



HRVATSKA NARODNA BANKA

---

**Je li strpljen stvarno spašen?  
Financijska imovina i prinosi u uvjetima neizvjesnosti**

Boris Vujčić,  
guverner

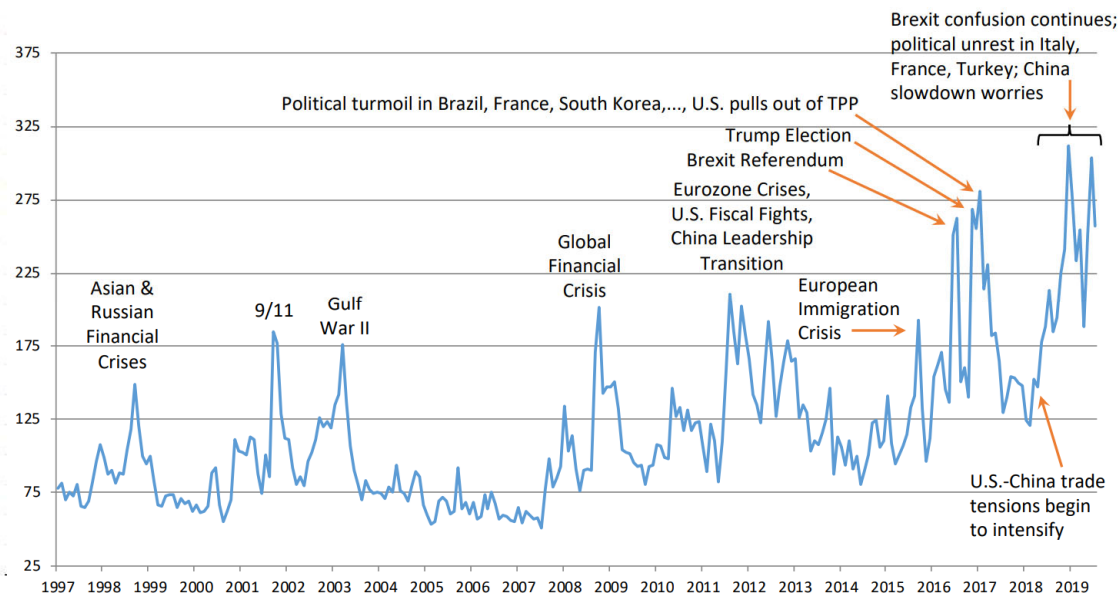
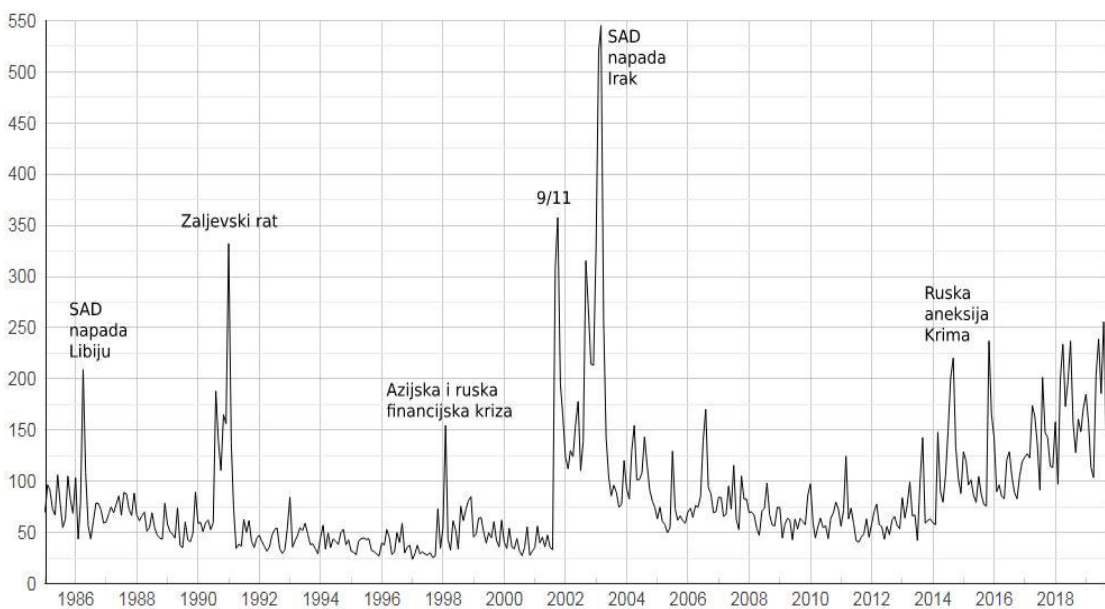
Konferencija Izazov promjene,  
Rovinj, 24. listopada 2019.

---

---

# Globalno okruŹje

## Sve izraženije jačanje negativnih geopolitičkih i gospodarskih rizika...

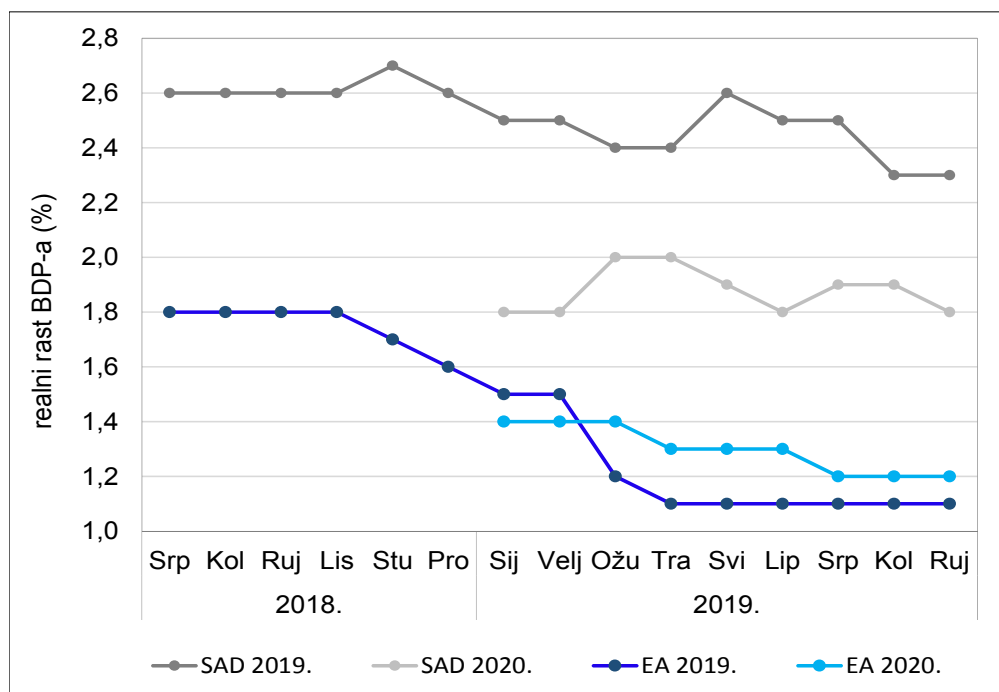


Izvor: "Measuring Geopolitical Risk" by Dario Caldara and Matteo Iacoviello at <https://www2.bc.edu/matteo-iacoviello/gpr.htm>

Izvor: Davis, S. J., 2016. "An Index of Global Economic Policy Uncertainty." *Macroeconomic Review*, October. Also available as NBER Working Paper No. 22740. <https://www.policyuncertainty.com/index.html>

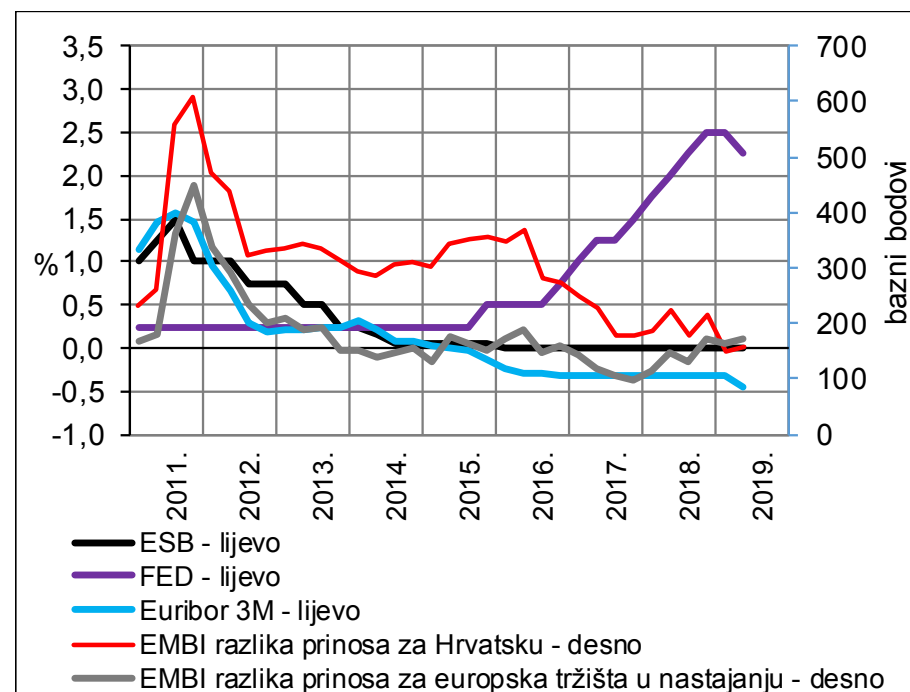
## ...negativno utječe na očekivanja gospodarskog rasta, unatoč i nadalje povoljnim uvjetima financiranja!

Očekivanja gospodarskog rasta u SAD- i u europodručju



Izvor: Consensus Forecast

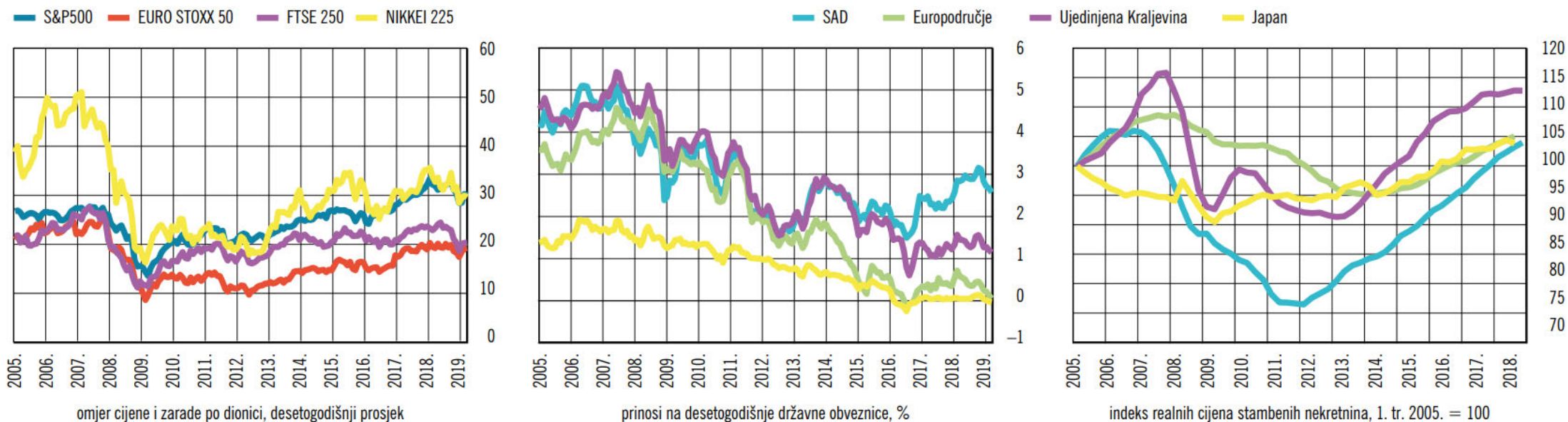
Ključne kamatne stope i prosječna razlika prinosa na obveznice europskih tržišta u nastajanju



Napomena: Podaci za ESB odnose se na kamatnu stopu na glavne operacije refinanciranja kod ESB-a (engl. main refinancing rate), dok se podaci za FED odnose na gornju ciljanu granicu raspona kamatnih stopa na prekonoćne međubankarske kredite (engl. federal funds rate)

Izvor: Bloomberg (19. rujna 2019.)

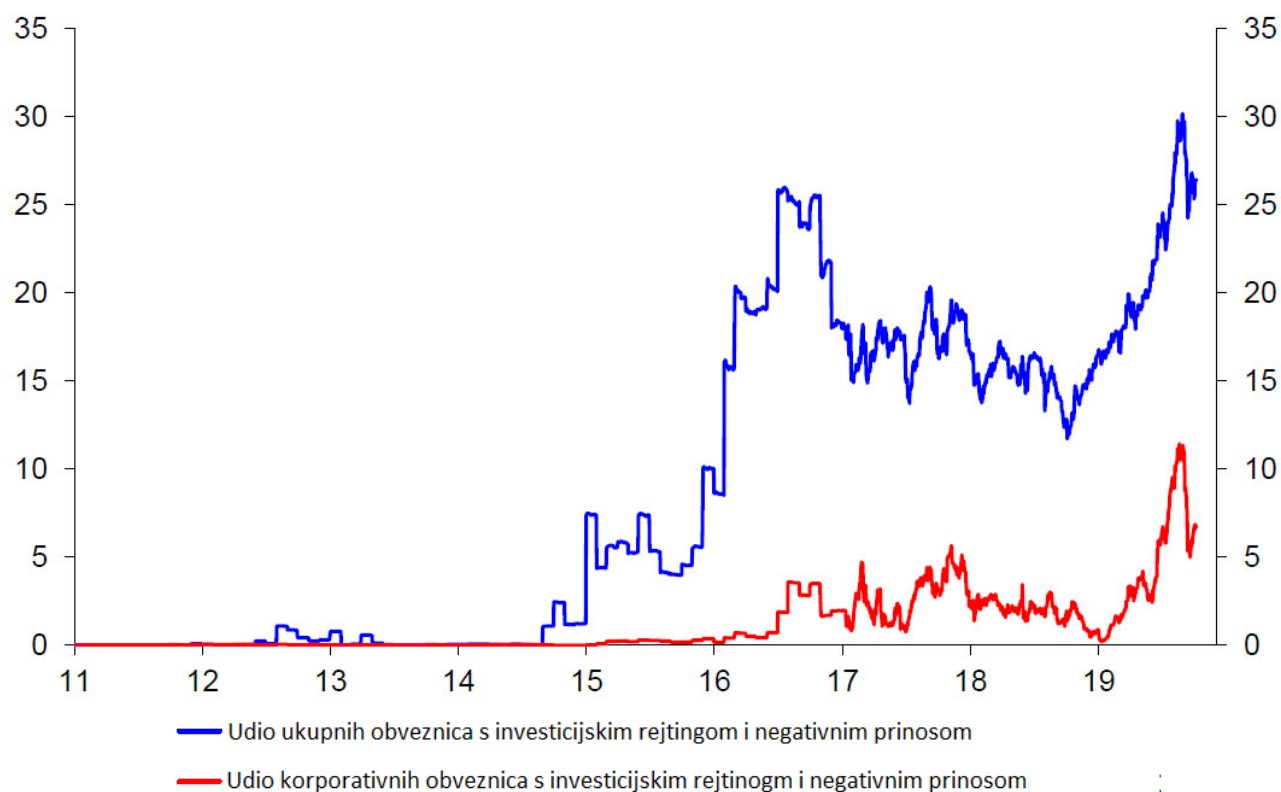
## Viškovi likvidnosti napuhuju vrijednost financijske i realne imovine...



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

...što se odražava u sve većem udjelu imovine s negativnim prinosima!

Globalni udio obveznica s investicijskim rejtingom na koje je prinos negativan



Izvor: Negative effects of trade war spreading from manufacturing to services, DB research, chief economist Torsten Slok, Ph.D., October 2019.

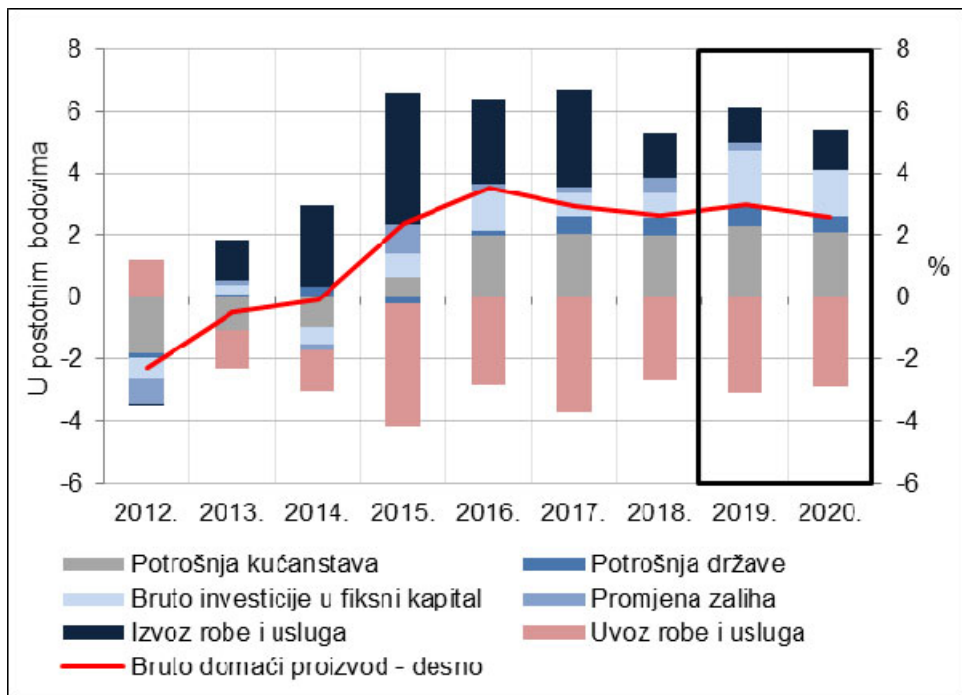
---

# Kretanja u domaćem gospodarstvu

# Rast BDP-a u Hrvatskoj podržan je povoljnim kretanjima na tržištu rada, uz stabilnu inflaciju...

## Promjena BDP-a

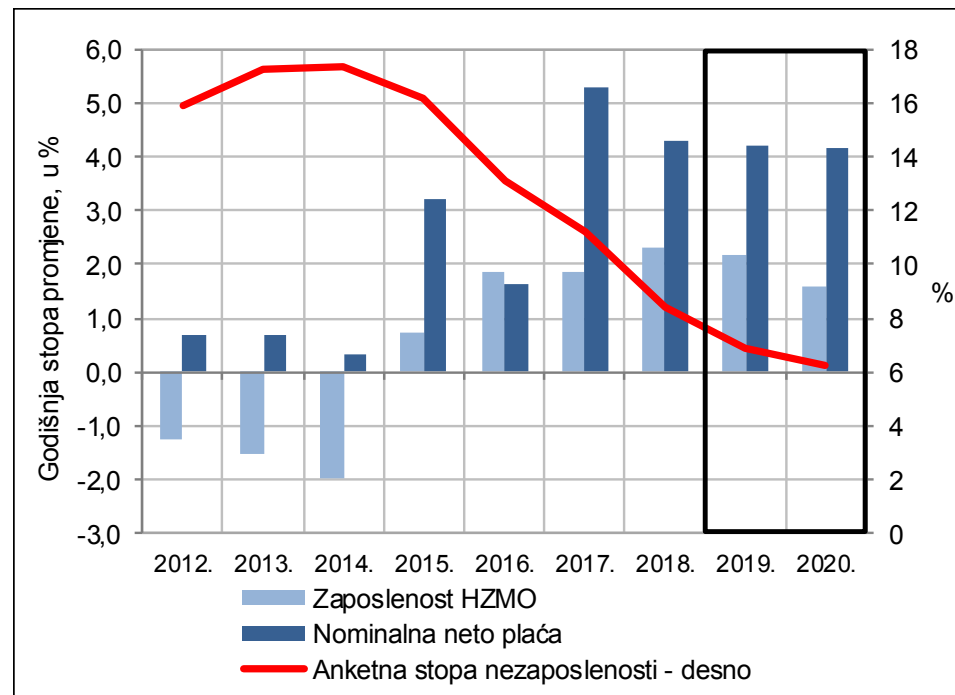
doprinosi po komponentama



Napomena: Projekcija za 2019. i 2020. preuzeta je iz projekcije HNB-a iz listopada 2019.

Izvor: DZS

## Rast zaposlenosti i neto plaća, stopa nezaposlenosti

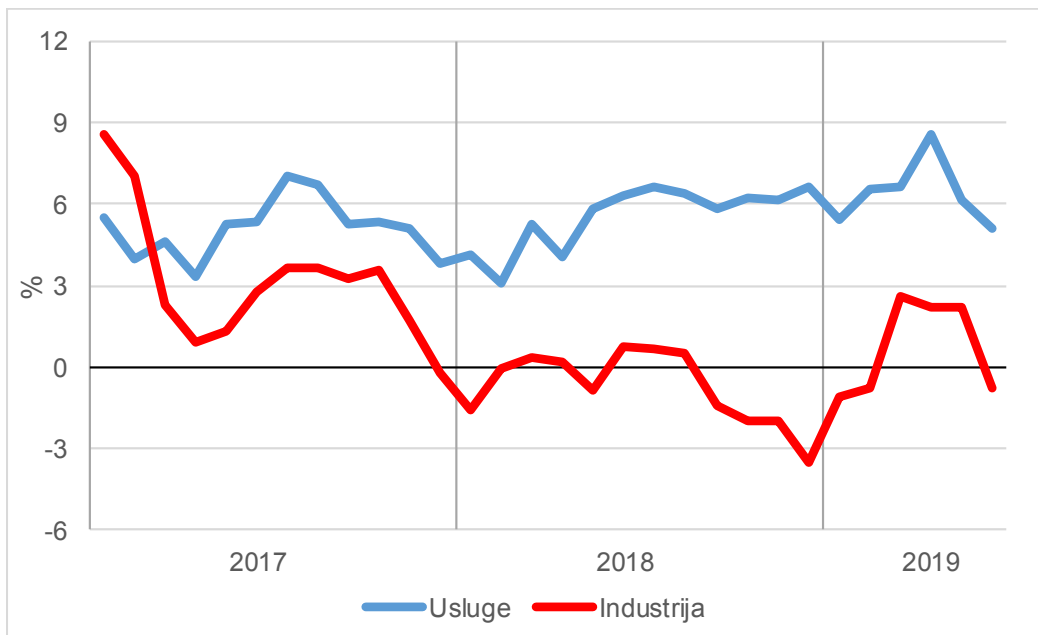


Izvori: DZS; izračun HNB-a



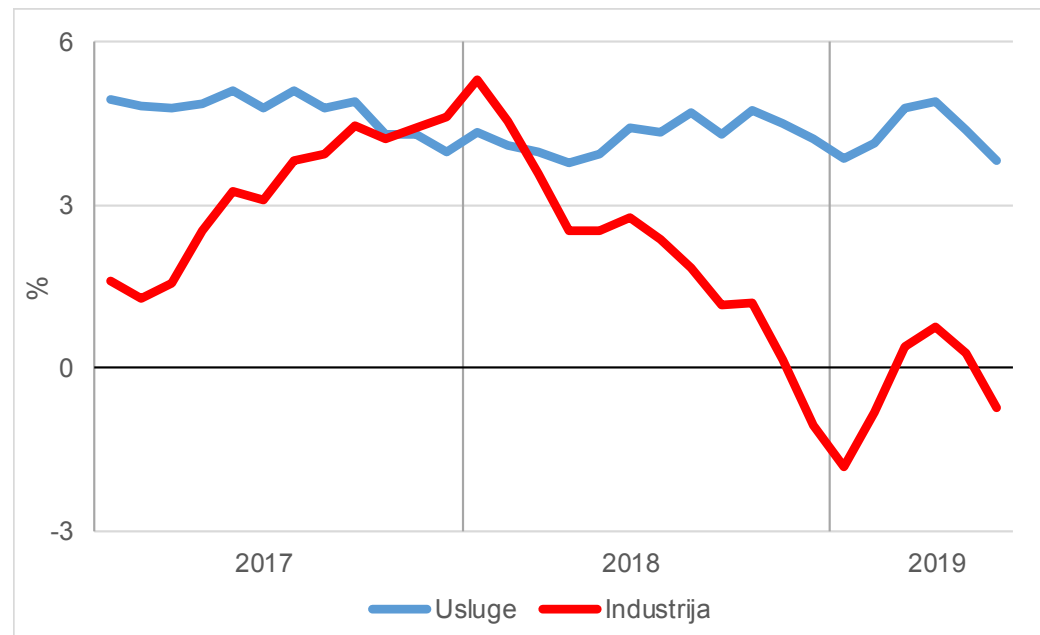
## ...ipak, slično kao i u ostatku EU, rast industrijske proizvodnje u Hrvatskoj znatno sporiji u odnosu na uslužne djelatnosti...

Kretanje industrijske proizvodnje i prometa u uslugama u Hrvatskoj  
(tromjesečni pomični prosjek)



Izvor: Eurostat

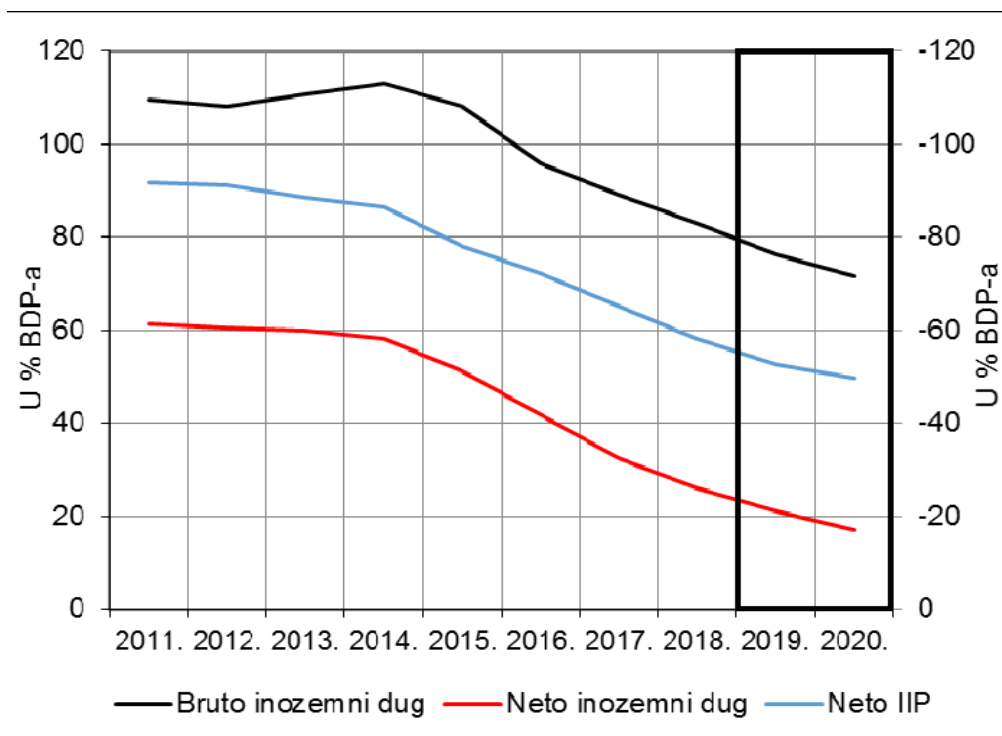
Kretanje industrijske proizvodnje i prometa u uslugama u EU28  
(tromjesečni pomični prosjek)



Izvor: Eurostat

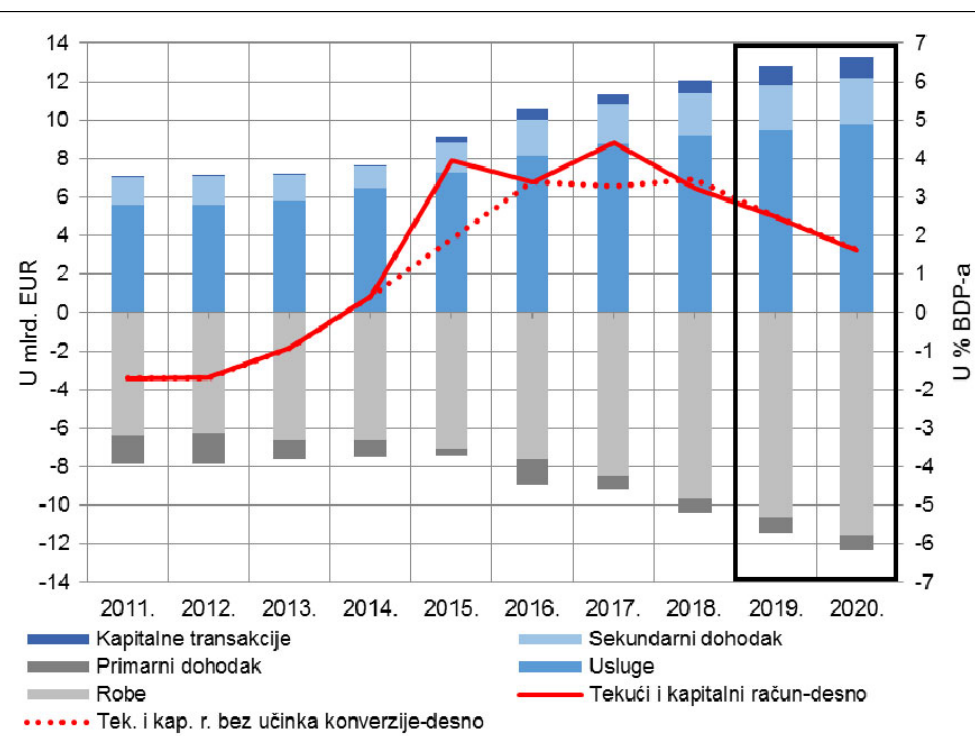
## ... vanjske neravnoteže se nastavljaju smanjivati, premda sporije ...

Relativni pokazatelji inozemnih obveza



Izvor: HNB

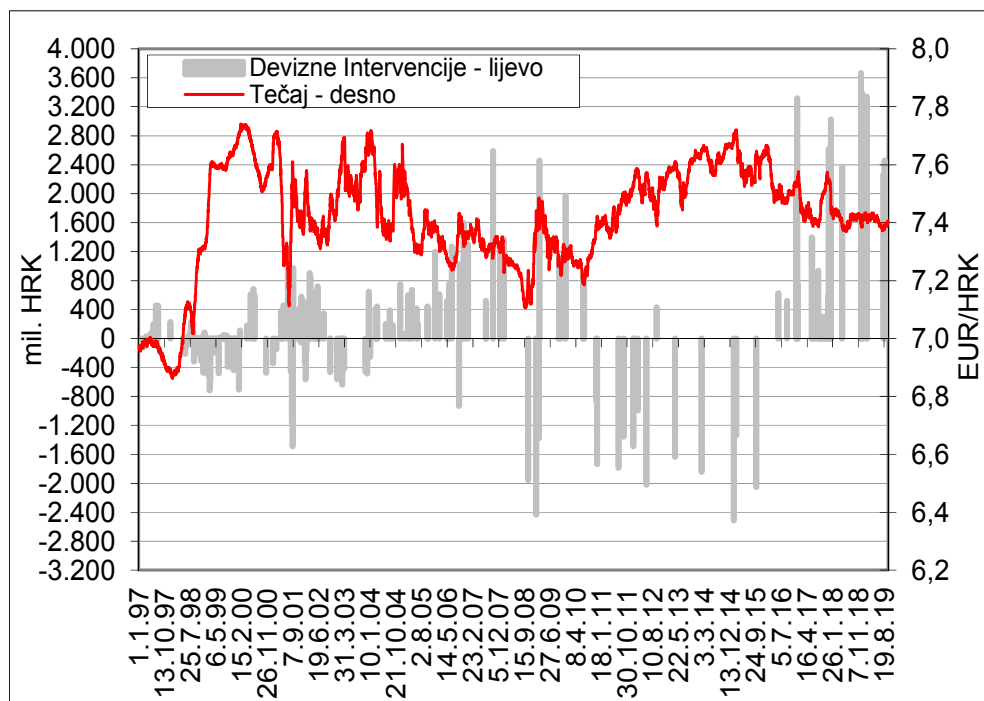
Tekući i kapitalni račun platne bilance



Napomena: Jednokratni učinci se odnose na konverziju kredita indeksiranih uz švicarski franak u 2015. i rezervacije banaka za potraživanja povezana s koncernom Agrokor u 2017. i 2018. godini.  
Izvor: HNB

## ... borba s aprecijacijskim pritiscima povećava međunarodne pričuve ...

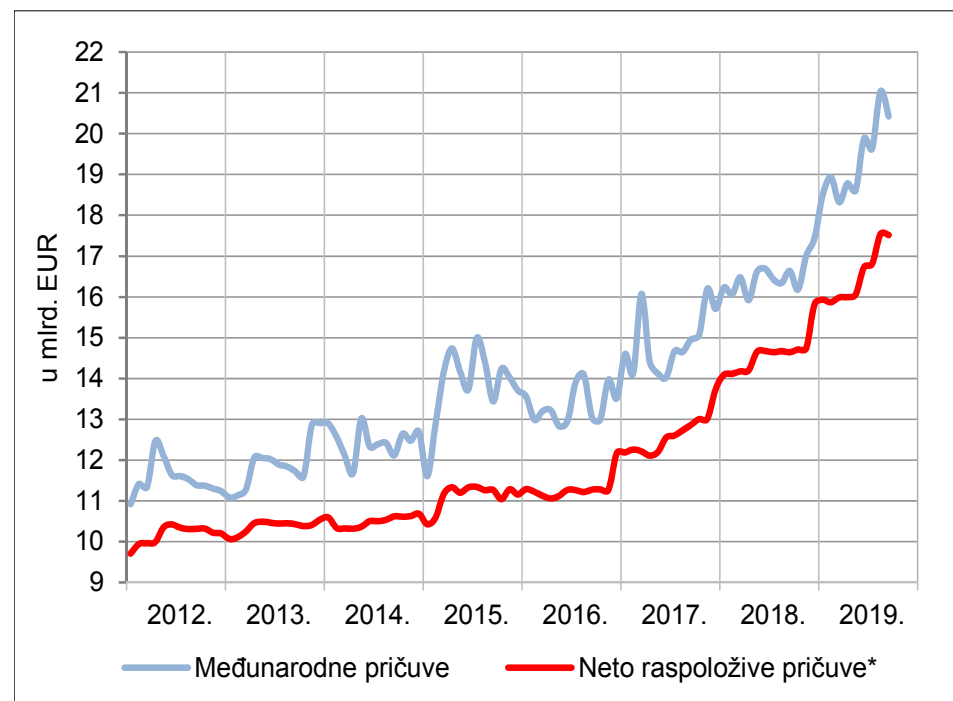
### Devizne intervencije i tečaj



Napomena: tečaj HRK/EUR prije 1999. godine je izračunan kao umnožak tečaja HRK/DEM i faktora konverzije (1,95583).

Izvor: HNB

### Međunarodne pričuve

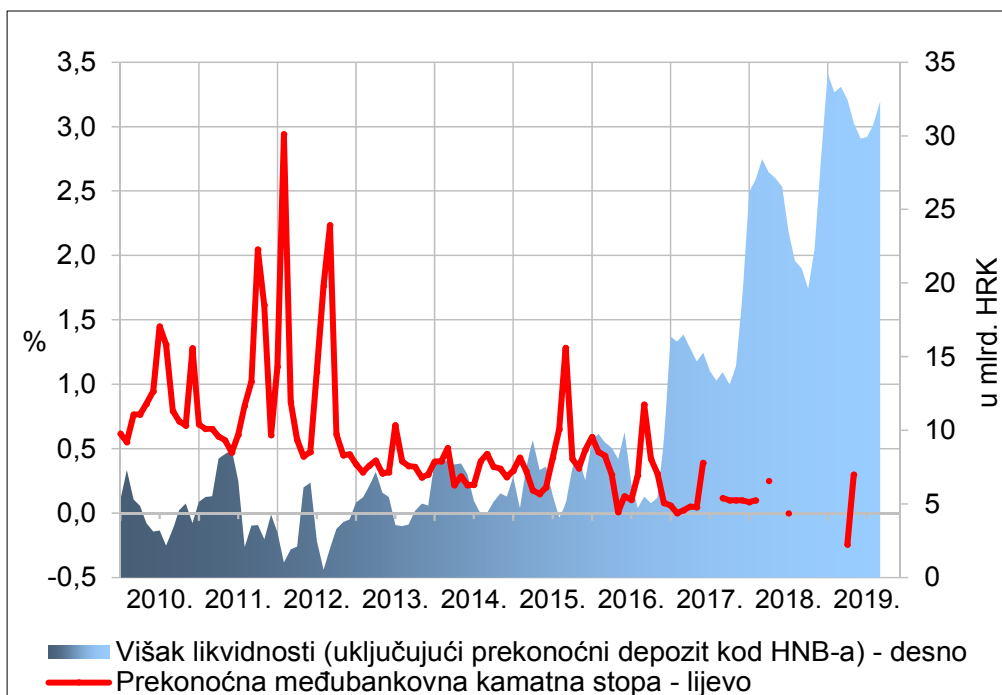


Napomena: NRP = Međunarodne pričuve - devizna inozemna pasiva - devizni dio obvezne pričuve - devizni depoziti države

Izvor: HNB

## ... i viškove likvidnosti ...

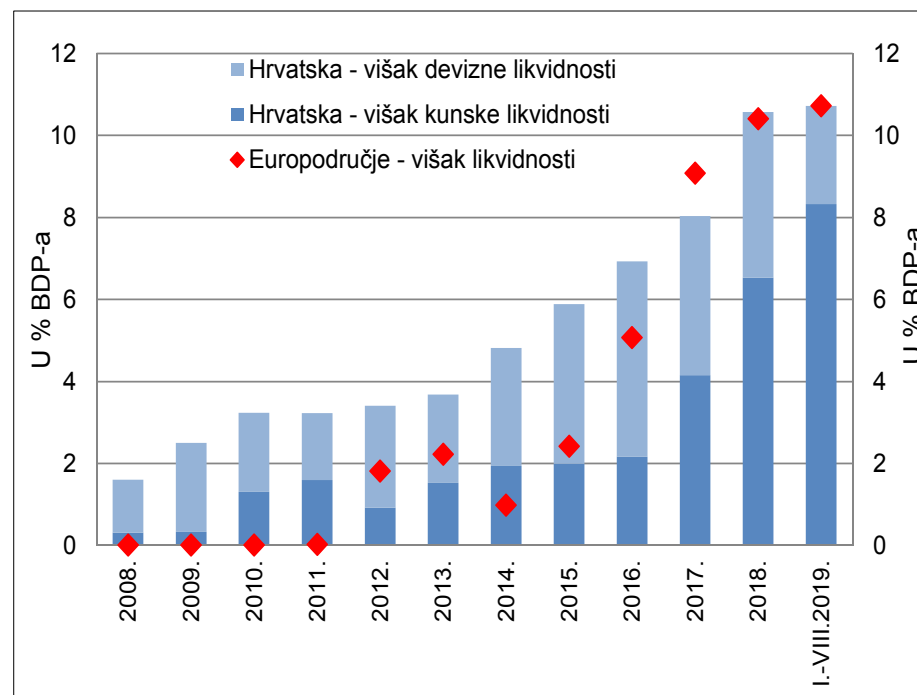
### Likvidnost banaka i prekoćna međubankovna kamatna stopa



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

Izvor: HNB

### Višak likvidnosti – HR vs. europa

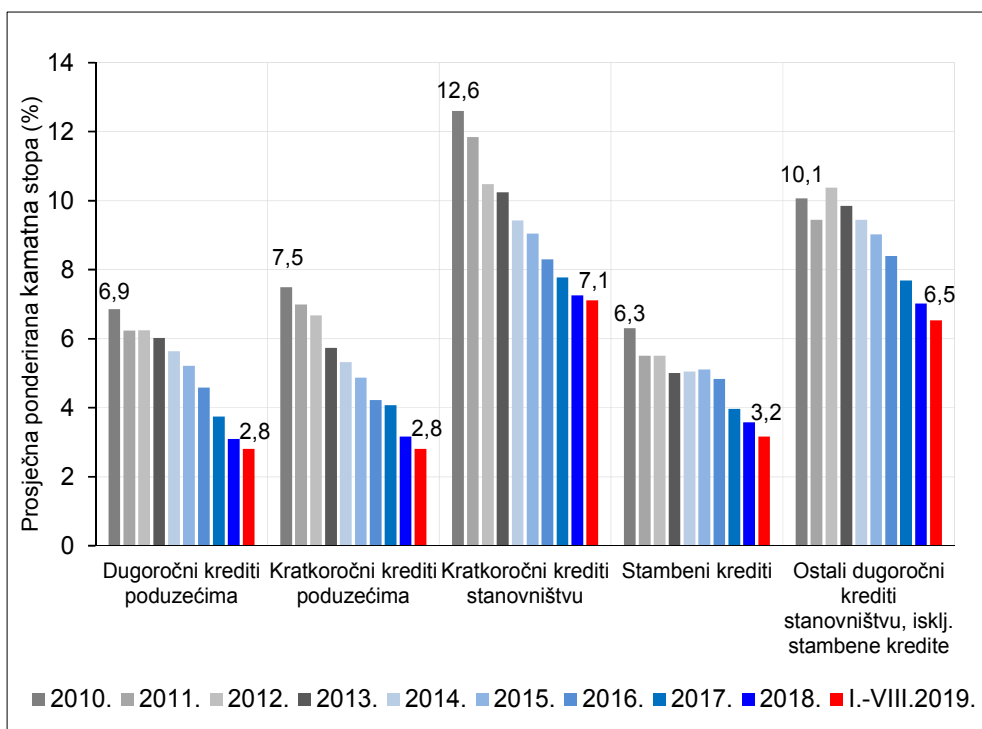


Napomena: Višak likvidnosti u europa predstavlja višak rezervi u odnosu na regulatorno zahtijevanu obveznu rezervu (eng. *excess reserves*).

Izvori: ESB; Eurostat; HNB

## .....što doprinosi kontinuiranom poboljšanju uvjeta financiranja svih domaćih sektora...

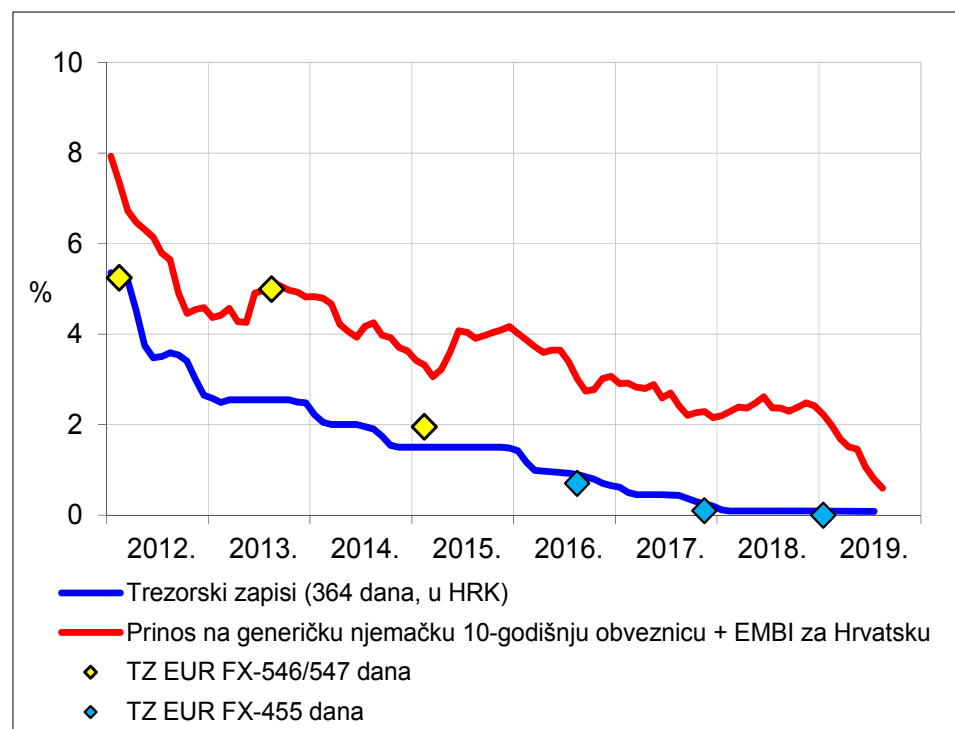
### Kamatne stope na kredite banaka



Napomena: Kamatne stope za stambene kredite za 2015. i za 1.-8.2016. odnose se na kamatne stope na nove kredite, dakle isključujući reugovorene kredite. Svi se ostali podaci odnose na nove poslove koju uključuju nove, ali i reugovorene kredite.

Izvor: HNB

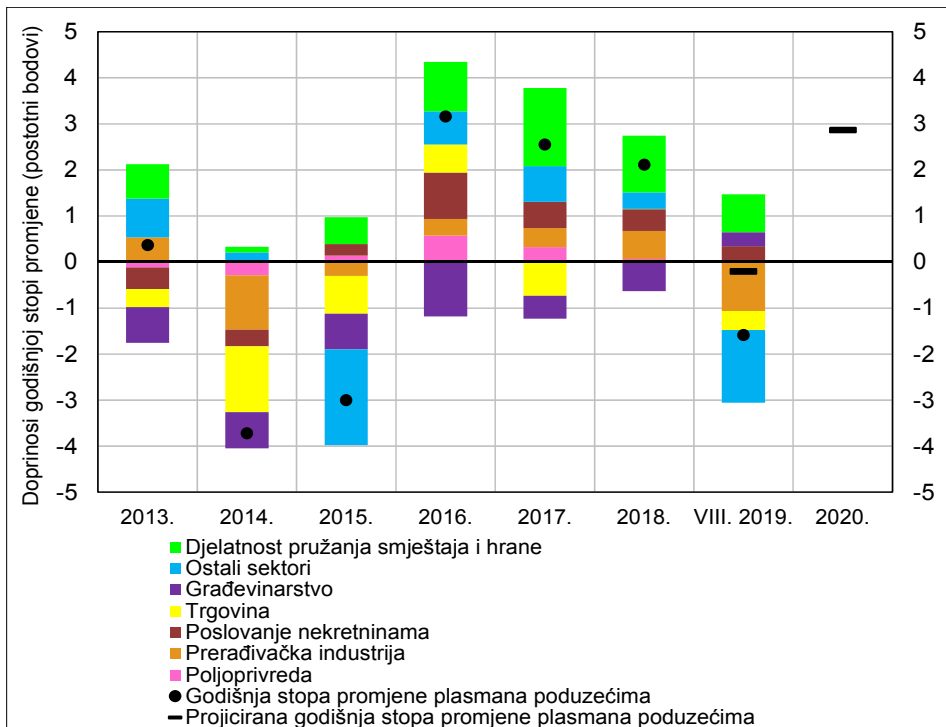
### Troškovi zaduživanja države



Izvori: HNB; MF

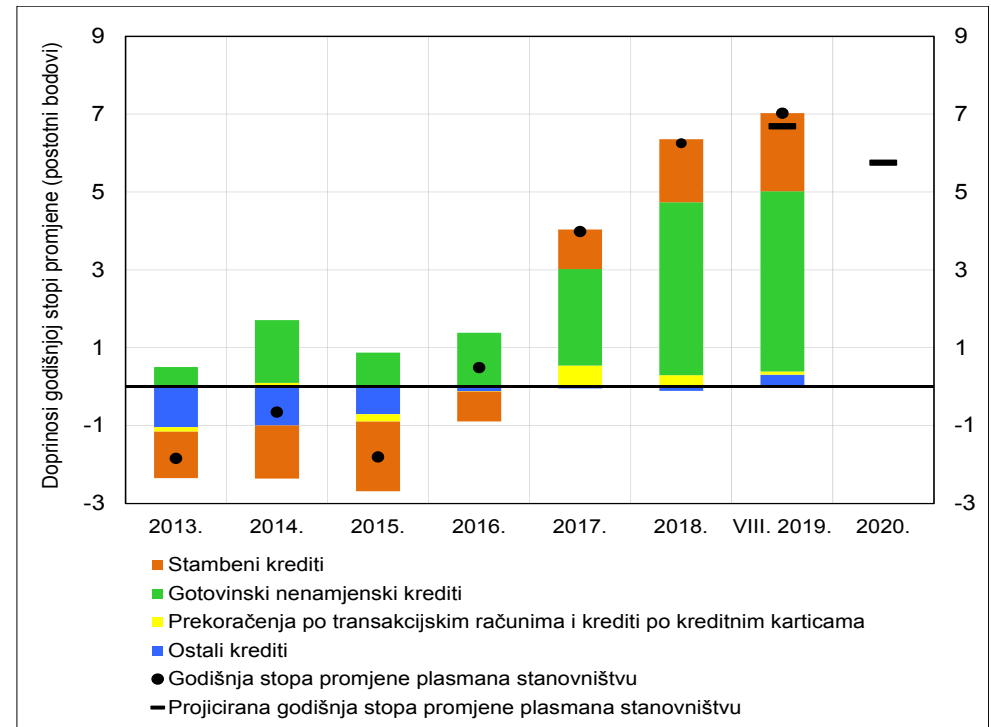
## ... međutim, ukupno kreditiranje je vrlo umjereno, izuzev u segmentu potrošačkih kredita ...

Plasmani poduzećima po djelatnostima, na osnovi transakcija



Napomena: Doprinosi i godišnje stope promjene na osnovi transakcija.  
Izvor: HNB

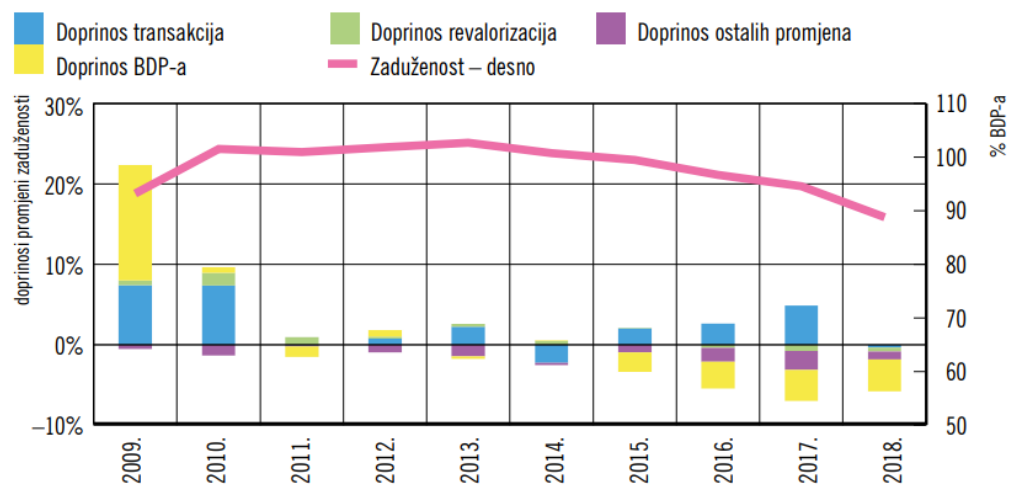
Plasmani stanovništvu po vrsti kredita, na osnovi transakcija



Napomena: Doprinosi i godišnje stope promjene na osnovi transakcija.  
Izvor: HNB

## ... uz razduživanje poduzeća i stagnaciju javnog duga

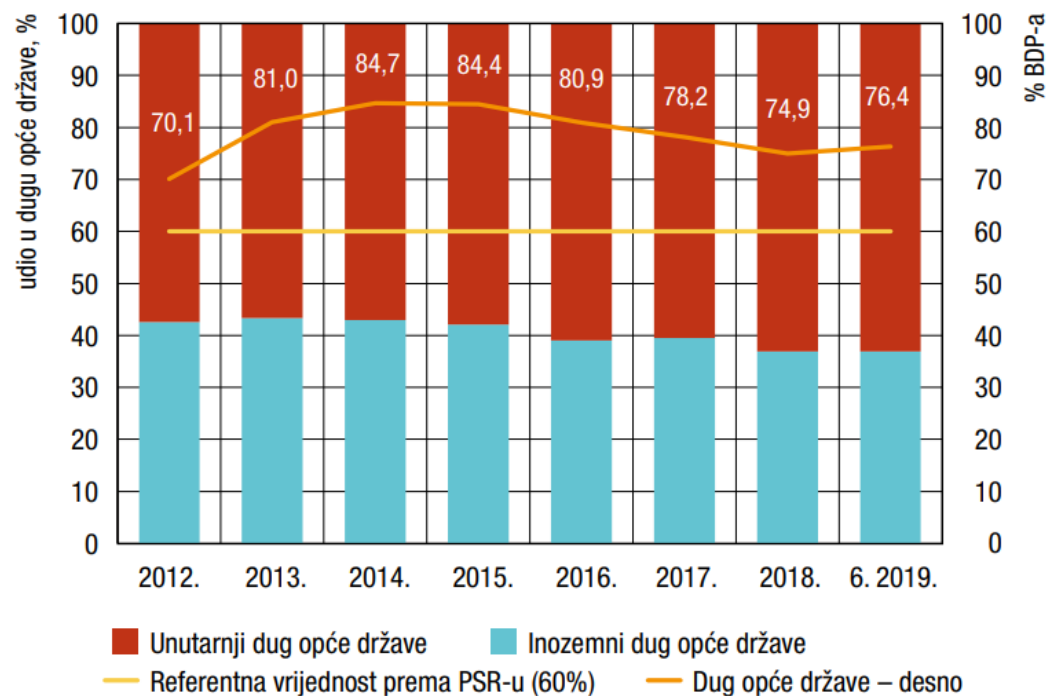
### Dug nefinancijskih poduzeća



Napomena: Prikazi su utemeljeni na revidiranim podacima iz konsolidirane bilance stanja finansijskih računa sektora nefinancijskih poduzeća i usklađeni su s izmjenama u sektorizaciji po metodologiji ESA 2010. Prikazana je dekompozicija promjene zaduženosti (dug/BDP) na godišnjoj razini. Revalorizacija uključuje tečajne razlike i cjenovne promjene, a ostale promjene resektorizacije, otpise i sl.

Izvori: Fina; Hanfa; HNB

### Dug opće države



Napomena: Za izračun relativnog pokazatelja korišten je nominalni BDP za posljednja četiri dostupna tromjesečja.  
Izvor: Eurostat, HNB

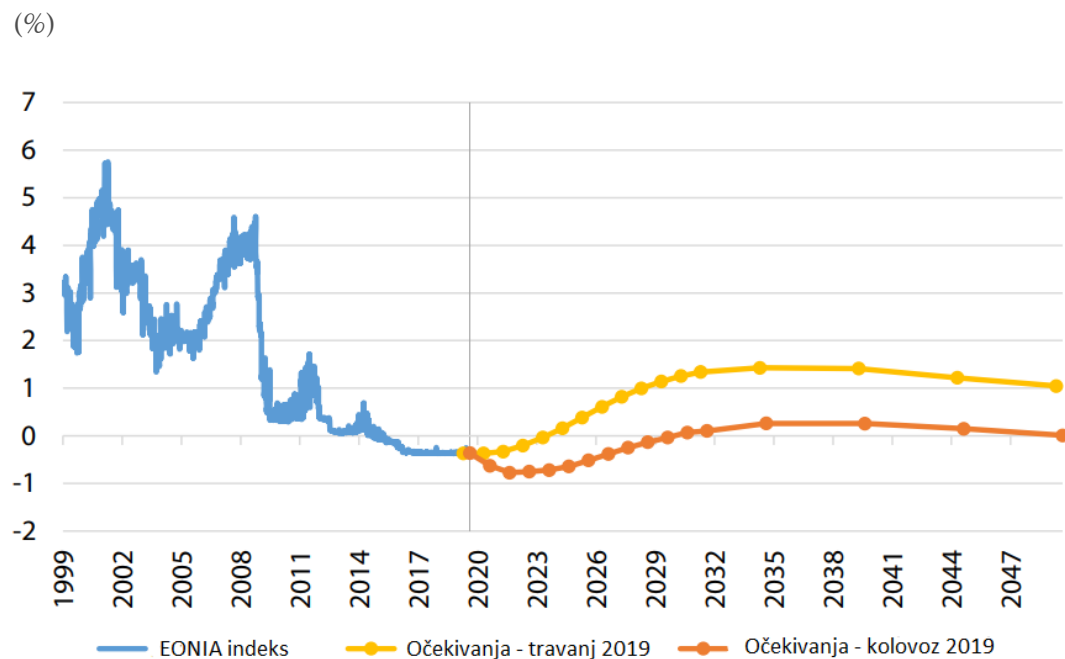
---

# Kretanja na financijskim tržištima

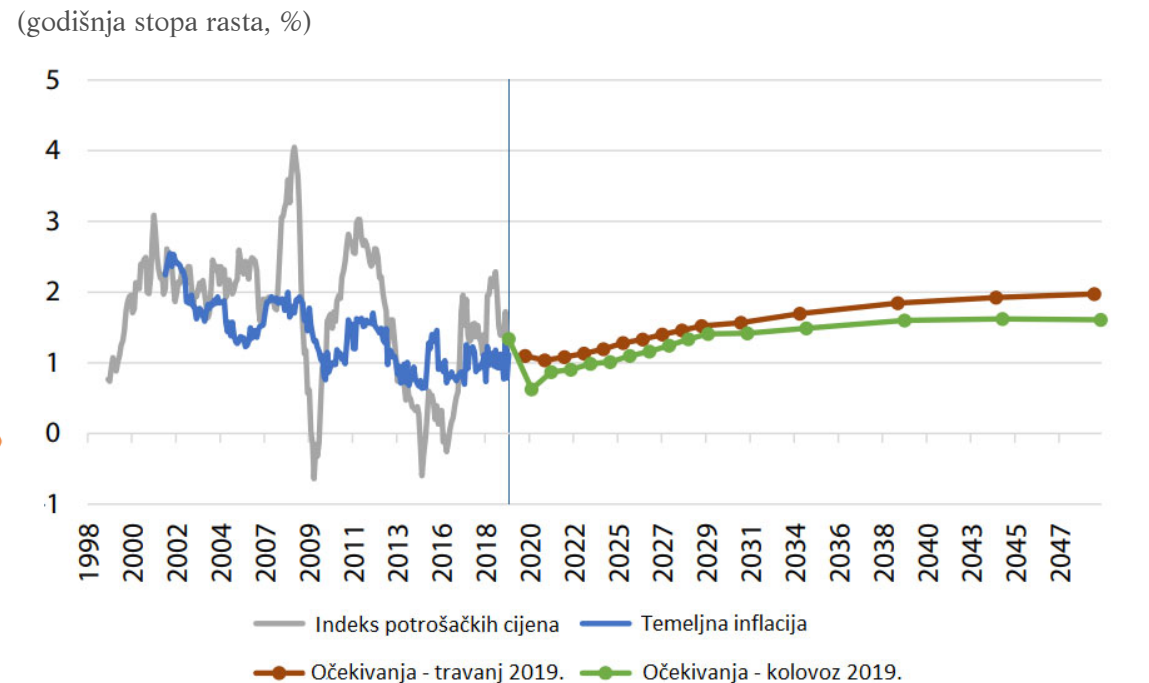


# Trenutne dugoročne projekcije kretanja kamatnih stopa i inflacije sugeriraju da će one ostati vrlo niske kroz duže vremensko razdoblje!

## Kratkoročna kamatna stopa i tržišna očekivanja (%)



## Indeks potrošačkih cijena, temeljna inflacija i infl. očekivanja u europodručju (godišnja stopa rasta, %)



Napomena: očekivanja kamatnih stopa izvedena su iz zero-coupon swapova različitih dospeljeća (jednogodišnja, dvogodišnja, 30-godišnja) koja sadrže tržišna očekivanja prosječne prekonocne EONIA kamatne stope tijekom ugovorenog razdoblja.

Izvor: Claeys et al (2019) Challenges ahead for the European Central Bank: Navigating in the Dark?, in-depth analysis requested by the EP ECON committee

[https://bruegel.org/wp-content/uploads/2019/09/Bruegel\\_FINAL-original.pdf](https://bruegel.org/wp-content/uploads/2019/09/Bruegel_FINAL-original.pdf)

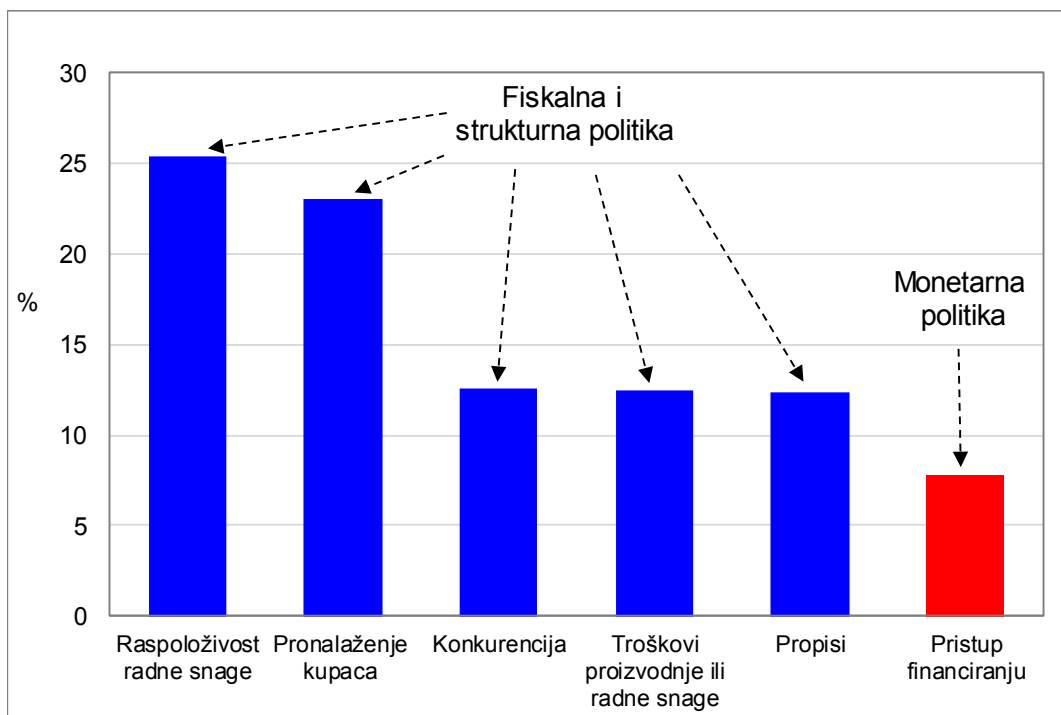
Napomena: inflacijska očekivanja su izvedena iz zero-coupon swapova različitih dospeljeća (jednogodišnja, dvogodišnja, 30-godišnja) koja sadrže tržišna očekivanja prosječne stope inflacije tijekom ugovorenog razdoblja. Očekivanja se odnose na harmonizirani indeks potrošačkih cijena, isključujući duhan.

Izvor: Claeys et al (2019) Challenges ahead for the European Central Bank: Navigating in the Dark?, in-depth analysis requested by the EP ECON committee

[https://bruegel.org/wp-content/uploads/2019/09/Bruegel\\_FINAL-original.pdf](https://bruegel.org/wp-content/uploads/2019/09/Bruegel_FINAL-original.pdf)

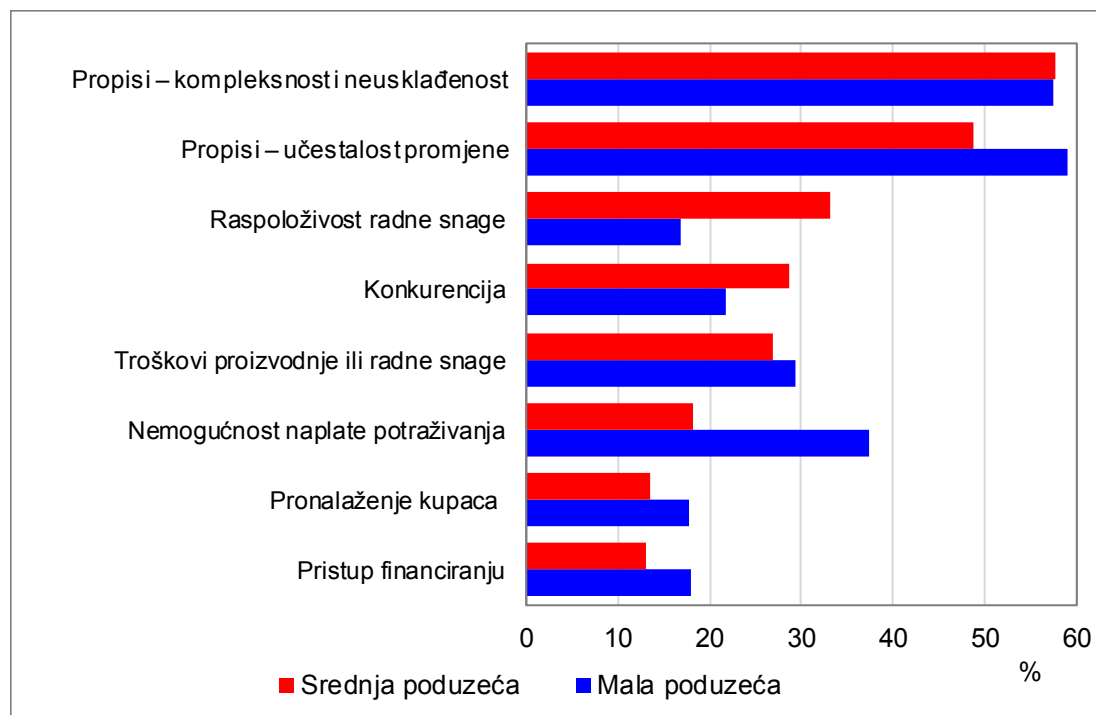
# ...no monetarna politika ne može riješiti bitne probleme poduzeća

... ni u europodručju ...



Napomena: Odgovori su ponderirani brojem zaposlenih.  
Izvor: Anketa o pristupu MSP-a financiranju (SAFE) ESB-a, 2018 H2

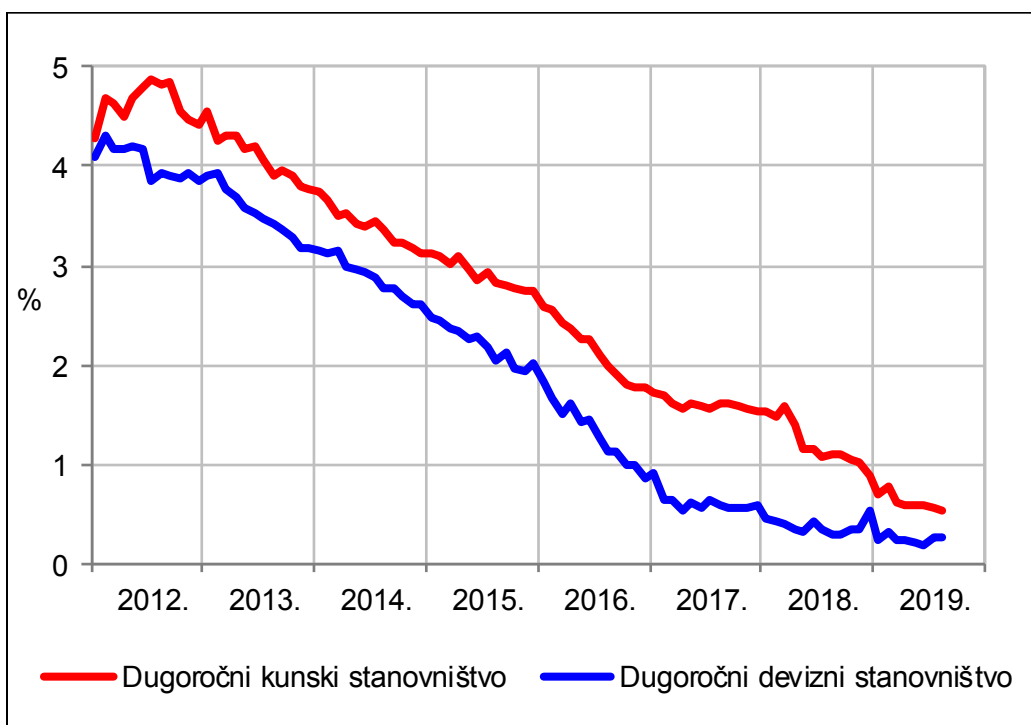
... niti u Hrvatskoj



Napomena: Odgovori su ponderirani brojem zaposlenih.  
Izvor: Anketa o pristupu MSP-a financiranju, HNB i Ipsos 2017

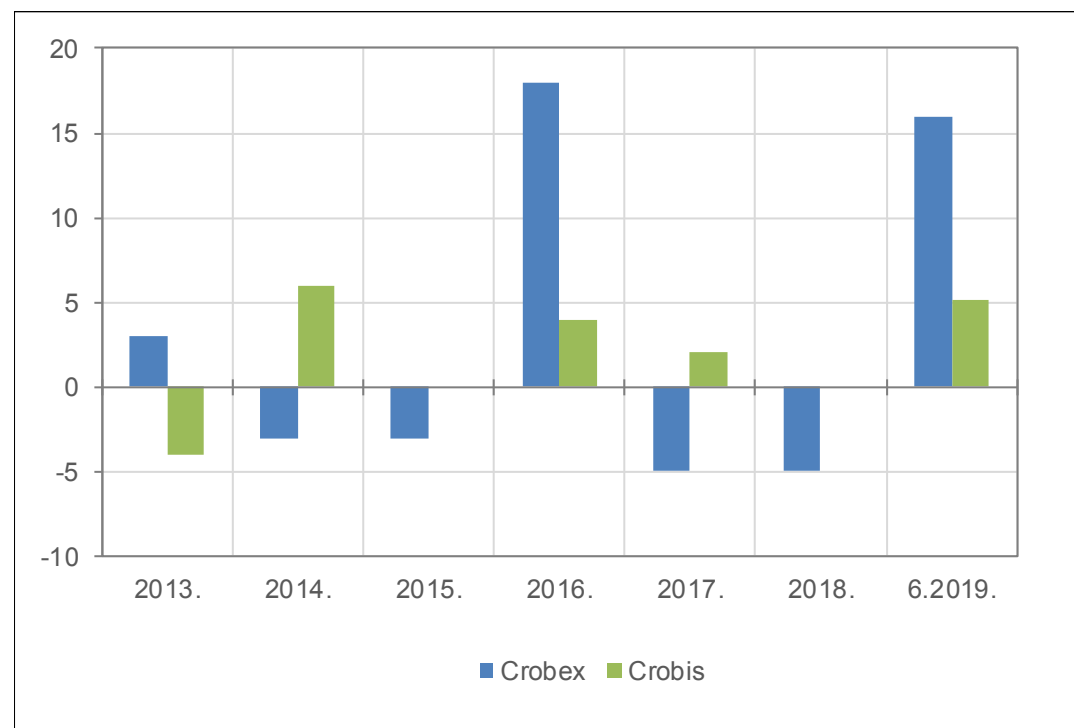
## U uvjetima niskih i volatilnih prinosa na domaćem tržištu ...

### Kamatne stope na oročene dugoročne depozite stanovništva



Izvor: HNB

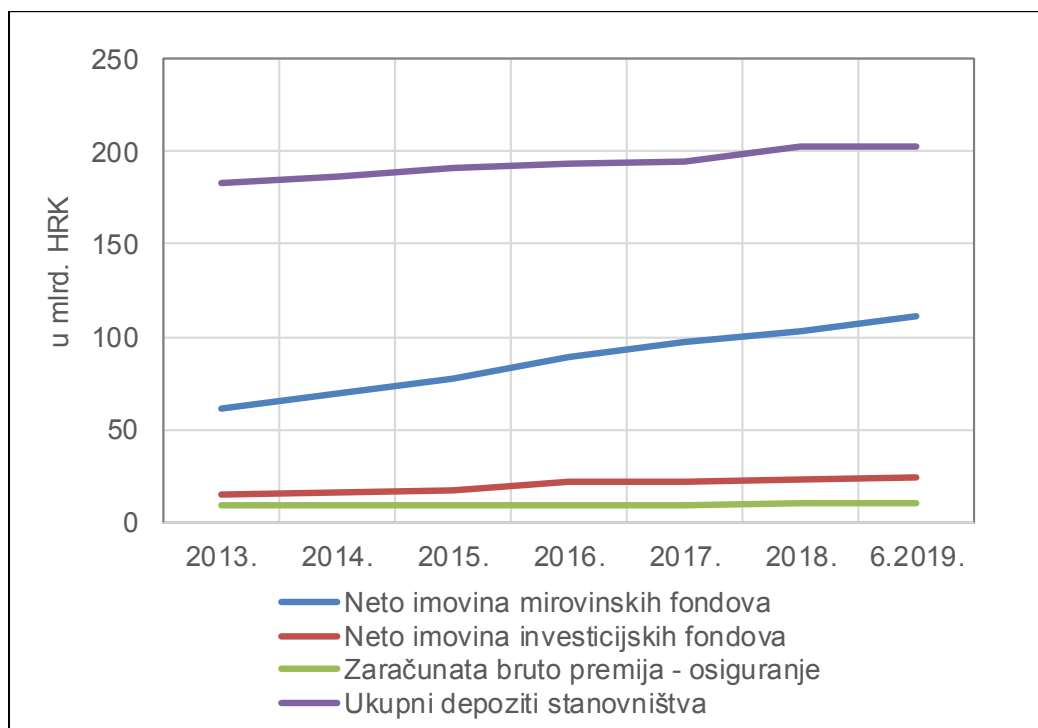
### Prinosi indeksa Crobex i Crobis



Izvor: ZSE, izračun HNB-a.

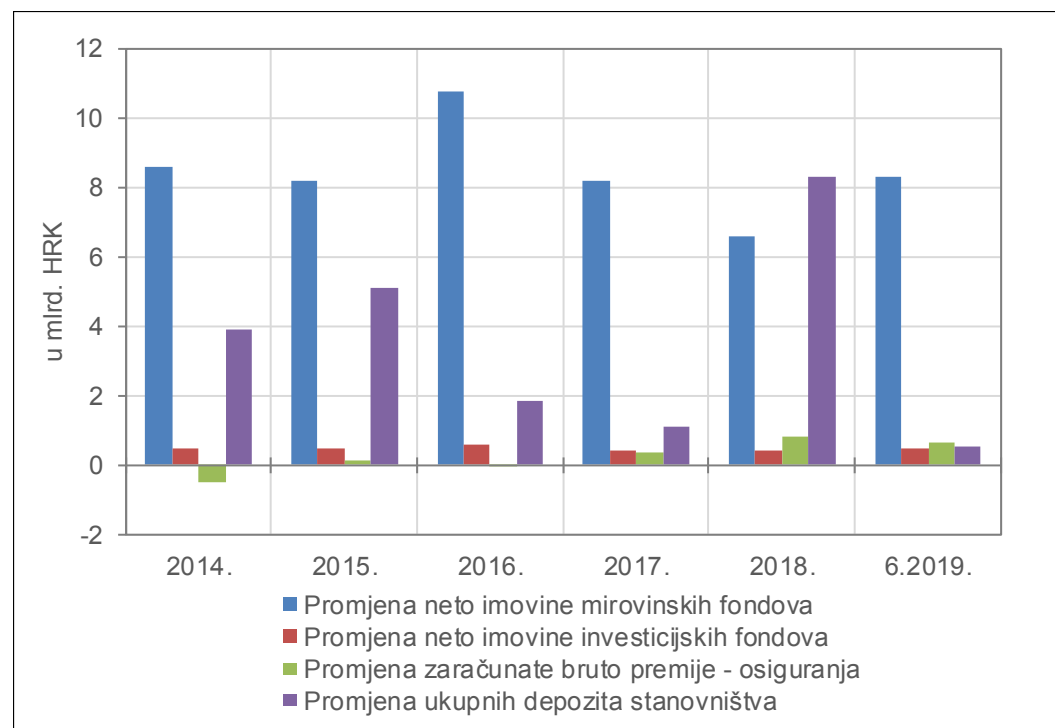
## ... financijska imovina raste vrlo sporo (uz izuzetak mirovinskih fondova) ...

Vrijednost na kraju razdoblja



Izvor: HANFA, izračun HNB-a.

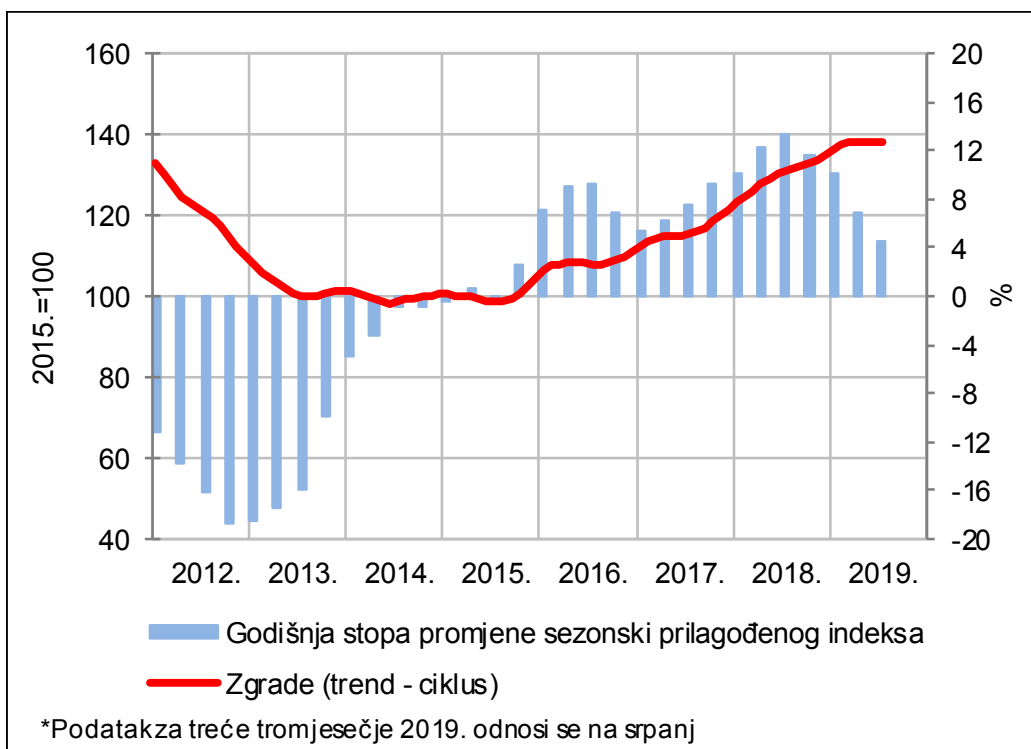
Promjena vrijednosti imovine na kraju razdoblja



Izvor: HANFA, izračun HNB-a.

## ... a kućanstva jačaju tradicionalnu orijentaciju na ulaganje u nekretnine ...

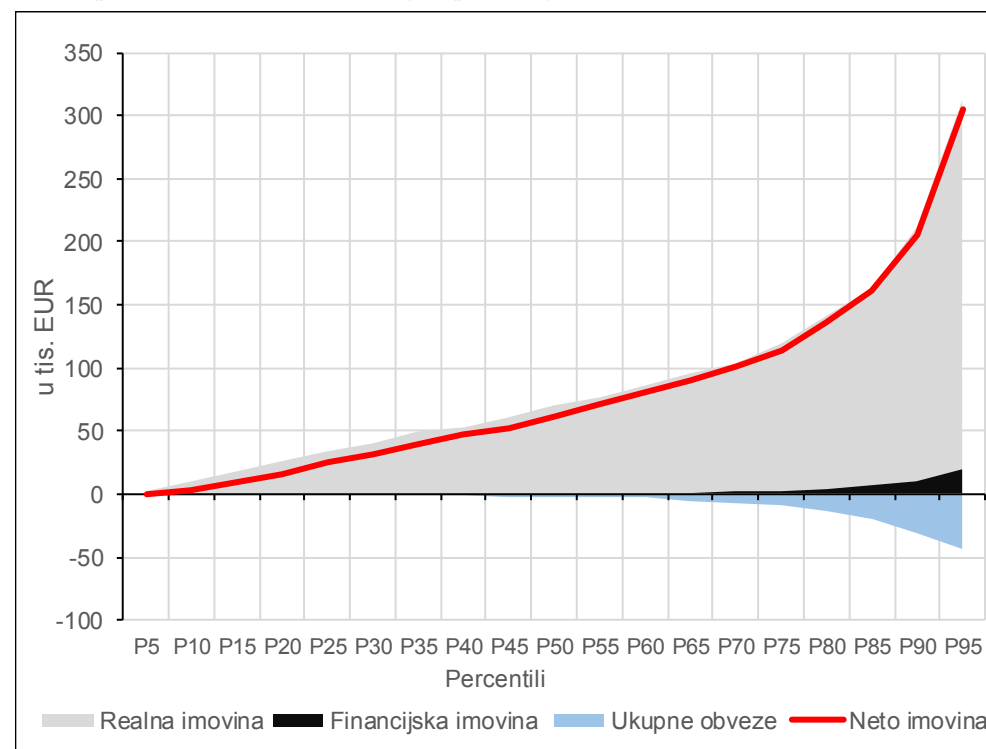
**Fizički obujam građevinskih radova na zgradama**  
(2015.=100)



Izvor: DZS, izračun HNB-a.

**Ulaganja u financijsku imovinu mnogo su koncentriranija od ulaganja u realnu imovinu**

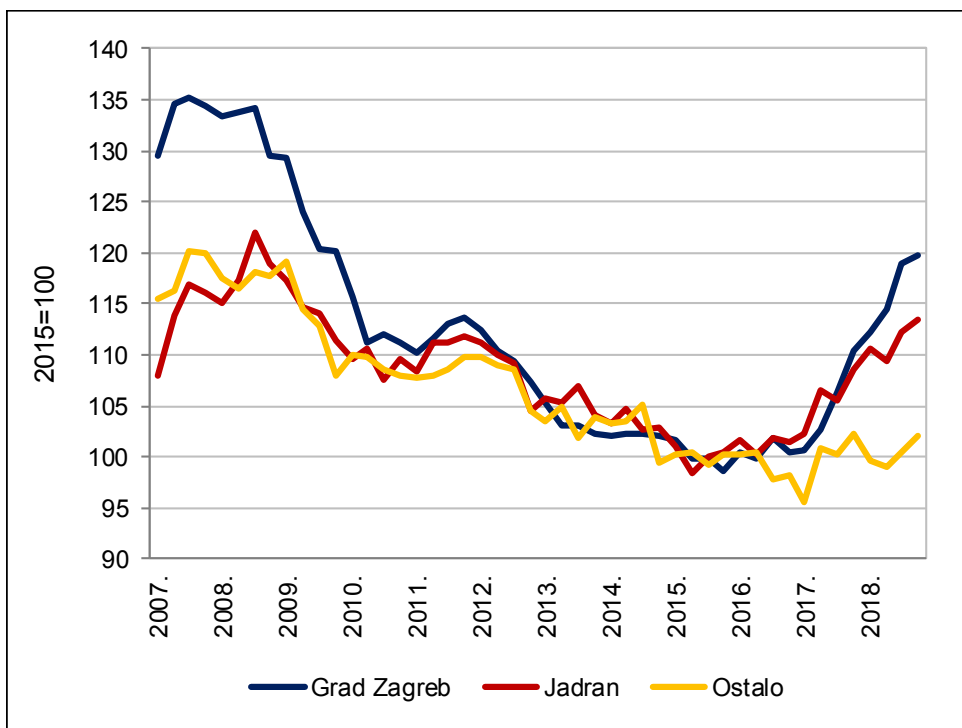
Podaci prema Anketi o financiranju i potrošnji kućanstava 2017.



Izvor: Makroprudencijalna dijagnostika, broj 9, rujan 2019

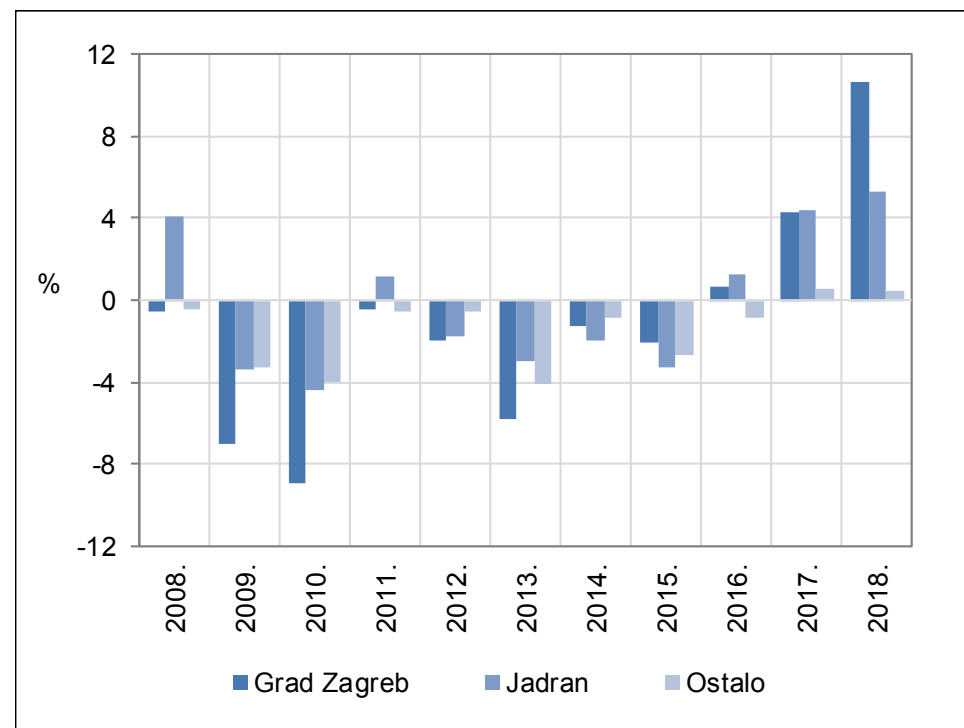
## ... što djeluje atraktivno u Zagrebu i na obali, ali je povezano s rizicima!

### Kretanje indeksa cijena nekretnina po regijama



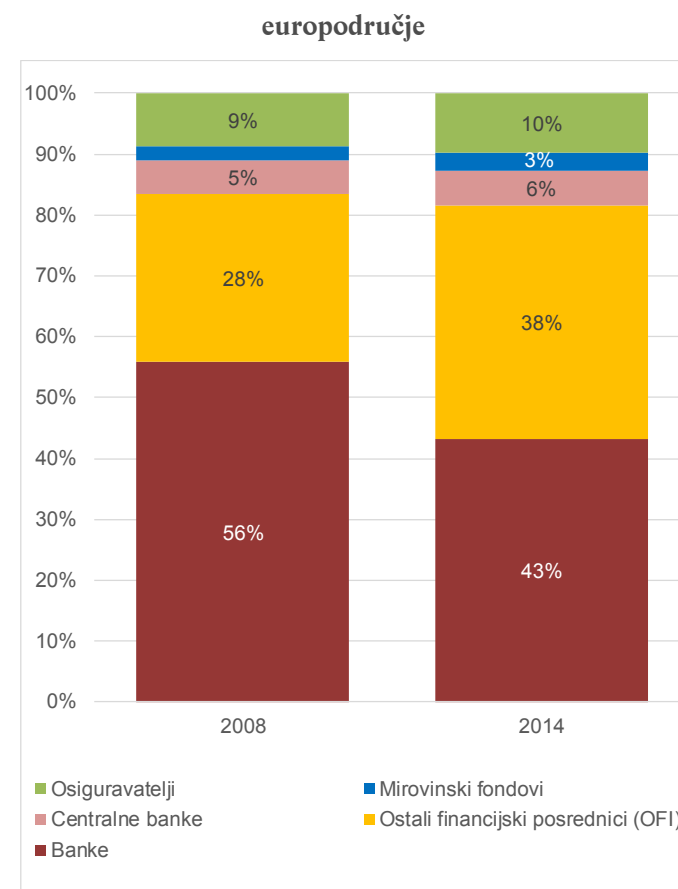
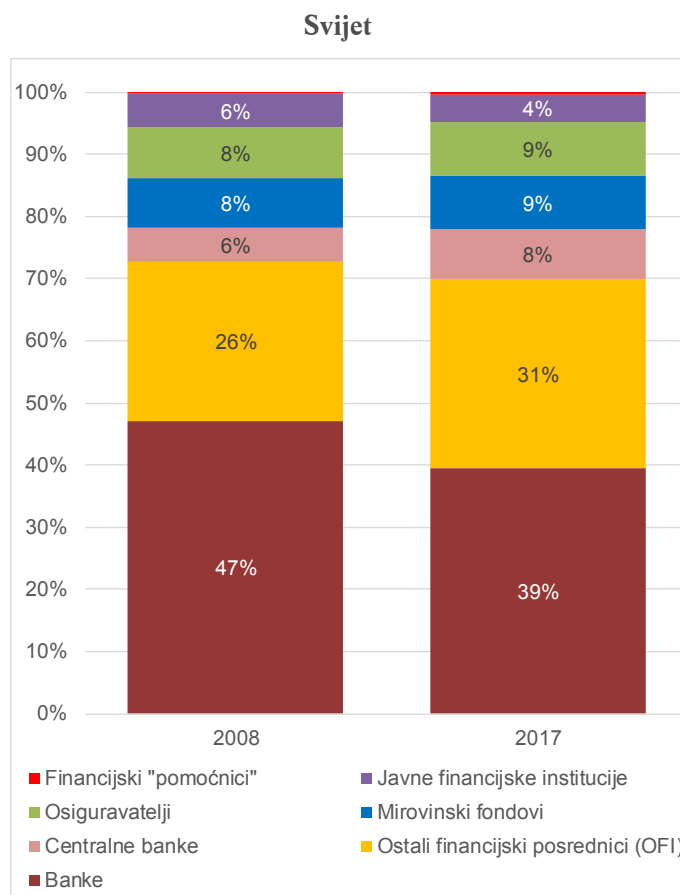
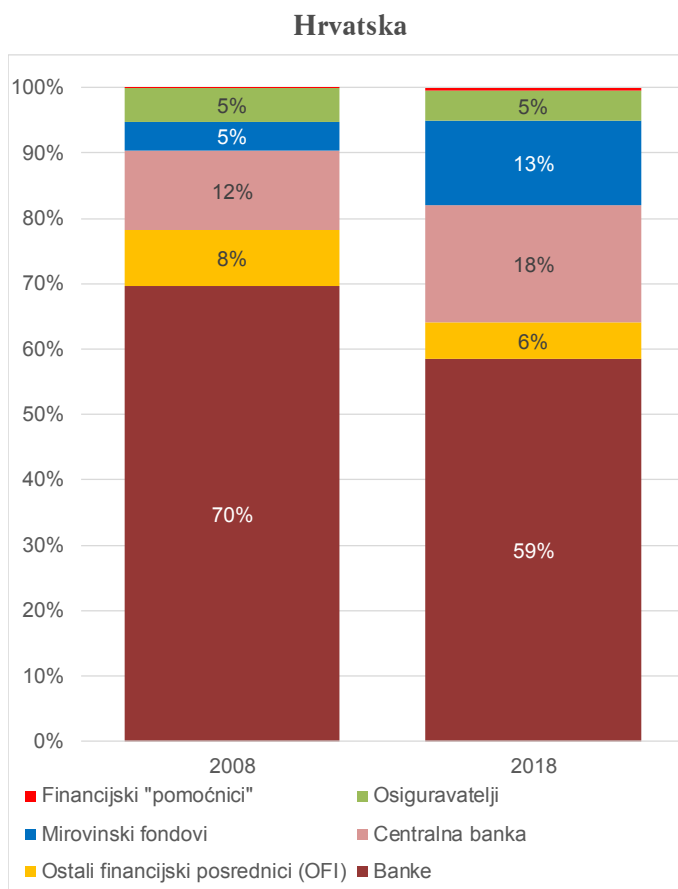
Izvor: DZS, izračun HNB-a.

### Stope promjena cijena nekretnina po regijama



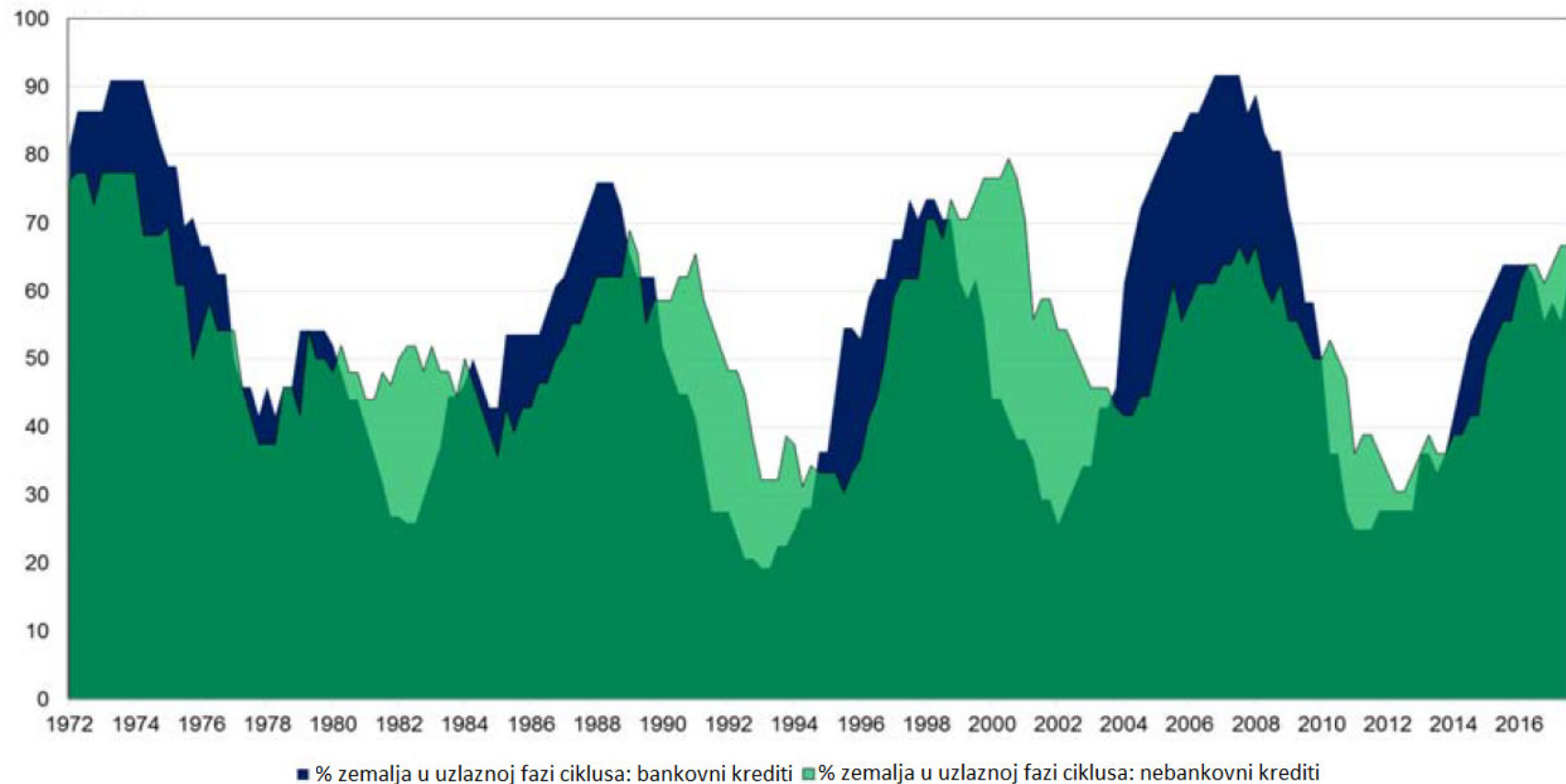
Izvor: DZS izračun HNB-a.

# Globalno raste uloga nebankarskih financijskih institucija, a pad važnosti banaka ubrzan je nakon globalne financijske krize...



Izvor: HNB, Financial Stability Board.

## ... što može olakšati financiranje gospodarstva, ali generira nove rizike za financijsku stabilnost



Izvor: Kemp, Esti, Rene van Stralen, Alexandros P. Vardoulakis, and Peter Wierts (2018). "The Non-Bank Credit Cycle," Finance and Economics Discussion Series 2018-076. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, <https://doi.org/10.17016/FEDS.2018.076>.



## Zaključak – kako uravnotežiti odnos prinosa i rizika?

- ❑ Makroekonomski izgledi – slabljenje globalnog rasta, visoka neizvjesnost, strukturno niska inflacija i kamatne stope, rizik “low for long”, osobito u Europi
  - Lov na prinose (“search for yield”) napuhuje vrijednost financijske imovine i jača rizike za financijsku stabilnost
  - Rizici se sele u nebankarski sektor čiji se značaj globalno povećava
  - Ograničen prostor za dodatne poticajne mjere monetarne politike – vjerojatno nismo daleko od točke u kojoj dodatno spuštanje kamatnih stopa počinje djelovati kontrakcijski
- ❑ Hrvatska – još uvijek povoljna očekivanja gospodarskog rasta, povoljni uvjeti financiranja, rizici proizlaze iz globalnog okružja
  - Dugovi ne rastu, što je povoljno iz perspektive financijskih rizika – poduzeća dobro posluju i razdužuju se, zaduženost države se smanjuje, blago raste tek zaduženost stanovništva (premda struktura rasta tog duga upućuje na moguće rizike)
  - Elementi lova na prinose prisutni u ulaganjima u nekretnine – potencijalni rizik ukoliko se trendovi nastave još neko vrijeme
- ❑ Iznimno niske kamatne stope relativno su recentna pojava u Hrvatskoj
  - Izazovi za financijske posrednike će se s vremenom vjerojatno povećavati, dodatno utjecajem uvođenja eura

---

**Hvala na pažnji!**