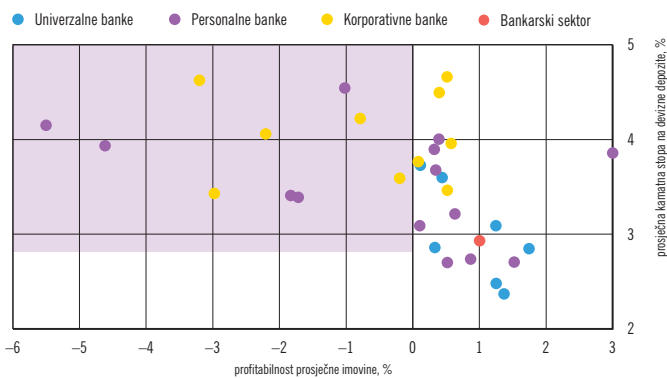
Slika 94. Promjena zarada banaka i udjela loših kredita u prva tri tromjesečja 2012. u odnosu na prosjeke u prethodne tri godine^a



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

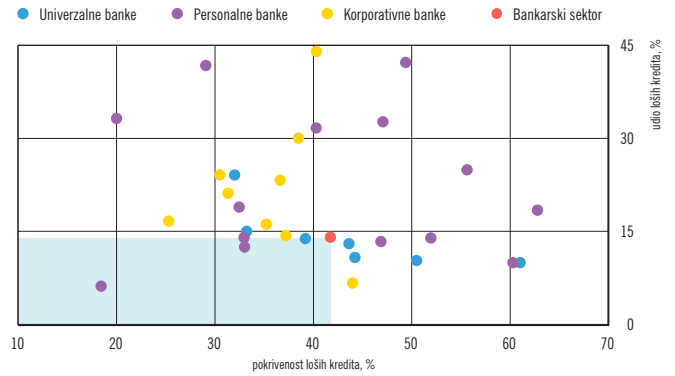
Izvor: HNB

Slika 95. Godišnja profitabilnost prosječne imovine i prosječna godišnja kamatna stopa na devizne depozite na kraju rujna 2012.



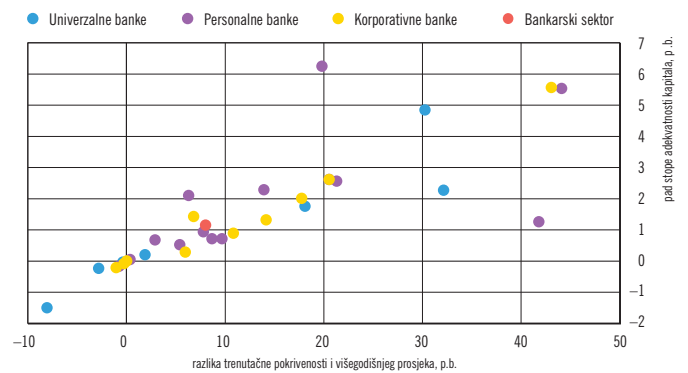
Izvor: HNB

Slika 96. Pokrivenost loših kredita i udio loših kredita po bankama, na dan 30. rujna 2012.



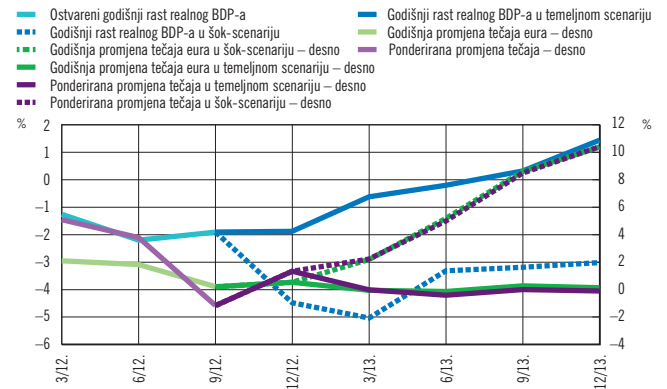
Izvor: HNB

Slika 97. Korekcija stope adekvatnosti kapitala na dan 30. rujna 2012. za pad pokrivenosti loših kredita u odnosu na prosjek (2004. – 2012.)



Izvor: HNB

Slika 98. Projekcije makroekonomskih varijabla u različitim scenarijima



Izvor: HNB

postotna boda kada bi se pokrivenost loših kredita podigla na prosječnu razinu iz razdoblja od 2004. do 2012. godine (slike 96. i 97.).

Zbog navedenog razloga rezultati standardnog ispitivanja otpornosti mogu donekle podcijeniti potencijalni pad adekvatnosti kapitala u šok-scenariju. Stoga je ovoga puta ispitana otpornost banaka u šok-scenariju u uvjetima malo strožih pravila o klasifikaciji plasmana koja povećavaju ispravke vrijednosti. No, s druge strane, rast udjela loših kredita kod personalnih i korporativnih banaka udaljio ih je u velikom broju od područja niske pokrivenosti i visoke procijenjene kvalitete kredita te smanjio rizik od dvostrukog šoka u uvjetima daljnjeg pogoršavanja makroekonomskog okružja (Slika 96.).

Opterećenje neto prihoda nekoliko banaka u nadolazećem razdoblju mogla bi biti kombinacija natprosječno visokih pasivnih kamatnih stopa i ostvarenih gubitaka. Ovakva je praksa zabilježena kod rastućeg broja personalnih i korporativnih banaka (Slika 95.).

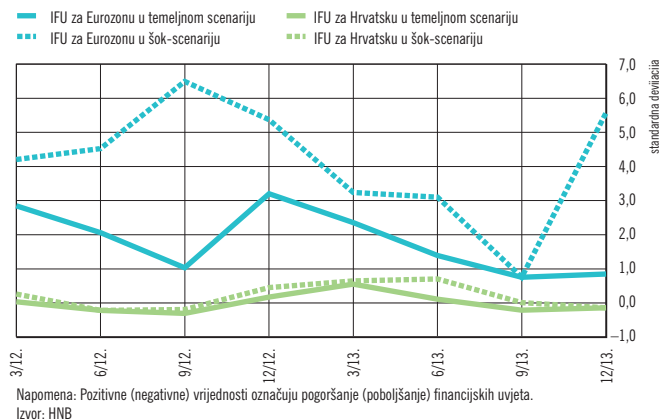
Ispitivanje otpornosti bankarskog sektora za 2013. godinu pokazalo je da su postojeći amortizeri dostatni na razini cijelog sektora i ako se pojave malo vjerojatni, ali mogući, nepovoljni makroekonomski šokovi.¹⁵ No, unatoč dobrim rezultatima na agregatnoj razini, koji su ponajprije pod utjecajem simulacija promjena u bilancama univerzalnih banaka, nastavila se diferencijacija rezultata unutar sektora, pri čemu se izdvajaju manje otporne, personalne i korporativne banke (Slika 91. i Tablica 6.). Temeljni scenarij, koji se smatra najvjerojatnijim ishodom, uključuje stagnaciju realnog BDP-a u 2013. (rast od 0,3%) i zadržavanje relativno stabilnog tečaja kune prema euru¹⁶. Šok-scenarij, kojim se ispituje otpornost na malo vjerojatnu, ali ipak moguću kombinaciju šokova, pretpostavlja prosječni pad realnog BDP-a od 3,6%¹⁷. U takvom se scenariju očekuje poostravanje recesije u eurozoni i pogoršavanje uvjeta financiranja za banke kao i kumulativna deprecijacija kune za oko 10% u odnosu na temeljni scenarij, pri čemu bi odnos eura i švicarskog franka bio poput onoga u temeljnom scenariju (slike 98. i 99.).

15 Provedeno ispitivanje otpornosti bankarskog sektora zasniva se na sektorskim modelima kreditnog rizika prikazanim u Financijskoj stabilnosti, broj 7, lipanj 2011., te na modeliranju neto kamatnih i neamatnih marža prikazanom u Okviru 3. Modeliranje zarada banaka u Hrvatskoj, Financijska stabilnost, broj 9, srpanj 2012. Modeli kreditnog rizika omogućuju simulacije utjecaja makroekonomskih šokova na promjene rizičnosti pojedinih skupina kredita. Time se učinak makroekonomskog scenarija na svaku banku manifestira ovisno o strukturi, odnosno o profilu rizičnosti njezina kreditnog portfelja (kreditni poduzećima, stambeni krediti, potrošački krediti i ostali krediti). Dodatno, modeliranje zarada banaka za različite segmente poslovnih prihoda integrirano je s tim pristupom i rezultira realističnijim procjenama od onih prijašnjih ekspertnih procjena u sklopu ispitivanja otpornosti.

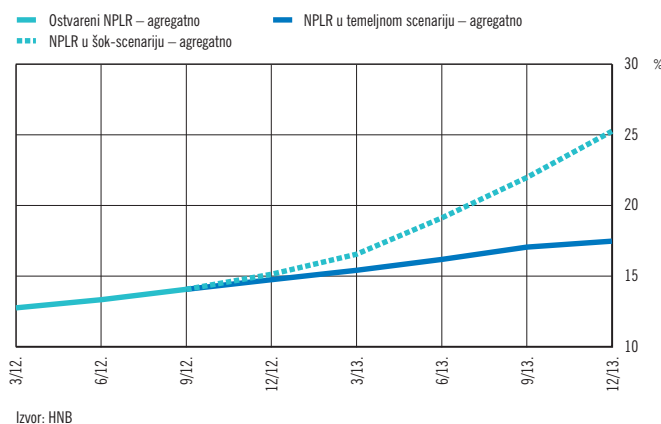
16 Projekcija tečaja kune prema euru i švicarskom franku te tečaja eura i švicarskog franka preuzeta je iz: *Consensus Forecasts*, studeni 2012.

17 Projekcijske vrijednosti BDP-a u šok-scenariju izračunate su na osnovi kvantilnih vektorskih autoregresija, u koje su uvršteni indeksi financijskih uvjeta i stope rasta BDP-a za Hrvatsku i EU. Šok-scenarij je konstruiran kao ishod koji omeđuje 5% najgorih ishoda, uz zadan temeljni scenarij. Detaljniji opis vidi u Okviru 1. Financijski uvjeti i realna ekonomska aktivnost, Financijska stabilnost, broj 8, siječanj 2012.

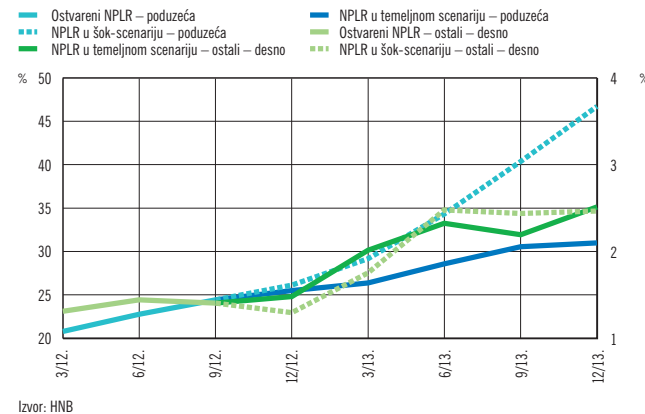
Slika 99. Indeksi financijskih uvjeta u različitim scenarijima



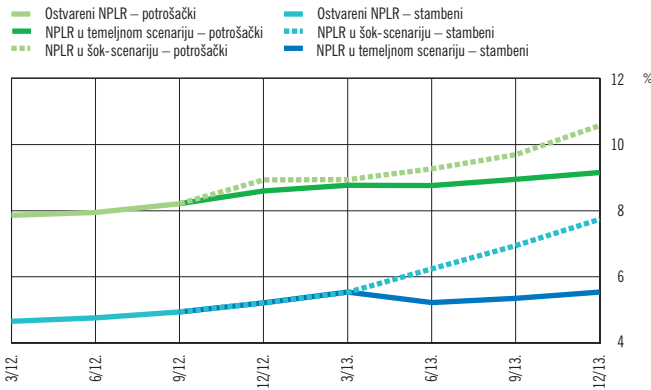
Slika 100. Projekcije udjela ukupnih loših kredita u različitim scenarijima



Slika 101. Projekcije udjela loših kredita poduzećima i ostalih kredita u različitim scenarijima

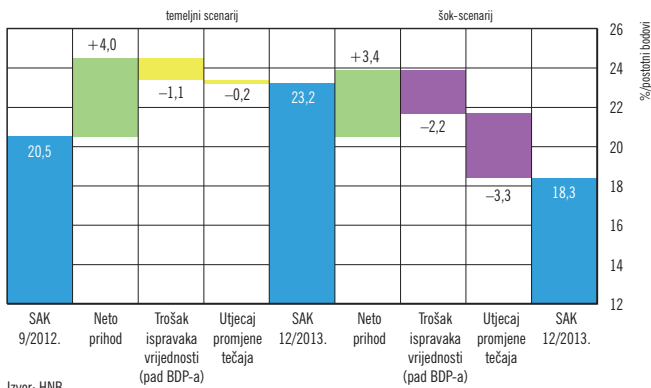


Slika 102. Projekcije udjela loših stambenih i potrošačkih kredita u različitim scenarijima



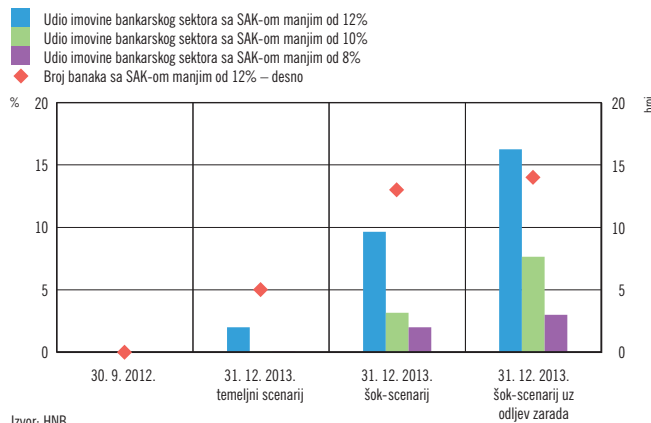
Izvor: HNB

Slika 103. Doprinosi pojedinačnih elemenata promjeni SAK-a u različitim scenarijima



Izvor: HNB

Slika 104. Struktura banaka i njihove imovine po stopi adekvatnosti kapitala u različitim scenarijima



Izvor: HNB

Tablica 6. Dinamika stope adekvatnosti kapitala u različitim scenarijima po grupama banaka

	Stanje 30. 9. 2012.	Temeljni scenarij	Šok-scenarij	Šok-scenarij uz porast pokrivenosti
Bankarski sektor	20,5	2,7	-2,2	-2,9
Personalne banke	18,1	-0,5	-5,3	-5,8
Korporativne banke	15,5	0,1	-4,2	-6,2
Univerzalne banke	21,0	3,1	-1,9	-2,5

Izvor: HNB

U temeljnom scenariju udio loših u ukupnim kreditima mogao bi dosegnuti otprilike 17,5% na kraju 2013. godine. U šok-scenariju došlo bi do snažnijeg porasta udjela loših kredita te bi on iznosio 25,2% (Slika 100.). Standardno, korporativni portfelj daje najveći doprinos dinamici loših kredita, što pokazuje i kretanje udjela loših kredita za korporativne banke. Udio loših korporativnih kredita u temeljnom scenariju krajem 2013. iznosi 31%, a u šok-scenariju oko 47%. U segmentu kreditiranja stanovništva potrošački bi krediti na kraju projekcijskog horizonta dosegli 14% i 17% u temeljnom scenariju i šok-scenariju, dok bi udio loših stambenih kredita, koje je dosad karakterizirao relativno mali udio loših kredita, umjereno porastao: na 7,1% i 11,5% (slike 101. i 102.).

Projicirani neto prihod banaka¹⁸ u 2013. u temeljnom je scenariju porastao u odnosu na 2012. te bi trebao i nadalje biti više nego dovoljan za amortizaciju cjelokupnog troška ispravaka vrijednosti. Stoga bi, pod pretpostavkom da se sva ostvarena dobit zadrži, stopa adekvatnosti kapitala sektora porasla za 2,7 postotnih bodova na kraju 2013. u odnosu na rujan 2012. godine. Za ovako dobar rezultat zaslužne su isključivo univerzalne banke, s obzirom na to da stopa adekvatnosti kapitala personalnih i korporativnih banaka u temeljnom scenariju stagnira ili se blago smanjuje (Tablica 6.).

U odnosu na temeljni scenarij u šok-scenariju, uz niži projicirani neto prihod (oko 15%), dodatno raste trošak ispravaka vrijednosti kredita pod utjecajem znatnijeg pada BDP-a, ali i promjene tečaja koja aktivira valutno inducirani kreditni rizik. Osim toga, deprecijacija kune autonomno slabi adekvatnost kapitala jer je kapital banaka izražen u kunama, a imovina uglavnom u eurima. Stopa adekvatnosti kapitala bankarskog sektora u tom bi scenariju bila smanjena za oko 2 postotna boda te bi za oko 5 postotnih bodova bila niža nego u temeljnom scenariju, pri čemu se, kao i u prijašnjim ispitivanjima otpornosti, potencijalna deprecijacija kune pojavljuje kao najvažniji činitelj pada adekvatnosti kapitala (Slika 103.). Kod univerzalnih banaka taj bi pad bio najmanje izražen i iznosio bi 1,9 postotnih bodova, dok bi kod korporativnih banaka on iznosio 4,2, a kod

¹⁸ Neto kamatna i neto nekamatna marža projicirane su na temelju modela zarada prikazanih u Okviru 3. Modeliranje zarada banaka u Hrvatskoj, Financijska stabilnost, broj 9, srpanj 2012. Neto prihod iz poslovanja rezultat je projekcije neto marža i ukupne imovine banaka te korekcije za opće administrativne troškove i amortizaciju.

personalnih banaka 5,3 postotna boda (Tablica 6.). U tom bi šok-scenariju, ako se ne poduzmu nikakve dodatne mjere za jačanje kapitaliziranosti, do kraja 2013. stopu adekvatnosti kapitala nižu od 12% imalo trinaest banaka, koje raspolažu s oko 9,5% imovine sektora. Pet banaka, koje raspolažu s oko 2% imovine sektora, imalo bi stopu adekvatnosti kapitala nižu od 8% (Slika 104.).¹⁹

Kretanje pokrivenosti loših kredita ispravcima vrijednosti u prethodnim razdobljima (Slika 89.) pokazuje njezino zadržavanje na relativno niskoj razini od nastupanja krize. Stoga je u odnosu na prijašnja ispitivanja otpornosti ovom prilikom izrađena i simulacija utjecaja bržeg rasta pokrivenosti na adekvatnost kapitala banaka. Prema simuliranoj promjeni pokrivenost loših kredita diže se na oko 50%, što otprilike odgovara

osmogodišnjem prosjeku. Postupno podizanje ukupnih ispravaka vrijednosti tijekom promatranog horizonta autonomno smanjuje adekvatnost kapitala banaka za ukupno 0,7 postotnih bodova generiranjem dodatnog troška ispravaka vrijednosti do kraja 2013. U šok-scenariju bi uključujući ove efekte kapitalna adekvatnost bankarskog sektora bila, u razdoblju od kraja rujna 2012. do kraja 2013. godine, smanjena za 2,9 postotnih bodova. Najveće bi se promjene dogodile u korporativnom portfelju, s obzirom na to da je on najslabije pokriven ispravcima vrijednosti (Slika 91.). Ukupni pad stope adekvatnosti kapitala bio bi najmanji kod univerzalnih banaka (2,5 postotnih bodova), a znatno snažniji kod korporativnih i personalnih banaka, kod kojih redom iznosi 6,2 i 5,8 postotnih bodova (Slika 104. i Tablica 6.).

¹⁹ Sve navedene projekcije izrađene su pod pretpostavkom da nema dodatnih dokapitalizacija u promatranom razdoblju kao ni smanjivanja kapitala.

Okvir 3. Unapređenje sustava ranog upozorenja na poteškoće u poslovanju banaka

Pravodobno uočavanje poremećaja u poslovanju kreditnih institucija ključno je za njihov efikasan nadzor i prevenciju štete od materijalizacije specifičnih i sistemskih rizika. Na taj način nadzorne funkcije pomažu u očuvanju stabilnosti i efikasnosti financijskog sustava, odnosno smanjuju rizike od nastanka (izravnih i neizravnih) troškova krize, koji su često ekonomski znatni. Tako su bankarske krize u Hrvatskoj devedesetih godina generirale fiskalne troškove sanacije u iznosu većem od 4% BDP-a (na razini godine)¹.

Iako su krizne epizode (propasti banaka) relativno rjetke, poslovne poteškoće, odnosno nestabilnosti banaka koje tek mogu ugroziti funkciju financijskog posredovanja pojedine banke, ali i potaknuti učinke prelijevanja, izazivajući sistemske poremećaje, mnogo su češće. To ih čini idealnim predmetom modeliranja s ciljem pravodobne detekcije potencijalno opasnih procesa u bankama². Stoga je u HNB-u razvijen skup modela ranog upozorenja na *poteškoće u poslovanju* banaka, koji identificiraju specifične procese gomilanja i materijalizacije rizika u bankama³ te kojima se efektivno nadopunjuju informacije prikupljene u izravnom nadzoru. No, testiranja uspješnosti pojedinih modela na podacima za prethodna razdoblja pokazuju da postoji određeni prostor za poboljšanje preciznosti tog sustava, što motivira na izgradnju alternativnog pristupa koji se izlaže u ovom okviru.

Novi signalni sustav pretpostavlja tri faze u određivanju stupnja rizičnosti (rejtanga) banke (Slika 1.). U prvoj se fazi, na temelju specificiranih mjera stabilnosti, izdvajaju banke koje se nalaze u području nestabilnosti (ovisno o njihovoj pojedinačnoj poziciji unutar distribucije vrijednosti pokazatelja po bankama u određenom trenutku). To je individualni signal (IS) poremećaja u poslovanju (blok *a* na Slici 1.). Nadalje, kompozitni ili referentni signal (S) pojavljuje se ako su najmanje dva individualna signala prisutna u TO. Prema broju i ritmu pojavljivanja referentnih signala za svaku banku moguće je kvalitativno ocijeniti signal u pet kategorija (blok *b* na Slici 1.). Tim kategorijama rizika dodjeljuju se konačno kvantitativne ocjene (R) od 1 do 5 prema stupnju rizika (blok *c* na Slici 1.). Osjetljivost diskriminacije ovakvog sustava vidljiva je u slučaju kada se za dvije banke može pojaviti signal u TO, a ovisno o evoluciji rizika u sukcesivna tri razdoblja rejtang može varirati u rasponu od 2 (niskog rizika) do 5 (najvišeg rizika). Formalno, $R = f(S_{T-1}, S_{T0}, S_{T+1})$.

1 Lj. Jankov, Problemi banaka: Uzroci, načini rješavanja i posljedice, Pregled HNB-a, P-2, 2000.; A. Ahec-Šonje, Analiza osjetljivosti bankarskog sustava – primjena "signalne" metode, Ekonomski pregled, 53 (9-10), 2002.

2 Empirijska literatura daje veću važnost činiteljima specifičnima za pojedino gospodarstvo, odnosno domaće tržište u slučaju poremećaja u poslovanju banaka, nego vanjskim neravnotežama, ograničenjima i šokovima koje se dovode u vezu s klasičnim bankarskim krizama (C. D. Hardy, C. Pazarbasioglu, *Determinants and Leading Indicators of Banking Crises*, IMF Staff Papers, Vol. 46, No. 3, 1999.).

3 Ti pristupi obuhvaćaju: CAMELS sustav validacije rizičnosti (parametarski pristup: funkcija profitabilnosti, rizičnosti imovine, likvidnosti i aktivnih kamatnih stopa banaka), model interne percepcije rizičnosti banaka (neparametarski pristup: prati odnos likvidnosti i cijene zaduživanja na novčanom tržištu za pojedinu banku), standardni sustav ranog upozorenja na poteškoće u poslovanju banaka (neparametarski pristup: signalizira vjerojatnost poremećaja ovisno o kombinaciji mjera rizičnog ponašanja na temelju vrijednosti kamatnih stopa, kreditnog rasta i likvidnosti banke).

Dakle, da bi opisani sustav postao operativan, potrebno je odrediti dva elementa: mjere stabilnosti i njihove granične vrijednosti. Nepostojanje univerzalne mjere stabilnosti banaka praktičan je problem, koji i u literaturi zauzima važno mjesto⁴. Ovdje se prate tri glavna kanala udara na poslovanje (kapital) banaka: putem indikatora solventnosti, koji upućuje na opći rizik poslovanja, rizika likvidnosti i kreditnog rizika, koji nisu nužno međusobno povezani i ne moraju uvijek biti vremenski sinkronizirani.

$$(1) Z = (k + \mu)/\sigma; IS = Zscore < g.v.$$

gdje je: Z Z -indeks (pokazatelj solventnosti), k odnos kapitala i imovine, μ prosječna vrijednost ROA , σ standardna devijacija ROA , $g.v.$ granična vrijednost (20. percentil), a ostali simboli poznati su otprije.

$$(2) LR = (G + D + T)/A < g.v.$$

gdje je: LR koeficijent likvidnosti, G gotovina, D depoziti, T trezorski zapisi, A ukupna imovina, $g.v.$ granična vrijednost (20. percentil).

$$(3) RE = TIV/A > g.v.$$

gdje je: RE rezerviranja za gubitke, TIV troškovi ispravaka vrijednosti, $g.v.$ granična vrijednost (80. percentil), a ostali simboli poznati su otprije.

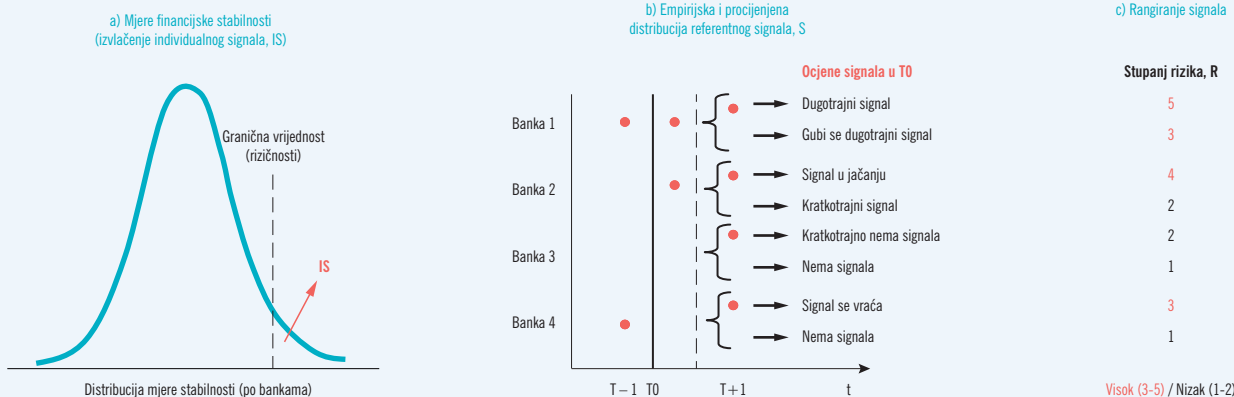
Klasificirajući stupanj rizičnosti za ukupno 48 banaka koje su poslovale u Hrvatskoj tijekom proteklih deset godina dobiva se mapa rejtinga banaka (Slika 2.), koja na uzorku iz prethodnih razdoblja izdvaja sve problematične banke, odnosno ključne trenutke nastupanja poremećaja. Na taj način ovaj sustav nadmašuje standardno korištene pristupe u HNB-u, što ga čini kvalitetnim dodatkom supervizorskim alatima. Nestanak zdravih banaka (s mape, odnosno s tržišta) uglavnom je bio rezultat njihova pripajanja većim bankama, dok su rizičnije banke u pravilu prolazile procese likvidacija ili spajanja.⁵ Konsolidacija bankarskog tržišta bila je najintenzivnija u razdoblju od bankarske krize krajem devedesetih do kraja 2004., nakon čega je uslijedila stabilizacija tržišta i istodobno s njom oporavak kreditnog ciklusa. U razdoblju brzog rasta plasmana od 2005. do 2007. godine konsolidacija tržišta je zaustavljena, a usporedno s brzim rastom plasmana rasli su i rizici (ponajprije kreditni). Akumulirani rizici izazivali su poremećaje u poslovanju u krizi započetoj 2008., kada je taj proces i kulminirao, ali čak i prije njihove znatnije materijalizacije.

Agregiranjem banaka visokog stupnja rizika (3 – 5) dobiva se uvid u promjene stope rizičnosti sektora u cjelini, a vaganjem tog pokazatelja (udjelima u imovini), u određenom smislu, i nova sintetska mjera stabilnosti bankarskog sektora (Slika 3.). Ovi indikatori pomažu lakše razabrati spomenuta kretanja u prethodnim razdobljima, pa je tako jasno uočljiv trend rasta stope rizičnosti u pretkriznom razdoblju, koji svoj

4 M. Carapeto, S. Moeller, A. Faeltel, V. Vitkova, L. Bortolotto, *Distress classification measures in the banking sector*, Cass Business School, City University of London, 2010.; N. Jahn, T. Kick, *Early warning indicators for the German banking system: a macroprudential analysis*, Discussion Paper, Deutsche Bundesbank, No. 27, 2012.

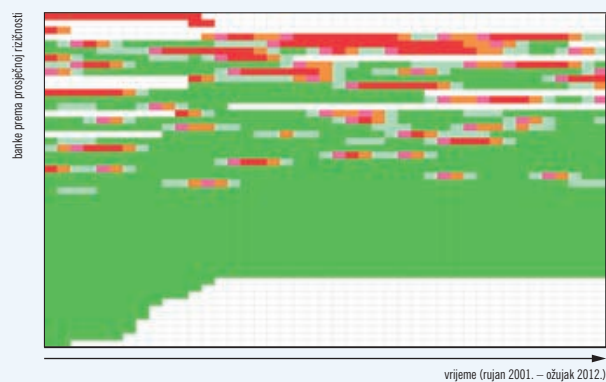
5 Posljednji takav slučaj bila je Credo banka d.d. s kraja 2011. godine, kojoj je HNB oduzeo licenciju za rad, nakon čega je pokrenut postupak njezine likvidacije.

Slika 1. Novi signalni sustav



Izvor: HNB

Slika 2. Mapa rizika po bankama

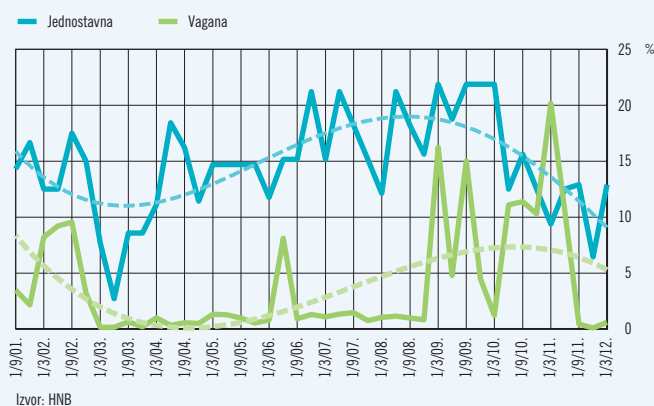


Napomena: Visok rizik označen je nijansama crvene boje, a nizak rizik nijansama zelene boje.
Izvor: HNB

vrhunac doseže početkom 2010., do kada se glavnina rizika već materijalizirala i nastupa razdoblje relativnog smanjenja ranjivosti tih banaka. No, s druge strane, vagana stopa rizika upućuje na to da je vjerojatnost sistemskog poremećaja tijekom tog vremena relativno niska, premda su u zreloj fazi krize određeni poremećaji u poslovanju zabilježeni periodično kod banaka koje drže i do oko 15% imovine sektora.

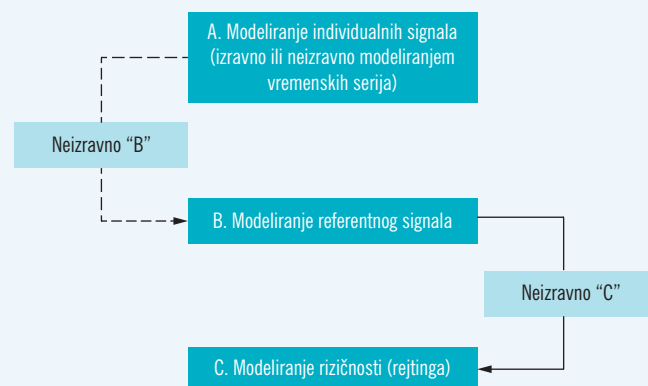
Budući da je rejting banke u tekućem razdoblju funkcija signala u tri sukcesivna razdoblja, za klasifikaciju rizika pojedine banke u posljednjem završenom tromjesečju na osnovi kojeg se određuju individualni signali, potrebno je procijeniti realizaciju signala u sljedećem tromjesečju. U tu svrhu pristupa se izradi modela rizika, koji u osnovi može imati tri varijante (Slika 4.). Moguće je modelirati komponente individualnih signala (vremenske serije solventnosti, likvidnosti i rezervacija), pa prema graničnim vrijednostima identificirati njihove individualne signale, ili izravno modelirati te individualne signale (što pretpostavlja tri modela vjerojatnosti za svaku odnosnu binarnu zavisnu varijablu). Drugi je pristup modeliranje vjerojatnosti pojave referentnog signala, nakon kojeg bi se kvalitativno i kvantitativno ocijenilo, odnosno dodijelilo rejting banci

Slika 3. Stopa rizičnosti bankarskog sektora



Izvor: HNB

Slika 4. Alternativni pristupi modeliranju rizičnosti



Izvor: HNB

Tablica 1. Rezultati modela (logističke regresije) signala i rizičnosti

Zavisna varijabla	Signal rizika		Visoki rizik	
Uzorak	2. tr. 2001. – 2. tr. 2012.		3. tr. 2001. – 1. tr. 2012.	
Nezavisne	Koeficijent	Parcijalni doprinos vjerojatnosti ishoda	Koeficijent	Parcijalni doprinos vjerojatnosti ishoda
Konstantni član	-2,540598		-2,5439890	
Indeks aktivne kamatne stope	0.425126*	0,53	0.421708*	0,52
Indeks pasivne kamatne stope	1.253628**	2,50	1.262870**	2,54
Indeks eksternog financiranja kredita	0.329367*	0,39	0.3598000*	0,43
Indeks koncentracije rizika	0.753853**	1,13	0.752566**	1,12
Broj opažanja "zavisne varijable=0"	1335		1264	
Broj opažanja "zavisne varijable=1"	242		216	
Omjer opažanja 1/0	0,181		0,171	
McFadden R2	0,084		0,085	
Koeficijent preciznosti	65,8%		66,0%	
Postotak točno predviđenih signala	68,1%		68,1%	
AUROC	82,7%		82,8%	

Napomene:

1. Nezavisne su varijable s vremenskim pomakom od jedne godine.
2. Indeksi nezavisnih varijabla (binarne vrijednosti čije su funkcije signalne) određeni su prema graničnim vrijednostima: iznad 80. percentila za koncentraciju rizika u imovini i pasivne kamatne stope, iznad 90. ili ispod 10. percentila za aktivne kamatne stope, iznad 119% (116%) za eksterno financiranje kredita, mjerene odnosom ukupnih kredita i depozita, u modelu visokog (niskog) rizika. Granične vrijednosti za distribucije određene su arbitrarno, a granica omjera maksimizirajući McFadden R2 koji uključuje navedeni pokazatelj.
3. Nema naznake multikolinearnosti, kvaziseparacije ili potpune separacije.
4. Signifikantnost: (**) na razini 1%, (*) na razini 5%.

Izvor: HNB

u tekućem razdoblju. Treća mogućnost pretpostavlja izravno modeliranje rejtinga. Iskustveno se pokazalo da je vremenske serije kao i individualne signale iznimno teško modelirati (u prihvatljivim granicama pouzdanosti), no modeliranje referentnih signala (time neizravno i stupnja rizika), odnosno izravno samog stupnja rizika nije činilo takve poteškoće⁶. Stoga su u ovom istraživanju primijenjene posljednje dvije opcije.

Modeliranje vjerojatnosti pojave referentnog signala rizika, S, odnosno visokog stupnja rizika, $R_{3,4,5}$, zasniva se na logističkim funkcijama čiji su svi argumenti Booleova tipa (pojedine varijable poprimaju vrijednosti 0 ili 1 ovisno o nekom kriteriju i kao takve ulaze u skup nezavisnih varijabla). Optimalna specifikacija (prema statističkim kriterijima navedenima u nastavku) pronađena je kod modela koji obuhvaća informacije o cjenovnim i strukturnim karakteristikama sredstava u kreditno-depozitnim poslovima pojedine banke. Naime, modeli jednoznačno pokazuju kako je vjerojatnost pojave signala rizika, odnosno klasifikacije banke kao visokorizične povezana s ekstremnim vrijednostima individualnih

kamatnih stopa na depozite (previsokih ili preniskih u odnosu na druge banke), odnosno visokih cijena kredita, ali i visoke koncentracije rizika u imovini te intenzivnijega korištenja sekundarnih izvora za financiranje kreditne aktivnosti (Tablica 1.). Oba modela daju zadovoljavajući stupanj prognostičke preciznosti, odnosno točno predviđaju ishode u 68% slučajeva, pri čemu same signale rizika točno klasificiraju u više od 65% slučajeva.

Osim što prikazani statistički modeli omogućuju mjerenje rizika u tekućem razdoblju, iskoristivi su i za kratkoročne projekcije (čiji horizont ne prelazi tri tromjesečja). No, pritom valja imati na umu da su već dodijeljeni rejtingi banaka navješćujući indikatori poremećaja u njihovom poslovanju. Dakle, aktualnim vrijednostima rejtinga preporučljivo je koristiti se za praćenje pojedinih banaka upravo u smislu signaliziranja nestabilnosti pojedine kreditne institucije, dok bi modelske projekcije u nekoliko idućih tromjesečja trebalo uzeti više kao indicaciju evolucije dugoročnih rizika u sustavu.

⁶ Preliminarna istraživanja u HNB-u obuhvaćala su sve navedene pristupe (modeliranje različito specificiranih zavisnih varijabla), na temelju različitih statističkih modela.

Popis slika i tablica

Slika 1. Dijagram financijske stabilnosti	7	Slika 28. Dug opće države	21
Tablica 1. Gospodarski rast, izvoz i industrijska proizvodnja u odabranim razvijenim zemljama i zemljama s tržištima u nastajanju	10	Slika 29. Usporedno kretanje manjka opće države	21
Slika 2. Kretanje indeksa poslovnog i potrošačkog pouzdanja	10	Slika 30. Usporedno kretanje javnog duga	22
Tablica 2. Fiskalna bilanca i saldo tekućeg računa u odabranim razvijenim zemljama i zemljama s tržištima u nastajanju	11	Slika 31. Struktura javnog duga prema preostalom dospijeću	22
Tablica 3. Javni i inozemni dug u odabranim europskim zemljama s tržištima u nastajanju	11	Slika 32. Valutna struktura javnog duga	22
Slika 3. Ključne kamatne stope glavnih središnjih banaka i vodeće tržišne kamatne stope	11	Tablica 5. Referentne razine indikatora za rizik fiskalne održivosti u 2013.	22
Slika 4. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za petogodišnje obveznice odabranih zemalja eurozone	11	Slika 33. Prinos na primarnom izdanju eurskih vrijednosnica	23
Slika 5. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za petogodišnje obveznice odabranih banaka	11	Slika 34. Projekcija manjka opće države	23
Slika 6. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za petogodišnje obveznice odabranih zemalja s tržištima u nastajanju	12	Slika 35. Projekcija duga opće države	23
Slika 7. Razlike prinosa na osnovi indeksa EMBI	12	Slika 36. Bruto potrebe za financiranjem	24
Slika 8. Prinosi na hrvatsku i usporedivu njemačku obveznicu s dospijećem 2018. i njihova razlika	12	Slika 37. Različiti scenariji projekcije javnog duga	24
Slika 9. Priljev kapitala u europske zemlje s tržištima u nastajanju	13	Okvir 2.	
Slika 10. Priljev inozemnoga kapitala i rast BDP-a u Hrvatskoj	13	Slika 1. Razlika prinosa državnih obveznica RH i referentne njemačke obveznice i premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za RH, 2010. – 2013.	25
Slika 11. Obrazac rasta BDP-a (doprinosi rastu)	13	Tablica 1. Rezultati procjene ekonometrijskog modela na panel-podacima	26
Slika 12. Štednja i investicije, ukupno i po sektorima	14	Slika 2. Dnevna promjena “domaće komponente” razlike prinosa državnih obveznica RH	26
Slika 13. Kretanje inozemnog duga po domaćim institucionalnim sektorima	14	Slika 38. Promjena i stanje duga kućanstava	27
Slika 14. Ukupni inozemni dug vjerovnicima	14	Slika 39. Krediti kućanstvima prema namjeni	27
Slika 15. Kratkoročni inozemni dug	14	Slika 40. Ročna struktura novoodobrenih kredita kućanstvima, korigirana za sezonske oscilacije	28
Slika 16. Odabrani pokazatelji vanjske ranjivosti	14	Slika 41. Novoodobreni dugoročni krediti kućanstvima prema namjeni, korigirani za sezonske oscilacije	28
Slika 17. Projekcija otplata glavnice inozemnog duga u 2013. prema sektorima	14	Slika 42. Kretanje zaposlenosti i plaća (bez sezonskih učinaka)	28
Slika 18. Optimalne međunarodne pričuve, doprinosi učinaka pojedinih sastavnica	15	Slika 43. Valutna struktura kredita kućanstvima	28
Slika 19. Realni tečaj kune prema euru	15	Slika 44. Krediti kućanstvima prema promjenjivosti kamatne stope	28
Slika 20. Jedinični trošak rada	15	Slika 45. Zaduženost kućanstava i teret otplate duga	28
Slika 21. Ukupna zaduženost po sektorima	15	Slika 46. Financijska imovina kućanstava	29
Slika 22. Neto pozicija domaćih sektora prema inozemstvu po instrumentima	15	Slika 47. Godišnja promjena duga sektora nekretnina	30
Slika 23. Neto financijska pozicija odabranih domaćih sektora prema inozemstvu po vlasničkim i dužničkim instrumentima	15	Slika 48. Zaduženost kućanstava, stopa nezaposlenosti te kretanje potrošačkog optimizma i očekivanja na nekretninskom tržištu	30
Slika 24. Ocijenjena ponuda i potražnja za kreditima na domaćem tržištu	16	Slika 49. Stambeni krediti i hedonistički indeks cijena stambenih nekretnina, na tromjesečnoj razini	31
Slika 25. Tečaj kune prema euru i prekonoćna kamatna stopa	16	Slika 50. Usporedba kamatnih stopa na novoodobrene stambene kredite u Hrvatskoj i u eurozoni	31
Slika 26. Bruto domaći proizvod, sezonalizirani podaci u stalnim cijenama	16	Slika 51. Financijska dostupnost stambenih nekretnina	31
Slika 27. Promjene u zaposlenosti registrirane na Hrvatskom zavodu za zapošljavanje (HZZ)	16	Slika 52. Promjena i stanje duga nefinancijskih poduzeća	32
Tablica 4. Medusektorski financijski računi za Hrvatsku	17	Slika 53. Godišnje stope rasta duga nefinancijskih poduzeća	32
Okvir 1.		Slika 54. Dug nefinancijskih poduzeća	33
Slika 1. Neto kamatna marža i makroekonomski pokazatelji	18	Slika 55. Novoodobreni krediti banaka i apsolutna promjena stanja bruto kredita	33
Slika 2. Neto kamatna marža i odabrani bankovni pokazatelji	19	Slika 56. Alokacija inozemnog duga po sektorima za razdoblje od ožujka do rujna 2012.	33
Slika 3. Kreditna aktivnost i nekamatni prihodi	19	Slika 57. Alokacija kredita domaćih banaka po sektorima za razdoblje od ožujka do rujna 2012.	33
		Slika 58. Ročna i valutna struktura novoodobrenih kredita nefinancijskim poduzećima	33
		Slika 59. Udio duga poduzeća u stranoj valuti u ukupnim kreditima	33

Slika 60. Promjena valutne izloženosti u rujnu 2012.	34	Slika 88. Udio loših u ukupnim kreditima po vrstama i valuti indeksacije	42
Slika 61. Struktura bankovnih kredita nefinancijskim poduzećima prema mogućnosti promjene kamatne stope	34	Slika 89. Pokrivenost plasmana i potencijalnih obveza ispravcima vrijednosti	42
Slika 62. Kamatne stope na dugoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u eurozoni	34	Slika 90. Pokazatelji adekvatnosti kapitala	43
Slika 63. Kamatne stope na kratkoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u eurozoni	35	Slika 91. Distribucija rizika insolventnosti	43
Slika 64. Odnos depozita na transakcijskim računima nefinancijskih poduzeća i bruto dodane vrijednosti	35	Slika 92. Kretanje udjela loših kredita u ukupnima po skupinama banaka	43
Slika 65. Godišnja promjena najvažnijih stavki bilance bankarskog sektora	36	Slika 93. Omjer troškova ispravaka vrijednosti i amortizera tih troškova	44
Slika 66. Aktiva bankarskog sektora	36	Slika 94. Promjena zarada banaka i udjela loših kredita u prva tri tromjesečja 2012. u odnosu na prosjeke u prethodne tri godine	44
Slika 67. Pasiva bankarskog sektora	37	Slika 95. Godišnja profitabilnost prosječne imovine i prosječna godišnja kamatna stopa na devizne depozite na kraju rujna 2012.	44
Slika 68. Struktura obveza banaka	37	Slika 96. Pokrivenost loših kredita i udio loših kredita po bankama, na dan 30. rujna 2012.	44
Slika 69. Struktura sredstava primljenih od inozemnih izvora	37	Slika 97. Korekcija stope adekvatnosti kapitala na dan 30. rujna 2012. za pad pokrivenosti loših kredita u odnosu na prosjek (2004. – 2012.)	44
Slika 70. Struktura sredstava vlasnika banaka prema instrumentima	38	Slika 98. Projekcije makroekonomskih varijabla u različitim scenarijima	44
Slika 71. Pokazatelji likvidnosti	38	Slika 99. Indeksi financijskih uvjeta u različitim scenarijima	45
Slika 72. Valutna struktura depozita	38	Slika 100. Projekcije udjela ukupnih loših kredita u različitim scenarijima	45
Slika 73. Valutna struktura kredita	38	Slika 101. Projekcije udjela loših kredita poduzećima i ostalih kredita u različitim scenarijima	45
Slika 74. Valutna struktura nekunskih kredita	38	Slika 102. Projekcije udjela loših stambenih i potrošačkih kredita u različitim scenarijima	46
Slika 75. Struktura kredita vezanih uz švicarski franak	38	Slika 103. Projekcije marži banaka u različitim scenarijima	46
Slika 76. Izloženost banaka izravnom valutnom i kamatnom riziku	39	Slika 104. Doprinosi pojedinačnih elemenata promjeni SAK-a u različitim scenarijima	46
Slika 77. Udio nezaštićenih u ukupnim kreditima izloženima VIKR-u	39	Tablica 6. Dinamika stope adekvatnosti kapitala u različitim scenarijima po grupama banaka	46
Slika 78. Godišnja promjena odabranih kategorija poslovnog rezultata	39	Okvir 3.	
Slika 79. Doprinosi elemenata profitabilnosti prosječne imovine	40	Slika 1. Novi signalni sustav	49
Slika 80. Doprinosi elemenata profitabilnosti prosječnoga kapitala	40	Slika 2. Mapa rizika po bankama	49
Slika 81. Struktura ukupnih prihoda	40	Slika 3. Stopa rizičnosti bankarskog sektora	49
Slika 82. Struktura prihoda od provizija i naknada	40	Slika 4. Alternativni pristupi modeliranju rizičnosti	49
Slika 83. Struktura ukupnih troškova	40	Tablica 1. Rezultati modela (logističke regresije) signala i rizičnosti	50
Slika 84. Kamatna razlika (tromjesečni prosjek mjesečnih stopa na novoodobrene kredite) i godišnji neto kamatni prihod	40		
Slika 85. Odabrane kamatne stope (tromjesečni prosjek mjesečnih stopa)	41		
Slika 86. Udio kratkoročnih u ukupnim novoodobrenim kreditima (tromjesečni prosjek)	41		
Slika 87. Udio loših u ukupnim kreditima	42		

Kratice i znakovi

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
EFSF	– Europski fond za financijsku stabilnost (engl. <i>European Financial Stability Facility</i>)
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 (<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
OECD	– Organizacija za gospodarsku suradnju i razvoj
p. b.	– postotni bod
RH	– Republika Hrvatska
ROAA	– profitabilnost prosječne imovine (engl. <i>return on average assets</i>)

ROAE	– profitabilnost prosječnoga kapitala (engl. <i>return on average equity</i>)
SAD	– Sjedinjene Američke Države
SAK	– stopa adekvatnosti kapitala
SKDD	– Središnje klirinško depozitarno društvo
SDR	– posebna prava vučenja
tr.	– tromjesečje
VIKR	– valutno inducirani kreditni rizik
VP	– vrijednosni papiri
ZFO	– Zakon o fiskalnoj odgovornosti

Dvoslovne oznake za zemlje

BA	– Bosna i Hercegovina
BG	– Bugarska
CZ	– Češka
EE	– Estonija
HR	– Hrvatska
HU	– Mađarska
LT	– Litva
LV	– Letonija
MK	– Makedonija
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
∅	– prosjek
a, b, c...	– oznaka za bilješku ispod tablice i slike
*	– ispravljen podatak
()	– nepotpun, odnosno nedovoljno provjeren podatak

