



Financijska stabilnost

24

godina XV · svibanj 2023.



HRVATSKA NARODNA BANKA
EUROSUSTAV

Financijska stabilnost

broj 24, Zagreb, svibanj 2023.

IZDAVAČ

Hrvatska narodna banka
Trg hrvatskih velikana 3, 10000 Zagreb
Telefon centrale: 01/4564-555
Telefon: 01/4565-006
Telefaks: 01/4564-687

WEB-ADRESA

www.hnb.hr

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

ISSN 1846-940X (online)

Sadržaj

Uvod	5	D. Rizici povezani s tržištem nekretnina	42
Okvir 1. Koncepti financijske stabilnosti: sistemski rizici, otpornost, makrobonitetna politika	7	D.1. Tržište stambenih nekretnina	42
I. Rizici za financijsku stabilnost	9	D.2. Tržište komercijalnih nekretnina	45
A. Makroekonomsko okružje	10	D.3. Izloženosti kreditnih institucija tržištu nekretnina	46
A.1. Rizici u međunarodnom okružju	10	D.4. Izgledi	46
A.2. Rizici u domaćem okružju	13	E. Rizici poslovanja banaka	48
Okvir 2. Revidiranje hrvatskog indeksa financijskog stresa povodom ulaska Hrvatske u europodručje	17	E.1. Kretanje imovine banaka	48
B. Zaduživanje privatnog sektora	19	E.2. Rizik izvora financiranja	49
B.1. Kućanstva	19	E.3. Kreditni rizik	51
B.2. Nefinancijska poduzeća	22	E.4. Profitabilnost	52
B.3. Izgledi	23	E.5. Izazovi za kreditne institucije	53
Okvir 3. Utjecaj inflacije na kućanstva i njihovu sposobnost otplate duga	25	Okvir 5. Što uvođenje eura donosi za banke?	54
Okvir 4. Poduzeća u stečaju	28	II. Otpornost kreditnih institucija	56
C. Kamatni rizik nefinancijskog sektora	31	A. Likvidnost	57
C.1. Kretanja kamatnih stopa	31	B. Kapitalna pozicija banaka	59
C.2. Kamatni rizik države	32	Okvir 6. Kapitalni zahtjevi za kreditne institucije u prudencijalnom i sanacijskom regulatornom okviru	62
C.3. Kamatni rizik sektora kućanstava	34	Prudencijalni okvir	62
C.4. Kamatni rizik sektora nefinancijskih poduzeća	38	Prudencijalni kapitalni zahtjevi u odnosu na rizikom ponderiranu imovinu	62
C.5. Izgledi	41	Zahtjev za omjer financijske poluge	63
		Sanacijski okvir	63

C. Testiranje otpornosti kreditnih institucija na stres	65	A.3. Pokrivanje strukturnih sistemskih rizika	74
C.1. Makroekonomski scenariji za stresno testiranje	65	B. Provođenje makrobonitetne politike u europskim zemljama	76
C.2. Zarade u temeljnom i stresnom scenariju	66	Okvir 7. Ocjena karaktera makrobonitetne politike s pomoću pristupa rast-pri-riziku	78
C.3. Procjena stabilnosti bankovnog sustava	68	Motivacija i uvodne definicije	78
III. Provođenje makrobonitetne politike	71	Opis metodologije i rezultati	78
A. Instrumenti i aktivnosti makrobonitetne politike	72	Kratice i znakovi	81
A.1. Protuciklički zaštitni sloj kapitala	72		
A.2. Pokrivanje rizika povezanih s tržištem nekretnina	74		

U 2023. godinu ušli smo s određenom dozom optimizma vođenog poboljšanjem gospodarskih izgleda pod utjecajem oporavka globalnih lanaca nabave, otvaranja Kine i pada cijena energenata. Ipak, i nadalje se očekuje relativno slab rast, a neizvjesnosti su još naglašene, posebice one koje izviru iz geopolitičke sfere. Iako se inflacija usporava, i nadalje je povišena, pa središnje banke nastavljaju pooštravati monetarnu politiku, što pogoršava uvjete financiranja i smanjuje potražnju za novim kreditima, a dijelu postojećih dužnika povećava teret otplate duga. Pooštravanje financijskih uvjeta u Hrvatskoj krenulo je kasnije i sporije nego u ostatku europodručja, pa još nisu vidljive naznake preokreta uzlazne faze financijskog ciklusa, obilježene snažnim rastom cijena nekretnina i kreditiranja.

Recentne stresne situacije u bankama u SAD-u i Švicarskoj privremeno su poljuljale i europska financijska tržišta, no bez vidljivih učinaka na hrvatski financijski sustav. No, ta epizoda ilustrira osjetljivost financijskog sustava na iznenadne nepovoljne vijesti i šokove čiji se učinci u obliku narušavanja likvidnosti na tržištu, povećanja premije za rizik i pada cijena financijske i realne imovine mogu vrlo brzo proširiti. Prošlogodišnje iskustvo iznenadnih i snažnih odljeva depozita iz hrvatske banke u ruskom vlasništvu, koji su u samo nekoliko dana znatno narušili likvidnost i sanaciju učinili nužnom¹, pokazuje važnost povjerenja javnosti u bankovni sustav za nesmetano odvijanje poslovanja banaka i očuvanja financijske stabilnosti.

Uvođenje eura pridonijelo je snažnijoj integraciji Hrvatske u europske financijske tokove i gotovo potpuno eliminiralo valutni rizik iz domaćega financijskog sustava, što je ujedno ublažilo intenzitet sistemskih rizika i pomoglo zadržavanju stresa na domaćem financijskom tržištu na relativno niskim razinama. Međutim, relativno slabi gospodarski izgledi u okružju još povišene inflacije i pooštravanja uvjeta financiranja, naglašenih

strukturnih slabosti domaćega gospodarstva, posebice niske aktivnosti na tržištu rada i manjkova radne snage koji se popunjavaju stranim radnicima, i nadalje zadržavaju izloženost sustava sistemskim rizicima na umjereno povišenoj razini.

Realni pad dohodaka nagrizaao je kupovnu moć kućanstava, koja su smanjivala štednju u pokušaju očuvanja potrošnje. Pritom su zbog strukture inflacije, u kojoj veliku važnost imaju osnovne potrepštine, najviše pogođena kućanstva s nižim dohocima. No, ta su kućanstva relativno malo zadužena, pa bi najveći porast neprihodonosnih kredita mogao biti zabilježen kod kućanstava u srednjim dohodovnim razredima. Poduzeća su rastuće troškove u 2022. uspjela prevaliti na klijente, pa su im prihodi porasli snažnije od troškova, uz rast profitabilnosti. No, istodobno se povećala i disperzija profitnih marži, što upućuje na rastuću neizvjesnost poslovanja u inflatornim uvjetima i mogući porast broja poduzeća u financijskim poteškoćama. Sve snažniji rast plaća povećat će ove godine poduzećima troškove poslovanja, a usporavanje potražnje moglo bi im ograničiti sposobnost povećavanja cijena.

Uvjeti financiranja mogli bi ostati nepovoljni još neko vrijeme u okružju ustrajne inflacije. Pad vrijednosti financijskih instrumenta nepovoljno se odrazio na kapital banaka, a raste i kreditni rizik povezan s porastom tereta otplate za poduzeća i kućanstva. Materijalizaciju kamatnog rizika u nefinancijskom sektoru ublažava rasprostranjena praksa fiksiranja kamatnih stopa, barem u početnom razdoblju trajanja kredita. Kamatni rizik za kućanstva dodatno smanjuje i raširena upotreba nacionalne referentne stope (NRS) kao parametra uz koji je vezana većina kredita s promjenjivim stopama ili razdobljem početnog fiksiranja, jer on odražava troškove izvora financiranja banaka, dominantno depozita, na koje kamatne stope relativno blago rastu. Naposljetku, zakonska ograničenja maksimalne kamatne stope kratkoročno dodatno ublažava potencijalni porast troška otplate kredita, što je zbog visine ograničenja i kretanja referentnih stopa osobito relevantno za stambene kredite vezane uz EURIBOR. Poduzećima će malo brže i snažnije rasti trošak otplate kredita jer su im krediti s promjenjivom kamatnom sto-

¹ Vidi Financijsku stabilnost br. 23 (svibanj 2022.), Okvir 1. Učinci rata u Ukrajini na financijsku stabilnost u Hrvatskoj – spriječena propast banke u ruskom vlasništvu.

pom pretežito vezani uz EURIBOR i kraće su prosječne ročnosti, dok kamatne stope na nove kredite poduzećima snažnije rastu. Relativno visoka razina javnog duga u odnosu na usporedive zemlje u kombinaciji s povoljnim tekućim fiskalnim pokazateljima čini rizike povezane s održivošću javnog duga umjereno visokima. Također, dugo prosječno dospijeće javnog duga dodatno smanjuje osjetljivost ukupnog troška financiranja na promjenu tržišnih uvjeta.

Domaći je bankovni sustav zadržao visok stupanj stabilnosti i solidnu profitabilnost u neizvjesnom okružju kakvo je obilježilo 2022. Ionako visoka razina likvidnosti dodatno se povećala u tijeku pristupanja europodručju zbog prilagodbe instrumenata monetarne politike. Pritom se većina likvidnih sredstava nalazi u obliku gotovine i sredstava kod središnje banke, što dodatno povećava otpornost banaka na iznenadne šokove. Jaka kapitalna pozicija nije znatnije pogođena ni nepovoljnim utjecajem rasta kamatnih stopa na vrednovanje financijske imovine. Snažna kreditna aktivnost i rast neto kamatne marže u uvjetima porasta kamatnih stopa i stabilizacije gospodarskih izgleda mogli bi dodatno poboljšati pokazatelje profitabilnosti.

Kako se pooštavanje monetarne politike vrlo blago i sporo prelijevalo na financijske uvjete u Hrvatskoj, u 2022. nastavila se uzlazna faza financijskog ciklusa. Rast se cijena stambenih nekretnina ubrzao, poduprt povijesno niskim kamatnim stopama, novim krugom programa subvencija za kupnju nekretnine i rastom stambenih kredita te snažnom potražnjom nerezidenata. Ipak, aktivnost na tržištu počela se usporavati, a broj kupoprodajnih transakcija znatno se smanjio krajem godine. Unatoč tome, tražene cijene nekretnina nastavile su rasti i na početku 2023., podržane i najavom novoga kruga programa subvencija.

Ipak, vidljivo je malo slabije zanimanje kupaca, što se osim s pogoršanjem makroekonomskih izgleda može povezati i s višim kamatnim stopama.

U 2022. ubrzalo se i kreditiranje privatnog sektora, u manjoj mjeri kućanstava te izrazito snažno poduzeća, posebice iz djelatnosti energetike. Snažan kreditni rast u uvjetima povišene inflacije, pooštavanja uvjeta financiranja i naglašene neizvjesnosti pridonosi akumulaciji sistemskih rizika, pa je udio kredita u fazi 2 već počeo rasti.

Zbog porasta sistemskih rizika HNB je povećao zaštitne slojeve kapitala, čime se jača otpornost kreditnih institucija na moguće gubitke u slučaju materijalizacije rizika. Tako je u drugoj polovini 2022. najavljeno dodatno povećanje stope protucikličkoga zaštitnog sloja kapitala, s 0,5% na 1%, razmjerno povećanju sistemskih rizika. S obzirom na zrelu fazu financijskog ciklusa i očekivani snažan rast profitabilnosti banaka ove godine, HNB nastavlja prilagođavati visinu zaštitnih slojeva kapitala razvoju cikličkih rizika i uvjetima u kojima posluju banke te je u javnu raspravu uputio prijedlog dodatnog povećanja stope protucikličkoga zaštitnog sloja na 1,5%, s primjenom od lipnja 2024.

U uvjetima solidne profitabilnosti i viškova kapitala, povećanje stope protucikličkoga zaštitnog sloja povećava prostor za protucikličko djelovanje makrobonitetne politike u slučaju preokreta financijskog ciklusa, čime se pridonosi većoj otpornosti sustava. To potvrđuju i rezultati ovogodišnjeg testiranja kreditnih institucija na stres, jer bankovni sustav i u uvjetima krize, koja bi snažnije povećala kreditni rizik, ostaje sposoban podnijeti potencijalne šokove dobrim dijelom zahvaljujući izgrađenim zaštitnim slojevima kapitala i viškovima likvidnosti.

Okvir 1. Koncepti financijske stabilnosti: sistemski rizici, otpornost, makrobonitetna politika

Makrobonitetna politika provodi se u ciklusima u kojima je potrebno ocijeniti ukupnu razinu sistemskog rizika, otpornost financijskog sustava te makrobonitetne mjere i njihove učinke.

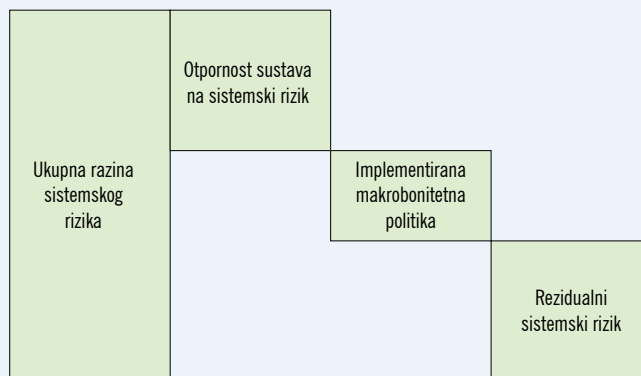
Makrobonitetna politika ima krajnji cilj pridonijeti očuvanju stabilnosti financijskog sustava u cjelini (ESRB, 2011.). To je nakon posljednje globalne financijske krize (GFC) postalo jednim od ključnih zadataka središnjih banaka i/ili ostalih regulatora financijskog sektora, jer se pokazalo da održavanje stabilnosti cijena i nadzor pojedinačnih financijskih institucija nisu bili dovoljni za očuvanje stabilnosti¹ cijeloga financijskog sustava. Makrobonitetna politika nastoji podržati financijsku stabilnost izgradnjom kapitalne i likvidnosne otpornosti financijskog sustava i ublažavanjem kumulacije sistemskog rizika u gospodarstvu i financijskom sustavu.

Uobičajeni ciklus provođenja makrobonitetne politike uključuje sljedeće korake: identifikacija i ocjena sistemskih rizika kao i ranjivosti u financijskom sustavu, odabir i kalibracija instrumenata kojima se nastoje smanjiti identificirani rizici i ranjivosti, implementacija instrumenata te ocjena učinkovitosti provedenih mjera, o kojoj ovise i eventualna rekalkulacija ili deaktivacija instrumenata. Prvi korak ciklusa posvećen je analizi najvažnijih makrofinancijskih kretanja i ocjeni njihova utjecaja na razvoj sistemskih rizika (vidi poglavlje I.). U drugom se koraku analizira otpornost sustava kreditnih institucija, odnosno njegova sposobnost da pokrije potencijalne gubitke u slučaju materijalizacije sistemskih rizika (vidi poglavlje II.). Naposljetku, na osnovi tih analiza može se utvrditi koliki je dio rizika pokriven već implementiranim mjerama makrobonitetne politike te postoji li potreba za njihovim dopunama ili oblikovanjem drugih mjera (vidi poglavlje III.).

Ovakav se koncept pojednostavljeno može prikazati Slikom 1. Lijevi pravokutnik označuje razinu ukupnih sistemskih rizika koji karakteriziraju financijski sustav u danom razdoblju, a uključuju razne cikličke rizike (poput prekomjernoga kreditiranja, precijenjenosti financijskih instrumenata i nekretnina) i strukturne rizike (rizik koncentracije, rizik izvora financiranja). Otpornost sustava na sistemski rizik prikazana je drugim stupcem i podrazumijeva sposobnost pojedinačnih institucija da pokriju moguće gubitke viškovima kapitala i likvidnosti koje održavaju iznad propisanih zahtjeva. Treći stupac prikazuje implementirane mjere makrobonitetne politike, što obuhvaća mikrobonitetne i makrobonitetne kapitalne zahtjeve i njihovu interakciju s ostalim zahtjevima (vidi Okvir 6.), kao i druge mjere (poput Preporuke o ublažavanju kamatnoga i kamatno induciranoga kreditnog rizika pri dugoročnom kreditiranju potrošača). Važno je naglasiti da je riječ o pojednostavljenom prikazu, jer se u praksi drugi i treći stupac često preklapaju i međusobno isprepliću te je teško jasno razlikovati njihove doprinose ukupnom karakteru makrobonitetne politike.

¹ Financijska stabilnost može se definirati kao nesmetano funkcioniranje svih segmenata financijskog sustava u procesu alokacije resursa, procjene i upravljanja rizicima te izvršavanja plaćanja, kao i u otpornost financijskog sustava na iznenadne šokove.

Slika 1. Veza identifikacije rizika, otpornosti i makrobonitetne politike



Izvor: Prilagođeno prema ESRB (2019).

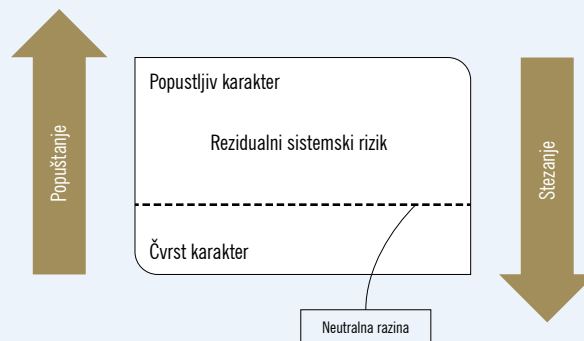
Ako se ocijenjena razina sistemskih rizika ne uspije u dovoljnoj mjeri pokriti iz otpornosti sustava i primijenjene makrobonitetne politike, u sustavu ostaje prisutna i rezidualna razina rizika, koja se može izraziti kao:

$$\text{rezidualna razina rizika} = \text{ukupna razina rizika} - \text{otpornost} - \text{politika},$$

koja je na Slici 1. označena posljednjim stupcem. Posljednji korak u ciklusu provedbe makrobonitetne politike jest razmotriti je li rezidualna razina rizika manja ili veća u odnosu na referentnu, tzv. "neutralnu" razinu. Budući da je sistemski rizik nemoguće u potpunosti izbjeći, neutralna razina sistemskog rizika može se definirati kao ona razina gdje u slučaju materijalizacije rizika financijski sustav i nadalje nesmetano funkcionira, odnosno pri kojoj ne dolazi do većih poteškoća u samim funkcijama financijskog sustava.

Ako je vrijednost rezidualnog rizika veća od neutralne razine, govorimo o popustljivom karakteru makrobonitetne politike, jer je razina rezidualnog rizika veća od one koja se smatra neutralnom za financijski sustav. Obrnuto, ako je rezidualni sistemski rizik manji od neutralne razine, go-

Slika 2. Ocjena karaktera makrobonitetne politike



Izvor: Prilagođeno prema ESRB (2019).

vorimo o čvršćem karakteru politike, jer je takva politika mjerama svela razinu rezidualnoga sistemskog rizika ispod neutralne razine (Slika 2.).

Ako nositelj politike ocijeni da karakter odstupa od željene razine, prilazi se dodatnoj analizi preostalih rizika u financijskom sustavu kako bi se mogle prilagoditi postojeće ili implementirati nove mjere. Primjerice, ako ocijeni da je karakter bio popustljiv te da je razina rezidualnog rizika prevelika u odnosu na neutralnu razinu, nakon analize rizika predlaže se uvođenje dodatnih ili postrožavanje postojećih mjera, a u svrhu smanjenja rezidualnog rizika prema neutralnoj razini. Tako je, primjerice, HNB nakon ocjena razvoja rizika tijekom 2022. godine implementirao mjere usmjerene na smanjenje cikličkih rizika u ekonomiji te je u dva navrata podizao najavlvenu stopu protucikličkoga zaštitnog sloja kapitala (vidi poglavlje III.).

Slično vrijedi i u slučaju ocjene (vrlo) čvrstoga karaktera same politike: ako se ocijeni da su implementirane mjere rezultirale smanjenjem rizika na veoma niske razine ili su se rizici sami tijekom vremena smanjili, moguće je ukidanje ili ublažavanje pojedinih mjera. Primjerice, u rujnu 2021. godine prijevremeno je ukinuta Odluka o privremenom ograničenju raspodjela, s obzirom na identificirano smanjenje sistemskih rizika,

što je opisano u publikaciji HNB-a [Makroprudencijalna dijagnostika br. 15.](#)

Opisani koraci ciklusa makrobonitetne politike ponavljaju se tijekom vremena te je osim analize sistemskih rizika nužno pratiti i učinke makrobonitetnih mjera koje jače ili slabije utječu na pojedine sistemske rizike, ali i promjene otpornosti kreditnih institucija na razini sustava. Na taj način HNB u ulozi nadležnoga makrobonitetnog tijela redovito prati gospodarska i financijska kretanja i daljnju evoluciju sistemskih rizika, kako bi po potrebi pravodobno prilagodio odgovarajuće instrumente i ostvario “neutralan” karakter makrobonitetne politike.

Naposlijetku, valja napomenuti da su ovdje opisani teorijski koncepti, koji se još razvijaju u praksi. Analizirani koncepti financijske stabilnosti teško su opazivi, a posebice je teško mjerenje samih instrumenata i mjera makrobonitetne politike, kao i razina sistemskih rizika. Kako se još nalazimo u fazi razvoja i usavršavanja pristupa i metoda koji nam u tome mogu pomoći, prikazani koncept čini moguću polazišnu točku za ocjenu karaktera makrobonitetne politike (drugi mogući koncept opisan je u Okviru 7.).

I. Rizici za financijsku stabilnost

A. Makroekonomsko okruŹje

Produljeno razdoblje i eventualna dodatna eskalacija geopolitičkih napetosti zajedno s očekivanim usporavanjem svjetske gospodarske aktivnosti glavni su izvori rizika za globalnu financijsku stabilnost koji proizlaze iz makroekonomskog okruŹja. Nadalje, ukupna se inflacija postupno smanjuje kao odraz pojeftinjenja energenata na globalnim tržištima, ali je i nadalje povišena, a pokazatelji temeljne inflacije tek trebaju pokazati jasne znakove preokreta. Također, pooštavanje monetarne politike sve se snaŹnije prelijeva na uvjete financiranja. SnaŹnija integracija hrvatskoga financijskog sustava u europske financijske tokove i gotovo potpuna eliminacija valutnog rizika zbog ulaska Republike Hrvatske u europodruĉje ublaŹili su ukupnu izloženost domaćega financijskog sustava sistemskim rizicima. Međutim, relativno slabi gospodarski izgledi i još uvijek povišena inflacija te naglašene strukturne slabosti domaćega gospodarstva i nadalje zadržavaju izloženost sustava sistemskim rizicima na umjereno povišenoj razini.

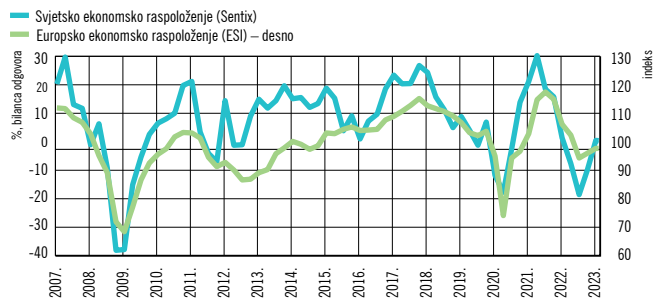
A.1. Rizici u međunarodnom okruŹju

Geopolitičke napetosti, poglavito kada je rijeĉ o trajanju i intenzitetu rata u Ukrajini te pogoršanju odnosa SAD-a i Kine, glavni su izvor rizika za globalnu financijsku stabilnost. Iako je rast svjetske gospodarske aktivnosti u prethodnoj godini, koju su obilježili ratni sukobi u Ukrajini te snaŹno pooštavanje monetarne politike središnjih banaka velikog broja zemalja kao odgovor na visoku inflaciju, bio malo povoljniji od početnih pesimistiĉnih očekivanja, perspektiva gospodarskog

rasta i nadalje je slaba i neizvjesna (Slika A.1). To je posljedica šokova koje je za globalno gospodarstvo prouzročio rat u Ukrajini i postupnog pada kupovne moći pod utjecajem povišene inflacije, koji se i nadalje nepovoljno odražavaju na ekonomsko raspoloženje i kratkoročna očekivanja diljem svijeta i Europe (Slika A.2.). Ipak, stabilizacija, a onda i smanjenje cijena ključnih energenata u drugoj polovini protekle godine potakli su blagi oporavak potrošačkoga i poslovnog optimizma. Popravljanje globalnih gospodarskih izgleda povoljno će djelovati i na europodručje, čiji bi gospodarski rast također mogao biti ponešto bolji od pesimističnih očekivanja s kraja prethodne godine. No, gospodarske izgleda i nadalje ograničavaju relativno visoke cijene pojedinih sirovina i energenata, pogoršanje uvjeta financiranja i povećani troškovi života.

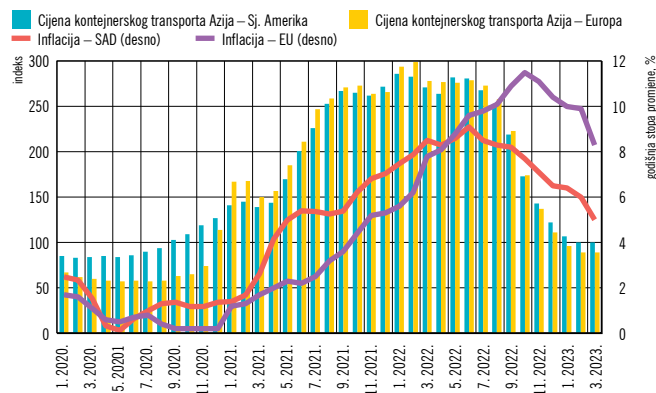
Iako se stopa ukupne inflacije postupno smanjuje, inflacijski su pritisci još snažni. Rast potrošačkih cijena koji je započeo još sredinom 2021. zbog poteškoća u lancima opskrbe i rastućih troškova transporta, eskalirao je s izbijanjem rata u Ukrajini i povećanjem neizvjesnosti oko cijena i opskrbe energentima i drugim pojedinim važnim sirovinama (Slika A.3). U takvim uvjetima, središnje banke velikog broja zemalja započele su ciklus pooštavanja monetarne politike. Na sastanku u svibnju 2023. Fed je deseti put zaredom podigao referentnu kamatnu stopu, koja je na trenutnoj razini od 5,25% najviša od kolovoza 2007. (Slika A.4.) Kamatna stopa na novčani depozit ESB-a (trenutačno najvažnija kamatna stopa ESB-a, koja u sadašnjim uvjetima visoke primarne likvidnosti određuje kamatne stope na novčanim tržištu) povećana je na 3,25% u svibnju 2023., praćena najavom potpunog prestanka reinvestiranja portfelja vrijednosnih papira Eurosustava kupljenih u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira (engl. *asset purchase programme*, APP). Poošteni uvjeti financiranja u kombinaciji s povišenom inflacijom i slabim gospodarskim izgledima ponajviše mogu pogoditi visokozadužene zemlje s akumuliranim strukturnim neravnotežama i znatnim potrebama za financiranjem te povećati rizik

Slika A.2. Iako postupno raste, ekonomsko raspoloženje još se nije potpuno oporavilo



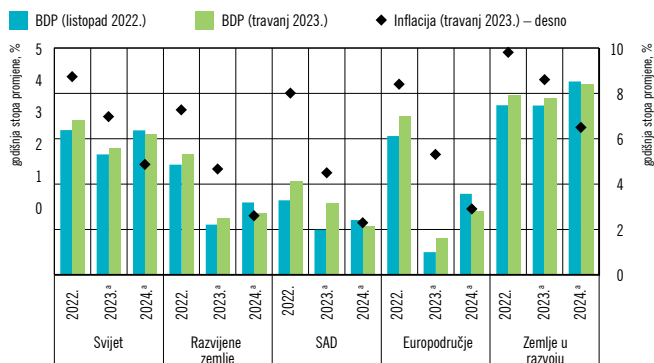
Napomena: Pokazatelj Sentix prati raspoloženje investitora na globalnoj razini, njihova očekivanja i ocjenu trenutne ekonomske situacije. Zasniva se na anketnom ispitivanju te može poprimiti vrijednosti između -100 i 100. Pozitivne vrijednosti znače pozitivnu ocjenu ekonomske situacije i obrnuto. ESI pokazatelj prati ekonomsko raspoloženje u EU-u, pri čemu vrijednosti veće od 100 označuju ekonomsko raspoloženje bolje od ostvarenoga dugoročnog prosjeka. Izvori: Bloomberg; EK

Slika A.3. Inflacijski se pritisci usporavaju, ali su i nadalje povišeni



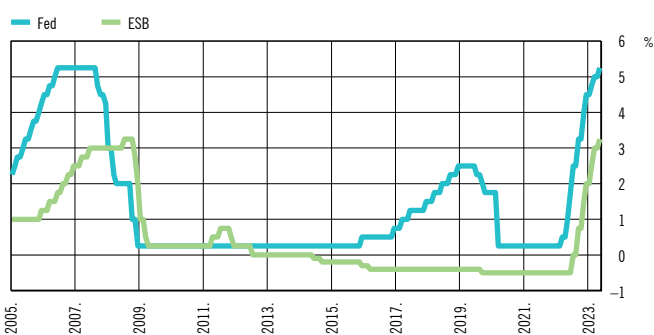
Izvor: Bloomberg

Slika A.1. Gospodarska se aktivnost usporava, no očekivanja za 2023. popravljaju se



^a Prognoza
Izvor: MMF (WEO, travanj 2023. / listopad 2022.)

Slika A.4. Monetarna se politika snažno pooštava



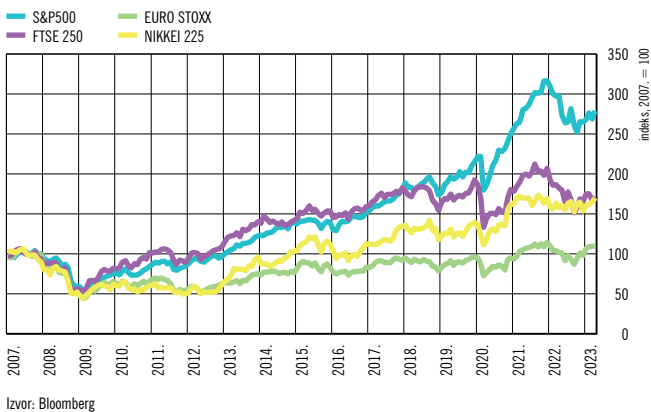
Napomena: Na slici je prikazana referentna kamatna stopa Feda (gornja granica) i kamatna stopa na novčani depozit ESB-a.
Izvor: Bloomberg

otplate duga nefinancijskog sektora, sa znatnom heterogenošću među pojedinim zemljama i sektorima.

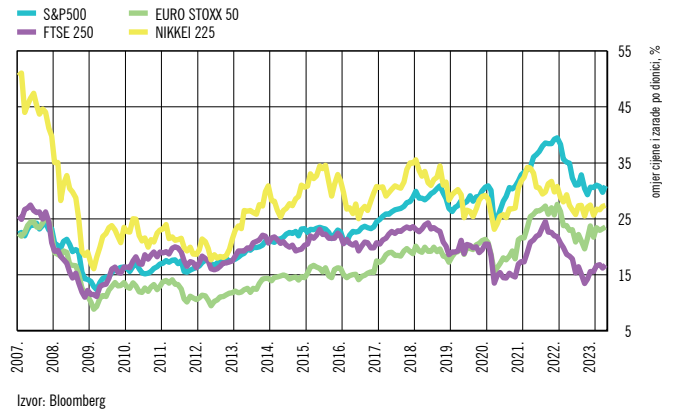
Pooštavanje uvjeta financiranja jača rizike daljnjeg pada cijena nekih vrsta financijske imovine. Vrijednost glavnih svjetskih dioničkih indeksa snažno se smanjila tijekom 2022., što je bilo praćeno pojačanom kolebljivošću i padom likvidnosti na tržištu kapitala, uz samo blagi preokret početkom 2023. (Slika A.5. i Slika A.7.). Pad cijena dionica i smanjenje omjera cijena i zarada po dionici signaliziraju povećan oprez i pad ulagačkog optimizma (Slika A.6.). Prinosi na dugoročne državne obveznice porasli su na razine koje su posljednji put dosegli prije desetak godina, prateći očekivanja dugoročno povišenih kamatnih stopa (Slika A.8.). Ipak, taj je rast bio malo manji od povećanja kratkoročnih stopa, pa je krivulja prinosa na dužničke instrumente SAD-a i Njemačke i nadalje invertirana, pri čemu se razlika u prinosima na desetogodišnje i dvogodišnje državne obveznice dodatno produbila, odražavajući recentno pogoršavanje gospodarskih izgleda (Slika A.9.).

Početak 2023. obilježila je materijalizacija rizika likvidnosti i solventnosti u pojedinim bankama u SAD-u, što se odrazilo na povjerenje ulagača diljem svijeta. Naime, kombinacija prekomjernog preuzimanja rizika i kolebljive strukture izvora financiranja s visokom izloženošću kamatnom riziku, bez primjerenih zaštitnih mehanizama, dovela je do propasti Silicon Valley Bank i Signature Bank u SAD-u u ožujku 2023., a zatim i First Republic Bank krajem travnja. Poljuljano povjerenje investitora prelilo se i na europsko tržište, a problemi su eskalirali tijekom ožujka narušavanjem stabilnosti švicarske banke Credit Suisse, otprije suočene s problemima u poslovanju. Iako su spomenuti rizici bili specifični za banke koje su se našle u problemima, njihova materijalizacija potaknula je širenje stresa, koji se očitovao u porastu premije za rizik na financijskim tržištima i padu cijena dionica u bankarskom sektoru. Brza reakcija regulatora primirila je ulagače i spriječila daljnju transmisiju

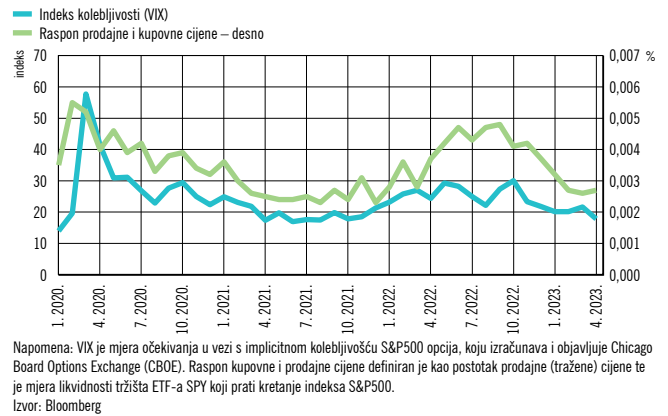
Slika A.5. Snažan pad glavnih svjetskih dioničkih indeksa tijekom prethodne godine



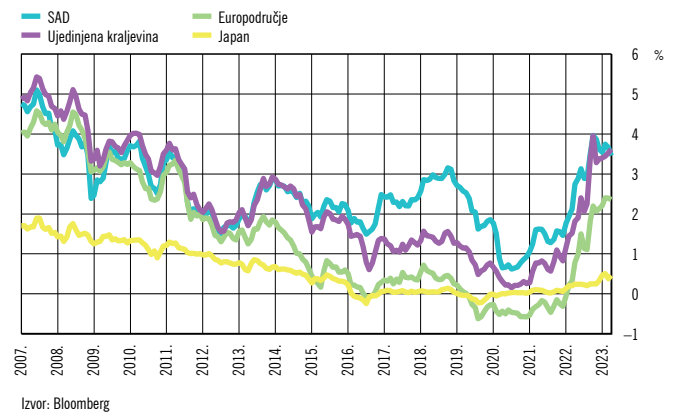
Slika A.6. Smanjenje omjera cijena dionica i zarada po dionici upućuje na pad ulagačkog optimizma



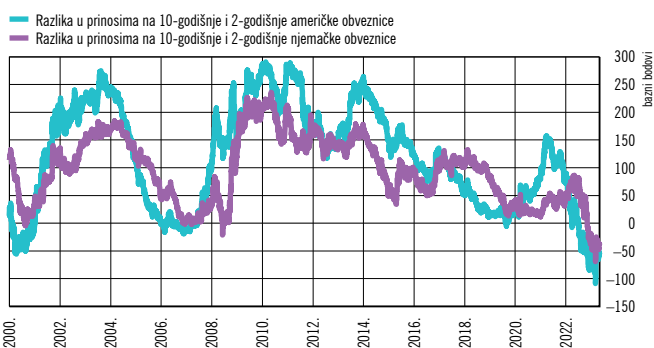
Slika A.7. Porast kolebljivosti na tržištu kapitala prati i pad likvidnosti



Slika A.8. Prinosi na dugoročne obveznice nastavljaju rasti

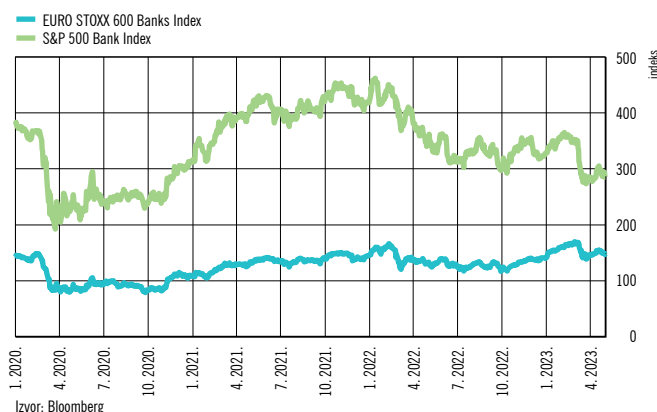


Slika A.9. Invertirana krivulja prinosa upućuje na pogoršana očekivanja



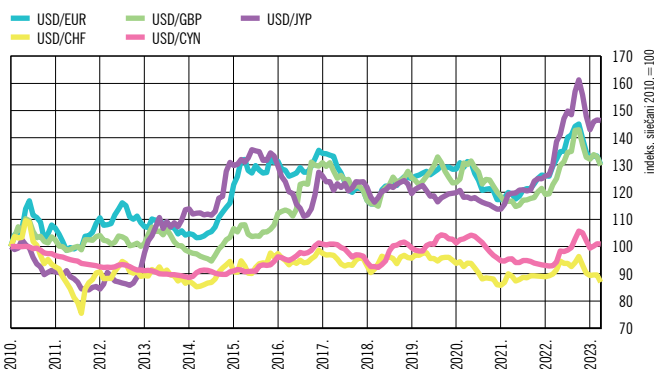
Napomena: Razlika u prinosisima na desetogodišnje i dvogodišnje obveznice upućuje na to kako ulagači percipiraju rizik od pojave recesije (manji dugoročni prinosi u odnosu na kratkoročne upućuju na moguću pojavu recesije u kratkom roku).
Izvor: Bloomberg

Slika A.10. Dionice europskih banaka oduprle su se znatnijim cjenovnim pritiscima tijekom ožujka 2023.



Izvor: Bloomberg

Slika A.11. Tečaj američkog dolara osjetno je ojačao prema većini valuta u 2022.



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

kolebljivosti, no i nadalje je prisutan rizik neurednih tržišnih kretanja. Dionice europskih banaka oduprle su se tijekom tih epizoda znatnijim cjenovnim pritiscima zahvaljujući solidnim kapitalnim pozicijama i stabilnim poslovnim modelima (Slika A.10.).

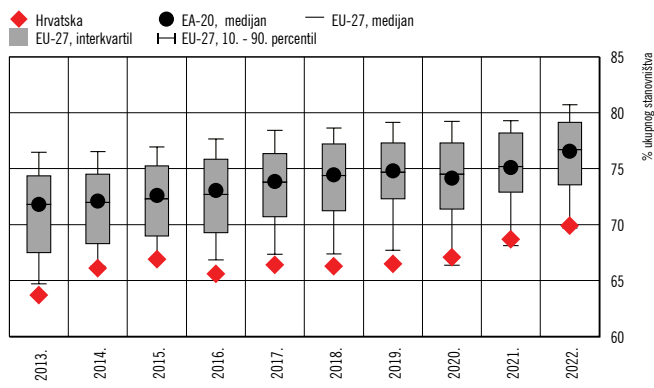
Snažniji dolar, uz pogoršanje globalnih uvjeta financiranja, povećava rizik podmirivanja duga u nizu zemalja s tržištima u nastajanju, koja se uglavnom ne zadužuju u vlastitoj valuti. Usporedno s početkom pooštavanja monetarne politike Fed, tečaj američkog dolara znatno je aprecirao, pa je dolar prethodnu godinu okončao osjetno jači u odnosu na većinu ostalih važnih svjetskih valuta. Premda je u prethodnih nekoliko mjeseci zabilježen blagi preokret, tečaj dolara i u prvom se tromjesečju 2023. zadržao na malo višim razinama u odnosu na godinu prije (Slika A.11.). Povećana nesklonost prema riziku mogla bi biti glavni pokretač kretanja na globalnome deviznom tržištu u nadolazećem razdoblju, pri čemu bi potražnja za američkim dolarom kao “sigurnim utočištem” mogla ostati snažna, poglavito zbog produljenog razdoblja geopolitičke neizvjesnosti, dok bi s druge strane mogući raniji preokret u ciklusu pooštavanja monetarne politike Fed pod utjecajem recentnih nestabilnosti u američkome bankarskom sektoru mogao djelovati u suprotnom smjeru.

A.2. Rizici u domaćem okružju

Izloženost financijskog sustava sistemskim rizicima iz domaćega makroekonomskog okružja zadržava se na umjereno povišenoj razini. Rezultat je to ponajviše postojećih strukturalnih slabosti i prevladavajuće neizvjesnosti. Naime, neravnoteže na tržištu rada u obliku vrlo niske stope participacije radne snage i nepovoljni demografski i migracijski trendovi ograničavaju potencijal gospodarskog rasta. Unatoč porastu zaposlenosti za 2,4% u 2022. (podaci HZMO-a o osigurancima), stopa aktivnosti stanovništva u Hrvatskoj i nadalje je među najnižima u europodručju i cijelome EU-u (Slika A.12.). Isto tako, iako se tijekom 2022. fiskalna pozicija Republike Hrvatske znatno poboljšala uz ostvareni višak u proračunu opće države, snažan pad omjera javnoga duga i BDP-a na 68,4% i njegovu nisku osjetljivost na rast kamatnih stopa u kratkom roku (vidi poglavlje 3.2. Kamatni rizik države), razina javnoga duga i nadalje je relativno visoka u odnosu na usporedive zemlje. Među pozitivnim strukturalnim čimbenicima treba izdvojiti uvođenje eura, koje je pridonijelo snažnijoj integraciji hrvatskoga financijskog sustava u europske financijske tokove i gotovo u potpunosti uklonilo valutni rizik.

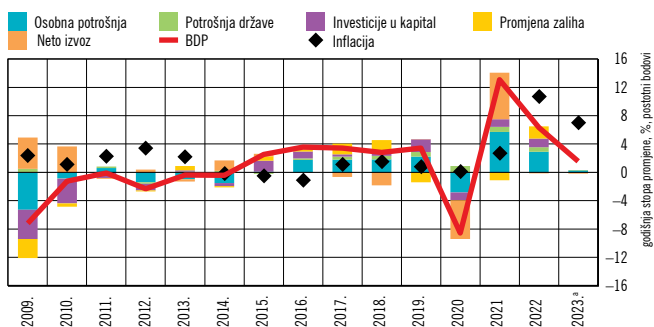
Relativno slabi gospodarski izgledi za svjetsko i europsko gospodarstvo odražavaju se i na domaća ekonomska kretanja. Usporavanju hrvatskog BDP-a tijekom 2022. najviše su pridonijeli slabljenje osobne potrošnje zbog porasta životnih troškova koji je nagrizao kupovnu moć dohodaka i pada potrošačkog optimizma te smanjenje neto izvoza pod utjecajem slabije inozemne potražnje i više cijene energenata i sirovina. Ove se godine očekuje relativno slab gospodarski rast, koji će biti odraz znatnog usporavanja osobne potrošnje, a snažno

Slika A.12. Stopa aktivnosti na domaćem tržištu rada i nadalje je izrazito niska



Izvor: Eurostat

Slika A.13. Usporevanje rasta hrvatskoga gospodarstva obilježilo je 2022.

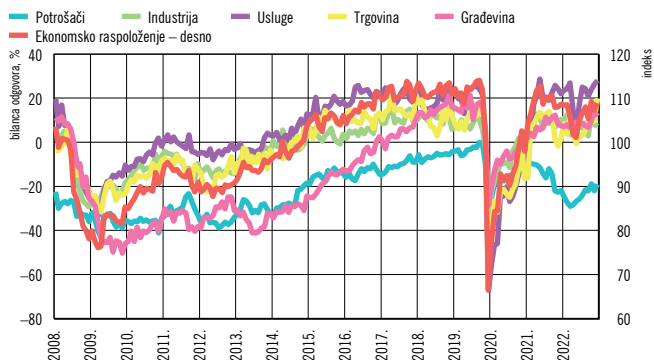


* Prognoza HNB-a iz ožujka 2023.

Napomena: Na grafikonu su prikazani doprinosi rasti BDP-a, godišnje stope promjene realnog BDP-a i prosječne godišnje stope promjene indeksa potrošačkih cijena.

Izvori: DZS; HNB

Slika A.14. Ukupno ekonomsko raspoloženje blago je iznad dugoročnog prosjeka, a pouzdanje potrošača vrlo je slabo



Izvor: Europska komisija

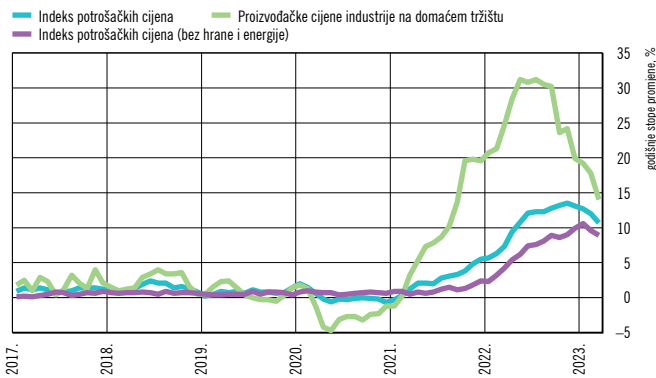
korištenje sredstava fondova EU-a trebalo bi donekle ublažiti usporavanje investicija. Pouzdanje potrošača, koje se blago oporavilo u prethodnih nekoliko mjeseci, i nadalje se zadržava znatno ispod pretpandemijske razine (Slika A.13.), dok je poslovno pouzdanje znatno iznad dugoročnog prosjeka, poglavito u uslužnim djelatnostima (koje se oslanjaju na turizam) i građevini (Slika A.14.).

Iako se inflacija potrošačkih cijena usporava od kraja 2022., inflatorni su pritisci još snažni. Prelijevanje visokih cijena sirovina i drugih ulaznih troškova na svjetskom tržištu na domaće cijene kao i zastoji u proizvodnim lancima uzrokovali su sredinom 2022. snažan porast inflacije na najvišu razinu ostvarenu u posljednjih 28 godina. Slabljenje inflacijskih pritisaka u drugoj polovini 2022., proizašlo iz stabilizacije cijena energenata, poglavito plina i nafte i usporavanja gospodarskog rasta, odrazilo se do kraja godine i na smanjenje godišnjih stopa inflacije (Slika A.15.). Inflacija bi se u nadolazećem razdoblju mogla nastaviti postupno usporavati, pri čemu inflacijski rizici, iako malo niži nego prije godinu dana, ostaju izrazito naglašeni, ponajviše zbog nastavka geopolitičkih neizvjesnosti i njihova mogućeg utjecaja na cijene sirovina i energenata na svjetskom tržištu, ali i mogućih pritisaka na rast plaća zbog akumuliranoga gubitka kupovne moći, osobito ako poduzeća budu nastojala očuvati dosegnutu razinu profita ili je dodatno povećati. Nakon što se lani prosječna realna neto plaća smanjila za 3,4%, u 2023. očekuje se blagi porast realnih plaća zbog očekivanog usporavanja inflacije i bržeg porasta nominalnih plaća (Slika A.16.). To je usporilo rast osobne potrošnje tijekom 2022., unatoč znatnom smanjenju stopa štednje kućanstava na 3,3%, što je znatno ispod visokih stopa dostignutih u pandemiji, ali i prosječnih razina iz godina prije pandemije (Slika A.17.).

Poduzeća su lani bolje poslovala nego u pretpandemijskoj 2019., što im poboljšava otpornost u slučaju materijalizacije rizika, koji može biti posljedica kombinacije slabljenja potražnje i rasta kamatnih stopa u okruženju snažnog zaduživanja. Poduzeća su u 2022. znatno povećala prihode u odnosu na 2021. (Slika A.18.). Ocjene na temelju segmenta poduzeća koja kotiraju na Zagrebačkoj burzi pokazuju da su prihodi rasli malo snažnije od rashoda u većini djelatnosti, pri čemu je profitabilnost blago porasla. Istodobno se povećala disperzija profitnih marži, što je povezano s asimetričnim utjecajem energetskog šoka i razlikama u mjeri u kojoj su poduzeća sposobna prebaciti rastući trošak sirovina i energenata na vlastite kupce. Znatno se povećao i ukupan broj poduzeća koja posluju u Republici Hrvatskoj, iako se tijekom 2022. povećao i broj stečajeva (Slika A.19.). Početkom 2023. neto ulasci² poduzeća na tržište blago su se smanjili u odnosu na početak 2022., ali i nadalje su iznad pretpandemijskog prosjeka. S obzirom na solidna ostvarenja poslovnih rezultata tijekom 2022. godine, poduzeća u 2023. godinu ulaze u relativno povoljnom položaju, no snažan rast korporativnog duga (vidi poglavlje 1.B) i rastuće kamatne stope otplate duga (vidi poglavlje 1.C) jačaju rizike za financijsku stabilnost.

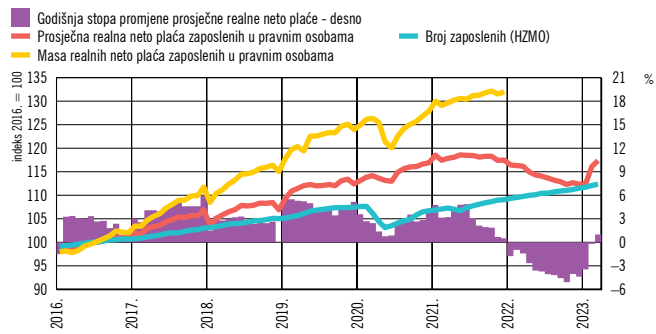
² Neto ulasci poduzeća definirani su kao razlika između ulazaka (osnivanja) poduzeća i izlazaka (stečaj, predstečaj, likvidacija i dobrovoljni izlazak) poduzeća s tržišta.

Slika A.15. Rast inflacije potrošačkih i proizvođačkih cijena usporeva se



Izvor: HNB

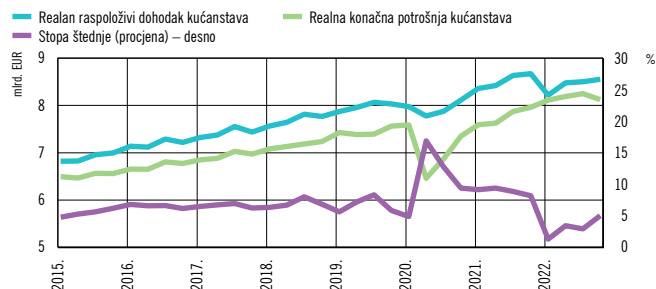
Slika A.16. Visoka inflacija uzrokovala je smanjenje realnih plaća u 2022.



Napomena: Prikazani su podaci sezonski i kalendarski prilagođeni. Serija mase realnih neto plaća zaposlenih u pravnim osobama prikazana je do 2021. jer su podaci o zaposlenima za 2022. privremeni, što bi moglo narušiti pouzdanost tih podataka.

Izvor: DZS; HNB; HZMO

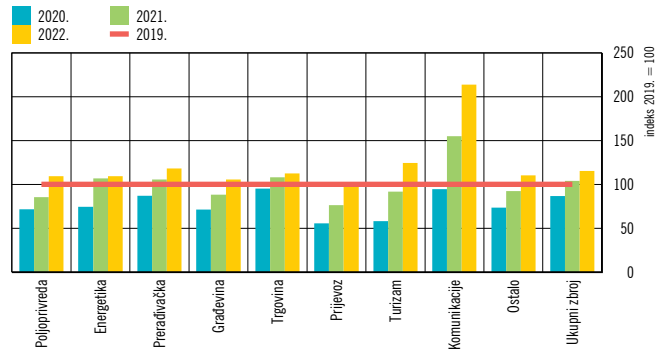
Slika A.17. Stopa štednje kućanstava u padu



Napomena: Tromjesečne vrijednosti raspoloživog dohotka procijenjene su primjenom Chow-Linove metode i serija naknada zaposlenicima te bruto operativnog viška i mješovitog dohotka kao indikatora. Stopa štednje izračunata je kao omjer procijenjenoga nominalnog iznosa štednje i procijenjenoga raspoloživog dohotka te isključuje prilagodbe za promjene u mirovinskim pravima; serije su deflacijirane BDP deflatorom za konačnu potrošnju kućanstava; vrijednosti su izražene u cijenama prvog tromjesečja 2015.

Izvor: Eurostat; izračun HNB-a

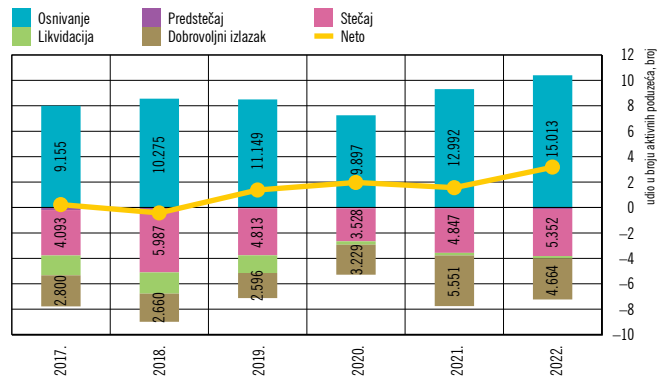
Slika A.18. Fiskalizirani računi upućuju na realan porast prihoda od prodaje u 2022.



Napomena: Stupcima je prikazana promjena kumulativnih iznosa izdanih fiskaliziranih računa u pojedinoj godini; iznosi su izraženi u cijenama iz prvog tromjesečja 2015. godine

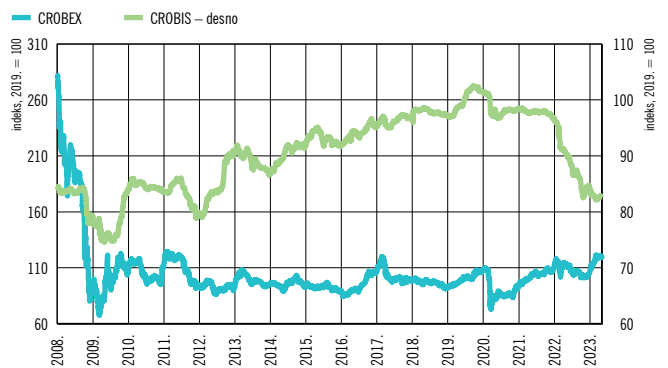
Izvor: Porezna uprava; HNB

Slika A.19. U 2022. došlo je do najvećeg porasta broja poduzeća u posljednjih pet godina



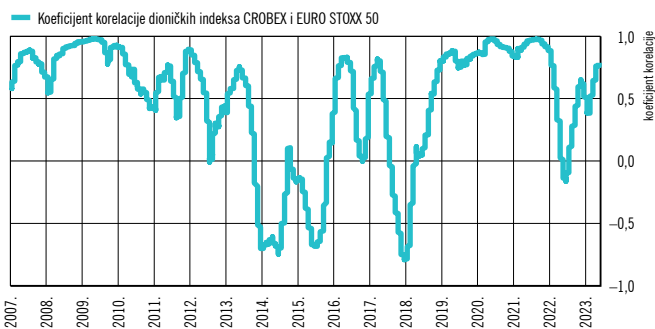
Izvor: HNB; Registar Trgovačkog suda

Slika A.20. Vrijednost indeksa CROBIS nastavlja padati, dok je CROBEX premašio pretpandemijsku razinu



Izvor: Zagrebačka burza

Slika A.21. Povećana korelacija između dioničkog indeksa CROBEX i Euro Stoxx 50 početkom 2023. godine



Napomena: Koefficient korelacije između dioničkih indeksa izračunat je na osnovi pomičnog prozora podataka o vrijednostima specifičnih indeksa u razdoblju od 250 radnih dana.
Izvori: Bloomberg, izračun HNB-a

Stres na domaćem financijskom tržištu zadržava se na relativno niskim razinama, unutar raspona uobičajenih oscilacija (vidi slike 2. i 3. u Okviru 2.). Vrijednost indeksa CROBIS postupno se smanjuje još od posljednjeg tromjesečja 2021. pod utjecajem rastuće inflacije i povećanja ključnih kamatnih stopa, što se može nepovoljno odraziti na portfelje domaćih financijskih institucija čije strategije imunizacije portfelja i upravljanja ročnošću bilance ovise o kretanjima cijene ovih instrumenata. S druge strane, indeks CROBEX primjetno se oporavio u prvom tromjesečju 2023. blago premašivši pretpandemijsku razinu, ponajviše zbog povoljnih poslovnih rezultata poduzeća koja kotiraju na burzi (Slika A.20.). Naposljetku, primjetno su porasle kamatne stope na novčanom tržištu u okruŕju iznimno visoke likvidnosti domaćega bankovnog sustava i relativno niskog volumena trgovanja.

Okvir 2. Revidiranje hrvatskog indeksa financijskog stresa povodom ulaska Hrvatske u europodručje

Uvođenje eura kao službene valute u Republici Hrvatskoj rezultiralo je potrebom za prilagodbom hrvatskog indeksa financijskog stresa (u nastavku teksta: HIFS) novonastalim okolnostima, a s ciljem nastavka sustavnog praćenja kretanja na domaćim financijskim tržištima i pravodobne identifikacije stresnih događaja. Osim prilagođene definicije deviznoga i novčanog tržišta, u novom izračunu indeksa primjenjivat će se jednaki težinski udjeli, s obzirom na to da zbog strukturnog loma više nije uputno koristiti se povijesnim podacima za određivanje važnosti pojedinog segmenta tržišta.

Novi hrvatski indeks financijskog stresa, prilagođen za upotrebu nakon uvođenja eura kao službene valute u Hrvatskoj, uvodi promjene u segmentu deviznoga i novčanog tržišta te metodi agregiranja. Dosadašnji HIFS objedinjavao je kretanja na četiri financijska tržišta – devizno, novčano, dioničko i obvezničko u jedinstveni kompozitni pokazatelj stresa. Pritom je svako pojedino tržište bilo promatrano kroz ujednačene broj i vrstu pokazatelja koji se odnose na likvidnost, kolebljivost i akumulirane gubitke (vidi Okvir 1. u publikaciji [Financijska stabilnost br. 20](#)).

Dosadašnji pokazatelji u segmentu deviznoga tržišta, izvedeni iz bilateralnog tečaja kune prema euru, zamijenjeni su novim pokazateljima izvedenima iz efektivnog tečaja eura prema "košarici" odabranih valuta. Valute uključene u izračun efektivnog tečaja kao i njihovi udjeli u njegovoj strukturi utvrđeni su na osnovi valutne strukture aktive i pasive u bilancama kreditnih institucija i investicijskih fondova¹, uz isključivanje svih bilančnih pozicija nominiranih u kunama i eurima. Tako utvrđeni udjeli preostalih valuta uprosječeni su u trogodišnja razdoblja te su one valute² koje prelaze granicu od 1% vrijednosti aktive i pasive na trogodišnjoj osnovici određene kao važne u kontekstu pokazatelja efektivnog tečaja za potrebe izračuna HIFS-a.

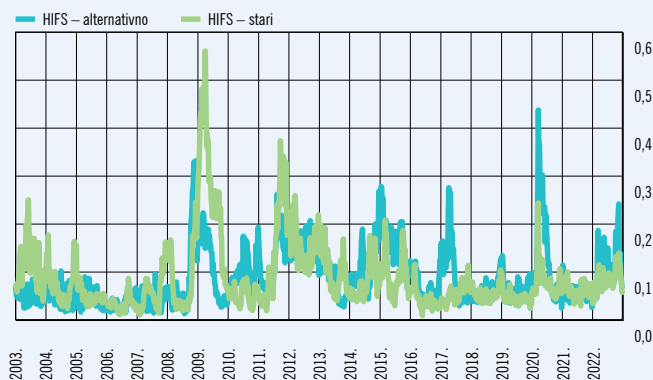
Osim prilagodbe u segmentu deviznoga tržišta, znatne su izmjene učinjene i u segmentu novčanog tržišta. Naime, pokazatelji izvedeni iz kamatnih stopa na trgovanje banaka kuskim depozitima i kamatnih stopa na kunske trezorske zapise Ministarstva financija (u nastavku teksta: MF) zamijenjeni su pokazateljima izvedenima iz kamatnih stopa na trgovanje banaka eurskim depozitima i kamatnim stopama na trezorske zapise MF-a nominirane u euru te referentnim kamatnim stopama u europodručju. Pritom je, radi dostupnosti podataka i duže vremenske serije, razlika između tromjesečnih kamatnih stopa na trgovanje banaka kuskim depozitima (koje su uključene u izračun nakon ukidanja ZIBOR-a) i kamatnih stopa na tromjesečne kunske trezorske zapise MF-a zamijenjena razlikom između dvanaestomjesečnog EURIBOR-a i kamatnih stopa na dvanaestomjesečne trezorske zapise MF-a,

dok je dosadašnji pokazatelj kolebljivosti na novčanom tržištu izveden iz prekončne kamatne stope na trgovanje banaka kuskim depozitima zamijenjen pokazateljem koji je izveden iz prekončne kamatne stope na trgovanje banaka eurskim depozitima. Osim toga, proširen je obuhvat prometa kod izračuna pokazatelja likvidnosti na novčanom tržištu na sve financijske institucije s kojima banke trguju³.

Četiri pojedina segmenta financijskoga tržišta (devizni, novčani, dionički i obveznički) agregirani su u novi, revidirani HIFS primjenom jednakih težinskih udjela, što je osnova agregacije i u varijanti indeksa koji objavljuje Europska središnja banka. Za izračun konačne vrijednosti ukupnog stresa jednaki se udjeli množe s dinamikom stresa pojedinog tržišta kao i s korelacijskom matricom koja mjeri jačinu usklađenosti stresa, što znači da vrijednost ukupnog stresa neće ovisiti samo o dinamici i udjelu pojedinog tržišta nego i o korelacijama među tržištima. Naposljetku, jednaki se udjeli "korigiraju" uzimajući u obzir pojedinačnu dinamiku i međuovisnost svih tržišta. Početni jednaki udjeli odabrani su iz razloga što nije bilo utemeljeno primjenjivati regresijske modele utvrđivanja udjela pojedinih financijskih tržišta u ovisnosti o važnosti pojedinoga tržišnog segmenta za gospodarska kretanja, kao što je to bilo kod dosadašnjeg indeksa. Novi HIFS također poprima vrijednosti između 0 i 1, pri čemu viša vrijednost upućuje na porast financijskog stresa na jednom tržištu ili na više njih.

Predložene izmjene u izračunu indeksa nisu znatne, na što upućuje usporedba HIFS-a kojim se koristilo do kraja 2022. i njegove alternativne varijante, koji ilustrira kako bi izgledala dinamika financijskog stresa da je Republika Hrvatska imala euro kao službenu valutu od početka analize (alternativni HIFS prilagođen je u segmentu deviznoga i novčanog tržišta uz revidiranu agregaciju jednakim težinskim udjelima).

Slika 1. HIFS (stari) i HIFS (alternativno)



Napomena: HIFS (alternativno) koji uključuje izmjene u segmentu deviznoga i novčanog tržišta i metodi agregacije informativnog je karaktera i ne odražava stvaran stres na hrvatskim financijskim tržištima u razdoblju do 31. prosinca 2022.

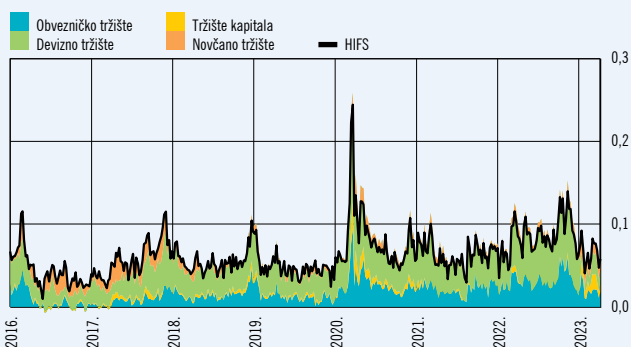
1 Obuhvat se zasniva samo na bilancama kreditnih institucija i investicijskih fondova jer podaci za ostale financijske institucije nisu dostupni na granularnoj razini. Podaci su tromjesečni i obuhvaćaju razdoblje od prosinca 2012.

2 To su američki dolar, švicarski franak, australski dolar, kanadski dolar, funta sterlinga i mađarska forinta.

3 Uz međubankovni promet, obuhvaćen je i promet između banaka i novčanika te mirovinskih fondova, osiguravajućih društava, drugih financijskih posrednika, pomoćnih financijskih institucija i drugih zajmodavaca.

No, kako to u stvarnosti nije bio slučaj, nova verzija HIFS-a u daljnjim će se analizama rabiti samo za razdoblje od početka 2023. godine nadalje. Dinamika kretanja staroga i alternativnog HIFS-a u povijesnom razdoblju vrlo je slična, uz iznimke u jačini zabilježenog stresa tijekom globalne financijske krize, potom oko 2010. – 2011. i u 2017. godini kao i s početkom pandemije bolesti COVID-19 u prvom tromjesečju 2020. Uz povremeni snažniji doprinos segmenta deviznoga tržišta (mjereno efektivnim tečajem eura prema košarici valuta u kojoj američki dolar čini

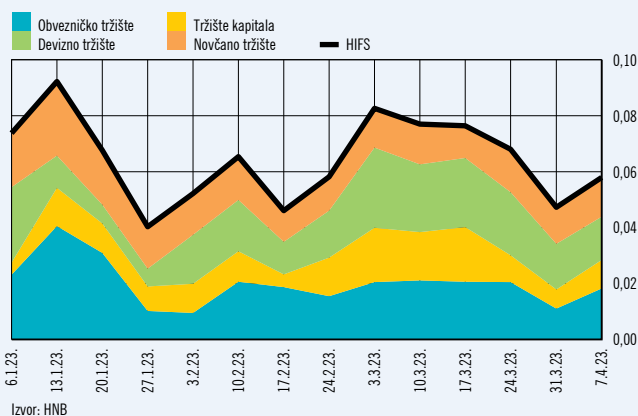
Slika 2. Doprinosi pojedinog tržišta kretanju HIFS-a – dulje razdoblje



Napomena: Za razdoblje do 31. prosinca 2022. prikazan je stari HIFS. Novi, revidirani HIFS (osjenčano područje) prikazan je od 1. siječnja 2023. Izvori HNB

oko 72% u posljednjem trogodišnjem razdoblju) kretanju alternativnog HIFS-a, spomenute iznimke dobrim dijelom odražavaju primjenu revidirane agregacijske metodologije jednakim težinskim udjelima⁴. Doprinosi pojedinog tržišta kretanju HIFS-a prikazani su na slikama 2. i 3., pri čemu su na Slici 3. detaljnije prikazani doprinosi kretanju novoga revidiranoga HIFS-a tijekom 2023. godine, kojima će se koristiti u budućim analizama.

Slika 3. Doprinosi pojedinog tržišta kretanju novog HIFS-a u 2023.



Izvor: HNB

⁴ Izvor promjena su metodološke izmjene, što valja uzeti u obzir u daljnjim interpretacijama, imajući na umu da izravna usporedivost šokova nakon 1. siječnja 2023. nije moguća s onima prije tog datuma.

B. Zaduživanje privatnog sektora

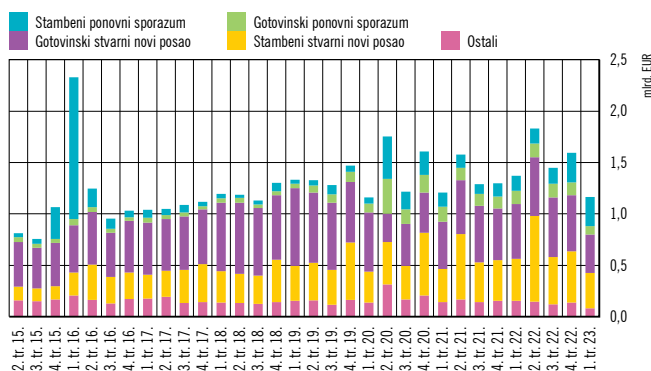
Kreditiranje se privatnog sektora tijekom 2022. i na prijelazu u 2023. intenziviralo, čime je pridonijelo akumulaciji sistemskih rizika. Pritom se najviše ubrzao rast kredita poduzećima, koji su u proljeće 2023. rasli po godišnjoj stopi od 19%, s tim da je rast kredita kućanstvima bio umjereniji. Istodobno se preokrenuo višegodišnji trend pada kamatnih stopa na nove kredite, koje su za poduzeća tijekom 2022. i početkom 2023. izraženije narasle, dok je taj rast kod kućanstava bio postupan.

B.1. Kućanstva

Zadržavanje povoljnih uvjeta financiranja, državni program subvencioniranja stambenih kredita i dinamično tržište stambenih nekretnina podržali su blago ubrzanje kreditiranja kućanstava u 2022. Uz izrazit porast novoodobrenih stambenih kredita u razdoblju provođenja sedmog vala državnog programa subvencioniranja (u drugom tromjesečju), ukupan je iznos glavnice novih stambenih kredita u 2022. porastao za oko 25% u odnosu na godinu prije (Slika B.1., vidi i poglavlje I.D.). S druge strane, povećanje obujma novih gotovinskih nenamjenskih kredita bilo je umjerenije (za 10% u odnosu na 2021.) pa se iznos zadržao znatno ispod pretpandemijske razine u okružju niskog pouzdanja potrošača, koje se tek postupno oporavlja od šokova uzrokovanih početkom rata u Ukrajini i ubrzanja inflacije u 2022. Početkom 2023. novo kreditiranje blago se usporilo, što se djelomice može objasniti izvanredno visokim kreditiranjem krajem 2022. u očekivanju rasta kamatnih stopa na kredite koji su najavile banke za početak 2023. Novi val subvencioniranja stambenih kredita dodatno će potaknuti kreditiranje kućanstava u drugom tromjesečju.

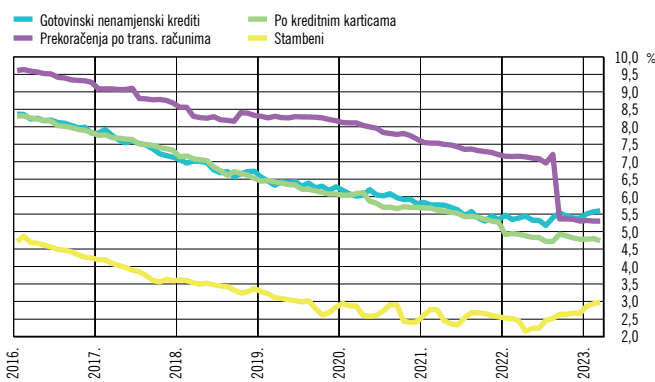
Ubrzanju kreditiranja pogodovalo je što su tijekom 2022.

Slika B.1. U 2022. nastavio se rast iznosa glavnice novoodobrenih stambenih kredita



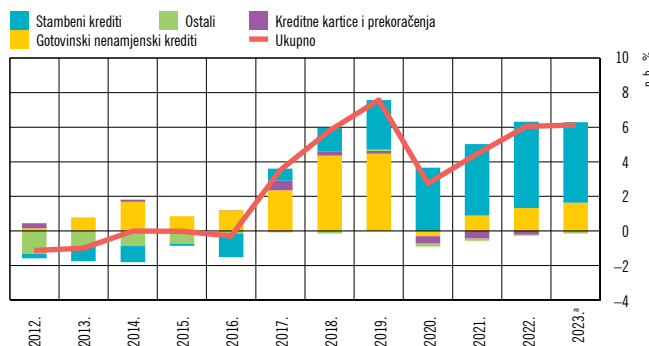
Napomena: Dug po kreditnim karticama i prekoračenja po transakcijskim računima isključeni su iz gornjeg prikaza. Izvor: HNB

Slika B.2. Tijekom 2022. prekinut je višegodišnji pad kamatnih stopa na nove stambene i gotovinske kredite



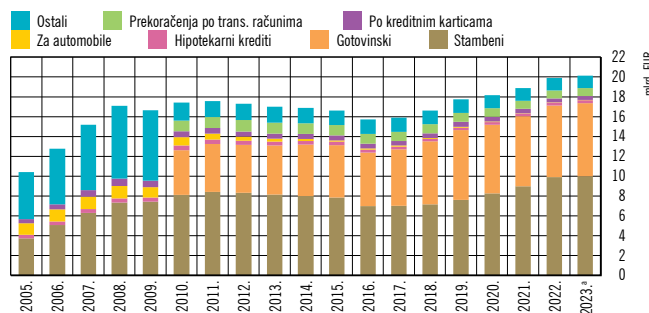
Izvor: HNB

Slika B.3. Krediti kućanstvima u 2022. blago su ubrzali svoj rast



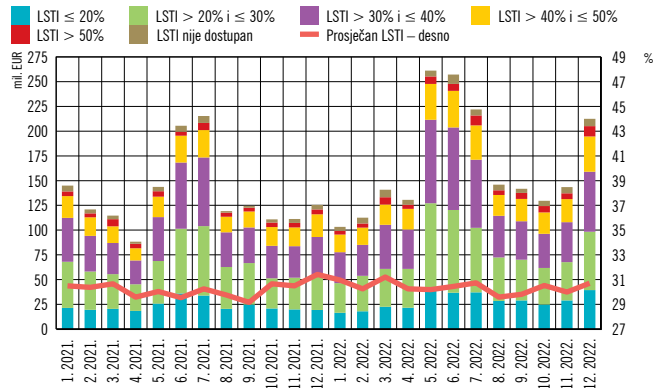
*Podaci za 2023. odnose se na dvanaestomjesečno razdoblje od 31. ožujka 2023.
Napomena: Prikazana je promjena duga na temelju transakcija koja isključuje tečajne, cjenovne i ostale promjene.
Izvor: HNB

Slika B.4. Stambeni krediti čine polovinu ukupnih kredita kućanstvima



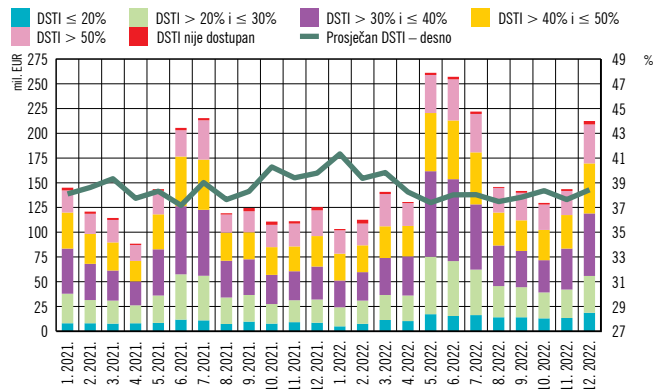
*Podaci za 2023. odnose se na stanje na 31. ožujka 2023.
Napomena: Od kraja 2010. godine iz kategorije ostali krediti stanovništva izuzeti su gotovinski krediti i prekoračenja po transakcijskim računima koji su postali zasebne kategorije.
Izvor: HNB

Slika B.5. LSTI omjeri novih stambenih kredita tijekom 2022. ostali su nepromijenjeni



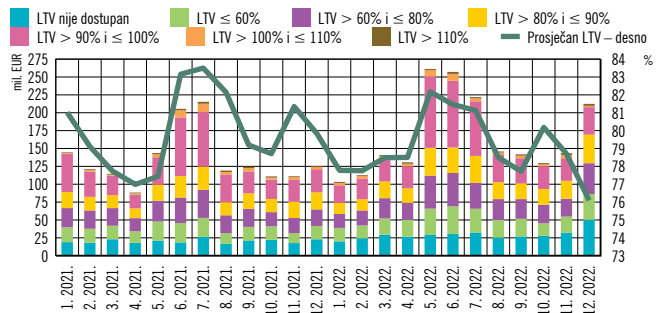
Izvor: HNB

Slika B.6. Udio dužnika koji izdvajaju razmjerno visok dio dohotka na otplate ukupnog duga ostao je stabilan



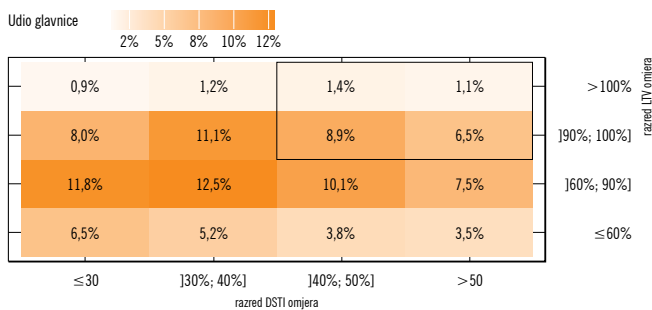
Izvor: HNB

Slika B.7. U razdobljima isplate subvencioniranih stambenih kredita bilježi se rast LTV omjera



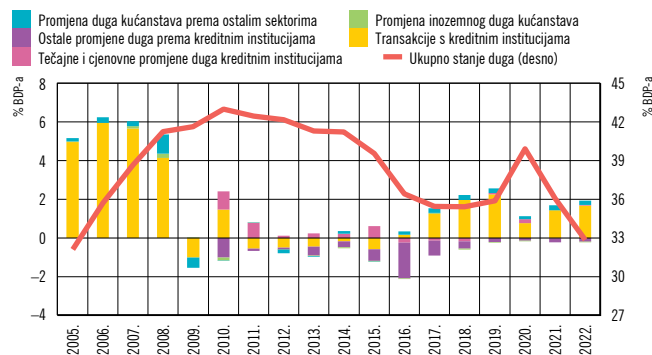
Napomena: Kod kredita osiguranim nekretninama u izgradnji LTV dostiže atipično visoke vrijednosti jer se kao vrijednost instrumenta osiguranja izvještava vrijednost zemljišta, a ne očekivana vrijednost nekretnine po završetku gradnje pa su ti krediti uključeni u skupinu "LTV nije dostupan". Nadalje, stambeni krediti bez instrumenta osiguranja uključeni su u skupinu "LTV nije dostupan".
Izvor: HNB

Slika B.8. Udio visokorizičnih novih stambenih kredita u 2022. ostao je nepromijenjen



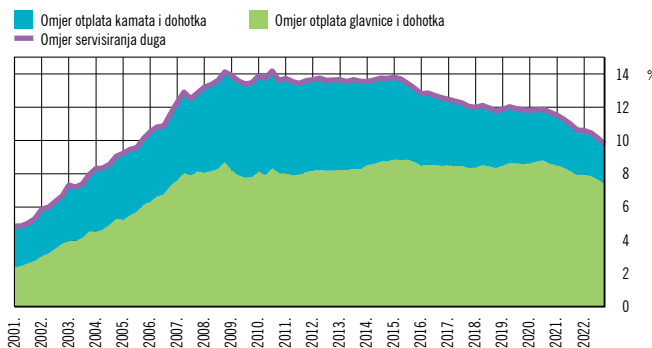
Napomena: Prikazani podaci odnose se na stambene kredite osigurane nekretninom i isplaćene u 2022. Iz gornjeg prikaza isključene su kreditne partije s vrlo visokim i nedostajućim vrijednostima LTV i DSTI omjera te kreditne partije osigurane nekretninama u izgradnji. Podaci o LTV omjeru ne uključuju ostale izloženosti koje terete instrument osiguranja, dok DSTI omjeri nisu umanjeni za iznos subvencije.
Izvor: HNB

Slika B.9. Zbog visoke inflacije omjer duga kućanstava i BDP-a nastavlja padati



Napomena: Promjene duga prema ostalim sektorima i inozemstvu iskazane su kao razlika stanja u odnosu na kraj prethodne godine i relativizirane udjelom u BDP-u.
Izvor: HNB

Slika B.10. Inflatorni pritisci i rast ročnosti dovode do pada omjera servisiranja duga



Napomena: Tromjesečne vrijednosti raspoloživog dohotka procijenjene su primjenom Chow-Linove metode i serija naknada zaposlenicima te bruto operativnog viška i mješovitog dohotka kao indikatora.
Izvor: HNB

kamatne stope na nove kredite ostale na povijesno niskim razinama (Slika B.2.). Kamatne stope na novoodobrene gotovinske i stambene kredite u 2022. prosječno su bile neznatno niže (za 0,18 i 0,12 postotnih bodova) u odnosu na 2021. Međutim, usporedno s pooštavanjem monetarne politike ESB-a, prekinuo se njihov višegodišnji pad te su u drugoj polovini 2022. počele postupno rasti pa su u ožujku 2023. kamatne stope na nove stambene kredite bile za oko pola postotnog boda više u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Pritom su primjetno porasle kamatne stope i na subvencionirane stambene kredite pa je prosječni najviši EKS ugovoren između RH i kreditnih institucija u 2023. za više od jednoga postotnog boda veći u odnosu na ugovoreno u 2022³. S druge strane, kamatne stope na prekoračenja po transakcijskim računima znatno su se smanjile nakon potpisa Memoranduma o razumijevanju u vezi prekoračenja po tekućem računu između Vlade RH, HNB-a i trinaest banaka u srpnju 2022. Time su kamatne stope na prekoračenja po transakcijskim računima u prosincu 2022. bile za gotovo 2 p. b. niže u odnosu na prosinac 2021., a početkom 2023. nisu se znatnije mijenjale.

Glavninu porasta kredita kućanstvima činili su stambeni krediti, koji su do kraja 2022. dosegli polovinu ukupnih kredita kućanstvima (slike B.5. i B.4.). Stopa rasta kredita kućanstvima ubrzala se s 4,6% u 2021. na 6% u 2022., gdje se i zadržala početkom 2023. Porast kredita uvelike je vođen stambenim kreditiranjem koje se ubrzava već nekoliko godina, te je krajem 2022. doseglo godišnju stopu rasta od 10,5%, pri čemu se do kraja ožujka 2023. ipak blago usporilo na oko 9,7%. Nastavio se postupni oporavak gotovinskih nenamjenskih kredita, koji su u ožujku 2023. rasli po godišnjoj stopi od 4,4%. Međutim, to je i dalje sporije nego u razdoblju od 2017. do 2019., kada su nenamjenski krediti prosječno rasli za oko 9%. Nasuprot tome, prekoračenja po tekućim računima i krediti po kreditnim karticama već su se treću godinu zaredom nastavili smanjivati.

Standardi odobravanja stambenih kredita nisu se znatnije promijenili tijekom 2022. Korisnici novih stambenih kredita u prosjeku su izdvajali oko 31% dohotka za otplate tog kredita (LSTI omjer, Slika B.5.) i oko 39% dohotka za otplate ukupnog duga (DSTI omjer, Slika B.6.). Krediti odobreni dužnicima koji izdvajaju razmjerno visok udio dohotka na otplate inherentno su rizičniji zbog manjega kapaciteta za podnošenje eventualnih nepovoljnih ekonomskih šokova, poput primjerice rasta životnih troškova ili kamatnih stopa. Naime, od kredita s visokim DSTI omjerima njih oko 40% odobreno je uz razdoblje fiksiranja kamatne stope do pet godina, pa su potrošači s tim kreditima izloženi kamatnom riziku koji bi se mogao materijalizirati u slučaju da se rast kamatnih stopa nastavi prelijevati na postojeće kredite i po isteku razdoblja fiksiranja (vidi i poglavlje I.C.). Prema rezultatima Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka u drugoj polovini 2022. vidljivo je pooštavanje uvjeta kreditira-

³ Vidi popise odabranih kreditnih institucija s kojima je sklopljen ugovor o davanju subvencioniranih kredita za 2022. i 2023. godinu, dostupne na stranicama Ministarstva prostornoga uređenja, graditeljstva i državne imovine.

nja za stambene i potrošačke kredite. Tako za stambene kredite odobrene u posljednjem tromjesečju banke uz rast kamatnih marži prijavljuju i rast zahtjeva za kolateral, odnosno postroživanje maksimalnih LTV omjera.⁴

Omjeri glavnice kredita i vrijednosti nekretnine (LTV) za subvencionirane su kredite i u 2022. bili povišeni u odnosu na nesubvencionirane stambene kredite (Slika B.7.). Tako u razdobljima isplate subvencioniranih kredita prosječni LTV omjeri dosežu razine od oko 82%, a gotovo polovina kredita isplaćena je uz LTV omjere više od 90%. S druge strane, u ostalim razdobljima prosječni LTV omjeri nešto su niži (na oko 78%), dok je tek malo više od trećine stambenih kredita isplaćeno uz LTV omjere više od 90%. Tako korisnici subvencioniranih kredita obično imaju manju početnu uštedevinu (tzv. učesće) kojom financiraju kreditnu kupnju stambene nekretnine. Promatraju li se istodobno DSTI i LTV omjeri, udio kredita koji se mogu smatrati najrizičnijima, jer su im istodobno DSTI omjeri viši od 40% i LTV omjeri viši od 90%, nije se znatnije promijenio u odnosu na prethodnu godinu te iznosi oko 18% (Slika B.8.).

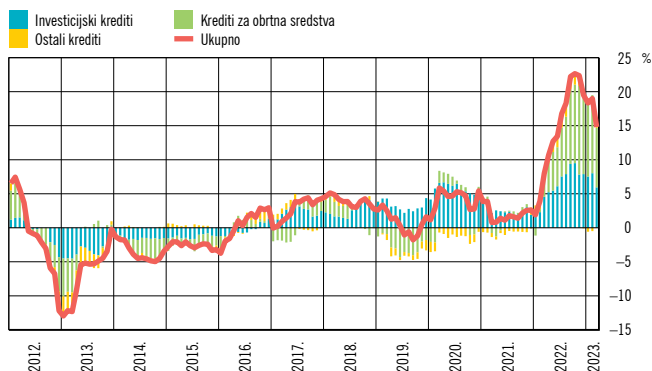
Unatoč porastu kredita kućanstvima, ukupna zaduženost i teret otplate duga smanjili su se (slike B.9. i B.10.). Ukupan dug kućanstava porastao je za oko 5%, no zbog visoke stope inflacije, koja je dovela do snažnoga nominalnog rasta BDP-a, udio duga u BDP-u nastavio je padati, na oko 34% BDP-a krajem godine (Slika B.9.). Istodobno, snažan nominalni rast raspoloživog dohotka, uz nešto dulju ročnost i daljnji pad kamatnih stopa na stanja kredita tijekom 2022. dodatno su smanjili ukupan teret servisiranja duga sektora kućanstava (Slika B.10.). Međutim, unatoč povoljnim kretanjima tih pokazatelja, rastući troškovi života sve više opterećuju dohodak i umanjuju kapacitet otplate kredita (vidi slike A.16. i A.17., poglavlje I.A.) i apsorpciju eventualnih dodatnih negativnih ekonomskih šokova (vidi Okvir 3.).

B.2. Nefinancijska poduzeća

Tijekom 2022. godine znatno se ubrzao rast plasmana kreditnih institucija nefinancijskim poduzećima. Tome je najviše pridonio rast kredita za obrtna sredstva potaknut povećanim potrebama poduzeća za financiranjem tekućeg poslovanja u uvjetima rastućih troškova, no i potražnja za kreditima investicijske namjene bila je snažna (Slika 1.). Promatrano prema djelatnostima, plasmani poduzećima iz djelatnosti energetike čine glavninu porasta (Slika B.1.). Osim toga, u manjoj mjeri rasli su i plasmani poduzećima u djelatnostima građevine i poslovanja nekretninama te poduzećima u djelatnosti trgovine. S druge strane, poduzeća u djelatnosti turizma bilježe blagi trend razduživanja tijekom cijele godine na osnovi investicijskih kredita, dok su se poduzeća u ostalim uslužnim djelatnostima razduživala na osnovi kredita za obrtna sredstva.

4 Više informacija o rezultatima Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka moguće je pronaći na sljedećoj poveznici: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druga-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/rezultati-anke-te-o-kreditnoj-aktivnosti-banaka>.

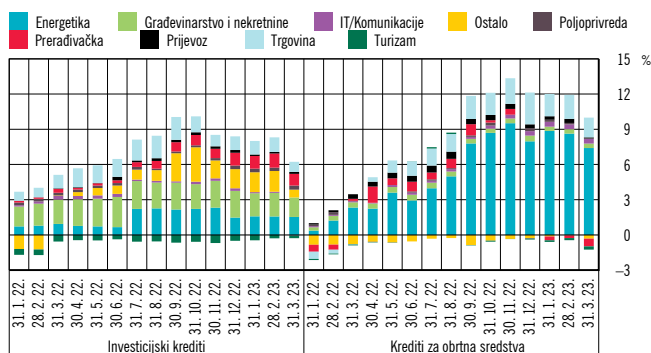
Slika B.11. Krediti za obrtna sredstva snažno pridonose rastu plasmana financijskih institucija nefinancijskim poduzećima



Napomena: Podaci za 2023. odnose se na dvanaestomjesečno razdoblje od 31. ožujka 2023.

Izvor: HNB

Slika B.12. Najznačajniju ulogu u rastu kredita imaju oni poduzećima u djelatnosti energetike



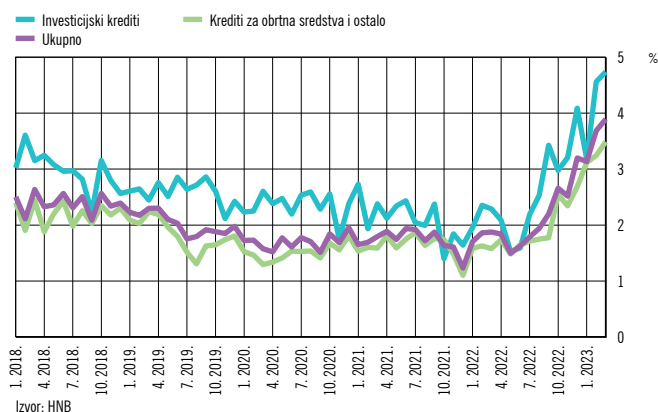
Napomena: "Turizam" se odnosi na poduzeća iz djelatnosti pružanja smještaja te pripreme i usluživanja hrane. Prikazani su podaci zaključno s 28. veljače 2023.

Izvor: HNB

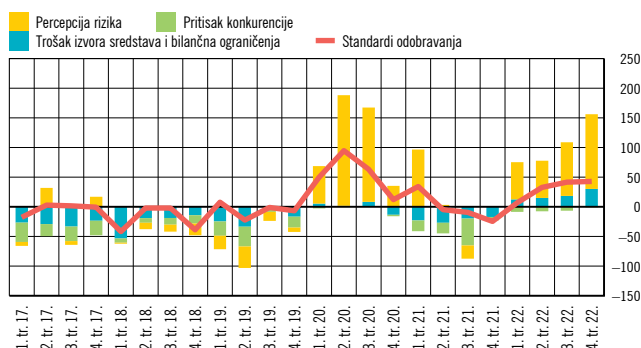
Kamatne stope na kredite poduzećima snažno su porasle, a banke su postrožile i uvjete odobravanja kredita. Snažan rast kamatnih stopa na nove kredite nefinancijskim poduzećima započeo je sredinom 2022., te su se one do kraja prvog tromjesečja 2023. povećale za oko 2,5 postotnih bodova (Slika B.13.). Pritom su banke tijekom 2022. počele znatnije postroživati uvjete odobravanja kredita poduzećima, pri čemu je prema rezultatima Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka dominantan činitelj pogoršana percepcija rizika (Slika B.14.). Osim toga, rezultati Ankete upućuju i na usporevanje potražnje zbog nižih investicija u dugotrajnu imovinu, dok su poduzeća i dalje imala potrebu za financiranjem zaliha i obrtnoga kapitala.⁵

5 Više informacija o potražnji i činiteljima kreditne potražnje poduzeća te ukupnim rezultatima Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka moguće je pronaći na sljedećoj poveznici: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druga-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/rezultati-anke-te-o-kreditnoj-aktivnosti-banaka>.

Slika B.13 Sredinom 2022. godine započeo je rast kamatnih stopa na nove kredite nefinancijskim poduzećima

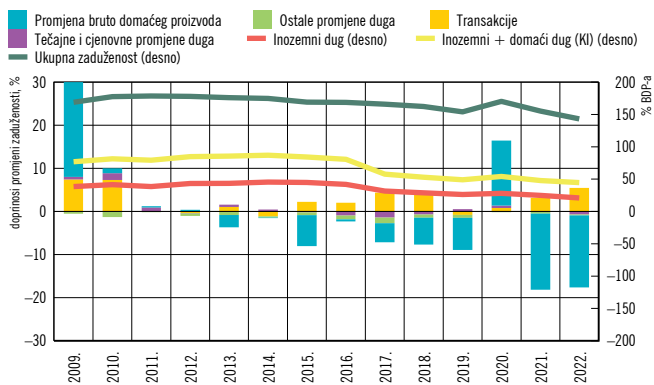


Slika B.14. Standardi odobravanja kredita nefinancijskim poduzećima poštožili su se zbog pogoršane percepcije rizika

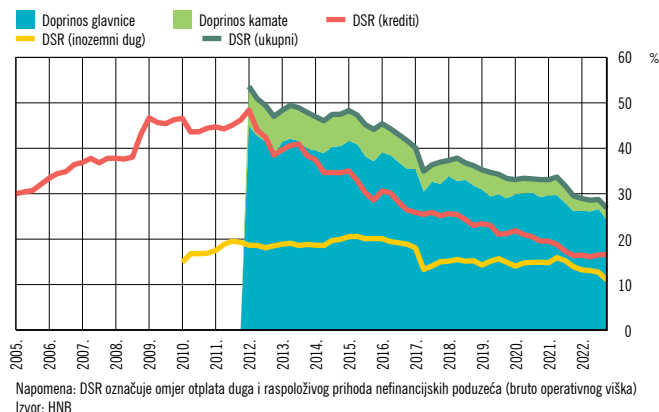


Napomena: Pozitivne vrijednosti upućuju na poštoživanje standarda odobravanja kredita u odnosu na prethodno tromjesežje.

Slika B.15. Zaduženost se nastavlja smanjivati pod utjecajem rasta nominalnog BDP-a



Slika B.16. Teret otplate duga nastavlja se smanjivati zbog rasta bruto operativnog viška poduzeća



Iako su se obveze nefinancijskih poduzeća prema kreditnim institucijama znatno povećale u 2022., snažan rast nominalnog BDP-a utjecao je na pad relativnog pokazatelja zaduženosti nefinancijskog sektora (Slika B.15.). Zahvaljujući snažnom rastu nominalnog BDP-a, udio nekonsolidiranog duga nefinancijskih poduzeća u BDP-u smanjio se te je krajem godine iznosio 142%. Teret otplate duga također je nastavio padati, i kod otplate kamata i glavnice, pod utjecajem rasta bruto operativnog viška poduzeća (Slika B.16.). Povoljna kretanja relativne zaduženosti poduzeća rezultat su inflacije i okružja snažne potražnje u kojoj poduzeća uspijevaju prevaliti povećane troškove poslovanja na kupce (vidi publikaciju [Makroprudencijalna dijagnostika br. 18, Analitički prilog.](#)).

B.3. Izgledi

Relativno snažno stambeno kreditiranje dovodi do daljnje akumulacije rizika kod sektora kućanstava, u prvom redu vezanih uz rast kamatnih stopa i održivost povišene razine cijena na tržištu nekretnina. Rizici povezani s kreditiranjem kućanstava mogu se ocijeniti povišenima zbog nastavka razmjerno snažnoga kreditnog rasta u uvjetima pooštavanja monetarne politike i rastućih rizika za sposobnost servisiranja duga. Naime, u fazama izraženoga kreditnog rasta nerijetko sa širenjem baze dužnika i povećanjem njihova duga raste i udio ranjivih dužnika koji su osjetljivi na potencijalna nepovoljna gospodarska kretanja. Pritom bi dulji i snažniji od očekivanog porast kamatnih stopa mogao izazvati poteškoće s otplatama, posebice kod dužnika koji izdvajaju znatan dio dohotka na otplate duga. Osim toga, rast životnih troškova smanjuje štednju kućanstava i ostavlja manji dio dohotka raspoloživ za otplate duga (vidi Okvir 3. Utjecaj inflacije na kućanstva i njihovu sposobnost otplate duga). Nadalje, u slučaju nepovoljnih kretanja na tržištu stambenih nekretnina, slabe likvidnosti i pada cijena, krediti kojima su LTV omjeri vrlo visoki (>90%) mogli bi nadmašiti vrijednost nekretnine, što bi u kreditnim institucijama moglo uzrokovati gubitke po neurednim kreditima osiguranim

stambenim nekretninama.

Rizici prisutni kod kreditiranja nefinancijskih poduzeća za sada su ublaženi dobrim poslovnim rezultatima. No, zbog porasta kamatnih stopa na nove kredite i neizvjesnosti glede budućih gospodarskih kretanja mogu se ocijeniti povišenima. S jedne strane, povećana sposobnost otplate duga poduzećima omogućuje apsorpciju inicijalnog šoka porasta kamatnih stopa (vidi poglavlje I.C.) i omogućuje servisiranje većeg iznosa duga koji su poduzeća preuzela u 2022. godini, što je ublažilo znatniji porast rizika tog sektora. Navedeno je posljedica dobrih

poslovnih rezultata pod utjecajem prevaljivanja viših troškova sirovina na potrošače i mogućih povećanja profitnih marži. Međutim, veći trošak financiranja proizvodnog procesa i otežano refinanciranje dospjelih obveza mogli bi povećati kreditni rizik u sektoru nefinancijskih poduzeća i negativno se odraziti na kvalitetu kreditnog portfelja banaka. Naime, u slučaju nepovoljnih kretanja u sektoru nefinancijskih poduzeća, poput pada potražnje i narušavanja profitabilnosti, sistemski rizici previsokog rasta duga mogli bi se materijalizirati i uzrokovati gubitke bankarskom sektoru.

Okvir 3. Utjecaj inflacije na kućanstva i njihovu sposobnost otplate duga

Porast troškova života u prošloj godini smanjio je realne raspoložive dohotke kućanstava, pri čemu je trošak režija porastao umjereno, dok je porast troška hrane bio znatno izraženiji. Inflatorni šok najviše je pogodio kućanstva u nižim dohodovnim skupinama i kućanstva s umirovljenicima, a blago se povećao i udio ranjivih kućanstava, za koja se pretpostavlja da više od 70% dohotka troše na hranu, režije i otplatu duga. Pojedina bi kućanstva nakon inflatornog šoka mogla imati poteškoće s otplatom kredita, a porast ranjivih kućanstava s dugom u višem srednjem dijelu distribucije dohotka blago povećava rizik za financijsku stabilnost.

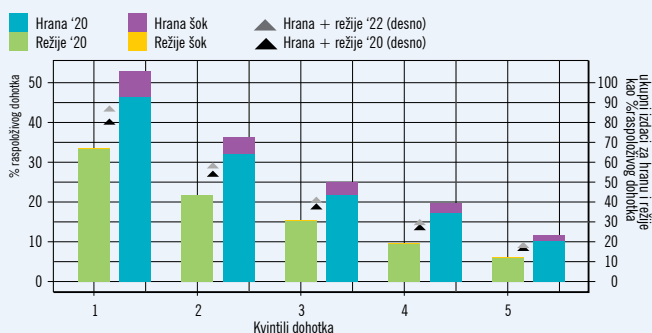
Kućanstva se prvi put u nekoliko desetljeća suočavaju sa snažnim inflatornim šokom. Iako je pandemija bolesti COVID-19 rezultirala drastičnim usporavanjem gospodarske aktivnosti, to nije snažno pogodilo velik dio kućanstava zbog mjera pomoći radi ublažavanja učinaka pandemije. No, kombinacija visoke inflacije i ekonomske neizvjesnosti koja je uslijedila mogla bi brojnim kućanstvima izazvati znatne financijske probleme. U ovom okviru pokušava se ocijeniti utjecaj povišene inflacije na ranjivost kućanstava, odnosno njezin potencijalni utjecaj na financijsku stabilnost.

Provedena analiza temelji se na podacima o strukturi potrošnje kućanstava prema rezultatima Ankete o financijama i potrošnji kućanstava (AFPK, engl. Household Finance and Consumption Survey – HFCS¹) provedene krajem 2020. godine. Na razini pojedinoga kućanstva iz uzorka simulira se porast potrošnje na hranu i režije od kraja 2020. do kraja 2022., po stopi rasta indeksa cijena hrane i režija.² Nadalje, za svaki kvintil distribucije dohotka simulirao se rast dohotka prema stopi rasta plaća specifičnoj za dani kvintil u Hrvatskoj između 2020. i 2022. godine.³ Također, pretpostavljeno je da omjer godišnjeg troška otplate ukupnih otplata duga i ukupnoga godišnjeg raspoloživog dohotka (DSTI) ostaje nepromijenjen u promatranom razdoblju.

Povećanje udjela troškova hrane i energenata u raspoloživom dohotku, izazvano porastom troškova života, najizraženije je kod kućanstava u nižim dohodovnim razredima. U 2020. godini prosječno kućanstvo u prvom kvintilu distribucije dohotka na režije je u prosjeku trošilo oko

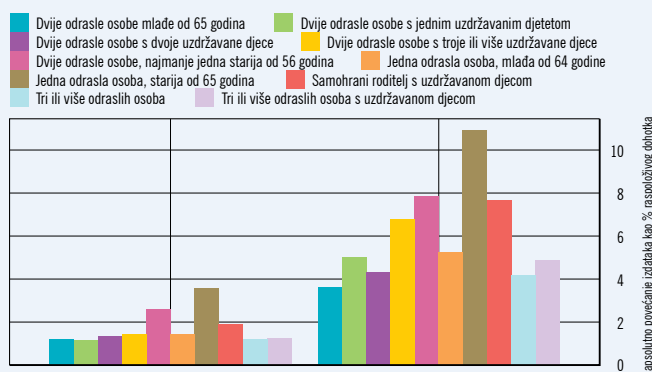
35% raspoloživog dohotka, a na pokrivanje troškova prehrane nešto više od 45% (Slika 1.). Istodobno su kućanstva s najvišim dohocima trošila u prosjeku oko 5% raspoloživog dohotka na režije, a oko 10% dohotka bilo im je potrebno da podmiri troškove hrane. Međutim, inflatorni šok znatno je povećao troškove hrane, dok su izdaci za režije minimalno narasli za sva kućanstva kao posljedica ograničenja maloprodajne cijene energenata. Povećanje troškova života najviše je utjecalo na kućanstva iz donjeg dijela distribucije dohotka pa su im tako izdaci za hranu, mjereni udjelom u dohotku, porasli za oko 8 p. b., dok su kućanstvima iz najviših dohodovnih skupina porasli za oko dva postotna boda. Detaljnije gledano, kućanstva u kojima se nalazi barem jedna osoba starija od 65 godina, ujedno i kućanstva s najnižim dohocima, najpogođenija su rastom troškova života (Slika 2.). S druge strane, mladim je osobama šok troškova života znatno manje smanjio raspoloživi dohodak. Između ostalog, razina obrazovanja nositelja kućanstva izravno je povezana s utjecajem porasta troškova života.

Slika 1. Udio potrošnje na hranu i režije (nakon povećanja cijena) u dohotku kućanstava, prema distribuciji dohotka



Napomena: Hrana '20 (Režije '20) prikazuje udio potrošnje na hranu (režije) u raspoloživom dohotku prema dohotku i cijenama iz 2020.; Hrana šok (Režije šok) prikazuje udio povećane potrošnje na hranu (režije) u raspoloživom dohotku, procijenjen rastom indeksa cijena hrane (režija) te rastom nominalnih plaća u razdoblju od 2020. do 2022. Izvor: HNB (AFPK); izračun autora

Slika 2. Povećanje troškova hrane i režija u odnosu na dohodak, prema vrsti kućanstva



Izvor: HNB (AFPK); izračun autora

1 Više o anketi vidi na <https://www.hnb.hr/statistika/anketna-istrazivanja/anketa-o-financijama-i-potrosnji-kućanstava>.

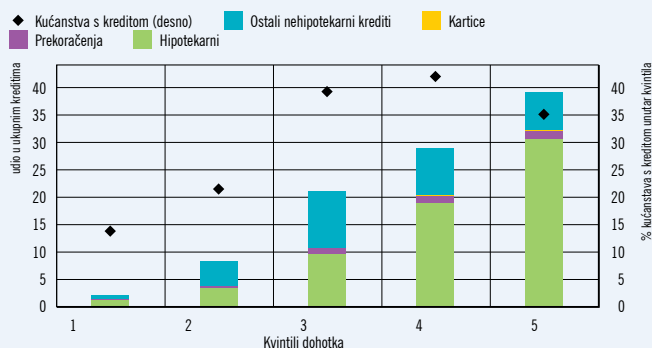
2 Pritom su cijene režija ponderirane udjelom pojedinačnih proizvoda (npr. plin, struja, komunalije) u potrošačkoj košarici na temelju COICOP-a na razini pet znamenki, kako bi se povećanje troškova režija metodološki uskladilo s podacima o potrošnji iz AFPK-a.

3 Slični rezultati dobiveni su i korištenjem kretanja plaća na agregatnoj razini (svih zaposlenih) jer vrlo su mala odstupanja od središnje distribucije. Budući da se analiza provodi na statičkom uzorku, korištenje kretanja plaća za procjenu dohotka u 2022. smatra se primjerenim pristupom jer na taj se način konzervativno procjenjuje porast dohotka i daje konzervativna procjena (gornja granica) učinka inflacije na kućanstva. Naime, ciklička kretanja u promatranom su razdoblju mogla i snažnije povećati raspoloživi dohodak (npr. rast zaposlenosti, drugi izvori dohotka koji su imali različitu dinamiku u odnosu na plaće, npr. mirovine, prihodi od iznajmljivanja), ali nisu obuhvaćena anketom i nije ih moguće konzistentno simulirati.

Sa stajališta financijske stabilnosti važno je posebno promotriti zadužena kućanstva, kako bi se ocijenilo koliko je na njih djelovao porast troškova. Kućanstva s najnižim dohotkom u pravilu nisu kreditno sposobna ili se mogu vrlo malo zadužiti, a zaduženost raste s porastom dohotka te se smanjuje pri vrhu distribucije. Tako je zaduženo tek nešto ispod 15% kućanstava u prvom kvintilu dohotka u odnosu na oko 40% kućanstava u trećem i četvrtom kvintilu dohotka (Slika 3.).⁴ Osim toga, kućanstva u nižim dohodovnim skupinama podižu i manje iznose kredita pa na dug kućanstava iz prva dva kvintila dohotka otpada tek desetina ukupnih kredita odobrenih kućanstvima (Slika 3.). Istodobno je najviši iznos kredita koncentriran kod kućanstava s najvišim dohodcima, iako unutar te grupe nije prisutno najviše zaduženih kućanstava (u petom kvintilu tek ih je oko 35%).

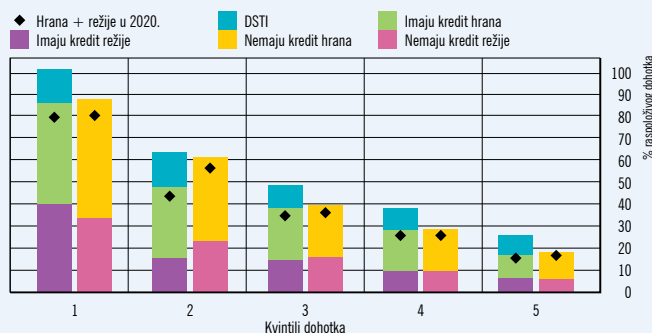
Zadužena kućanstva u svakom razredu dohotka imaju više nužne troškove. Procijenjeno je da zadužena kućanstva s najvišim dohotkom na

Slika 3. Učestalost zaduženosti i sudjelovanje u ukupnim kreditima, prema distribuciji dohotka



Napomena: "Kućanstva s kreditom" odnose se na udio kućanstava koja imaju kredit u pojedinom kvintilu distribucije dohotka.
Izvor: HNB (AFPK); izračun autora

Slika 4. Razlika utjecaja šoka troškova života na kućanstva ovisno o njihovoj zaduženosti



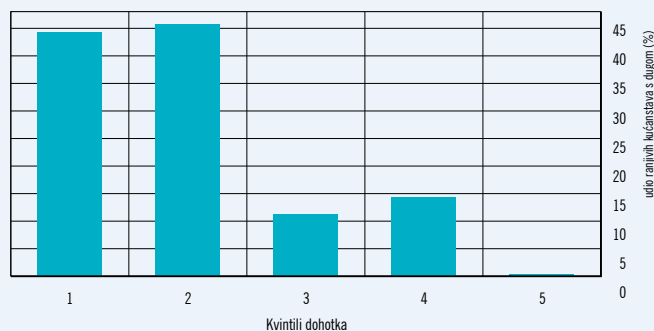
Napomena: Za svaki kvintil dohotka u prvom su stupcu prikazana zadužena kućanstva, a u drugom stupcu ona koja nemaju dug. DSTI je omjer godišnjeg troška otplate ukupnog duga i ukupnoga godišnjeg raspoloživog dohotka; pretpostavlja se da DSTI ostaje nepromijenjen.
Izvor: HNB (AFPK); izračun autora

4 Prema podacima AFPK-a oko 30% svih kućanstava ima neki oblik kredita, a oko 7% kućanstava ima stambeni kredit.

troškove života i otplatu kredita troše samo 25% svojeg dohotka, a oni bez duga na troškove života troše 20% dohotka. Navedeni ukupni izdaci u odnosu prema dohotku u svakom su prethodnom razredu dohotka sve viši. Tako su kod kućanstava s najnižim dohodcima osnovni troškovi nezaduženih kućanstava u 2022. činili čak 85% dohotka, dok su zadužena kućanstva na podmirivanje troškova hrane i režija te servisiranje duga trošila cijeli dohodak (Slika 4.). Stoga bi dodatni pad dohotka mogao dovesti u pitanje njihovu sposobnost vraćanja duga.

U 2022. oko 18% kućanstava s dugom identificirano je kao ranjivo, što je porast od samo 2 postotna boda u odnosu na 2020. Primjenjujući metodologiju iz Valderrama i ostali (2023.)⁵ kućanstvo se definira kao ranjivo ako troši više od 70% raspoloživog dohotka na hranu kod kuće, režije i servisiranje duga. Najveći udio ranjivih kućanstava nalazi se u prvom i drugom kvintilu distribucije, čineći oko 45% kućanstava u danim kvintilima, dok je u gornjem dijelu distribucije dohotka znatno

Slika 5. Udio kućanstava s dugom u svakom kvintilu koja na troškove hrane, režija i za servisiranje duga troše više od 70% dohotka



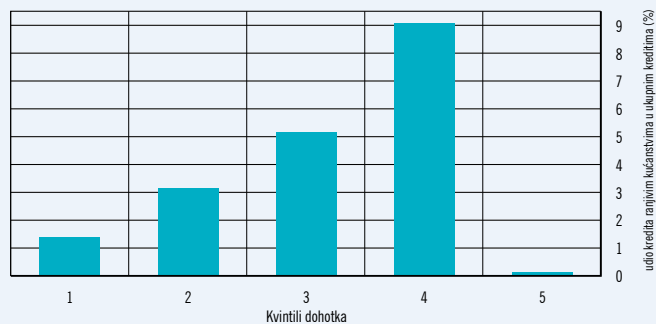
Napomena: Prikazan je udio ranjivih kućanstava u ukupnom broju kućanstava s dugom, u određenom kvintilu dohotka.
Izvor: HNB (AFPK); izračun autora

manji dio kućanstava ocijenjen kao ranjiv (u petom kvintilu dohotka gotovo da i nema ranjivih kućanstava) (Slika 5.).

Iako se najranjivija zadužena kućanstva najčešće nalaze među onima s nižim dohotkom, najveći dio duga ranjivih kućanstava nalazi se u višoj srednjoj dohodovnoj skupini. Udio iznosa kredita svih ranjivih kućanstava u ukupnim kreditima malo je niži od 20%, što je usporedivo s udjelom kredita koji su banke ocijenile rizičnim (zbroj kredita u fazi 2 i 3, vidi poglavlje I.E., Slika E.14.). Pritom se najveći dio kredita ranjivim kućanstvima nalazi kod kućanstava u četvrtom kvintilu dohotka i čini oko 9% ukupnih kredita plasiranih kućanstvima, tj. polovinu svih kredita ranjivim kućanstvima (Slika 6.).

5 Ranjiva kućanstva definirana su prema metodologiji koja je prikazana u Valderrama, L., Gorse, P., Marinkov, M. i Topalova, P. (2023.): *European Housing Markets at a Turning Point – Risks, Household and Bank Vulnerabilities, and Policy Options*, IMF WORKING PAPERS, 2023(076). Dostupno na: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/03/24/European-Housing-Markets-at-a-Turning-Point-Risks-Household-and-Bank-Vulnerabilities-and-531349>.

Slika 6. Udio kredita ranjivim kućanstvima u ukupnim kreditima, prema distribuciji dohotka



Napomena: Ranjivo je kućanstvo ono koje na troškove hrane, režija i za servisiranje duga troši više od 70% dohotka; prikazan je udio kredita ranjivim kućanstvima u ukupnim kreditima kućanstvima.
Izvor: HNB (AFPK); izračun autora

Zaključno, zbog porasta troškova života blago se povećao udio ranjivih kućanstava, a rizik za financijsku stabilnost jesu kućanstva iz više srednje dohodovne skupine, zbog svoje velike zaduženosti. Detaljnije promatrano, u donjem dijelu distribucije dohotka nalazi se najviše kućanstava koja najveći dio dohotka troše na osnovne životne troškove, no ta su kućanstva u rijetkim slučajevima zadužena, i usto s manjim iznosima duga, te će stoga vrlo mali broj njih naići na potencijalne probleme pri otplati kredita. S druge strane, u gornjem dijelu distribucije kućanstava prema dohotku nalazi se znatno manji broj ranjivih kućanstava, ali s višim iznosima kredita pa bi se i eventualne poteškoće s kojima bi se suočila pri otplati duga mogle najviše odraziti na porast kreditnog rizika u bankama.

Okvir 4. Poduzeća u stečaju

Stečajni okvir kojim se uređuje namirenje vjerovnika poduzeća, koja su postala nesposobna za podmirenje svojih obveza ili prezadužena, iznimno je bitna pretpostavka efikasnoga tržišnog mehanizma i urednog funkcioniranja tržišta kredita. U ovom se okviru analiziraju poduzeća koja su završila u stečaju ili se nalaze u povišenom riziku od nesolventnosti kako bi se dobio uvid u karakteristike postupanja s nesolventnim poduzećima i kretanje izloženosti financijskog sustava prema njima. Pokazuje se da banke i ranije od pokretanja stečaja prepoznaju potencijalno rizične klijente, pri čemu im institucionalno uređenje u tome može dodatno pomoći.

Izlasci i ulasci poduzeća s tržišta normalan su proces putem kojeg se stara i nekonkurentna poduzeća zamjenjuju novim i inovativnijim poduzećima, pomlađujući sektor nefinancijskih poduzeća u gospodarstvu.¹ Uz pretpostavku efikasnog odlaska s tržišta, navedena dinamika omogućuje transfer resursa ka inovativnim projektima i omogućuje rast produktivnosti. Nakon globalne financijske krize u mnogim gospodarstvima broj nesolventnih i dugoročno neodrživih poduzeća snažno se povećao, a ona su nastavljala "živjeti" duže vremena kao posljedica sporih i neučinkovitih procesa stečajnih postupaka. U takvom okruženju stečajni postupci rezultiraju visokim troškovima naplate potraživanja i povećanim gubicima vjerovnika, ali i mogućom povišenom percepcijom rizika kod investitora i financijskih institucija, s negativnim posljedicama na trošak financiranja svih poduzeća.

Kako bi se ubrzalo i olakšalo "čišćenje" tržišta od neefikasnih poduzeća, u Republici Hrvatskoj krajem 2015. stupio je na snagu novi Stečajni zakon.² O njegovim pozitivnim učincima govori Svjetska banka u sklopu izvještaja *Doing Business* (Slika 1.), u kojemu se ocjenjuje da se nakon stečajne reforme znatno poboljšala naplativost potraživanja osiguranih vjerovnika u stečajnim postupcima te se i položaj Hrvatske s obzirom na "kvalitetu" stečajnog okvira u međunarodnom kontekstu poboljšao. Međutim, pokazao je i da postoji prostor za napredak, s obzirom na raskorak u odnosu na kvalitetu rješavanja nesolventnosti u zemljama OECD-a.³ Upravo radi još učinkovitijeg rješenja problema nesolventnosti u ožujku 2022. usvojene su Izmjene i dopune stečajnog Zakona⁴, potaknute potrebom još bržeg i učinkovitijeg provođenja stečajnih postupaka, djelomice i zbog akumuliranih zastoja u provedbi postupaka tijekom pandemije.

1 Ideja o utjecaju zamjene starih i neproduktivnih poduzeća u neperspektivnim industrijama novim i inovativnim poduzećima seže od pojma "kreativna destrukcija" poznatog ekonomista Josepha A. Schumpetera, koji ga prvi put spominje u svojem djelu *Capitalism, Socialism, and Democracy*.

2 NN, br. 71/2015.

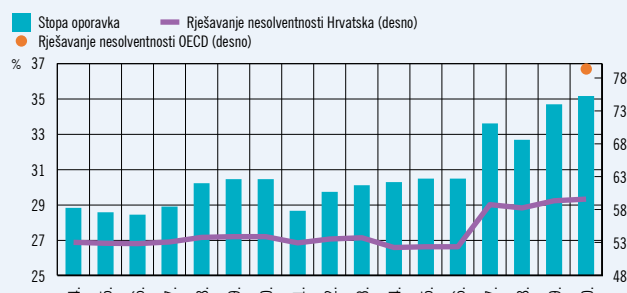
3 Medijan indikatora Ukupan rezultat – rješavanje nesolventnosti za sve zemlje OECD-a s visokim dohotkom iznosi 79,4, prema 59,6 za Hrvatsku. Dodatno, prema indikatoru stope oporavka postoji veći jaz u odnosu na zemlje OECD-a čiji medijan stope oporavka iznosi 84,5%, dok za Hrvatsku iznosi 35,2%.

4 Izmjene su učinjene u skladu s Direktivom (EU) 2019/1023 (o izmjeni Direktive (EU) 2017/1132 o restrukturiranju i nesolventnosti) o okvirima za preventivno restrukturiranje, otpustu duga i zabranama te o mjerama za povećanje učinkovitosti postupaka koji se odnose na restrukturiranje, nesolventnost i otpust duga. Zakon je objavljen u "Narodnim novinama", br. 36/2022.

Reforma stečajnog okvira pojednostavnila je pokretanja stečajnih postupaka, povećala njihov broj i pridonijela bržem zatvaranju poduzeća u stečaju (Slika 2.). Konkretno reforme koje su uvedene omogućile su jednostavnije pokretanje stečaja od strane vjerovnika i pokretanje stečaja automatizmom, što je dovelo do skoka u broju pokrenutih stečajnih postupaka. Osim toga, znatno veći broj stečajeva otvarao se nad prosječno mlađim poduzećima, što može biti izravna posljedica ranijeg pokretanja stečajnog postupka, ali i odražavati činjenicu da su mlada poduzeća manje otporna za opstanak na tržištu.⁵

Pokazatelj povećanog rizika u poslovanju upućuje na to da se nakon primjene novoga Stečajnog zakona počelo blago smanjivati prosječno vrijeme potrebno da se nad rizičnim poduzećima pokrene stečaj. Poduzeća s povećanim rizikom u poslovanju se definiraju prema me-

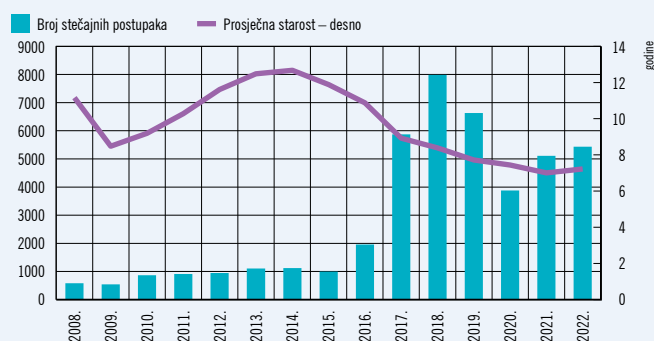
Slika 1. Svjetska banka prepoznala povećanje efikasnosti stečajnog okvira od 2015. godine



Napomena: Stopa oporavka pokazuje udio uložene vrijednosti koju su osigurani vjerovnici uspjeli oporaviti tijekom stečajnog postupka. Indikator rješavanja nesolventnosti (engl. Score – Resolving Insolvency) odnosi se na ukupan rezultat bodovanja kvalitete stečajnog režima.

Izvor: Svjetska banka

Slika 2. Znatn porast broja stečajnih postupaka nakon 2015. godine, posebice za mlađa poduzeća

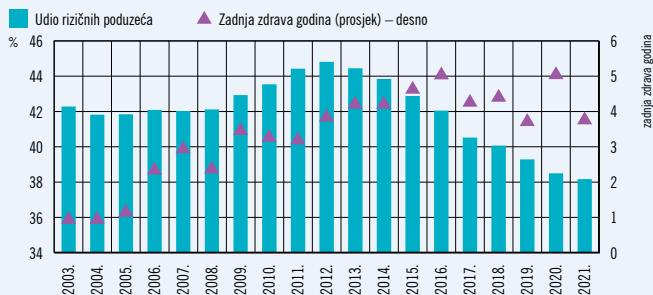


Napomena: Stečajni postupci odnose se na stečajeve, predstečajeve i likvidacije u jednoj godini. Prosječna starost odnosi se na starost poduzeća pri otvaranju stečajnog postupka.

Izvor: Registar Trgovačkog suda, obrada HNB-a

5 Knaup, A. E. i Piazza, M. C. (2007.): *Business Employment Dynamics Data: Survival and Longevity*, Monthly Labor Review, 3–10 analiziraju stope opstanka mladih poduzeća na američkim podacima i pokazuju da su nova poduzeća, koja još nisu utvrdila svoju tržišnu poziciju, slabija i teže osiguravaju kontinuitet poslovanja.

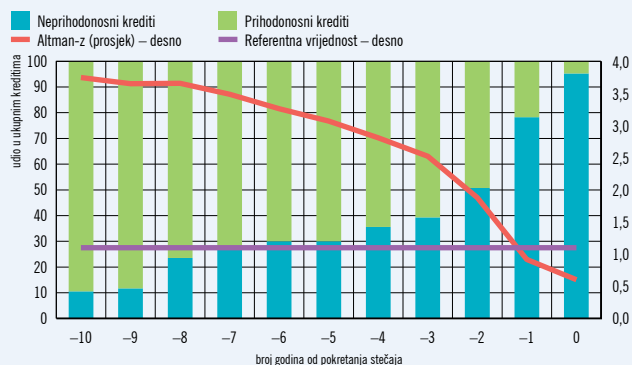
Slika 3. Smanjuje se broj rizičnih poduzeća, ali i vrijeme do njihova odlaska u stečaj



Napomena: Udio rizičnih poduzeća odnosi se na udio poduzeća s vrijednosti Altmanova z-scorea manjom od referentne vrijednosti u ukupnom broju poduzeća u određenoj godini. Zadnja zdrava godina definirana je kao broj godina prije pokretanja stečaja, kada je poduzeće zadnji put zabilježilo veću vrijednost Altmanova z-scorea od referentne vrijednosti kojom se određuje povećan rizik nesolventnosti.

Izvori: Fina; Registar Trgovačkog suda; HNB

Slika 4. Godinu dana prije pokretanja stečaja znatno se povećava rizik poduzeća i banke njihove kredite većinom klasificiraju kao neprihodnosne



Izvori: Fina; HNB

todologiji iz Altman (2005.)⁶ ako je njihov Altmanov z-score manji od referentne vrijednosti. Na osnovi toga konstruira se pokazatelj zadnje zdrave godine, koji mjeri broj godina koliko je proteklo između godine u kojoj je poduzeće zadnji put "dobro" poslovalo (tj. zabilježilo vrijednost Altmanova z-scorea veću od referentne vrijednosti) i godine pokretanja stečaja. Nakon 2008. godine, u višegodišnjem razdoblju pada gospodarske aktivnosti, počeo se povećavati broj poduzeća koja se prema Altmanovu z-scoreu definiraju kao rizičnija (Slika 3.) te je prolazilo sve više vremena od prvog znaka potencijalne rizičnosti do samog otvaranja stečaja, što se nastavilo sve do 2016. godine. Nasuprot tome, nakon 2016. poboljšano makroekonomsko okružje pridonosi smanjenju udjela

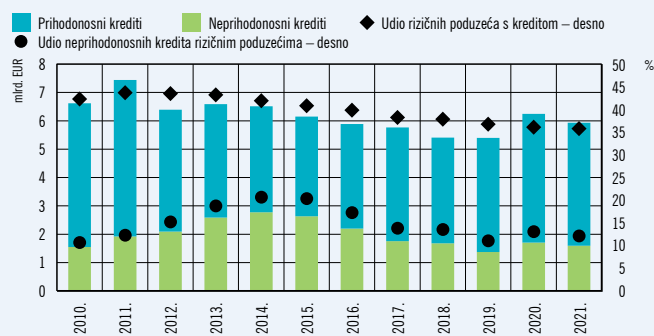
6 Altmanov z-score računa se pomoću formule: $z = 6,56 * RK / I + 3,26 * ZD / I + 6,72 * EBIT / I + 1,05 * K / O$, pri čemu se RK odnosi na radni kapital, I na imovinu, ZD na zadržane zarade, K na kapital i O na obveze. Referentna vrijednost na temelju koje se definira rizik od nesolventnosti jest 1,1. Više informacija o korištenom modelu Altmanova z-scorea i njegovoj referentnoj vrijednosti moguće je pronaći u radu: Altman, E. (2005.): *An emerging market credit scoring system for corporate bonds*, Emerging Markets Review (6), 311–323.

rizičnijih poduzeća⁷, a istodobno se smanjuje i vrijeme potrebno da se pokrene stečaj nad poduzećem s narušenim poslovanjem, što se može povezati s izmjenama Zakona o stečaju. Iznimka je vidljiva u 2020., kada se nakon izbijanja pandemije koronavirusa privremeno obustavilo pokretanje stečajeva, pa se i vrijeme potrebno za pokretanje stečajeva od prve pojave znakova rizičnosti produljilo. No, istodobno nije došlo do porasta udjela poduzeća koja se ocjenjuju rizičnijima, što se vjerojatno može objasniti izdašnim mjerama potpore tijekom pandemije (vidi Analitički prilog u: Makroprudencijalna dijagnostika br. 12 i Okvir 4. u: Financijska stabilnost br. 22).

Banke mnogo ranije od pokretanja stečaja počinju prepoznati znakove narušenog poslovanja svojih dužnika. Promotri li se vremenski okvir od deset godina prije pokretanja stečaja, opaža se kako s primicanjem trenutka otvaranja stečaja kontinuirano raste udio kredita koji banke klasificiraju kao neprihodnosne, koji dvije godine prije pokretanja stečajnog postupka doseže u prosjeku 50% (Slika 4.). Istodobno se kod poduzeća s bankovnim kreditom kviri i Altmanov pokazatelj te on u godini prije pokretanja stečaja pada ispod referentne vrijednosti koja upućuje na rizik nesolventnosti.

Sve do početka pandemije koronavirusa kontinuirano se smanjivala izloženost banaka prema poduzećima koja se nalaze u povišenom riziku nesolventnosti (Slika 5.). Osim smanjenja iznosa ukupnih izloženosti, sve do 2020. godine smanjivao se i udio rizičnih poduzeća s kreditom⁸ kao i udio kredita prema rizičnim poduzećima koji su klasificirani kao neprihodnosni. No, u 2020. godini vidljiv je porast izloženosti banaka "nezdravim" poduzećima, unatoč nastavku pada njihova udjela u ukupnom broju poduzeća s kreditom, što može biti posljedica odobravanja kredita poduzećima čije je poslovanje bilo ograničeno pandemijom.

Slika 5. U pandemiji je došlo do porasta izloženosti banaka rizičnim poduzećima



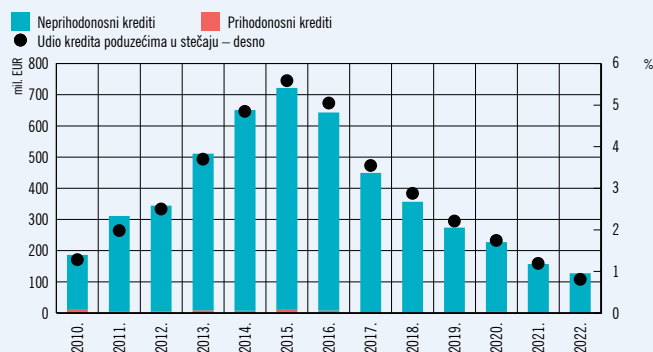
Napomena: Prikazane su izloženosti banaka prema rizičnim poduzećima, s Altmanovim z-scoreom ispod referentne vrijednosti. Udio neprihodnosnih kredita rizičnim poduzećima odnosi se na njihov udio u ukupnim kreditima nefinancijskim poduzećima. Udio rizičnih poduzeća s kreditom odnosi se na njihov udio u ukupnom broju poduzeća s kreditom. Izvori: Fina; HNB

7 Caballero, R. J. i Hammour, M. L. (2000.): *Creative Destruction and Development: Institutions, Crises, and Restructuring*, NBER Working Paper No. w7849 pokazuje da povoljno makroekonomsko okružje pridonosi smanjenju udjela rizičnih poduzeća.

8 Udio rizičnih poduzeća s kreditom odnosi se na udio poduzeća čija je vrijednost Altmanova z-scorea manja od referentne vrijednosti u ukupnom broju poduzeća s kreditom.

Izloženosti banaka prema poduzećima kod kojih je već pokrenut stečaj gotovo se u cijelosti klasificiraju kao neprihodonosne. U prvoj polovini 2010-ih godina povećavala se izloženost banaka prema poduzećima u stečaju (Slika 6.), dok se nakon 2015. godine, kada se gospodarska aktivnost počela oporavljati, ona počela smanjivati. Tako su u 2022. neprihodonosni krediti poduzećima u stečaju činili manje od 1% ukupnih kredita banaka nefinancijskim poduzećima (nakon više od 5% u 2015.). To se dodatno može objasniti i aktivnijim rješavanjem problema nesolventnih poduzeća kroz stečajne postupke, što je rezultiralo smanjenjem broja aktivnih postupaka te njihovim kraćim trajanjem, ali i pojačanom prodajom loših potraživanja i njihovim uklanjanjem iz bilanci banaka.

Slika 6. Od 2016. godine smanjuje se i izloženost banaka poduzećima koja se nalaze u stečaju



Napomena: Izloženost banaka rizičnim poduzećima odnosi se samo na izloženosti koje su banke imale prema poduzećima koja se nalaze u aktivnom stečajnom postupku.
Izvori: Registar Trgovačkog suda; HNB

Poslovanje i dinamika među poduzećima utječu na kreditne institucije i odražavaju se na financijsku stabilnost cijelog sustava. Neizvjesnost glede poslovanja poduzeća, njihove solventnosti i ishoda stečajnih postupaka otežava rješavanje kreditnog rizika u bilancama banaka, što može negativno djelovati na konkurentnost cijeloga gospodarstva. Povećana izloženost banaka nezdravim poduzećima može utjecati na smanjenje ponude kredita banaka u gospodarstvu, kao rezultat ograničenja s kojima se banke suočavaju u svojim bilancama.⁹ Stoga je s aspekta financijske stabilnosti nužno osigurati adekvatan institucionalni okvir koji može relativno brzo i efikasno riješiti pitanje nesolventnosti i aktivno pratiti bankovne izloženosti prema rizičnim poduzećima.

⁹ Više informacija o utjecaju neprihodonosnih kredita na kreditiranje banaka moguće je pronaći u Huljak I., Martin, R., Moccero, D. i Pancaro, C. (2020.): *Do non-performing loans matter for bank lending and the business cycle in euro area countries?*, ECB Working Paper Series No. 2411.

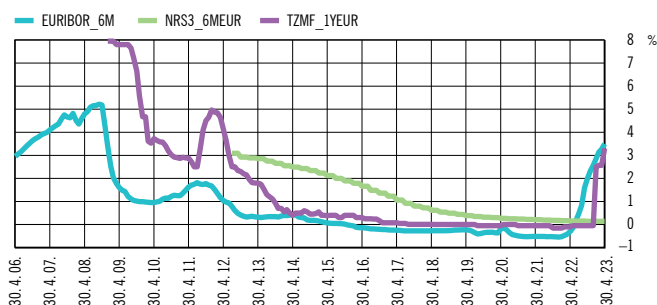
C. Kamatni rizik nefinancijskog sektora

Produljene geopolitičke nestabilnosti i kolebljivost cijena energenata i sirovina u okružju rasta kamatnih stopa mogle bi se nepovoljno odraziti na sposobnost otplate duga nefinancijskog sektora. Nefinancijski sektor umjereno je ranjiv na porast kamatnih stopa. Pritom su kamatnom riziku najviše izloženi visokozaduženi dužnici s dugim rokovima dospjeća glavnica čiji su krediti vezani uz promjenjive referentne parametre, posebice uz EURIBOR.

C.1. Kretanja kamatnih stopa

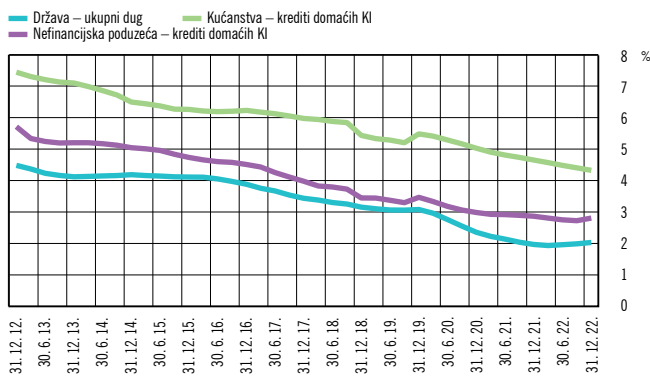
Povećanje ključnih kamatnih stopa ESB-a s ciljem obuzdavanja inflacije od sredine 2022. godine povećalo je tržišne kamate, a time i troškove otplate duga ugovorenog uz promjenjive kamatne stope. Unatoč zamjetnom rastu referentnih kamatnih stopa od drugog tromjesečja 2022. godine (Slika C.1.), kamatni troškovi još nisu znatnije reagirali na rast kamatnih stopa (Slika C.2.). Kako se rast referentnih kamatnih stopa odražava na prosječne kamatne stope na nove kredite banaka s vremenskim odmakom, koji je u prošlosti u prosjeku iznosio oko tri mjeseca za dug države i dug nefinancijskih poduzeća, odnosno šest mjeseci za dug kućanstava, znatniji rast kamatnih troškova očekuje se tek u 2023. godini. Izloženost pojedinih sektora kamatnom riziku ovisi i o udjelu njihova duga ugovorenog s varijabilnom kamatnom stopom, prosječnoj ročnosti duga, o zakonskim regulacijama i drugim činiteljima. U nefinancijskom sektoru najmanje je kamatnom riziku izložena država, s manje od 15% dugoročnoga javnog duga ugovorenog uz promjenjivu kamatnu stopu. Istodobno je za kućanstva oko 30% kredita vezano uz promjenjive kamatne stope, pri čemu manji dio njih uz EURIBOR, dok je većina vezana uz nacionalnu referentnu stopu (NRS) koja je u posljednjih godinu dana bila vrlo stabilna. Osim toga, zakonske regulacije propisuju gor-

Slika C.1. Povijesna kretanja glavnih referentnih kamatnih stopa strmolavo rastu tijekom 2022.



Napomena: TZMF_1_YEAR označuje kamatnu stopu na trezorske zapise s jednogodišnjim dospjećem u eurima, NRS3_6MEUR označuje nacionalnu referentnu stopu prosječnog troška financiranja bankarskog sektora – 6 mjeseci u eurima za sve fizičke i pravne osobe (6M NRS3 EUR), EURIBOR_6M označuje 6-mjesečni EURIBOR
Izvori: ESB; MFN; HUB; HNB

Slika C.2. Implicitne kamatne stope tijekom 2022. godine još nisu reagirale na rast referentnih stopa



Izvor: HNB

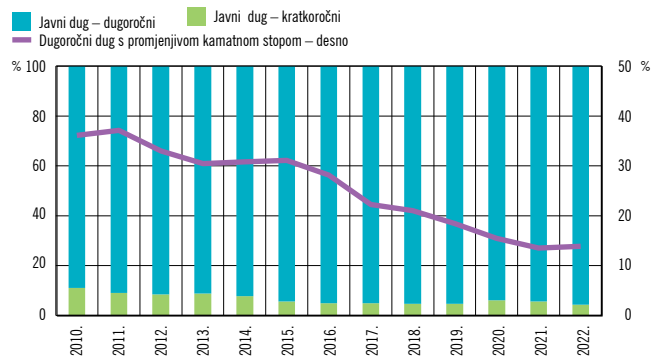
nje granice kamatnih stopa i pravila po kojima se periodično te granice usklađuju, pa je mogućnost porasta kamatnih stopa na kredite kućanstvima u kratkom roku ograničena, tj. zakonske odredbe štite kućanstva od naglih promjena kamatnih stopa. Kod sektora nefinancijskih poduzeća neznatno manje od polovine kredita domaćih kreditnih institucija odobreno je s promjenjivom kamatnom stopom, pri čemu su dužnici s kreditima uz promjenjive kamatne stope najviše vezani uz EURIBOR i kamatnu stopu na trezorske zapise Ministarstva financija, koja je također zamjetno porasla s 31. siječnja 2023.

C.2. Kamatni rizik države

Unatoč pooštavanju uvjeta financiranja, rashodi za kamate u sektoru države tek su blago porasli u 2022., uz njihov stabilan omjer prema javnom dugu i prema nominalnom BDP-u. Razlog tome jest pretežito oslanjanje Republike Hrvatske na financiranje iz dugoročnih izvora uz fiksne kamatne stope, pri čemu je primjetno i produljenje prosječne ročnosti duga države koje je krajem 2022. iznosilo oko šest godina. S druge strane, kratkoročno financiranje koje zahtijeva češći izlazak na financijska tržišta pa se na njega brže prenose promijenjeni tržišni uvjeti vrlo je slabo zastupljeno s udjelom kratkoročnog duga u ukupnom javnom dugu manjim od 5% (Slika C.3.). Osim toga, udio dugoročnoga javnog duga s promjenjivom kamatnom stopom u ukupnom javnom dugu smanjuje se već dugi niz godina i razmjerno je nizak te čini manje od 15% (Slika C.3.), što ublažava utjecaj kamatnog rizika na održivost javnog duga.

Kamatne stope na novo zaduživanje države u povijesnim terminima i dalje su razmjerno niske. Naime, prinosi na dugoročne obveznice Republike Hrvatske premašili su 4% tijekom ožujka 2023., odnosno povećali su se s 1,2% koliko su iznosili na početku 2022., pritom odražavajući porast tržišnih kamatnih stopa. To je i dalje znatno niže u usporedbi sa zemljama članicama EU-a koje nisu dio europodručja poput Mađarske, Poljske i Rumunjske te vrlo blizu prinosisima na dugoročne državne obveznice u usporedivim zemljama europodručja poput

Slika C.3. Udio javnog duga s promjenjivom kamatnom stopom u ukupnom dugu smanjuje se već dugi niz godina



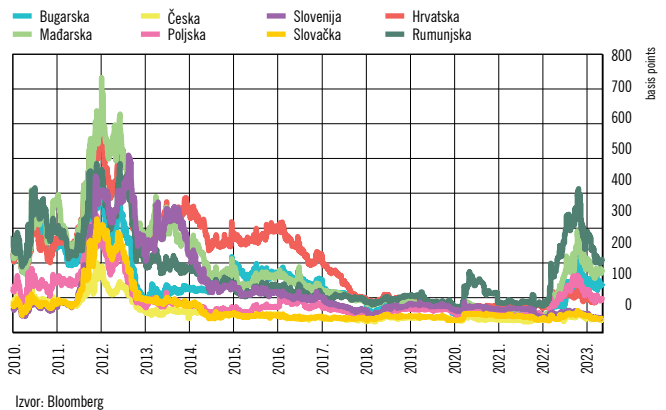
Izvor: HNB

Slika C.4. Osjetan porast kamatnih stopa na jednogodišnje trezorske zapise u proteklim mjesecima



Izvor: HNB

Slika C.5. Premija za rizik države mjerena CDS-om samo je ugovorom neznatno porasla



Izvor: Bloomberg

Tablica C.1. Dospjele i izdane obveznice u 2022. i prvim mjesecima 2023.

Godina	Dospjele obveznice						Izdane obveznice					
	Iznos	Valuta	Kamatna stopa	Datum izdanja	Datum dospijeća	Ročnost u godinama	Iznos	Valuta	Kamatna stopa	Datum izdanja	Datum dospijeća	Ročnost u godinama
Domaće												
2022.	3.000.000.000	HRK	2,250	7. 2. 2017.	7.2.2022.	5	1.000.000.000	EUR	1,250	4. 2. 2022.	4. 2. 2030.	8
	1.000.000.000	EUR	6,500	22. 7. 2011.	22. 7. 2022.	11	800.000.000	EUR	3,375	15. 7. 2022.	15. 7. 2023.	10
Međunarodne												
2022.	1.250.000.000	EUR	3,875	29. 5. 2014.	30. 5. 2022.	8	1.250.000.000	EUR	2,875	22. 4. 2022.	22. 4. 2032.	10
2023.	1.500.000.000	USD	5,500	4. 4. 2013.	4. 4. 2023.	10						

Napomena: Prikazane su obveznice s rokom dospijeća od pet ili više godina.
Izvor: Ministarstvo financija.

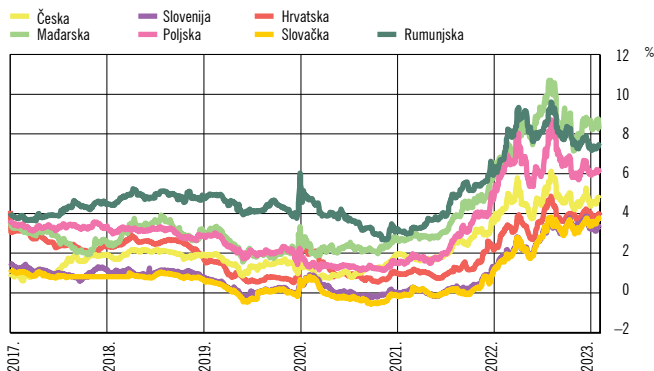
Slovačke i Slovenije (Slika C.6.). S druge strane, u dugogodišnjem razdoblju nakon svjetske financijske krize troškovi novog zaduživanja Republike Hrvatske bili su povišeni pa su, unatoč naglom porastu u zadnjih godinu dana, troškovi kamata i dalje znatno niži nego u prethodnim godinama. Dugoročne državne obveznice koje su dospijevale u 2022. refinancirane su novim obveznicama uz i dalje razmjerno povoljan trošak zaduživanja (Tablica C.1.). Porast troškova osobito je vidljiv kod kratkoročnog zaduživanja gdje je kamatna stopa na jednogodišnje trezorske zapise Ministarstva financija, koja je u razdoblju od 2013. do 2022. iznosila manje od 1%, a nakon 2019. povremeno bila i negativna, početkom svibnja 2023. snažno porasla na 3,5%. Iako i dalje osjetno niža nego u razdoblju 2008. – 2009., ugovorena kamatna stopa na ovaj oblik kratkoročnog financiranja najviša je u zadnjih desetak godina (Slika C.4.).

Trošak koji će Republika Hrvatska plaćati za kamate u idućem razdoblju ponajviše će ovisiti o uvjetima financiranja na tržištu i premiji za rizik države. U prethodnoj godini premija za rizik države mjerena CDS-om (engl. *credit default swap*) tek je neznatno porasla (Slika C.5.) te se i dalje zadržava na povijesno niskim razinama. To odražava činjenicu da je Hrvat-

ska u siječnju 2023. postala članicom europodručja, a pozitivne učinke na ublažavanje troškova zaduživanja donijela je već i sama objava datuma ulaska u europodručje (Zrnc, 2022.). No u budućnosti će na ocjenu rizika, uz spomenuto, ponajviše utjecati makroekonomska kretanja i stanje javnih financija.

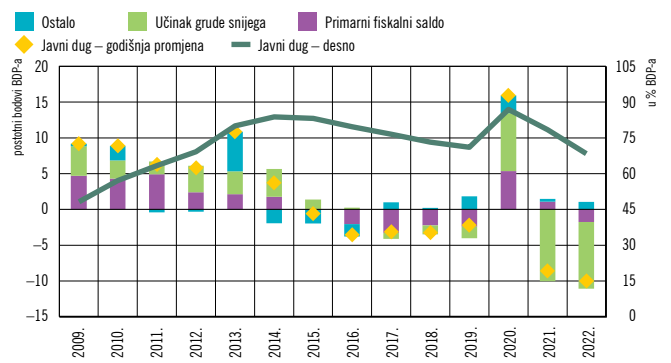
Analiza osjetljivosti javnog duga na rast kamatnih stopa pokazuje da kamatni rizik za održivost javnog duga nije izražen u kratkom roku (Slika C.10.). Rezultat je to već spomenute povoljne ročne strukture i razmjerno niskog udjela javnog duga s promjenjivom kamatnom stopom, relativno stabilne premije za rizik, ali i povoljnih fiskalnih ostvarenja u prethodne dvije godine. Naime, utjecaj tzv. učinka grude snijega (engl. *snowball effect*) koji proizlazi iz razlike između implicitne kamatne stope na javni dug i stope gospodarskog rasta na kretanje javnog duga u posljednje je dvije godine bio iznimno povoljan (slike C.7. i C.8.), snažno pridonoseći smanjenju omjera javnog duga i BDP-a. Kamatni rashodi smanjuju se još od 2016. (Slika C.11.), te se mjereno omjerom kamatnih rashoda i BDP-a nalaze na povijesno najnižim razinama. Osim toga, potrebe za financiranjem u idućoj godini niže su nego prethodnih godina, a očekuje se da će se dugoročne obveznice koje dospijevaju moći

Slika C.6. Porasli su i prinosi na dugoročne obveznice Republike Hrvatske



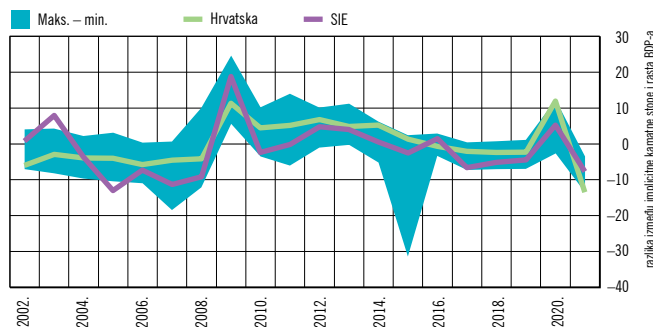
Izvor: Bloomberg

Slika C.7. Snažan doprinos učinka grude snijega smanjenju javnoga duga



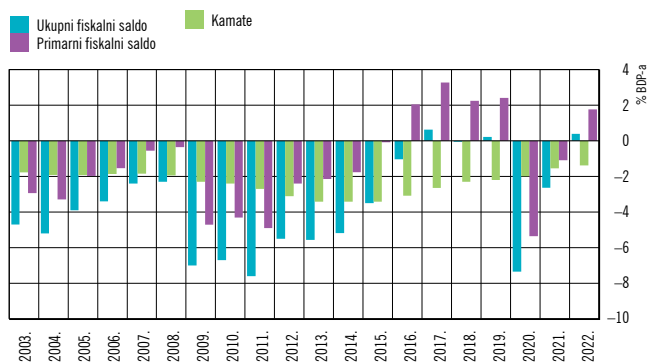
Izvor: HNB

Slika C.8. Veća stopa rasta BDP-a u odnosu na kamatnu stopu na javni dug upućuje na veći povoljni učinak grude snijega



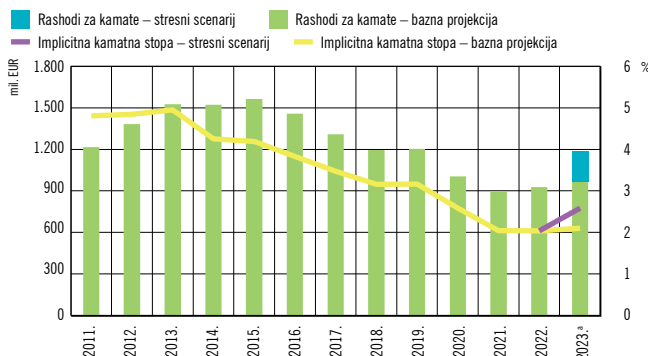
Napomena: EP označuje europodručje i ne uključuje podatke za Estoniju, Letoniju, Luksemburg i Maltu; crne vodoravne linije prikazuju maksimum i/ili minimum; SIE se odnosi na srednju i istočnu Europu.
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika C.9. Saldo opće države i kamatni rashodi



Izvor: HNB

Slika C.10. Kamatni rizik nije izražen u kratkom roku



* Stresni scenarij pretpostavlja učinak porasta kamatnih stopa u iznosu od 2 postotna boda na rashode za kamate u odnosu na baznu projekciju preuzetu iz Programa stabilnosti Republike Hrvatske iz travnja 2023.
Izvor: HNB

refinancirati po i dalje razmjerno povoljnim uvjetima, što ne bi trebalo znatnije povećati teret otplate duga u kratkom roku. Dodatno, izrazito je važno i snažno korištenje fondova EU-a, koje, iako proračunski neutralno, posredno umanjuje pritisak za zaduživanjem države i omogućava financiranje neophodnih strukturnih projekata.

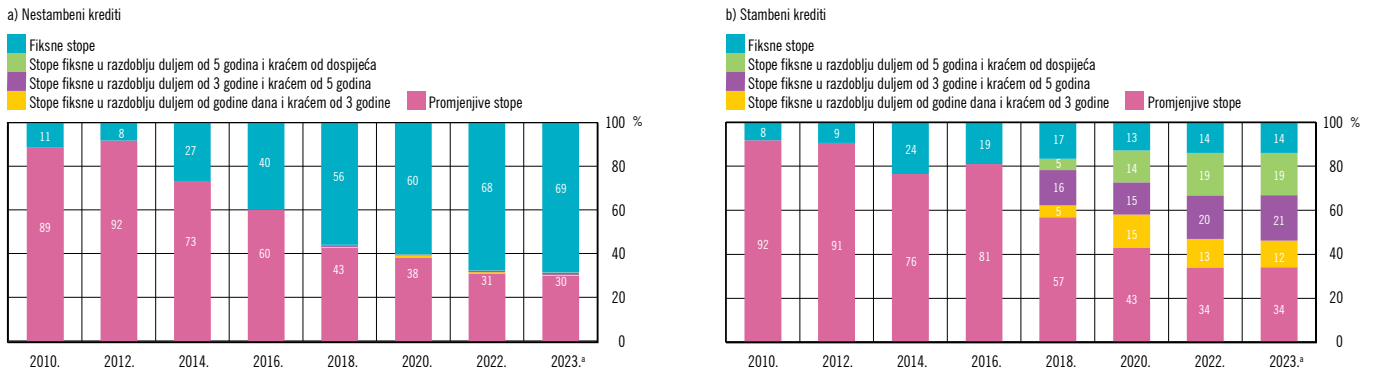
C.3. Kamatni rizik sektora kućanstava

I kod kućanstava je kamatni rizik ublažen fiksiranjem kamatnih stopa: većina stambenih kredita kućanstvima vezana je uz kamatne stope promjenjive u razdoblju kraćem od dospjeća, dok kod nestambenih kredita dominiraju krediti s fiksnom stopom. Tako je gotovo 70% nestambenih kredita s kamatnim stopama fiksnim do dospjeća, dok je taj udio kod stambenih kredita znatno manji, samo 14% (Slika C.11.). Dodatnih je 40% stambenih kredita s kamatnim stopama fiksnim na razdoblje dulje od tri godine, njih 13% s kamatnim stopama fiksnim u razdoblju od jedne do tri godine, a oko trećine ih je s promjenjivim kamatnim stopama. Dominacija kredita s kamatnim stopama fiksnim barem u određenom razdoblju kratkoročno štiti dužnike od utjecaja rasta tržišnih kamatnih stopa. K tome, struktura kredita prema promjenjivosti kamatnih stopa znatno se razlikuje od strukture prije desetak godina kada je 90% kredita bilo s promjenjivim stopama, što odražava postupanja kreditnih institucija u skladu s [Preporukom za ublažavanje kamatnog i kamatno induciranoga kreditnog rizika pri dugoročnom kreditiranju potrošača](#), koju je HNB donio 2017. godine.

Uz preostalo razdoblje fiksiranja kamatne stope, mogućnost i intenzitet promjene kamatne stope na postojeće kredite ovisi i o ugovorenom referentnom parametru, uz koji je vezana promjena kamatne stope za kredite s promjenjivim stopama, odnosno uz koji će biti vezana promjena kamatne stope nakon isteka razdoblja početnog fiksiranja. Pritom je najzastupljeniji referentni parametar nacionalna referentna stopa (NRS), uz koji je vezano oko tri četvrtine kredita s promjenjivim stopama i razdobljem početnog fiksiranja, dok za EURIBOR taj udio iznosi 18% i na kraju 2022. većim se dijelom odnosi na kredite s promjenjivim stopama bez početnog fiksiranja (Slika C.12.). Budući da se od 1. siječnja 2023. i pridruživanja europodručju za nove kredite s ugovorenom promjenjivom kamatnom stopom kao referentni parametar koristi EURIBOR, njegov će udio postupno rasti.

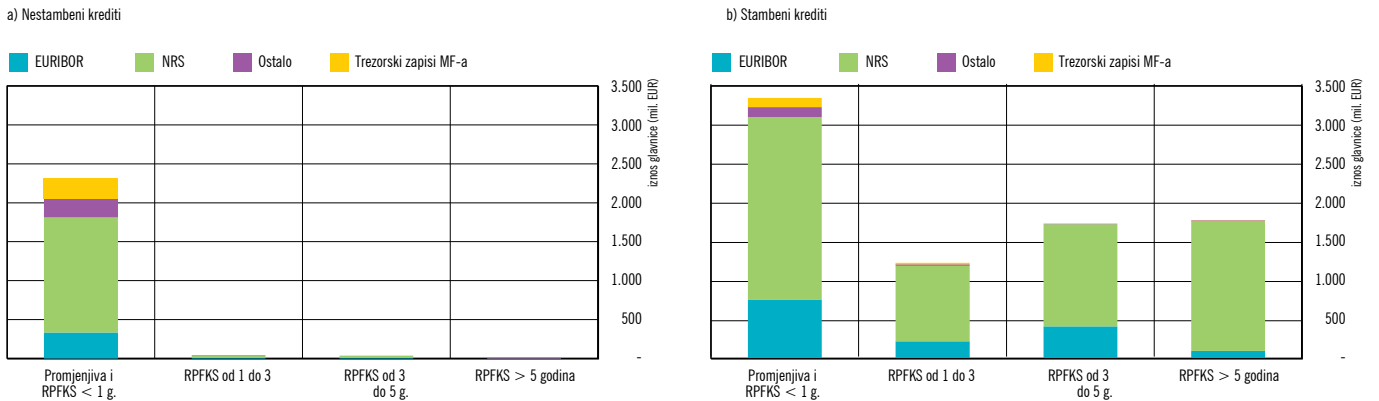
Uz strukturu kamatnih stopa prema promjenjivosti i referentnom parametru, na mogućnost promjene kamatnih stopa znatno utječu i zakonske regulacije. Kretanje NRS-a ponajprije ovisi o kretanju kamatnih stopa na depozite kod kreditnih institucija koje su proteklih godina bile u padu, pa su tako smanjene i kamatne stope na kredite vezane uz NRS (Slika C.13.). NRS bi mogao porasti s vremenskim odmakom u odnosu na promjenu monetarnih uvjeta, prateći porast kamatnih stopa na depozite. Nasuprot tome, EURIBOR je kamatna stopa po kojoj se banke trenutačno zadužuju na europskom novčanom tržištu, pa je rast EURIBOR-a brzo doveo do snažnog rasta kamatnih

Slika C.11. U posljednjih desetak godina znatno se smanjio udio kredita s promjenjivim kamatnim stopama



* Podaci se odnose na stanja kredita na 31. prosinca, osim 2023. za koju se odnose na 31. ožujka.
 Napomena: Dug po kreditnim karticama te prekoračenja po transakcijskim računima isključeni su iz gornjeg prikaza. Od 2017. iz kategorije kredita uz varijabilne stope izdvojene su dvije dodatne kategorije ovisno o preostalom razdoblju fiksiranja kamatne stope: do 3 godine, iznad 3 godine i kraće od 5 godina te iznad 5 godina.
 Izvor: HNB

Slika C.12. Promjena kamatnih stopa u prvom je redu vezana uz NRS, a djelomice i uz EURIBOR



Napomena: Stanje kredita na 31. prosinca 2022. Dug po kreditnim karticama i prekoračenja po transakcijskim računima isključeni su iz gornjeg prikaza.
 Izvor: HNB

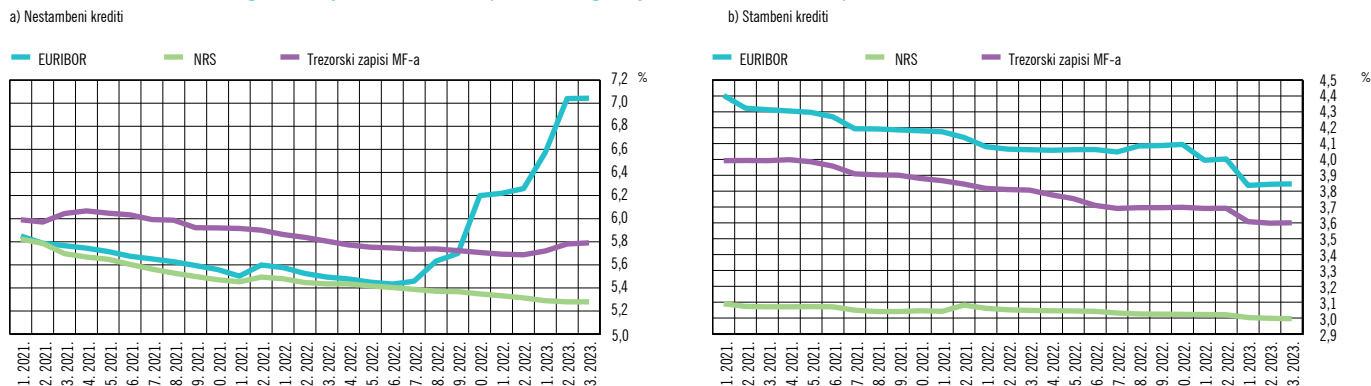
stopa na nestambene kredite kojima je EURIBOR referentni parametar. No, kod stambenih kredita kamatne stope vezane uz EURIBOR nastavile su padati zbog smanjenja zakonski propisane maksimalne kamatne stope⁶, dok je viši iznos ograničenja kod nestambenih kredita omogućio i veći porast kamatnih stopa. Krajem godine kamatne stope banaka u primjeni bile su vrlo blizu maksimuma ili na njemu. Na dan 31. prosinca 2022. maksimalna dopuštena promjenjiva kamatna stopa na stambene kredite s promjenjivom kamatnom stopom iznosila je 4,05% za eurske, odnosno 4,09% za kunske kredite, a za ostale kredite potrošačima bila je znatno viša i iznosila je 8,22% za eurske, odnosno 9,11% za kunske kredite.⁷

Analiza osjetljivosti povećanja kamatnih stopa od 3 p. b. kod kredita s promjenjivim stopama pokazuje da bi najveći teret podnijeli dužnici po nestambenim kreditima. Pritom je za svaki pojedini kredit pretpostavljeni rast kamatne stope moguć isključivo do visine zakonskog ograničenja maksimalne kamatne stope koje se primjenjuje na tu skupinu kredita. Promatrano prema razredima porasta troška otplate (Tablica C.2.), kod oko 18% nestambenih i 13% stambenih kredita porast troška otplate bio bi viši od 10%, pri čemu je udio broja kredita za koje bi se bilježio rast viši od 20% vrlo malen: 1% za nestambene i 2% za stambene. Nadalje, budući da je zakonsko ograničenje maksimalne kamatne stope znatno više od prosjeka kod nestambe-

6 NN, br. 75/2009., 112/2012., 143/2013., 147/2013., 9/2015., 78/2015., 102/2015., 52/2016. i 128/2022. te NN, br. 101/2017. i 128/2022.

7 Najviša dopuštena kamatna stopa na stambene kredite s promjenjivom stopom ne smije biti viša od prosječne ponderirane kamatne stope na stanja stambenih kredita u određenoj valuti (zasebno za HRK, EUR i CHF), uvećane za trećinu. Nasuprot tome, kamatna stopa na nestambene kredite s promjenjivom stopom ne smije biti viša od prosječne ponderirane kamatne stope na stanja ostalih potrošačkih kredita u određenoj valuti (zasebno za HRK, EUR i CHF) uvećane za jednu polovinu. Za ograničenje koje vrijedi od 1. siječnja prosječne ponderirane kamatne stope računaju se iz podataka dostupnih 31. listopada prethodne godine, dok se za ograničenje koje vrijedi od 1. srpnja računaju iz podataka dostupnih 30. travnja tekuće godine.

Slika C.13. Zakonsko ograničenje kamatnih stopa onemogućuje rast kamatnih stopa na stambene kredite vezane uz EURIBOR



Napomena: Prikazane su prosječne kamatne stope na kredite s promjenjivim stopama koje osim nominalne kamatne stope uključuju i zateznu kamatu na one kredite na koje se obračunava zatezna kamata. Dug po kreditnim karticama i prekoračenja po transakcijskim računima isključeni su iz gornjeg prikaza.

Izvor: HNB

nih kredita, dužnici po tim kreditima, u slučaju rasta kamatnih stopa od 3 p. b., bili bi izloženi većem porastu troška otplate od korisnika stambenih kredita, kod kojih čak 25% korisnika ne bi uopće bilo izloženo porastu troška otplate.

Razlika u mogućem rastu troška otplate osobito je izražena ako se promatraju krediti čija je promjena kamatne stope vezana uz EURIBOR (Tablica C.3.). Naime, stambeni krediti vezani uz EURIBOR većinom se već otplaćuju uz maksimalno dopuštene kamatne stope, pa se tako za čak 71% tih kredita kamatna stopa trenutno ne može povećavati jer su na razini alutalne vrijednosti zakonskog ograničenja kamatne stope.

Kod nestambenih kredita čija je promjena kamatne stope vezana uz EURIBOR mogući porast troška otplate viši je nego kod stambenih. Međutim, distribucija nestambenih kredita vezanih uz EURIBOR prema razredu porasta troška otplate i dalje je niža u odnosu na distribuciju svih nestambenih kredita s promjenjivom stopom, uz nešto veći udio broja kreditnih partija u razredu porasta do 5% i nešto manji udio broja kreditnih partija u razredu od 10% do 20%.

Izloženost dužnika riziku promjene kamatnih stopa ovisi o preostalom dospeljeću i početnoj razini kamatne stope, pri čemu njezin utjecaj djeluje kroz dva kanala. S jedne strane, ako

Tablica C.2. Distribucija kredita prema razredu porasta troška otplate u slučaju rasta kamatnih stopa od 3 postotna boda

Iznos relativnog porasta troška otplate za rast k. s. od 3 p. b.	Iznos glavnice (mil. EUR)	Broj kreditnih partija	Udio glavnice	Udio broja kreditnih partija	Prosječna godišnja otplata (EUR)	Prosječan godišnji porast (EUR)	Prosječan iznos glavnice kredita (EUR)	Prosječan iznos preostalog dospeljeća kredita u godinama
Nestambeni krediti	2.132	230.996			2.195	141	9.229	7,5
1. Nema porasta	20	6.233	1%	3%	924	–	3.221	5,2
2. <= 5%	503	121.363	24%	53%	1.964	45	4.143	3,5
3.]5%; 10%]	698	61.542	33%	27%	2.362	171	11.340	6,0
4.]10%; 20%]	748	39.629	35%	17%	2.646	334	18.872	9,1
5. > 20%	163	2.229	8%	1%	5.745	1.448	73.197	18,4
Stambeni krediti	3.224	95.065			3.892	163	33.915	15,1
1. Nema porasta	588	23.796	18%	25%	3.723	–	24.724	12,2
2. <= 5%	1.096	43.333	34%	46%	3.817	80	25.287	11,5
3.]5%; 10%]	784	16.234	24%	17%	4.124	294	48.309	16,4
4.]10%; 20%]	648	10.089	20%	11%	4.260	578	64.189	20,8
5. > 20%	108	1.613	3%	2%	3.742	896	67.072	22,6
Zbroj/prosjek	5.356	326.061			2.690	147	16.426	12,0

Napomena: Pretpostavljeni rast kamatnih stopa jest do zakonskog ograničenja maksimalne kamatne stope koje je vrijedilo na 31. prosinca 2022. U izračunu su korišteni pojedinačni podaci o kreditima kojima je kamatna stopa promjenjiva, odnosno postaje promjenjiva tijekom 2023. Isključeni su krediti svrstani u rizičnu skupinu "C" kao i krediti bez glavnice. Isključene su kreditne kartice i prekoračenja. Prosjek preostalog dospeljeća ponderiran je iznosom glavnice.

Izvor: HNB

Tablica C.3. Distribucija kredita čija je promjena kamatne stope vezana uz EURIBOR, prema razredu porasta troška otplate u slučaju rasta kamatnih stopa od 3 postotna boda

Iznos relativnog porasta troška otplate za rast k. s. od 3 p. b.	Iznos glavnice (mil. EUR)	Broj kreditnih partija	Udio glavnice	Udio broja kreditnih partija	Prosječna godišnja otplata (EUR)	Prosječan godišnji porast (EUR)	Prosječan iznos glavnice kredita (EUR)	Prosječan iznos preostalog dospjeća kredita u godinama
Nestambeni krediti	328	26.497			2.814	110	12.386	8,3
1. Nema porasta	19	2.429	6%	9%	2.203	–	7.640	5,3
2. ≤ 5%	141	16.478	43%	62%	2.802	35	8.551	5,9
3.]5%; 10%]	99	5.567	30%	21%	2.754	199	17.761	9,0
4.]10%; 20%]	51	1.804	16%	7%	3.426	481	28.434	11,2
5. > 20%	19	219	6%	1%	6.980	1.668	84.697	17,4
Stambeni krediti	747	25.565			3.978	51	29.219	13,5
1. Nema porasta	459	18.175	62%	71%	3.825	–	25.281	12,3
2. ≤ 5%	148	5.016	20%	20%	4.286	51	29.470	12,5
3.]5%; 10%]	74	1.327	10%	5%	4.775	337	55.962	16,6
4.]10%; 20%]	62	979	8%	4%	4.212	558	62.916	20,3
5. > 20%	4	68	1%	0%	3.420	750	56.425	20,4
Zbroj/prosjek	1.075	52.062			3.386	81	20.652	11,9

Napomena: Pretpostavljeni rast kamatnih stopa jest do zakonskog ograničenja maksimalne kamatne stope koje je vrijedilo na 31. prosinca 2022. U izračunu su korišteni pojedinačni podaci o kreditima kojima je kamatna stopa promjenjiva, odnosno postaje promjenjiva tijekom 2023. te čija je promjena kamatne stope vezana uz EURIBOR. Isključeni su krediti svrstani u rizičnu skupinu "C" kao i krediti bez glavnice. Isključene su kreditne kartice i prekoračenja. Prosjek preostalog dospjeća ponderiran je iznosom glavnice.

Izvor: HNB

Slika C.14. Dužnici koji drže kredite dulje ročnosti i kredite s niskim početnim razinama kamatne stope izloženi su riziku rasta troška otplate

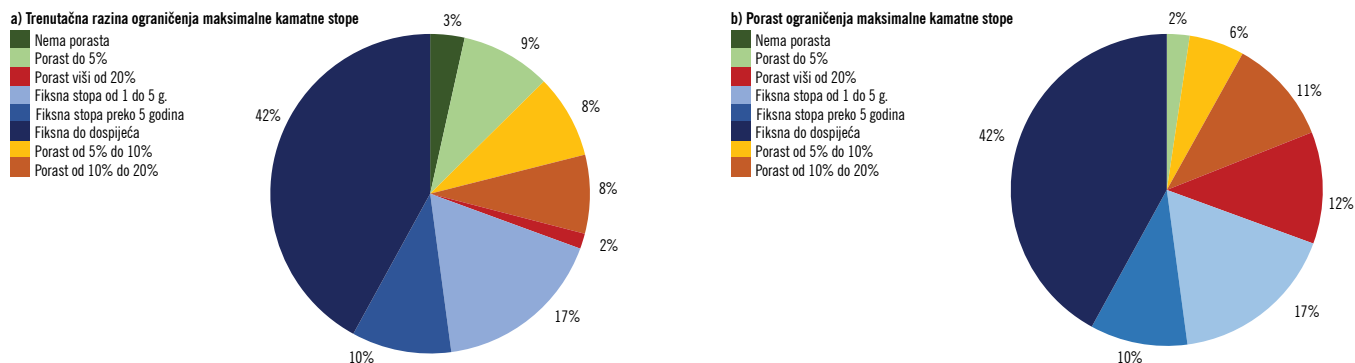


Napomena: Prikazan jest prosječan relativni porast troška otplate prema referentnim parametrima (stupci) i razredu početne razine nominalne kamatne stope (redci) u slučaju porasta kamatne stope od 3 p. b. u odnosu na stanje na kraju 2022. Pretpostavljeni rast kamatnih stopa jest do zakonskog ograničenja maksimalne kamatne stope koje je vrijedilo na 31. prosinca 2022. U izračun su uključeni krediti kojima je kamatna stopa promjenjiva, odnosno postaje promjenjiva tijekom 2023. Isključeni su krediti svrstani u rizičnu skupinu "C" kao i krediti bez glavnice. Isključene su kreditne kartice i prekoračenja.

Izvor: HNB

Slika C.15. Krediti pod rizikom od visokog porasta troška otplate čine manji dio ukupnih kredita kućanstvima, no njihov udio višestruko raste u slučaju rasta ograničenja

12%



Napomena: Prikazani su udjeli glavnice prema simuliranom porastu troška otplate u slučaju rasta kamatnih stopa od 3 postotna boda s trenutnom razinom ograničenja kamatne stope na kredite s promjenjivim stopama te u slučaju s rastom ograničenja koje bi omogućilo porast kamatnih stopa od 3 postotna boda. Dug po kreditnim karticama i prekoračenja po transakcijskim računima isključeni su iz gornjeg prikaza.
Izvor: HNB

je niska početna razina kamatne stope, zadani rast kamatne stope (u ovom slučaju od 3 p. b.) dovodi do većega relativnog rasta troška otplate nego u slučaju visoke početne razine kamatne stope. Nadalje, niža početna razina kamatne stope implicira i veću razliku između maksimalne dopuštene i početne kamatne stope, što ostavlja više prostora za rast troška otplate. Slika C.14. prikazuje kako su oni dužnici koji drže kredite dulje ročnosti i kredite s kamatnim stopama znatno nižim od zakonskog ograničenja izloženiji riziku rasta troška otplate.

Analiza osjetljivosti troška otplate na rast kamatnih stopa upućuje na umjeren rizik porasta troška otplate kredita stanovništvu, pri čemu je za korisnike stambenih kredita taj rizik trenutno u prvom redu ograničen razmjerno niskom razinom zakonskog ograničenja maksimalne dopuštene kamatne stope na stambene kredite s promjenjivim stopama. S druge strane, vrlo visok (> 20%) rast troška otplate odsutan je kod većine nestambenih kredita ponajprije zbog kratkog dospeljeća i viših početnih razina kamatnih stopa. Međutim, sama razina maksimalne dopuštene kamatne stope ovisi o kretanju prosječnih kamatnih stopa na stanja kredita, a koje bi se moglo ubrzati ako porastu kamatne stope na nove kredite ili na depozite, što bi se odrazilo na kretanje NRS-a, uz koji je vezana većina kredita potrošačima ugovorenih uz promjenjivu kamatnu stopu.

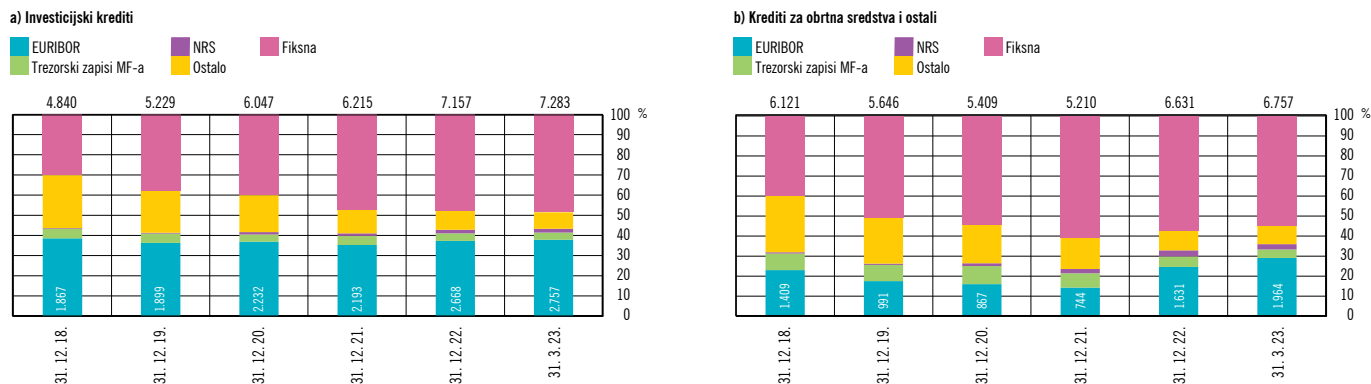
Važnost zakonskog ograničenja za troškove otplate stambenih kredita pokazuje simulacija u kojoj se isključuju utjecaji ograničenja (tj. pretpostavlja njegova viša razina). HNB je u prethodnim analizama (vidi publikacije [Financijska stabilnost br. 23](#), Okvir 2. i [Makroprudencijalna dijagnostika br. 18](#), Okvir 1.) objavio analize osjetljivosti troška otplate u slučaju da razina ograničenja znatnije poraste, i to do razine koja ne bi ograničavala rast kamatnih stopa. Iako krediti izloženi riziku od znatnijeg porasta troška otplate (> 20%) čine manji dio ukupnih kredita kućanstvima, njihov udio višestruko raste u slučaju rasta ograničenja maksimalne dopuštene kamatne stope do razine koja bi omogućila rast kamatnih stopa za 3 p. b. za sve kredite. Tako bi udio glavnice kredita s porastom troška otplate

višim od 20% porastao s 2% na čak oko 12% svih kredita kućanstvima (Slika C.15.). Pritom bi trošak otplate za oko 30% broja stambenih kredita vezanih uz EURIBOR mogao porasti više od 20%, što je znatno više u odnosu na situaciju koja pretpostavlja zadržavanje ograničenja na trenutnoj razini ili blizu nje. Za razliku od stambenih, kod nestambenih su kredita rezultati analize osjetljivosti u odsutnosti zakonskog ograničenja uglavnom nepromijenjeni (vidi Tablicu 1. u [Makroprudencijalna dijagnostika br. 18](#), Okvir 1.).

C4. Kamatni rizik sektora nefinancijskih poduzeća

Kao i kod sektora države i kućanstava, osjetljivost nefinancijskih poduzeća na porast troška otplate ovisi o promjenjivosti kamatne stope i preostaloj ročnosti dospeljeća glavnice. Iako je većina kredita poduzećima ugovorena uz fiksnu kamatnu stopu, znatan dio kredita poduzećima odobren je uz promjenjivu kamatnu stopu vezanu uz EURIBOR (Slika C.16.) na koji otpada više od 30% ukupnih kredita, odnosno gotovo dvije trećine svih kredita odobrenih uz promjenjivu kamatnu stopu, dok je manji dio njih vezan uz trezorske zapise Ministarstva financija, a tek neznatni dio uz NRS. Dodatno, udio kredita s promjenjivom kamatnom stopom u ukupnim kreditima pod utjecajem novih kredita počeo se blago povećavati tijekom 2022. Glede dospeljeća, krediti za obrtna sredstva uglavnom imaju preostalo dospeljeće manje od godine dana s obzirom na to da se odobravaju u svrhu zadovoljavanja kratkoročnih potreba za financiranjem operativnih aktivnosti poduzeća, pa ih potreba za njihovim refinanciranjem, u posljednje vrijeme po sve višim kamatnim stopama, čini iznimno osjetljivim na kolebljivost kamatnih stopa zbog rastućih troškova zaduživanja. Investicijski su krediti zbog nešto manje zastupljenosti fiksne kamatne stope, jer banke se nastoje zaštititi od kamatnog rizika u dužem roku prenoseći ga na dužnika, također osjetljivi na promjene kamatnih stopa. Zbog svega navedenog, poduzeća su osjetljivija na promjene kamatnih stopa od kućanstava ili države.

Slika C.16. Više je od polovine kredita banaka nefinancijskim poduzećima uz fiksnu kamatnu stopu



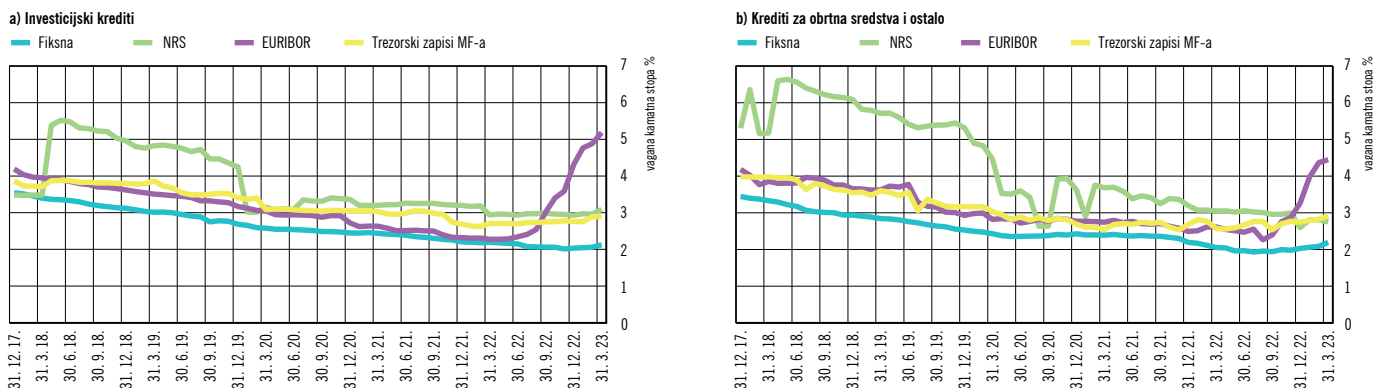
Napomena: Iznosi iznad stupaca odnose se na stanja ukupnih investicijskih kredita domaćih kreditnih institucija sektoru nefinancijskih poduzeća u mil. EUR, a iznosi na dnu grafikona na stanja kredita vezanih uz EURIBOR. Izvor: HNB

Cijena duga počela je znatnije rasti sredinom 2022., no najprije za kredite ugovorene uz referentni parametar EURIBOR. Vagane su kamatne stope na stanja kredita s promjenjivom stopom vezanom uz EURIBOR za investicijske kredite narasle za više od 3,5 p. b. (do 31. ožujka 2023., u odnosu na početak godine 2022.), dok su vagane stope kredita za obrtna sredstva narasle za oko 2 p. b. u istom razdoblju, što je posljedica njihove kraće ročnosti dospelja i relativno kratkog razdoblja promjene stopa (uz trenutačna očekivanja nastavka rasta ključnih kamatnih stopa). Pritom najvišu prosječnu kamatnu stopu od oko 5% na kredite vezane uz EURIBOR plaćaju poduzeća iz djelatnosti građevinarstva, ostalih uslužnih djelatnosti i transporta, a najizraženiji je rast ostvaren u djelatnosti trgovine (Slika C.18.). Rast vaganih kamatnih stopa podrazumijeva proporcionalni porast kamatnih troškova poduzeća po isteku obračunskog razdoblja plaćanja kamata koje kod poduzeća može biti tromjesečno, polugodišnje ili godišnje, pa se porast kamat-

nog troška u računu dobiti i gubitka poduzeća može očekivati tek tijekom 2023. godine. Stope vezane uz ostale referentne kamatne stope kao i vagana fiksna kamatna stopa na stanja kredita nisu se znatnije promijenile u odnosu na razine s početka 2022. godine (Slika C.17.).

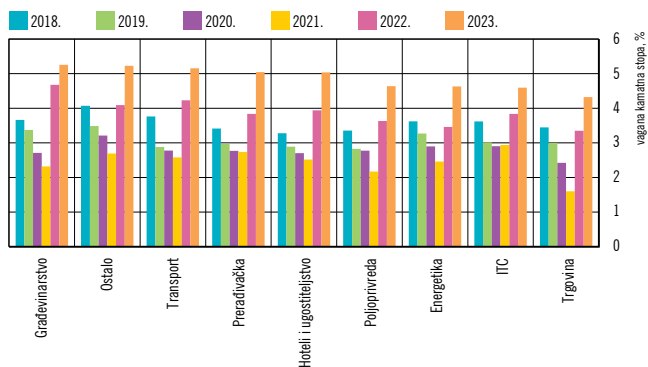
Brz i relativno snažan rast kamatnih stopa može biti znatno opterećenje poduzećima koja imaju kredite s ugovorenom promjenjivom kamatnom stopom, poglavito vezanom uz EURIBOR, te potencijalno ugroziti njihovu sposobnost otplate duga. Kako bi se procijenila osjetljivost poduzeća na porast kamatnih stopa i njihova sposobnost da apsorbiraju povećani kamatni trošak, napravljena je analiza osjetljivosti profitabilnosti poduzeća prema scenariju u kojemu se simulira porast promjenjivih kamatnih stopa za 3,5 p. b. za kredite ugovorene uz referentnu stopu EURIBOR-a (od čega je tijekom 2022. već ostvareno povećanje za 3 p. b., a tijekom prva dva

Slika C.17. Vagane kamatne stope na stanja kredita vezanih uz EURIBOR znatno rastu u drugoj polovini 2022. te nastavljaju s rastom i u 2023.



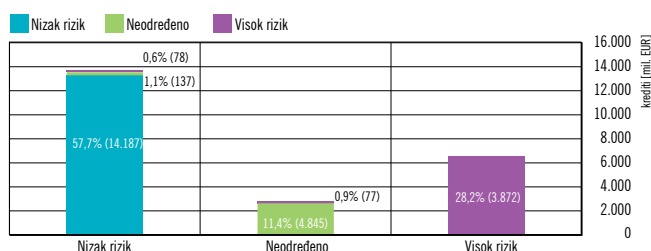
Izvor: HNB

Slika C.18. Najvišu vaganu kamatnu stopu na kredite uz EURIBOR plaćaju djelatnosti građevinarstva i ostale uslužne djelatnosti



Izvor: HNB

Slika C.20. Povećanje rizičnosti glavnice zbog rasta kamatnih stopa



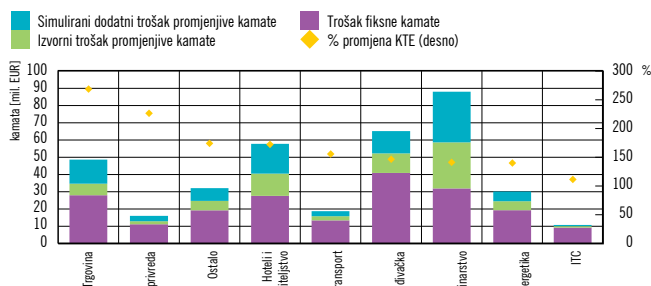
Napomena: Postoci prikazuju udio u prihodonosnim kreditima poduzećima (domaći i inozemni dug), a brojevi u zagradama broj poduzeća obuhvaćenih simulacijom. Pretpostavljena je statička bilanca i RDG, tj. razina poslovnih prihoda zadržana je na razini iz 2021. godine. Poduzeća s bruto profitnom maržom iznad 2% su poduzeća niskog rizika, ona s bruto profitnom maržom manjom od -2% poduzeća visokog rizika, dok se za poduzeća s bruto profitnom maržom manjom od 2% i višom od -2% ne može odrediti kojoj kategoriji rizika pripadaju jer u tom se području distribucije prihodonosnih i neprihodonosnih kredita preklapaju.

Izvor: HNB

mjeseca 2023. još za 0,5 p. b (Slika B.3.). Simuliran je porast kamatnog troška poduzeća u odnosu na trošak iz 2021. godine i njegov utjecaj na bruto profitnu maržu iz iste godine. Simulacija pokazuje da će najviši relativni porast troška kamate imati poduzeća iz djelatnosti trgovine (više od 250%) i poljoprivrede, najmanji poduzeća iz djelatnosti ICT, energetike i građevinarstva (između 110% i 140% porast godišnjih troškova kamata u odnosu na razinu iz 2021. godine), među kojima će potonja imati najveći porast troška kamata u apsolutnom iznosu (Slika C.18.).

Promjena tereta kamatnog troška različito se manifestira na pojedinačne poslovne subjekte u ovisnosti o njihovoj profitnoj marži, koja ih može zaštititi u slučaju neplaniranih do-

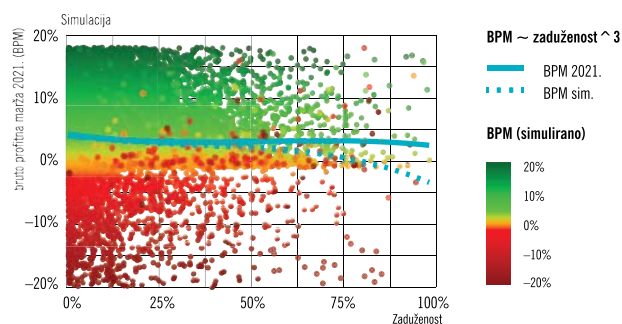
Slika C.19. Dodatni troškovi kamata prema scenariju porasta EURIBOR-a za 350 b. b.



Napomena: % promjena troškova kamata označuje postotni iznos dodatnog kamatnog troška u odnosu na izvorni trošak varijabilnog dijela plaćenih kamata u 2021. godini: simulirani dodatni trošak kamate / izvorni trošak promjenjive kamate * 100%. Analiza obuhvaća kredite kod domaćih kreditnih institucija i vanjski dug poduzeća (kredite i dužničke vrijednosne papire).

Izvor: HNB

Slika C.21. Smanjenje bruto profitne marže snažnije je kod više zaduženih poduzeća



Napomena: Vertikalna os prikazuje bruto profitnu maržu poduzeća iz 2021. godine, a bojovna skala simuliranu bruto profitnu maržu nakon povećanja EURIBOR-a za 3,5 p. b. Linije na grafikonu označuju ovisnost bruto profitne marže o zaduženosti (jednostavna regresija polinomom 3. reda), pri čemu se isprekidana linija odnosi na simuliranu bruto profitnu maržu, a puna linija na izvornu.

Izvor: HNB

datnih troškova. Za potrebe ove analize poduzeća su svrstana u tri kategorije rizičnosti ovisno o visini bruto profitne marže⁸, kako bi se ocijenilo koliki je udio poduzeća sposoban izdržati pritisak rasta kamatnog troška, a u kojim će poduzećima porast kamatnog troška dovesti do poslovanja s gubitkom. Za dio poduzeća nije moguće na osnovi samo jednog pokazatelja poslovanja (bruto profitne marže) pouzdano odrediti profil rizičnosti budući da je rizičnost poduzeća determinirana i drugim rizičnim činiteljima koji nisu uključeni u ovu analizu, pa su ona svrstana u srednju kategoriju neodređenog stupnja rizičnosti. Iako je takvih poduzeća brojčano više od poduzeća svrstanih u kategoriju visokog rizika, njihov je dug u prosjeku manji od visokorizičnih, ali i od onih svrstanih u kategoriju niskog rizika.

8 Bruto profitna marža definirana je izrazom $BPM = \frac{Ukupni\ prihod - Ukupni\ rashod}{Ukupni\ prihod}$

Prema provedenoj simulaciji porast EURIBOR-a za 3,5 p. b. mogao bi ozbiljnije narušiti profitabilnost vrlo malog broja poduzeća. Međutim, ocjenjuje se da bi se za oko 30% trenutano prihodonosnih kredita (6,8 mlrd. eura kredita, od toga oko 2,3 mlrd. kod domaćih kreditnih institucija) mogla povećati rizičnost zbog narušavanja profitabilnosti dijela niskorizičnih i granično profitabilnih poduzeća (oko 1,3% poduzeća s prihodonosnim kreditima) kao i moguće materijalizacije kreditnog rizika većeg dijela kredita visokorizičnim poduzećima (Slika C.20.).

Porast troškova otplate kamata najviše bi mogao ugroziti visokozadužena poduzeća, kojima simulirana bruto profitna marža izražajnije pada s visinom zaduženosti (Slika C.21., ilustrirano žuto i crveno nijansiranim točkicama u gornjem kvadrantu) nego manje zaduženim poduzećima. Ipak, glavnina nefinancijskih poduzeća sposobna je podnijeti povećan teret kamatnog troška bez znatnijeg narušavanja njihove profitabilnosti, a zahvaljujući i visokom udjelu kredita s fiksnom kamatnom stopom u dugu nefinancijskih poduzeća prema domaćim kreditnim institucijama sektor nefinancijskih poduzeća umjeren je ranjiv na šokove promjena kamatnih stopa. Pritom treba imati na umu kako su za simulaciju korišteni podaci iz 2021. godine, koja je još bila obilježena utjecajem pandemije, pa je moguće da je poboljšanje ojačalo njihovu otpornost na porast troška financiranja.

C.5. Izgledi

Unatoč snažnom rastu referentnih kamatnih stopa, koji povećava teret otplate kredita, ne treba očekivati znatniju materijalizaciju kreditnog rizika nefinancijskog sektora induciranog porastom kamatnih troškova za dužnike. Država i dio nefinancijskog sektora umjereno su ranjivi na porast kamatnog rizika. Uvećani teret otplate kredita države i nefinancijskih poduzeća bit će djelomično ublažen porastom prihoda zbog rasta cijena. Ipak, kod zaduženijih poduzeća moglo bi doći do znatnijeg porasta kamatnog troška, pada profitabilnosti i mogućeg povećanja rizičnosti plasmana financijskih institucija. Instrumenti zaštite dužnika od kamatnog rizika jesu produljivanje razdoblja fiksiranja kamatnih stopa, refinanciranje obveza uz fiksiranje kamatnih stopa ili, ovisno o mogućnostima pristupa, hedžiranje obveza nekim od kamatonosnih instrumenata koji bi djelomično ili u potpunosti anulirali rast troškova kamata ostvarenim kamatnim prihodima.

Višegodišnji trend pada udjela kredita s varijabilnim kamatnim stopama ojačao je ukupnu otpornost kućanstava na kamatni rizik. Korisnici stambenih kredita u znatnoj su mjeri zaštićeni i zakonskim ograničenjem maksimalne dopuštene kamatne stope na kredite s promjenjivim stopama, dok je kod nestambenih kredita rast troška otplate ograničen zbog razmjerno kratkog dospijea ovih kredita u odnosu na stambene te višom početnom razinom kamatnih stopa koja umanjuje relativan rast troška otplate. Međutim, učinak rasta kamatnih stopa mogli bi osjetiti dužnici koji drže kredite razmjerno dugog dospijea kao i oni s kreditima kojima su kamatne stope znatno niže od zakonskog ograničenja, a zbog pada realnog dohotka smanjena im je sposobnost uredne otplate kredita.

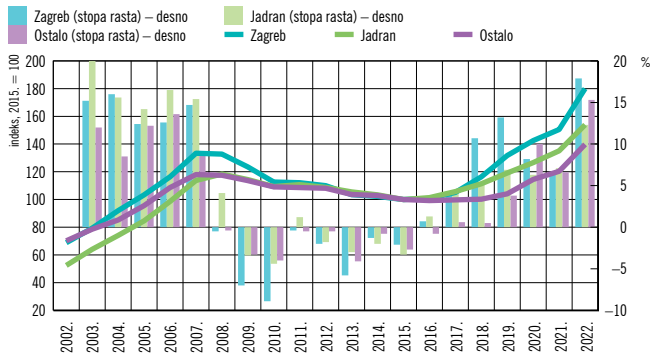
D. Rizici povezani s tržištem nekretnina

Rast cijena stambenih nekretnina snažno se ubrzao u 2022. godini, te se tako Hrvatska nalazi pri vrhu rasta cijena stambenih nekretnina u EU-u. Osim domaće potražnje, na cijene su utjecali i snažna potražnja nerezidenata i sedmi krug državnog programa subvencioniranja stambenih kredita. Unatoč snažnom rastu cijena na tržištu nekretnina, broj kupoprodajnih transakcija počeo je padati na godišnjoj razini, a intenzitet samog pada znatno je pojačan krajem godine. Iako su za sada tražene cijene nekretnina nastavile rasti i na početku 2023., daljnja dinamika tržišta nekretnina ovisit će o prelijevanju gospodarskih kretanja europodručja kao i o obujmu novoga kruga subvencija, koji će gurati cijene prema gore. S druge strane, porast kamatnih stopa na nove stambene kredite mogao bi negativno utjecati na rast cijena nekretnina.

D.1. Tržište stambenih nekretnina

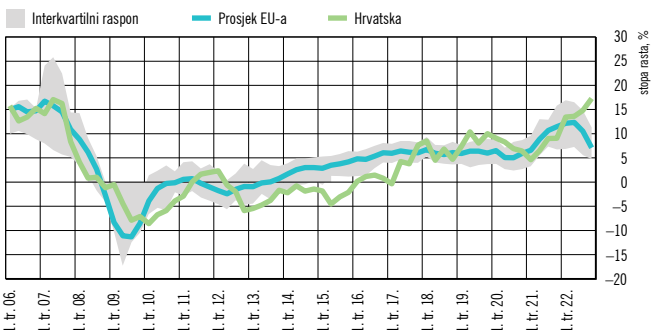
Rast cijena nekretnina ubrzao se u 2022. godini, zbog čega se Hrvatska nalazi pri vrhu rasta cijena stambenih nekretnina među zemljama EU-a. Godišnja stopa rasta cijena na tržištu stambenih nekretnina u Hrvatskoj iznosila je 14,8%, što upućuje na znatno ubrzanje u odnosu na porast od 7,3% iz 2021. godine. Pritom je porast najsnažniji u Gradu Zagrebu, nakon čega slijede jadranska regija i ostatak Hrvatske (Slika D.1.). Samo su u četiri zemlje članice EU-a (Estonija, Litva, Češka i Mađarska) cijene nekretnina porasle u 2022. snažnije nego u Hrvatskoj, te se u zadnjem tromjesečju intenzitet divergencije Hrvatske od prosjeka EU-a snažno pojačao (Slika D.2.). Također, rast traženih cijena stambenih nekretnina na-

Slika D.1. Rast cijena stambenih nekretnina u Hrvatskoj snažno se ubrzao



Napomena: Za detalje o konstrukciji nominalnog indeksa vidi Kunovac i Kotarac (2019.). Cijene stambenih nekretnina u Hrvatskoj.
Izvor: DZS

Slika D.2. Hrvatska je pri vrhu EU-a po rastu cijena stambenih nekretnina



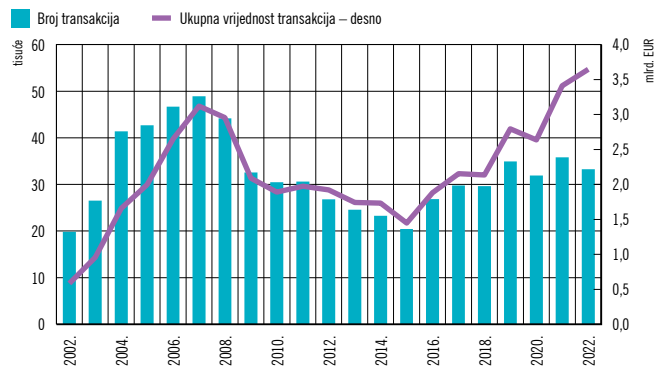
Napomena: Interkvartilni raspon na slici prikazuje gornji i donji kvartil distribucije godišnjih stopa promjene cijena nekretnina u EU-u u svakom razdoblju.
Izvor: Eurostat

stavlja se početkom 2023. godine⁹ te bi se on mogao realizirati i u ostvarenim cijenama.

Unatoč snažnom rastu cijena stambenih nekretnina, broj kupoprodaja na tržištu počeo je padati. Tako je u 2022. godini broj transakcija na tržištu stambenih nekretnina u Hrvatskoj na godišnjoj razini pao za 7,1%, dok je ukupna vrijednost transakcija porasla za 6,9% u istom razdoblju (Slika D.3.). Najveći pad broja transakcija na godišnjoj razini odvio se na Jadranu, dok je u Gradu Zagrebu i ostatku Hrvatske intenzitet pada bio nešto slabiji. U posljednjem tromjesečju 2022. na području cijele Hrvatske pad broja transakcija bio je osobito intenzivan, što bi moglo upućivati na hlađenje aktivnosti na tržištu nekretnina (Slika D.4.).

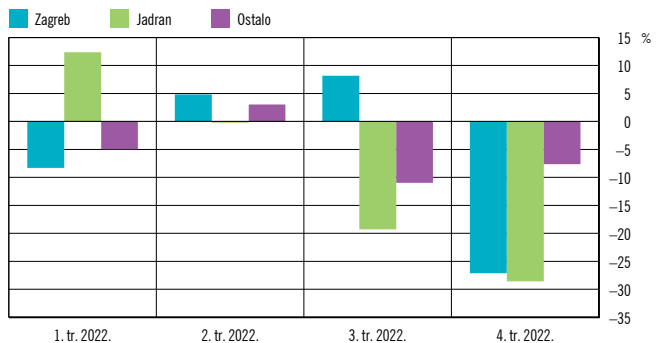
⁹ Navedeni podaci o traženim cijenama stambenih nekretnina temelje se na internim procjenama HNB-a na temelju podataka s oglasnika njuškalo.hr.

Slika D.3. Unatoč rastu ukupne vrijednosti, stagnacija broja transakcija nastavlja se na godišnjoj razini



Izvor: Baza Porezne uprave

Slika D.4. Druga polovina 2022. obilježena je snažnim padom broja transakcija

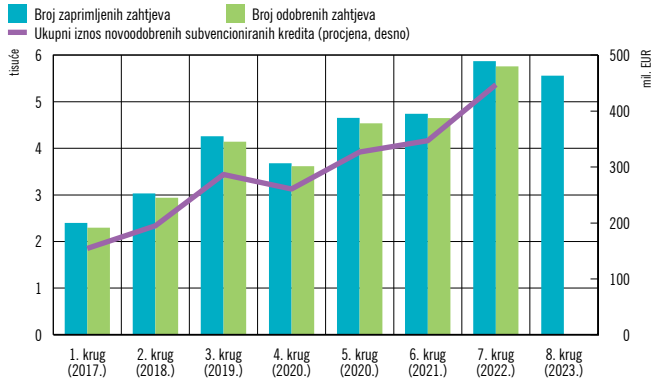


Izvor: Baza Porezne uprave

Robusna domaća potražnja vođena je nekreditnom potražnjom i državnim programom subvencija. Procjenjuje se kako oko polovine kupoprodaja na tržištu nije financirano kreditom, što upućuje na snažnu nekreditnu komponentu potražnje. Također, sedmi krug državnog programa subvencioniranja stambenih kredita koji se odvio 2022. nastavio je podupirati rast cijena stambenih nekretnina (Slika D.5.). U sklopu tog vala programa subvencioniranja realiziralo se oko 15% ukupnog broja transakcija u 2022. godini te je tržišna aktivnost znatno porasla u mjesecima u kojima se program provodio. Iako je u novom krugu subvencioniranja primjetan nešto slabiji odaziv, djelomice potaknut rastom kamatnih stopa na nove kredite, on bi i dalje mogao nastaviti pridonositi aktivnosti na tržištu nekretnina u 2023. godini.

Udio kupoprodaja stambenih nekretnina u kojima su sudjevali nerezidenti i dalje je na visokoj razini u odnosu na pretpandemijsko razdoblje. Udio broja transakcija iznosio je oko 11,4%, dok je udio vrijednosti kupoprodaja nerezidenata u

Slika D.5. Iznos odobrenih zahtjeva u sedmom krugu subvencioniranja stambenih kredita najviši je do sada

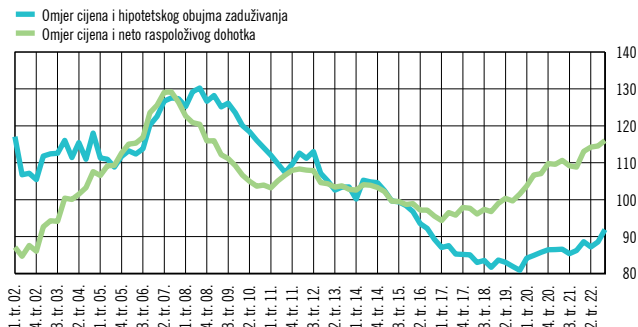


Izvor: Agencija za pravni promet i posredovanje nekretninama; izračun HNB-a

ukupnoj vrijednosti kupoprodaja iznosio oko 19% u 2022. godini (Slika D.6.). Pritom većina ulagatelja nerezidenata dolazi iz europodručja, a uglavnom kupuju nekretnine u jadranskoj regiji. Tako u pojedinim županijama na obali udio vrijednosti transakcija nerezidenata doseže oko 40%.

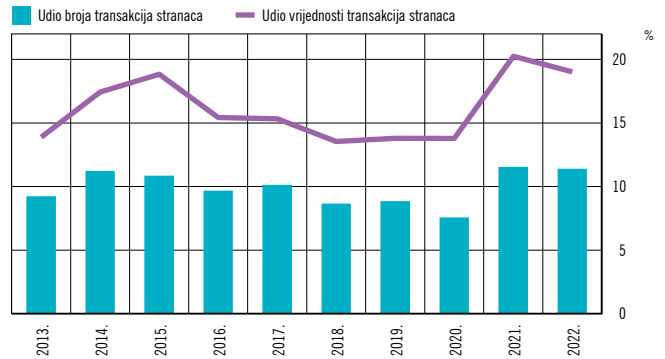
Priuštvost stambenih nekretnina u Hrvatskoj nastavlja se smanjivati pod pritiskom rasta cijena nekretnina i troška zaduživanja. Iako je nominalni dohodak u 2022. godini ostvario snažan rast, cijene stambenih nekretnina rastle su brže, što im je smanjilo priuštvost (Slika D.7.). Također, tijekom dugog razdoblja ublažavanja uvjeta financiranja u obliku pada kamatnih stopa, potencijalni maksimalni iznos kredita koji kućanstva mogu dobiti uz dane uvjete na financijskom tržištu (hipotetski obujam zaduživanja) rastao je brže od cijena pa se priuštvost kreditnog financiranja nekretnina povećavala do 2019. godine, nakon čega kreditna priuštvost počinje padati, vođena snažnim

Slika D.7. Priuštvost kupnje stambenih nekretnina kućanstvima sve je teža



Napomena: Pokazatelj omjera cijene nekretnina i hipotetskog obujma zaduživanja izračunat je prema Hertrich (2019.): <https://www.bundesbank.de/en/publications/research/discussion-papers/a-novel-housing-price-misalignment-indicator-for-germany-806946>.
Izvori: DZS i Eurostat; HNB

Slika D.6. Udio nerezidenata u kupoprodajama na tržištu stambenih nekretnina povišen je u odnosu na pretpandemijske razine

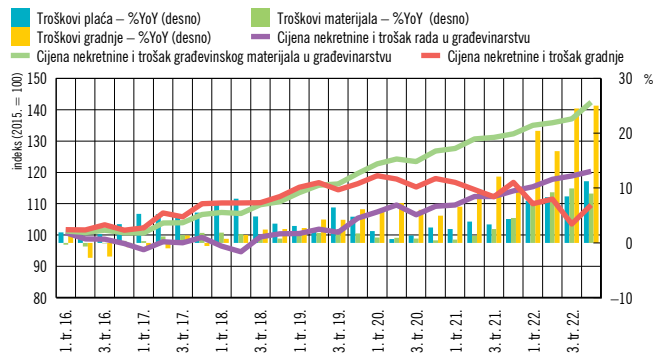


Izvor: Baza Porezne uprave

rastom cijena stambenih nekretnina. Pritom nedavni rast kamatnih stopa na nove kredite dodatno pridonosi nastavku smanjivanja sposobnosti kupnje nekretnine kreditnim financiranjem.

Troškovi gradnje novih stambenih objekata snažno su rasli tijekom cijele 2022., zahvaljujući porastu troškova rada, građevnog materijala, ali i ostalih troškova. Troškovi rada rasli su brže nego troškovi građevinskog materijala, unatoč recentnom porastu cijene građevnog materijala na globalnom tržištu. Također, omjer cijena nekretnina i troška gradnje padao je u prva tri tromjesečja 2022., vođen porastom ostalih troškova te marži graditelja (Slika D.8.). U četvrtom tromjesečju rast cijena nadmašio je porast troškova gradnje, što upućuje na daljnje odstupanje cijena nekretnina od vlastitih fundamenata. Osim što porast navedenih troškova stvara pritisak na cijene novih stambenih objekata, on neizravno utječe i na cijene postojećih nekretnina.

Slika D.8. Zbog snažnog rasta cijena energije troškovi gradnje rasli su brže od cijena stambenih nekretnina



Napomena: U indeks troška gradnje ubrajaju se rušenje postojećih objekata, čišćenje gradilišta, iskopi, montaža objekata, montaža krovista i okvira, instalacijski i završni radovi te profinane marže izvođača
Izvor: Eurostat; DZS; izračun HNB-a

Broj izdanih građevinskih dozvola u 2022. bio je najviši još od 2008. godine, unatoč stagnaciji poslovnog optimizma u građevinarstvu. Aktivnost u građevinskom sektoru porasla je u 2022. godini, što je vidljivo u porastu izdanih građevinskih dozvola u odnosu na prošlu godinu, iako je njihov broj i dalje niži u odnosu na razdoblje prije globalne financijske krize (Slika D.9.). S druge strane, gospodarska neizvjesnost i rast troškova gradnje utjecali su na stagnaciju optimizma u sektoru građevinarstva.

Odstupanje cijena na tržištu stambenih nekretnina od većine vlastitih makroekonomskih odrednica i dalje je prisutno. Nakon dužeg razdoblja, omjer cijena nekretnina i troška gradnje pao je ispod svojega dugoročnog trenda, dok se ostali pokazatelji indikatora odstupanja i dalje nalaze iznad svojih dugoročnih trendova, što upućuje na precijenjenost vrijednosti stambenih nekretnina na tržištu (Slika D.10.). Tako je, unatoč snažnom rastu nominalnog dohotka kućanstava, omjer cijena nekretnina i raspoloživog dohotka kućanstava ostao na visokoj razini iznad svojega povijesnog trenda. Također, omjer cijena nekretnina i najma nastavlja snažno rasti, što pokazuje kako je porast potražnje zbog gospodarskog oporavka snažnije utjecao na segment kupnje nego najmova na tržištu nekretnina.¹⁰

D.2. Tržište komercijalnih nekretnina

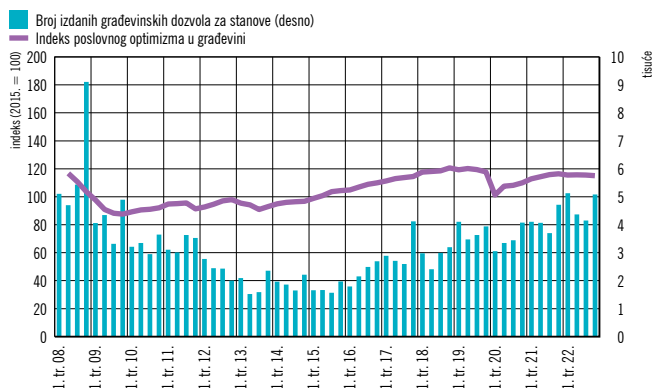
Oporavak na tržištu komercijalnih nekretnina usporio se, osim segmenta uredskih prostora kod kojeg se tržišna aktivnost intenzivirala. Stopa slobodnih kapaciteta uredskih prostora doživjela je pad u odnosu na 2021. godinu, dok je raspoloživost maloprodajnih i logističkih prostora ostala nepromijenjena. Unatoč sada već ustaljenoj praksi rada od kuće, zbog ograničene ponude uredskih prostora, njihova raspoloživost na prvorazrednim lokacijama pala je na svoju najnižu razinu u više od posljednjih deset godina.

Cijene zakupa poslovnih prostora zabilježile su blagi porast vođene dinamičnom potražnjom. U 2022. godini blagi porast cijena zakupa u segmentu uredskih prostora vidljiv je i u prostorima prvorazrednih lokacija kao i na drugim lokacijama. Cijene zakupa u segmentu logističkih prostora porasle su primarno zbog porasta potražnje ususret nedavnim kretanjima u lancima opskrbe i trenutačno njihov prosjek iznosi oko 5,8 EUR/m². Cijene zakupa prvorazrednih maloprodajnih prostora veoma su blago porasle kao i cijene drugih lokacija istog segmenta.

Prinosi na ulaganje na tržištu komercijalnih nekretnina bilježe blaži pad kod segmenata logistike i uredskih prostora, dok je stagnacija zamjetna u segmentu maloprodajnih prostora. Najveći pad, u odnosu na prošlu godinu, zabilježen je u segmentu logističkih prostora, u kojemu je u 2022. prosječni

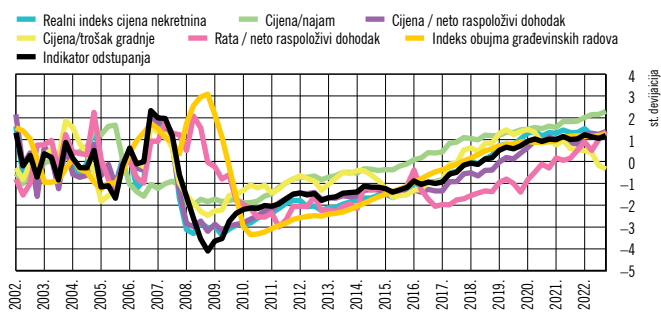
¹⁰ Navedeni podaci o cijeni najma stambenih nekretnina preuzeti su iz službene statistike cijena (COICOP šifra "O41"). Interne procjene HNB-a upućuju na viši rast cijena najma. Više o tome vidi na: <https://mfin.gov.hr/vijesti/inauguralno-izdanje-obveznica-republike-hrvatske-dospijeca-2025-godine-u-nominalnom-iznosu-od-eur-1-85-mlrd-namijenjenih-fizickim-osobama-i-institucionalnim-ulagateljima/3426>.

Slika D.9. Unatoč stagnaciji optimizma u građevinarstvu, izdan najveći broj građevinskih dozvola od 2008. godine



Izvor: DZS

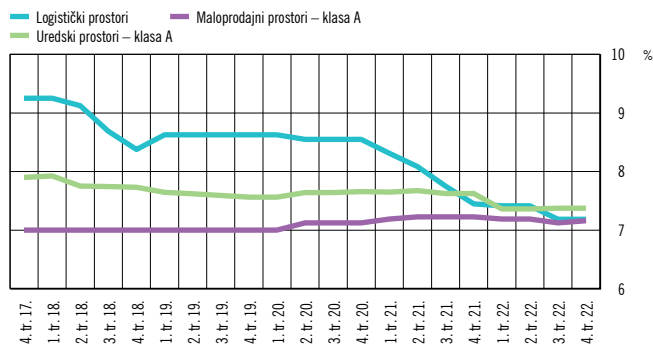
Slika D.10. Cijene stambenih nekretnina iznad su razine određene fundamentima



Napomena: Podaci za 2022. godinu dostupni su do trećeg tromjesečja. Prikazane su standardizirane cikličke komponente različitih pokazatelja relevantnih za kretanje cijena nekretnina dobivenih na osnovi jednostranoga rekurzivnog HP filtra ($\lambda = 400.000$) koje su uključene u kompozitni indikator odstupanja. Indeks obujma građevinskih radova odnosi se na zgrade.

Izvori: DZS; Porezna uprava, Eurostat; HNB

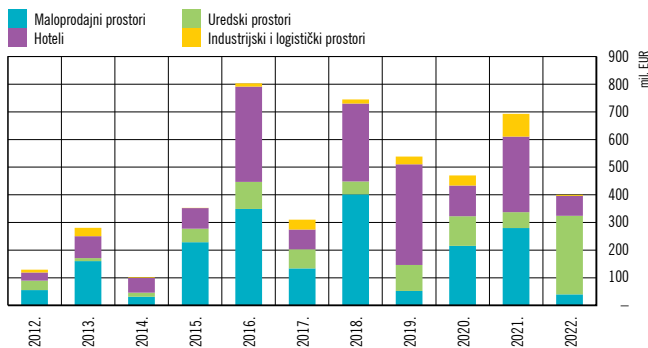
Slika D.11. Nastavlja se pad prinosa u segmentu logističkih prostora



Napomena: Podaci se odnose na Grad Zagreb i okolice. Prinos je definiran kao omjer godišnjeg dohotka od zakupnine i cijene koja je plaćena za nekretninu.

Izvori: CBRE; Colliers; CW CBS International; Spiller Farmer nekretnine

Slika D.12. Pad broja transakcija na tržištu komercijalnih nekretnina u odnosu na prošlu godinu



Napomena: Procjena se ne odnosi na ukupne transakcije, već samo na investicijske transakcije (engl. *investment deals*) koje su zabilježene na tržištu. Također, ne uključuje investicije u izgradnju.
Izvor: Colliers

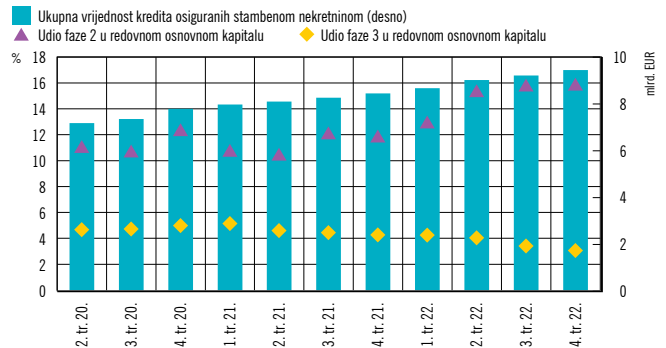
prinos iznosio 7,3%. S druge strane, kod uredskih i maloprodajnih prostora, prinos prvorazrednih lokacija uglavnom je stagnirao te je u 2022. iznosio oko 7,2% za maloprodajne i 7,4% za uredske prostore (Slika D.11.).

Porast potražnje za uredskim prostorima u 2022. godini rezultirao je porastom kupoprodajnih transakcija tog segmenta, dok je ukupan iznos transakcija na tržištu komercijalnih nekretnina pao. Prema raspoloživim procjenama jedne od privatnih agencija ukupni promet komercijalnih nekretnina u 2022. pao je za oko 42% u odnosu na prethodnu godinu. Istodobno se odvijao snažan rast potražnje za uredskim prostorima, koji su u 2022. višestruko porasli te činili više od 70% ukupnog obujma transakcija (Slika D.12.). Važno je napomenuti kako zbog iznimno malenog tržišta komercijalnih nekretnina u Hrvatskoj pad obujma kupoprodajnih transakcija ostalih segmenata tržišta ne upućuje nužno na pad potražnje nego na ograničenu ponudu navedenih segmenata tržišta.

D.3 Izloženosti kreditnih institucija tržištu nekretnina

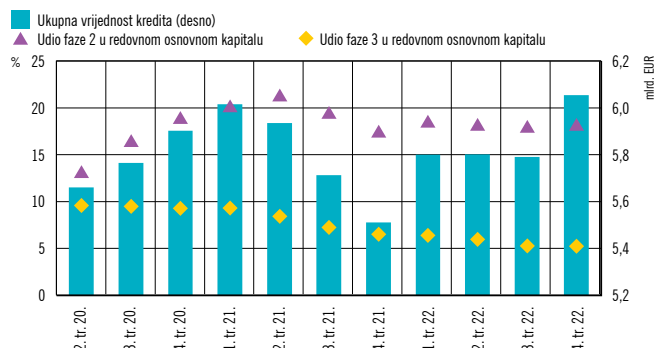
Ograničena izloženost banaka tržištu nekretnina znatno pridonosi očuvanju financijske stabilnosti u Hrvatskoj. Iako su ukupne vrijednosti kredita osiguranih stambenim nekretninama, kao i kredita osiguranih komercijalnim nekretninama, porasle za oko 10% u 2022. godini, ti krediti i dalje ne prevladavaju u bilancama kreditnih institucija. Udio kredita osiguranih stambenom nekretninom faze 2 u redovnom osnovnom kapitalu banaka, tj. kredita kod kojih je došlo do znatnog povećanja kreditnog rizika, nije se znatno promijenio u odnosu na isto razdoblje prošle godine. S druge strane, udio neprihodonosnih kredita (faza 3) blago se smanjio (Slika D.13.). Kod kredita osiguranih komercijalnom nekretninom udio faze 2 zabilježio je neznatan porast, dok se udio faze 3 nije znatno promijenio (Slika D.14.).

Slika D.13. Ograničena izloženost banaka promjenama na tržištu stambenih nekretnina



Napomena: Krediti u fazi 2 prihodonosni su krediti kod kojih je došlo do znatnog povećanja kreditnog rizika, a krediti u fazi 3 neprihodonosni su krediti kod kojih je došlo do gubitka.
Izvor: HNB

Slika D.14. Ograničena izloženost banaka promjenama na tržištu komercijalnih nekretnina



Napomena: Krediti u fazi 2 prihodonosni su krediti kod kojih je došlo do znatnog povećanja kreditnog rizika, a krediti u fazi 3 neprihodonosni su krediti kod kojih je došlo do gubitka.
Izvor: HNB

D.4. Izgledi

Nastavak odstupanja cijena nekretnina od vlastitih fundamena mogao bi dovesti do usporavanja na tržištu nekretnina. Iako je usporavanje aktivnosti na tržištu vidljivo u padu broja transakcija, novi krug subvencioniranja stambenih kredita ove godine, kao i snažna potražnja, mogao bi nastaviti duppirati daljnji rast cijena stambenih nekretnina. S druge strane, eventualno prelijevanje slabije potražnje nerezidenata zbog negativnih gospodarskih kretanja u njihovim zemljama predstavlja mogućnost hlađenja inozemne potražnje na tržištu nekretnina u Hrvatskoj. Važno je napomenuti kako nastavak snažnog odstupanja kretanja cijena nekretnina od vlastitih makroekonomskih odrednica povećava vjerojatnost materijalizacije rizika u obliku korekcije cijena kao i intenzitet same korekcije.

Preljevanje učinaka postupnog zatezanja monetarne politike u europskom području na domaće tržište poskupljuje novo zaduži-

vanje, a moglo bi i povećati teret otplate postojećeg duga. Porast kamatnih stopa mogao bi smanjiti kreditnu sposobnost tržišnih sudionika koji namjeravaju kupiti nekretninu. Takva situacija mogla bi se nepovoljno odraziti na likvidnost tržišta, a u slučaju znatnije materijalizacije rizika kvarenja portfelja stambenih kredita znatnije bi utjecala na vrijednost nekretnina. Uz navedeno, za dio korisnika subvencioniranih kredita početkom ove godine isteklo je razdoblje subvencije, što povećava trošak otplate, a time i njihovu ranjivost. Pritom su stambeni krediti relativno dobro zaštićeni od pretjeranog rasta troška otplate u kratkom roku, ponajprije zbog zakonskih ograničenja (vidi poglavlje 1.C.).

Moguće usporavanje na tržištu nekretnina rezultiralo bi umjerenom materijalizacijom rizika za financijsku stabilnost Republike Hrvatske. Usporavanje aktivnosti na tržištu nekretnina uz porast kamatnih stopa kao i većih životnih troškova mogli bi u idućem razdoblju rezultirati porastom neprihodonosnih kredita, što bi negativno djelovalo na profitabilnost kreditnih institucija. Međutim, trenutačne stope profitabilnosti i kapitaliziranosti prilično su visoke, što kreditne institucije čini otpornima na navedene šokove.

E. Rizici poslovanja banaka

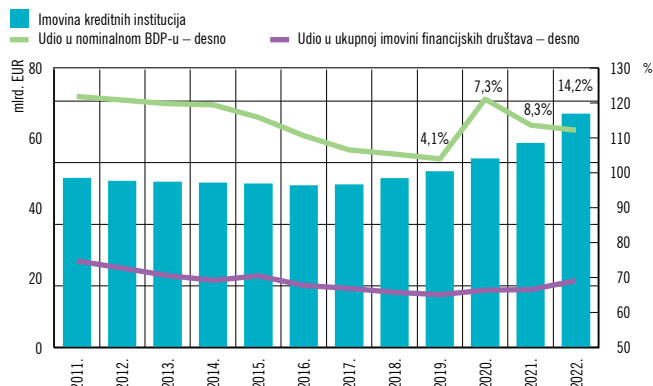
Sistemske rizici za kreditne institucije proizlaze iz poslovanja u uvjetima visoke inflacije i niskoga gospodarskog rasta. Rast depozita i likvidnosti ojačali su kreditni potencijal banaka. Mjere za pomoć gospodarstvu smanjile su kreditni rizik banaka u kratkom roku, ali njihov bi istek, s porastom kamatnih stopa, mogao dovesti do njegova povećanja, na što već upućuje porast udjela kredita u fazi 2. Profitabilnost kreditnih institucija ostala je na visokoj razini, unatoč blagom smanjenju u 2022., te s izgledima za povećanje u okruženju porasta kamatnih stopa, sve dok kreditni rizik ostaje nizak.

E.1. Kretanje imovine banaka

Snažan priljev depozita utjecao je na rekordan porast imovine kreditnih institucija, koja je u 2022. porasla za 14,2% (Slika E.1.). Unatoč rastu imovine bankarskog sektora, njegov udio u BDP-u nastavio se smanjivati. Rastu imovine najviše su pridonijeli najlikvidniji oblici imovine, pri čemu su sredstva kod središnje banke porasla gotovo za trećinu i s udjelom od 26% postala najveća sastavnica imovine banaka na kraju 2022. (Slika E.2.). Istodobno su banke snažno povećale i izloženost prema poduzećima i kućanstvima (vidi poglavlje I.B.), dok je izloženost državi umjereno porasla. Rast izloženosti privatnom nefinancijskom sektoru u prošloj godini pratio je tek blag porast kamatnih stopa. Banke su u anketi o kreditnoj aktivnosti iz prvog tromjesečja 2023. najavile daljnje pooštavanje uvjeta kreditiranja, što bi u idućem razdoblju ipak moglo usporiti kreditnu dinamiku.

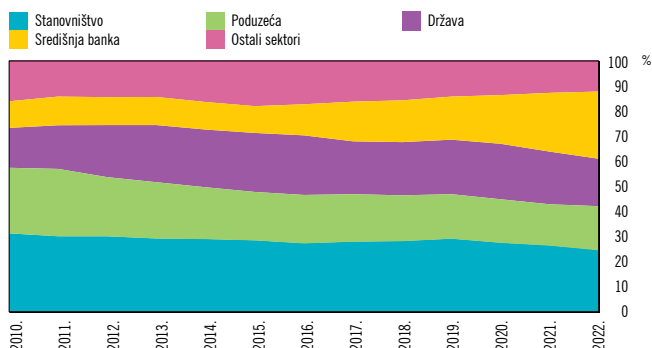
U dijelu financijske imovine koji se sastoji od dužničkih vrijednosnih papira, povećao se udio instrumenata koji se

Slika E.1. Imovina kreditnih institucija u 2022. porasla je za 14,2%



Izvor: HNB

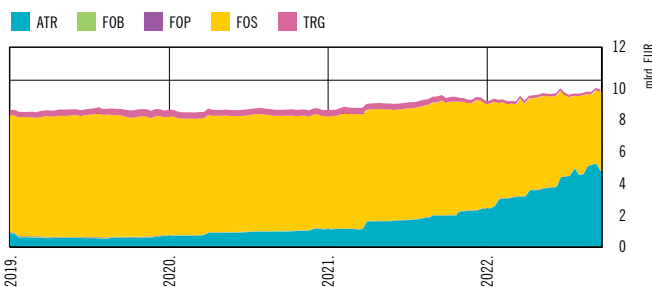
Slika E.2. Nastavilo se povećanje udjela središnje banke u ukupnoj imovini



Izvor: HNB

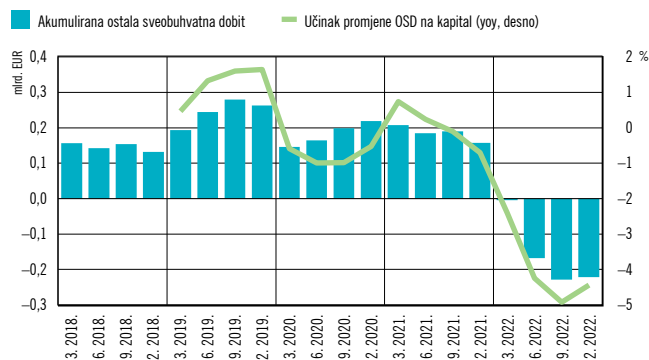
vrednuju prema amortiziranom trošku te je dosegno 6% ukupne imovine na kraju 2022. (Slika E.3.). Naime, povećanje kamatnih stopa i prateće smanjenje cijena dužničkih vrijednosnih papira potaknulo je banke da nove izloženosti u većoj mjeri vrednuju kroz portfelj prema amortiziranom trošku (ATR). U tom portfelju vrijednosnice se drže do dospijeca bez prepoznavanja nerealizirane dobiti/gubitaka, a eventualni dobit/gubitak evidentira se tek u trenutku prodaje (koja eventualno može biti i ranije od dospijeca ako je potrebno). S druge strane, u portfelju koji se vrednuje po fer vrijednosti kroz ostalu sveobuhvatnu dobit (FOS) cjenovno usklađivanje vrijednosnica prepoznaje se kontinuirano i ima izravan utjecaj na kapital banaka kroz nerealiziranu dobit/gubitke (Slika E.4., vidi poglavlje II., Slika II.5.). Osim porasta novih ulaganja u ATR portfelj, pojedine banke odlučile su i promijeniti poslovne modele upravljanja financijskim instrumentima pa su u ovaj portfelj prenijele i dio instrumenata iz FOS-a.

Slika E.3. Udio dužničkih vrijednosnih papira vrednovanih prema amortiziranom trošku značajno se povećao tijekom 2022.



Napomena: ATR je portfelj financijskih instrumenata koji se mjeri po amortiziranom trošku, FOB je portfelj financijske imovine koja se obvezno mjeri po fer vrijednosti kroz račun dobiti i gubitka, FOP je portfelj financijskih instrumenata koji se mjeri po fer vrijednosti kroz račun dobiti i gubitka, FOS je portfelj financijske imovine koja se mjeri po fer vrijednosti kroz ostalu sveobuhvatnu dobit, TRG je portfelj financijskih instrumenata koji se drže radi trgovanja.
Izvor: HNB

Slika E.4. Akumulirana sveobuhvatna dobit utjecala je na smanjenje bankovnog kapitala



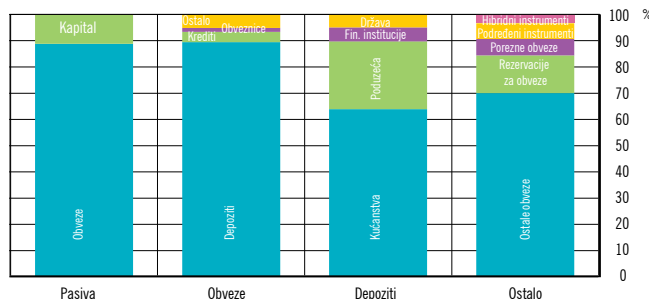
Izvor: HNB

E.2. Rizik izvora financiranja

U izvorima financiranja kreditne se institucije i dalje najviše oslanjaju na depozite, koji su u 2022. porasli za 15,3% (Slika E.5.). Snažnom rastu uvelike su pridonijeli priljevi depozita kućanstava (ponajviše transakcijskih) u iznosu od 4,5 mrd. EUR, koje je potaknuo pad gotovog novca u optjecaju prije konverzije kune u euro krajem godine. Depoziti poduzeća potaknuti poboljšanim poslovnim rezultatima i rastom kreditiranja također su se povećali, iako slabijim intenzitetom (2,4 mrd. EUR, Slika E.6.). Manji dio obveza odnosio se na primljene kredite i izdane obveznice, koje su u 2022. također porasle.

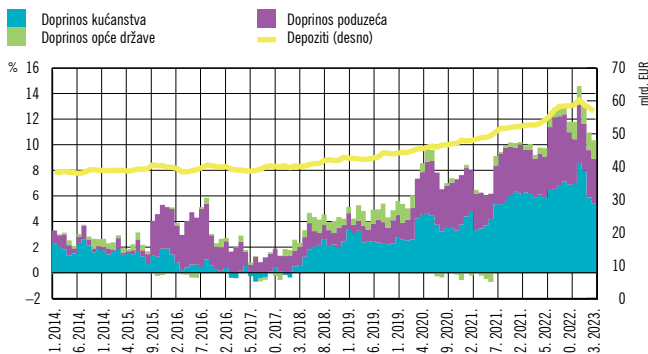
Početak 2023., sa završetkom procesa uvođenja eura, depoziti su se smanjili na razine iz sredine 2022. (Slika E.7.). Odljev depozita ponajviše je vidljiv kod kućanstava, što se osim

Slika E.5. Pasiva bankovnog sustava oslanja se na depozite privatnoga nefinancijskog sektora



Izvor: HNB

Slika E.6. Snažan rast ukupnih depozita u 2022. pod utjecajem je povećanja depozita kućanstava



Izvor: HNB

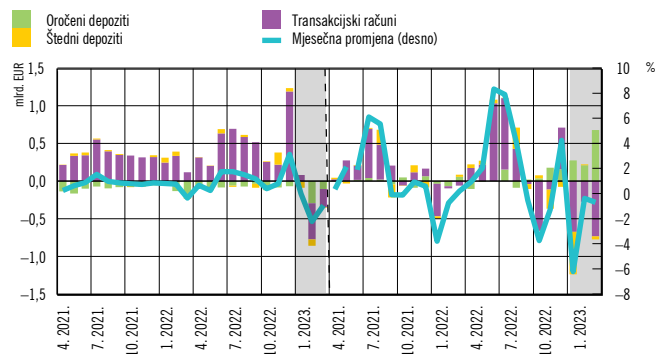
povlačenja sredstava deponiranih krajem godine zbog olakšavanja konverzije može pribrojiti i programu kupnje narodnih obveznica¹¹, koje su atraktivnijim povratom od kamatnih stopa na depozite u prvom krugu upisa privukle gotovo 1,4 mlrd. EUR malih ulagača. Nešto blaže smanjenje depozita vidljivo je kod poduzeća. Dio transakcijskih depozita poduzeća pretvoren je u kratkoročne oročene depozite, koji su postali atraktivniji zbog povećanja kamatnih stopa (Slika E.9.).

Izrazit višak likvidnosti, dodatno pojačan prilagodnom monetarnog instrumentarija zbog ulaska Hrvatske u europodručje, odgodio je znatniji rast kamatnih stopa na depozite (Slika E.8.). Smanjenje obvezne pričuve na 1% i ukidanje minimalno potrebnih deviznih potraživanja bankama je oslobodilo oko 10 milijarda eura dodatne likvidnosti, koja je smanjila pritisak na trošak izvora financiranja te je Hrvatska krajem 2022. bila jedna od zemalja europodručja s najnižim kamatnim stopama na oročene depozite. Međutim, očekuje se da bi se prelijevanje rasta ključnih kamatnih stopa na depozite kod hrvatskih banaka moglo pojačati. Kamatne stope na oročene depozite privatnom sektoru u ožujku 2023. porasle su za 1,3 p. b. kod kućanstava i 1,9 p. b. kod poduzeća u usporedbi s istim mjesecom prethodne godine. Više kamatne stope oročenu štednju čine privlačnijom, što bi moglo potaknuti priljev depozita duže ročnosti, ali i staviti pritisak na trošak financiranja kreditnih institucija.

Alternativni izvori financiranja također su značajno porasli, iako čine tek manji dio obveza banaka. Priljeni krediti banaka tako su porasli za 780 milijuna eura, gdje su glavni doprinos dale njihove matice (20%) (Slika E.10.). Banke su u 2022. izdale dužničke instrumente, u iznosu od 235 milijuna eura, u svrhu zadovoljavanja sanacijskih kapitalnih zahtjeva (Slika E.11.). U usporedbi s prethodnom godinom, iznos izdanih dužničkih instrumenata narastao je za trećinu, a očekuje se i

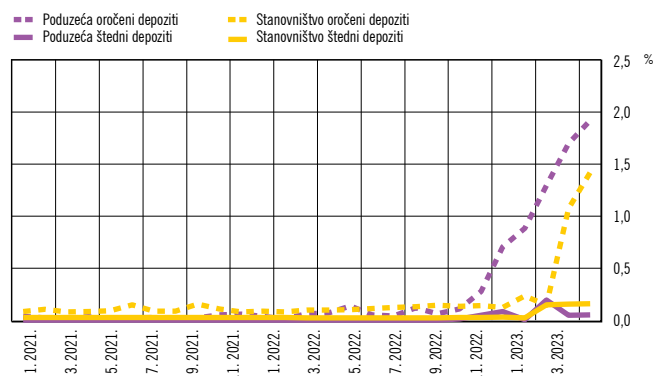
11 Vidi u: Financijska stabilnost br. 23, Okvir 1. Učinci rata u Ukrajini na financijsku stabilnost u Hrvatskoj – spriječena propast banke u ruskom vlasništvu.

Slika E.7. Blagi odljev depozita privatnog sektora vidljiv je početkom 2023.



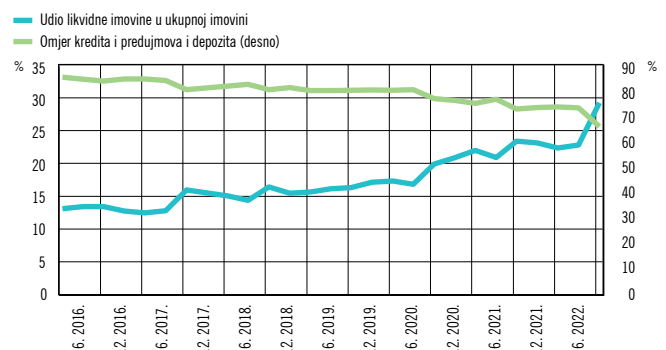
Napomena: Osjenčano područje označuje razdoblje u kojemu se koristi valuta euro kao sredstvo plaćanja.
Izvor: HNB

Slika E.8. Početkom godine porasle su kamatne stope na oročene depozite



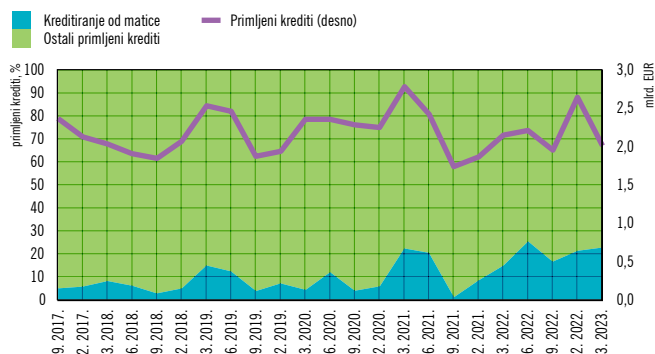
Napomena: Kamatne stope odnose se na depozite u eurima.
Izvor: HNB

Slika E.9. Usklađivanjem monetarnog instrumentarija povećao se udio likvidne imovine



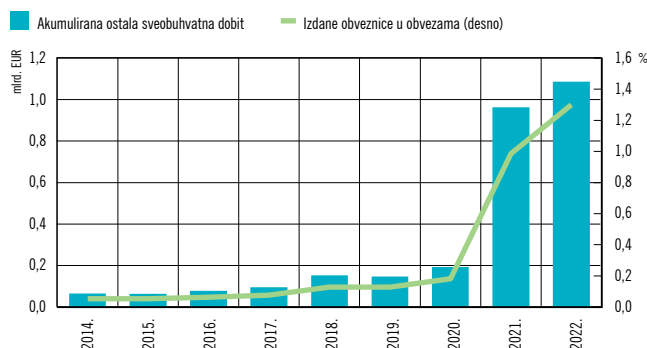
Izvor: HNB

Slika E.10. Banke majke povećale su svoj udio u primljenim kreditima hrvatskih banaka



Izvor: HNB

Slika E.11. Zbog održavanja zahtjeva iz sanacijskoga regulatornog okvira, banke su izdavale dužničke vrijednosne papire



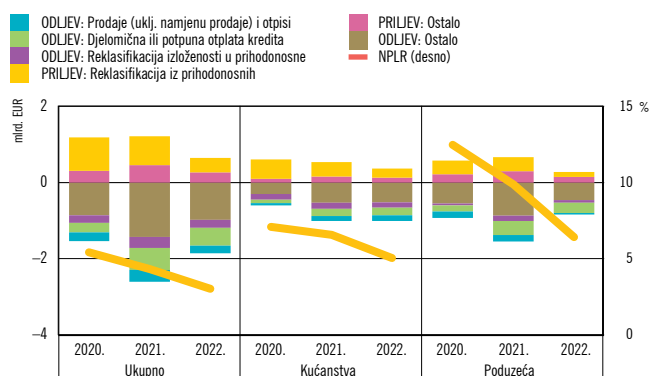
Izvor: HNB

dodatan porast navedenog izvora financiranja zbog završavanja prijelaznog razdoblja usvajanja sanacijskih zahtjeva u kojem će od 1. siječnja 2024. biti obvezujući konačni MREL zahtjevi (vidi Okvir 7. Ocjena karaktera makrobonitetne politike s pomoću pristupa rast-pri-riziku).

E.3. Kreditni rizik

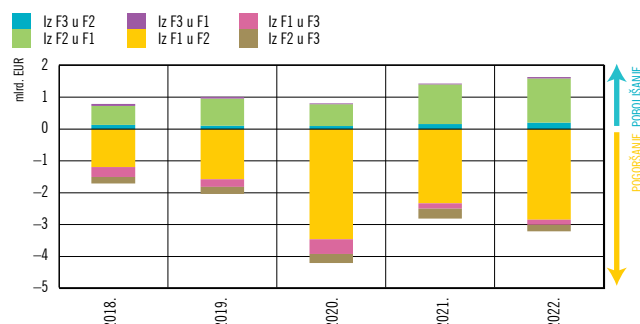
Nastavio se trend povećavanja kvalitete kredita. Smanjenju udjela neprihodonosnih kredita u ukupnima (engl. NPLR) uz rast novoga kreditiranja pridonijelo je i smanjenje neprihodonosnih kredita kao posljedica prijevremenih ili potpunih otplata kredita, ali i reklasifikacije u prihodonosne kredite (Slika E.12.). Na kraju 2022. ukupni je NPLR iznosio 3%. Smanjenje iznosa neprihodonosnih kredita bilo je izraženije u portfelju nefinancijskih poduzeća nego kod kućanstava, iako se krajem godine taj trend preokrenuo zbog blagog rasta neprihodonosnih kredita u energetske intenzivnijim djelatnostima.

Slika E.12. Otplate su znatno pridonijele smanjivanju neprihodonosnih kredita



Izvor: HNB

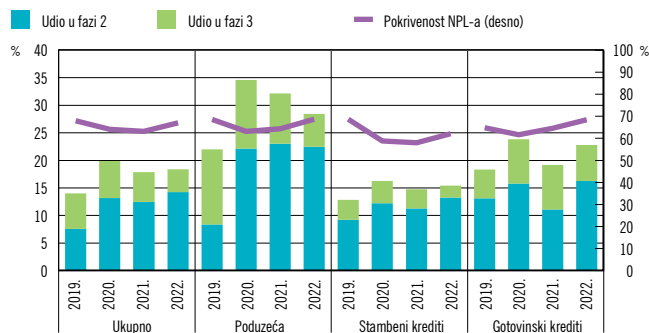
Slika E.13. Pogoršanju kreditnog rizika najviše pridonose ulasci u fazu 2



Napomena: Krediti u fazi 1 (F1) jesu prihodonosni krediti, krediti u fazi 2 (F2) prihodonosni su krediti kod kojih je došlo do znatnog povećanja kreditnog rizika, a krediti u fazi 3 (F3) neprihodonosni su krediti kod kojih je došlo do gubitka.

Izvor: HNB

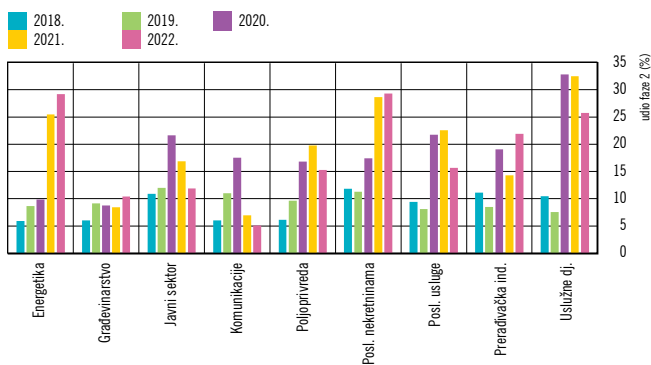
Slika E.14. Porast udjela faze 2 ponajviše je rezultat pogoršanja kvalitete kredita kućanstvima



Napomena: Krediti u fazi 2 (F2) prihodonosni su krediti kod kojih je došlo do znatnog povećanja kreditnog rizika, a krediti u fazi 3 (F3) neprihodonosni su krediti kod kojih je došlo do gubitka.

Izvor: HNB

Slika E.15. Najveće pogoršanje udjela kredita poduzećima u fazi 2 kod djelatnosti energetike i prerađivačke industrije



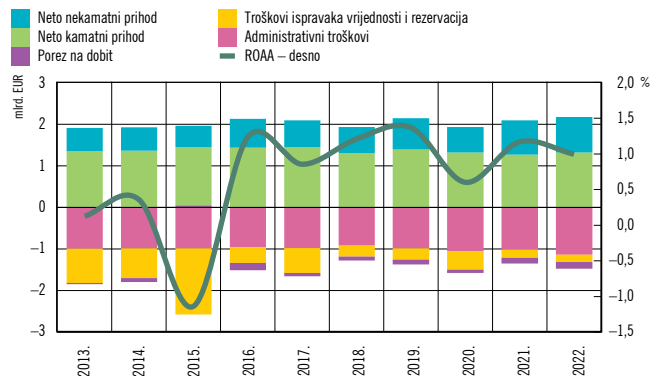
Napomena: Krediti u fazi 2 (F2) prihodonosni su krediti kod kojih je došlo do znatnog povećanja kreditnog rizika.
Izvor: HNB

Na mogući rizik kvarenja kvalitete kredita upućuje porast udjela kredita u fazi 2. Nakon privremenog oporavka u prethodnoj godini, udio kredita uz znatno pogoršanje kreditnog rizika od početnog priznavanja (kreditu u fazi 2) na kraju 2022. blago je porastao, te je bio viši nego prije početka pandemije (za 6,7 postotnih bodova). Uz značajan prelazak pojedinih izloženosti iz faze 1 (Slika E.13.), porastu kredita u fazi 2 manjim su dijelom pridonijele i reklasifikacije kredita iz faze 3, koje upućuju na poboljšanje kvalitete kredita. Rast kredita u fazi 2 uglavnom je posljedica povećanja kreditnog rizika kućanstava i kod gotovinskih i kod stambenih kredita (Slika E.14.). Kod nefinancijskih poduzeća udio ukupnih kredita u fazi 2 neznatno se smanjio zbog povećanoga kreditiranja (učinak razrjeđivanja), iako je u pojedinim djelatnostima (prerađivačka industrija i djelatnosti opskrbe energijom) porastao (Slika E.15.). Kvarjenje kvalitete može se povezati i s osjetljivošću poslovanja poduzeća na cijene energije i ostale ulazne troškove u prošloj godini, pa bi se nastavkom geopolitičke krize i povišene inflacije, ali i uz pogoršanje gospodarskih izgleda, kvaliteta kredita privatnom sektoru mogla nastaviti pogoršavati te potaknuti i povećanje udjela kredita u fazi 3.

E.4. Profitabilnost

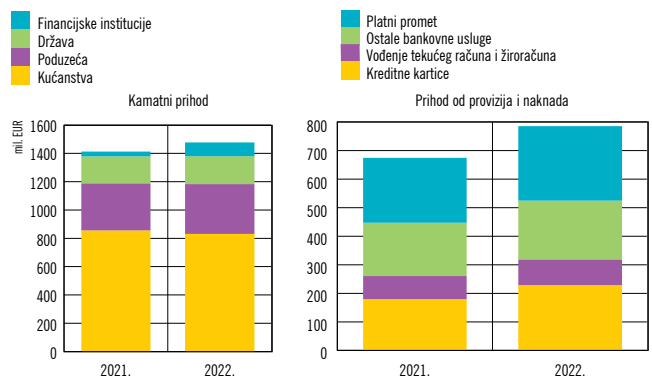
Profitabilnost hrvatskih banaka, iako blago smanjena, u 2022. ostala je na visokoj razini s povratom na prosječni kapital (ROAE) od 8,2% i povratom na prosječnu imovinu (ROAA) od 1,0% (Slika E.16.). Pad dobiti u odnosu na prethodnu godinu odražava znatno veće administrativne troškove (12%), koje je uvelike nadomjestio rast prihoda od provizija i naknada (16,5%), najviše u segmentu kartičnog poslovanja, a donekle i naknada u platnom prometu (Slika E.17.). Unatoč smanjenju dobiti na agregatnoj razini, nekoliko se banaka zbog izraženog porasta dobiti kvalificiralo za plaćanje izvanrednog poreza na dobit, što je dodatno smanjilo agregatni ROAE za 0,2 postotna boda. Preliminarni podaci banaka za prvo tromjesečje 2023. upućuju na znatan rast dobiti u okruženju rastućih kamatnih stopa.

Slika E.16. Viši administrativni troškovi utjecali su na smanjenje bruto dobiti



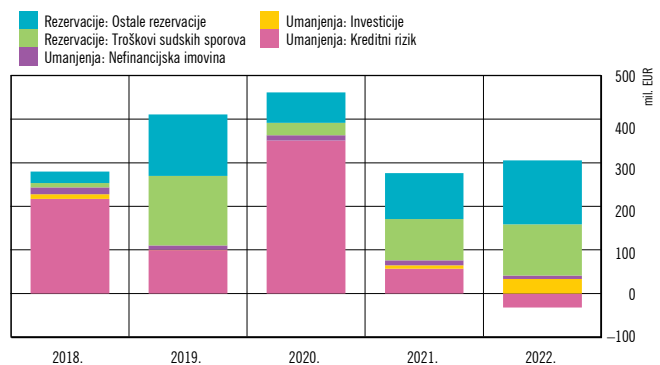
Izvor: HNB

Slika E.17. Dani depoziti kod stranih financijskih institucija povećali su kamatni prihod



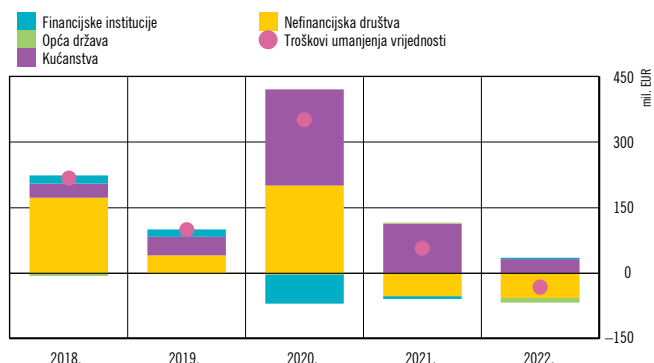
Izvor: HNB

Slika E.18. Banke su smanjile umanjena vrijednosti za kreditni rizik uz porast rezervacija za sudske sporove



Izvor: HNB

Slika E.19. Najznačajniji pad rezervacija za kreditni rizik vidljiv je prema poduzećima



Izvor: HNB

U 2022. blago su porasli i kamatni prihodi, osobito potkraj godine kada je započeo ciklus rasta kamatnih stopa, što će u još većoj mjeri obilježiti poslovanje banaka u 2023. Najviše su porasli kamatni prihodi od inozemne imovine, i to obratnih repo operacija i depozita danih stranim financijskim institucijama (najvećim dijelom bankama majkama) (Slika E.17.). Unatoč smanjenju u 2022., kamatni prihod od kućanstava i dalje ostaje najizdašniji izvor zarada domaćega bankovnog sustava, a u 2023. povećat će se i prihod povezan s provođenjem monetarnih operacija. S druge strane, kamatni prihod od kredita kućanstvima smanjio se u 2022. godini, premda je i dalje najizdašniji izvor zarada domaćega bankovnog sustava. Kamatni troškovi u 2022. tek su blago porasli pod utjecajem viših troškova izvedenica, dok su se troškovi depozita nastavili smanjivati. Ipak, s obzirom na porast kamatonosne imovine, neto kamatna marža nastavila je padati (s 2,1% u 2021. na 1,9% u 2022.).

Rastući troškovi poslovanja kreditnih institucija, unatoč rastu operativnih prihoda, smanjili su njihovu bruto dobit i troškovnu efikasnost. Rastu troškova najviše su pridonijeli administrativni troškovi, unutar kojih je najznačajniju komponentu predstavljao trošak informacijskih sustava zbog prilagodbi uvođenju eura (vidi Okvir 6.). Kako je većina tih troškova bila jednokratna, u 2023. bankama se otvara mogućnost za smanjenje jediničnog troška, što bi se reflektiralo i u većim neto zaradama. Osim toga, narasli su i troškovi za zaposlenike kao i troškovi doprinosa za osiguranje depozita, što je dodatno smanjilo troškovnu efikasnost mjerenu omjerom troškova i prihoda (engl. *Cost-to-Income*, CIR), s 48,7% u 2021. na 52,5% u 2022.

Banke su dodatno zaradile ukidanjem umanjenja vrijednosti za kreditne rizike (Slika E.18.). Većinski se ukidanje umanjenja vrijednosti odnosilo na neprihodonosne izloženosti kod poduzeća te države, dok je kod kućanstava, zbog povećanja udjela kredita u fazi 2, vidljivo povećanje rezervacija (vidi E.3. Kreditni rizik, Slika E.19.). Pojedine su hrvatske kreditne institucije u

2022. također povećale rezervacije za sudske troškove, koji bi mogli biti materijalizirani u idućem razdoblju.

E.5. Izazovi za kreditne institucije

Hrvatski bankovni sustav nisko je izložen bankama u SAD-u i Švicarskoj koje su bile suočene s financijskim problemima, no to ne znači da se razvoj sistemskih rizika može u potpunosti otkloniti. S jedne strane, hrvatske banke imaju različite poslovne modele i strože regulatorne zahtjeve od američkih banaka, no s druge strane prošlogodišnje iskustvo iznenadne propasti banke zbog materijalizacije reputacijskog rizika pokazuje kako iznenađan gubitak povjerenja može biti znatna prijetnja za banke jer klijenti banaka u kratkom roku mogu povući velik iznos sredstava.¹² Iako iznenađan odljev depozita nije očekivan, razvojem bankovnih usluga, ponajviše internetskog bankarstva, omogućeno je brže izvršavanje naloga, što u situacijama stresa dodatno može ubrzati odljev likvidnih sredstava iz banaka. To može imati znatan učinak na financijsku stabilnost i zahtijeva promišljanje o prikladnosti postojećih indikatora likvidnosti u slučajevima stresnog događaja.

Iako porast kamatnih stopa, zbog izražene ročne neusklađenosti između imovine i obveza, banke izlaže riziku smanjenja kamatne marže, inertnost depozita koja bankama omogućuje sporiji prijenos rastućih kamata na pasivu, ublažava taj rizik. Relativno visok udio imovine uložene je uz kamatne stope koje su fiksne tijekom duljeg razdoblja, što se najviše odnosi na kredite i dužničke vrijednosne papire. Prinosi na te plasmane uskladit će se s tržišnim uvjetima tek po isteku razdoblja fiksiranja ili dospijeću instrumenta. Nasuprot tome, na strani obveza imovina je financirana uglavnom prekonoćnim depozitima privatnoga nefinancijskog sektora, čija se kamatna stopa može trenutačno promijeniti. Ročna neusklađenost aktive i pasive banke tako izlaže riziku (privremenog) smanjenja kamatne marže u slučaju da rast kamatnih stopa na obveze blisko prati kamatne stope na imovinu. No, inertnost depozita omogućila je bankama da znatno sporije povećavaju pasivne kamatne stope, što ublažava rizike za njihovu profitabilnost.

Sve važniju ulogu za banke imaju i prilagodbe zahtjevima iz strategije EU-a o klimatski neutralnom gospodarstvu kroz promjenu strukture financiranja. Europskim zelenim planom, zemlje članice EU-a trebale bi provoditi mjere tranzicije prema energetski održivijem gospodarstvu, a do kraja 2050. godine Europa bi trebala postati klimatski neutralna.¹³ U tom će procesu banke imati važnu ulogu u smanjenju financiranja poduzeća s visokim ugljičnim otiskom. S druge strane, zelena tranzicija bit će također među glavnim zadacima kreditnih institucija jer dekarbonizacijom gospodarstva spomenute bi mogle imati i značajnu ulogu u oblikovanju održivijih poslovnih procesa.

¹² Vidi u: Financijska stabilnost br. 23, Okvir 1. Učinci rata u Ukrajini na financijsku stabilnost u Hrvatskoj – spriječena propast banke u ruskom vlasništvu.

¹³ Više o tome vidi na: https://reform-support.ec.europa.eu/what-we-do/green-transition_hr.

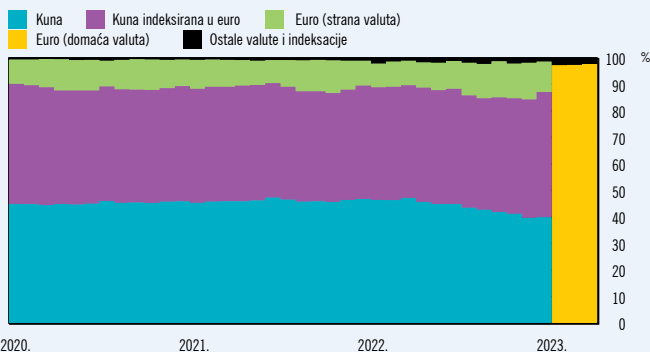
Okvir 5. Što uvođenje eura donosi za banke?

Uvođenje eura donosi brojne koristi za hrvatsko gospodarstvo i financijski sustav, od kojih se najvažnije odnose na uklanjanje najvećeg dijela valutnog rizika te omogućuje HNB-u obavljanje uloge zajmodavca u krajnjoj nuždi s mogućnošću pružanja likvidnosne potpore u eurima. Sistemski su rizici tako dodatno smanjeni, što financijski sustav čini otpornijim na vanjske šokove. Daljnja integracija europodručja jedan je od ključnih izazova pred zemljama članicama, u kojima bi se usavršavanjem bankovne unije izloženost financijskim rizicima dodatno smanjila.

Republika Hrvatska početkom ove godine postala je 20. članica europodručja, a euro službena novčana jedinica i zakonsko sredstvo plaćanja u Hrvatskoj. HNB je počeo sudjelovati u oblikovanju zajedničke monetarne politike europodručja uključivanjem guvernera u rad Upravnog vijeća ESB-a i provodi ju u Republici Hrvatskoj. Osim toga, od ulaska u tzv. blisku suradnju u srpnju 2020. godine HNB poslove nadzora nad pojedinim kreditnim institucijama obavlja u suradnji s ESB-om, dok makrobonitetnu politiku oblikuje i provodi samostalno, ali u koordinaciji s ESB-om i ostalim članicama jedinstvenoga nadzornog mehanizma (JNM).

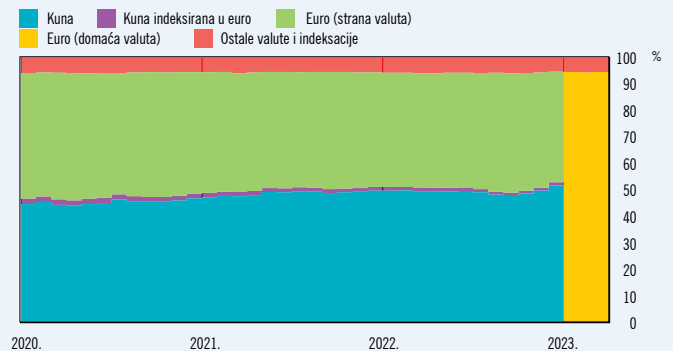
Glavne prednosti ulaska u europodručje za građane i gospodarstvo višestruke su, od ukidanja valutnog rizika, nižih kamatnih stopa i transakcijskih troškova, poticaja međunarodnoj razmjeni i investicijama do sudjelovanja u operacijama Eurosustava te pristupa mehanizmima financijske pomoći u kriznim situacijama (Strategija uvođenja eura, 2018.). Valutni je rizik desetljećima, zbog visoke euroiziranosti, bio glavno obilježje domaćega gospodarstva (slike 1. i 2.), pa se njegovim uklanjanjem ujedno povećava otpornost financijskog sustava i gospodarstva na sistemske rizike. Istodobno se smanjuje trošak zaduživanja za građane, gospodarstvo i državu u odnosu na scenarij zadržavanja vlastite nacionalne valute, što je postalo vidljivo i prije samoga formalnog uvođenja eura (Zrnc, 2022.). Prilagodba monetarnog instrumentarija

Slika 1. Udio kredita u stranoj valuti, ili vezanih uz nju, pada s oko 60% na 2%



Izvor: HNB

Slika 2. Udio depozita u stranoj valuti pada s oko 50% na 6%

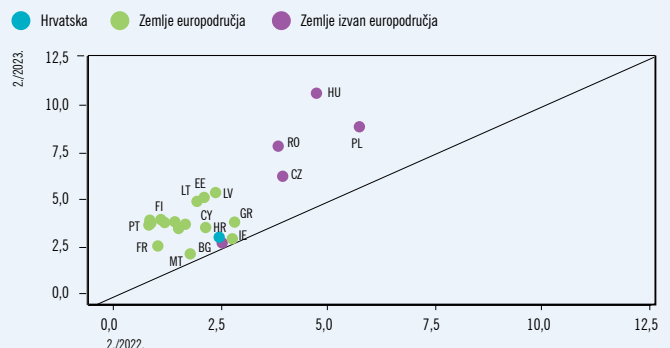


Izvor: HNB

ujedno je povoljno djelovala na kamatne stope na novoodobrene stambene kao i kredite poduzećima koje su krajem 2022. godine prvi put bile niže u odnosu na kamatne stope u većini europskih zemalja (Slike 3. i 4.). Navedeno je rezultat i pada regulatornog troška, koji je ukidanjem minimalno potrebnih deviznih potraživanja i smanjenja obvezne pričuve na 1% (Slika 5.) dodatno ojačao kreditni potencijal banaka, a time i utjecao na sporiji rast kamatnih stopa.

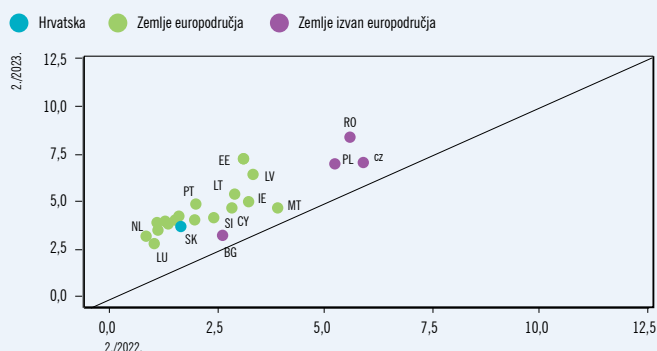
Pripreme za uvođenje eura rezultirale su znatnim jednokratnim troškovima za banke kao i trajnim gubitkom dijela prihoda. Od 2023. banke trajno gube dio prihoda od deviznog poslovanja (eurskog), koji je u 2022. ukupno iznosio nešto više od 25% prihoda od provizija i naknada (Slika 6.). Osim gubitka prihoda, najznačajniji trošak uvođenja eura za banke povezan je s prilagodbom IT infrastrukture koji je tijekom 2022. godine iznosio oko 150 milijuna eura. Osim toga, banke su, uz Financijsku agenciju i Hrvatsku poštu, od sredine prosinca 2022. do sredine siječnja 2023. imale značajnu ulogu u opskrbi građana i poslovnih su-

Slika 3. Kamatne stope na stambene kredite kućanstvima ostale su gotovo nepromijenjene



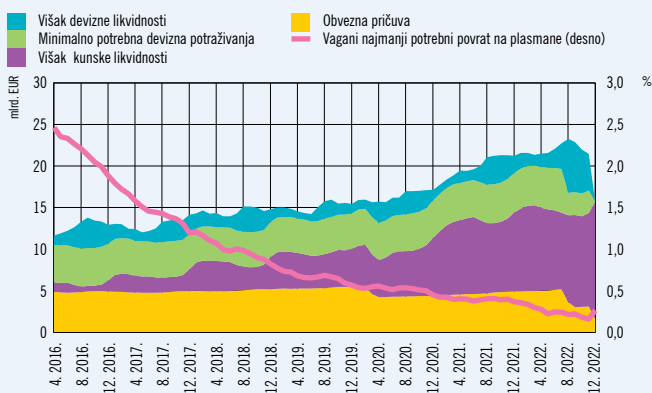
Napomena: Prikazane su kamatne stope u veljači 2022. i 2023. na kredite izdane u domaćoj valuti.
Izvor: ESB

Slika 4. Kamatne stope poduzećima porasle su, no blaže nego u ostalim zemljama



Napomena: Prikazane su kamatne stope u veljači 2022. i 2023. na kredite izdane u domaćoj valuti.
Izvor: ESB

Slika 5. Pred uvođenje eura regulatorni trošak znatno se smanjio, a bankovna se likvidnost povećala

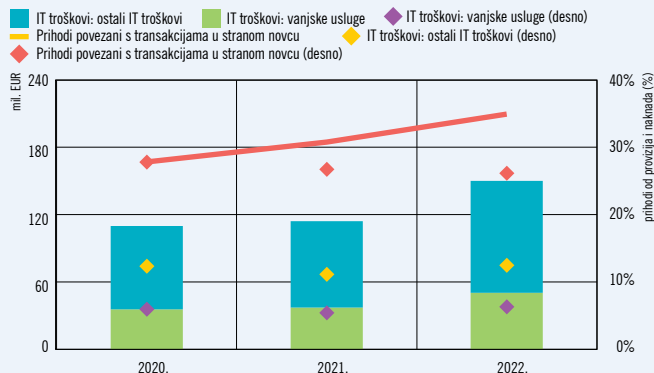


Izvor: HNB

bjekata novčanicama i kovanicama eura bez naknade, što je osim kod poslovnica svih institucija omogućeno i prilagodbom mreže bankomata.

U financijskom sustavu ostvarene su brojne prilagodbe koje nose dugoročne koristi. Uz dugoročne koristi kao što su smanjenje valutnog i

Slika 6. Banke su izdvojile rekordan iznos za usklađivanje IT infrastrukture



Izvor: HNB

kamatnog rizika, dodatna korist od uvođenja eura proizlazi iz potpunog nestajanja rizika valutne krize (primjerice deprecijacije domaće valute), ali i smanjenja rizika i troška bankovne i platnobilančne krize. Također, pojedine vrijednosnice hrvatske države ulaskom u europodručje postaju prihvatljiv kolateral u monetarnim operacijama Eurosustava, čime postaju atraktivnije sudionicima europskih financijskih tržišta. Tako se rizik izvora financiranja kod bankarskog sektora kao i kod države dodatno smanjuje. Unatoč osnivanju jedinstvenih organa poput JNM-a i jedinstvenoga sanacijskog mehanizma (JSM), dugoročni izazovi nadziru se u daljnjoj integraciji zemalja europodručja u bankovnu uniju. Prednosti bankovne unije bile bi vidljive u većoj transparentnosti i konkurentnosti do, naposljetku, nižih sistemskih rizika u jedinstvenom sustavu za osiguranje depozita, što bi dodatno potaknulo mobilnost financijskih sredstava kod članica europodručja.

Hrvatski platni sustavi spremno su dočekali prihvaćanje nove valute, a njihova daljnja prilagodba trajat će do kraja 2023. Budući da je još u 2016. godini bila uspostavljena hrvatska komponenta sustava TARGET2, a SEPA platna shema za bezgotovinske transakcije primjenjivala se i za kunska plaćanja, nakon prestanka rada platnih sustava za namiru transakcija u kunama platni se promet bez poteškoća preselio na eursku infrastrukturu. Do kraja 2023. još preostaje dovršiti migraciju sustava trenutnog plaćanja te središnjeg depozitorija vrijednosnih papira (SKDD) na europske sustave TIPS (TARGET Instant Payment Settlement) i T2S (TARGET2-Securities).

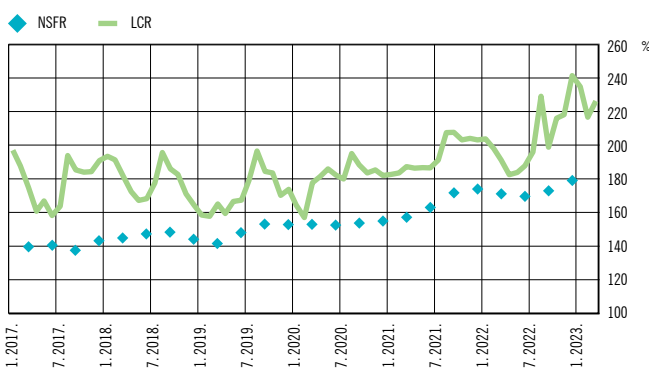
II. Otpornost kreditnih institucija

Hrvatski bankovni sustav ostao je i u 2022. visoko kapitaliziran i profitabilan, održavajući znatne viškove kapitala i likvidnosti, a njegovu otpornost dodatno povećava i niska financijska poluga. Kapitalna pozicija banaka, iako blago smanjena pod utjecajem nerealiziranih gubitaka zbog smanjene fer vrijednosti dužničkih instrumenata, i dalje je izrazito snažna. To pokazuju i rezultati testiranja otpornosti na stres u scenariju koji hipotetski pretpostavlja nepovoljna gospodarska kretanja te pojačavanje inflatornih pritisaka. U usporedbi s prošlogodišnjim rezultat je ovog stresnog testiranja povoljniji, što je povezano sa znatnim rastom prihoda u okruženju rastućih kamatnih stopa.

A. Likvidnost

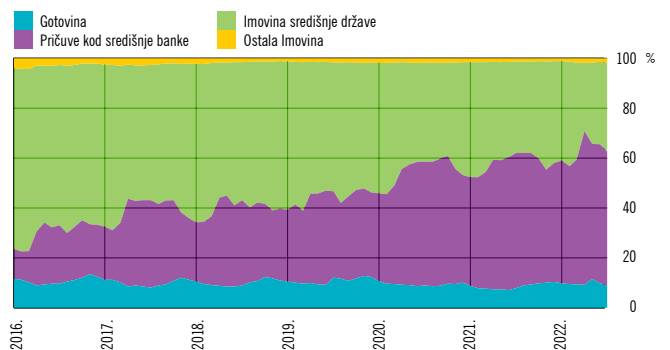
Sposobnost kratkoročnog pokrića neto odljeva kao i dugoročna sposobnost financiranja obveza ostali su na vrlo visokoj razini. Pod utjecajem oslobađanja sredstava obvezne pričuve i minimalno potrebnih deviznih potraživanja radi usklađivanja monetarnog instrumentarija s ESB-ovim (vidi Okvir 5.), provedenog u dva navrata u kolovozu i prosincu 2022., koeficijent likvidonosne pokrivenosti (LCR) na kraju 2022. porastao je s 203,1% na iznimno visokih 241,4%. Do kraja ožujka tek se blago smanjio, na 226,2% (Slika II.1.). U strukturi likvidnih sredstava porastao je udio depozita kod središnje banke, koje zajedno s gotovinom tvore 63% likvidne imovine (Slika II.2.), što je jedan od najviših omjera u EU-u. Relativno niska izloženost hrvatskih banaka dužničkim vrijednosnim papirima trenutačno štiti likvidnu imovinu od većeg utjecaja pooštrenja monetarne politike i kolebljivosti na financijskim tržištima, koje izravno smanjuju vrijednost dužničkih vrijednosnih papira s fiksnim prinosom.

Slika II.1. Likvidnost i udio stabilnih izvora financiranja ostali su na visokim razinama



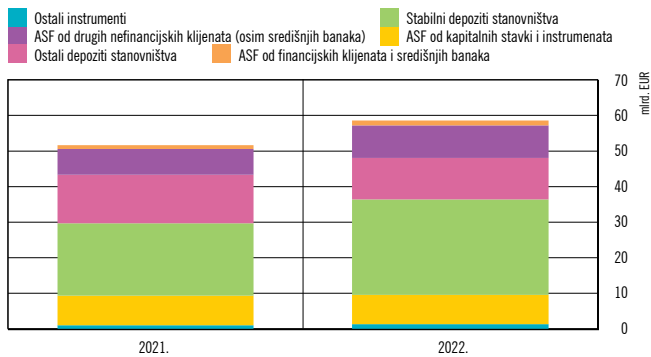
Izvor: HNB

Slika II.2. Gotovina i pričuve kod središnje banke najznačajniji izvor likvidnosti



Izvor: HNB

Slika II.3. Depoziti stanovništva čine najveći dio stabilnog financiranja

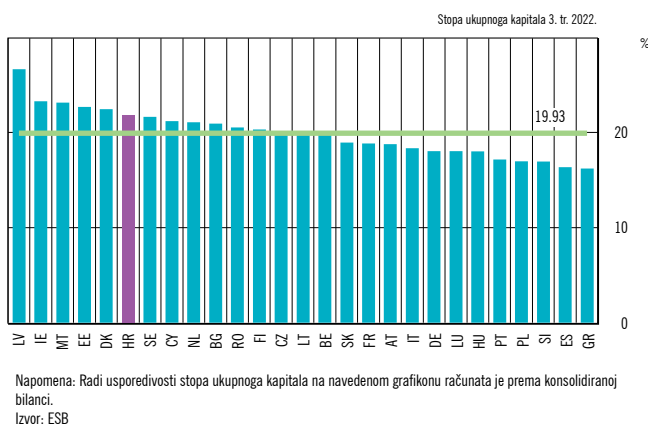


Napomena: ASF predstavlja dostupne stabilne izvore financiranja.
Izvor: HNB

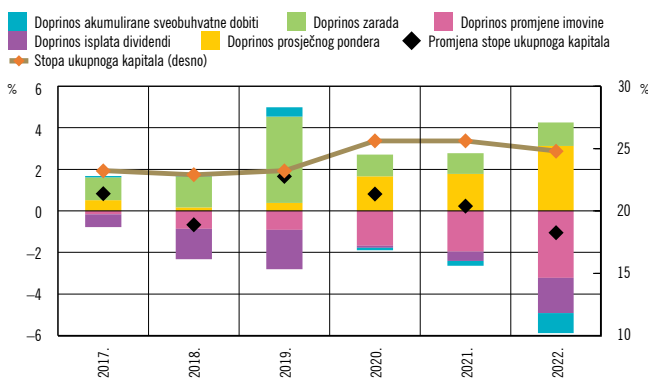
Pokazatelj neto stabilnih izvora financiranja (NSFR) također je porastao pod utjecajem snažnog rasta depozita (Slika II.3.). Rast NSFR-a na 179,1% na kraju 2022. odražava sve snažniji rast depozita privatnoga nefinancijskog sektora, koji i nadalje nadmašuje kreditni rast. Iznimno visoka razina pokazatelja stabilnih izvora financiranja smanjuje osjetljivost kreditne aktivnosti na nagle promjene tržišnih uvjeta.

B. Kapitalna pozicija banaka

Slika II.4. Stopa ukupnoga kapitala među najvišima je u EU-u



Slika II.5. Isplate dividendi i nerealizirani gubici smanjili su stopu ukupnoga kapitala



Hrvatski bankovni sustav visoko je kapitaliziran, sa stopom ukupnoga kapitala koja je na kraju 2022. iznosila 24,8% te je bila među najvišima u EU-u (Slika II.4.). Stopa ukupnoga kapitala na razini cijelog sustava blago se smanjila tijekom te godine pod utjecajem povećanja ukupne imovine i smanjenja vrijednosti regulatornoga kapitala. Pritom su sistemski važne banke održavale stopu kapitala višu od prosjeka, dok je ona bila najniža kod ostalih banaka. U strukturi regulatornoga kapitala (Slika II.6.) većinu (97%) činio je njegov najkvalitetniji oblik, redovni osnovni kapital (engl. *Common equity tier 1 capital* – CET 1), a ostalo se odnosilo na dodatni osnovni i dopunski kapital.

Kapitalna pozicija bankarskog sektora uvelike se smanjila pod utjecajem nerealiziranih gubitaka zbog smanjenja fer vrijednosti obveznica mjerena kroz ostalu sveobuhvatnu dobit (OSD). Niže cijene dužničkih vrijednosnih papira doveli su ostalu sveobuhvatnu dobit na kraju 2022. u negativno područje, što je stopu ukupnoga kapitala smanjilo za oko 1 p. b. Smanjenju kapitala pridonijela je i isplata dividendi, nakon dvije godine pretežitog zadržavanja dobiti, jer su raspodjele nakon izbijanja pandemije bolesti COVID-19 bile obustavljene mjerama HNB-a sve do listopada 2021. godine. Naknadne isplate dobiti ostvarene u prethodnim godinama povećale su omjer isplaćenih dividendi u odnosu prema prošlogodišnjoj dobiti na 74,5%, što je znatno više od prosjeka u razdoblju 2020. – 2021., koji je iznosio 22%. S druge strane, intenzitet smanjenja kapitalne adekvatnosti ublažili su dobri poslovni rezultati i usmjeravanje sredstava prema manje rizičnim oblicima imovine (Slika II.5.).

Rizikom ponderirana imovina porasla je za 2% tijekom 2022., pri čemu je izloženost kreditnom riziku, glavna sastavnica rizikom ponderirane aktive, porasla za 1,6%. Povećanje imovine ponderirane rizikom (engl. *total risk exposure amount*, TREA) odražava porast iznosa ukupne izloženosti za 11%, i to izloženosti prema trgovačkim društvima, kućanstvima i kreditima osiguranima kolateralom nepokretne imovine, kao i iznosa novčanih sredstava kod središnje banke, na koje se primjenjuje ponder kreditnog rizika od 0%. To je tijekom 2022.

smanjilo prosječni ponder za kreditni rizik s 41,8% na 36,7%. Ta je razina i dalje razmjerno visoka u okvirima europodručja, a odražava pretežit oslonac na standardizirani pristup (Slika II.7.).

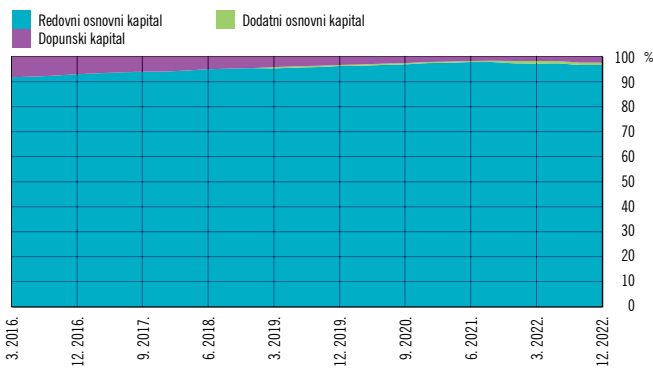
Ukupni kapitalni zahtjevi, koji se sastoje od zahtjeva iz prvog i drugog stupa te zahtjeva za kombinirani zaštitni sloj, u 2023. bi se trebali povećati nakon neznatnog smanjenja tijekom 2022. godine. Smanjenje ukupnih zahtjeva sa 16,36% na 15,48% TREA-e na kraju 2022. posljedica je nižih zahtjeva iz stupa 2, koji je na agregatnoj razini bio za 95 baznih bodova niži nego u 2021. (Slika II.8.). S početkom primjene više stope protucikličkoga zaštitnog sloja (vidi poglavlje III.) kapitalni zahtjevi za banke na kraju ožujka 2023. povećani su za 0,5 postotnih bodova, a do kraja 2023. povećat će se dodatno za 0,5 postotnih bodova. Višak kapitala iznad regulatornih zahtjeva na kraju 2022. iznosio je 9,4% TREA-e, što pokazuje da se na

razini sustava nesmetano mogu ispuniti dodatni zahtjevi. U takvim uvjetima kombinirani zaštitni sloj kapitala ostaje u cijelosti dostupan za pokrivanje mogućih gubitaka u slučaju potrebe, što povećava prostor djelovanja makrobonitetne politike u stresnim razdobljima.

Rast imovine i smanjenja regulatornoga kapitala banaka smanjili su omjer financijske poluge na 9,7%, što je i dalje znatno iznad propisane granice od 3% (Slika II.9.). U nominalnom iznosu zahtjev za omjer financijske poluge za banke bio je znatno niži od paralelnih prudencijalnih zahtjeva na osnovi rizikom ponderirane imovine (vidi Okvir 6.), što je uobičajeno za bankovne sektore s relativno visokim ponderima rizika.

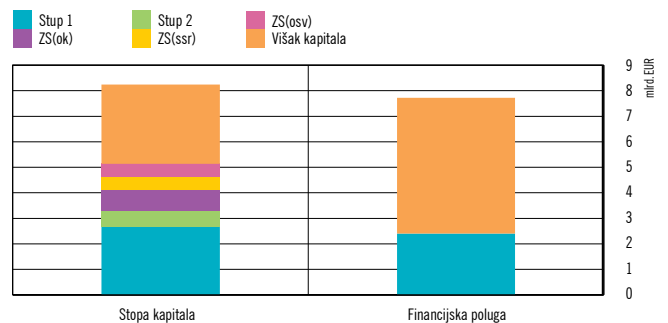
Banke su na kraju 2022. bile usklađene i sa sanacijskim ciljevima postavljenima u odnosu na minimalni zahtjev za vlastiti kapital i prihvatljive obveze (engl. *minimum require-*

Slika II.6. Banke većinu kapitala drže u obliku redovnog osnovnog kapitala (CET 1)



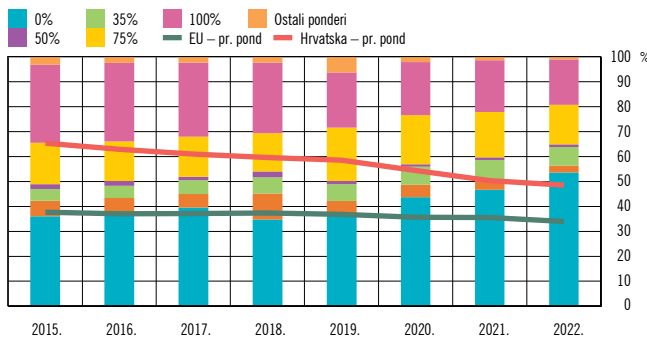
Izvor: HNB

Slika II.8. Banke održavaju znatne viškove kapitala iznad prudencijalnih zahtjeva



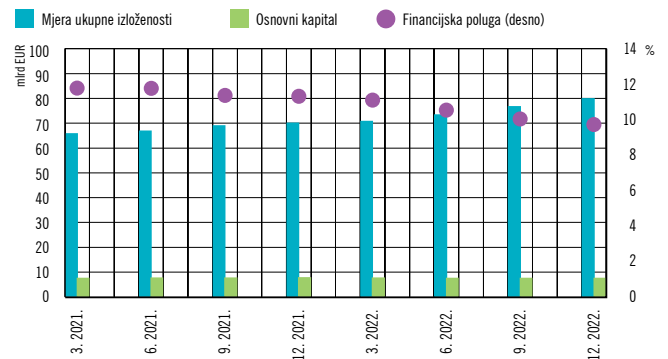
Napomena: Stanje na 31. 12. 2022. stup 1 – minimalni kapitalni zahtjev; stup 2 – naloženi dodatni regulatorni kapital; zs(ssr) – zaštitni sloj za strukturni sistemski rizik, zs(ok) – zaštitni sloj za očuvanje kapitala; osv(osv) – zaštitni sloj za OSV institucije.
Izvor: HNB

Slika II.7. Izloženost kreditnom riziku nastavlja padati, ponajviše zbog povećanja kategorija s ponderom 0%



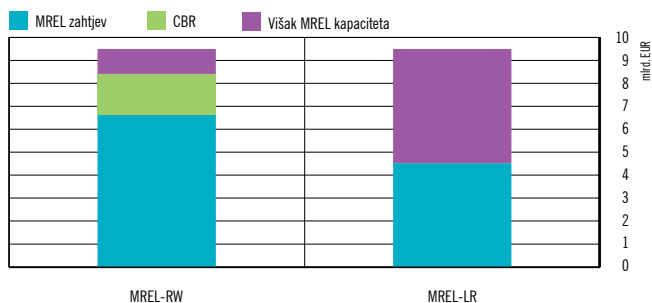
Napomena: Ponderi rizika računati su za banke koje primjenjuju standardizirani pristup izvještavanja. Za 2022. godinu prosječni ponderi rizika za Hrvatsku i EU obuhvaćaju opažanja za treće tromjesečje.
Izvori: HNB; ESB

Slika II.9. Financijska poluga nastavila se smanjivati



Izvor: HNB

Slika II.10. MREL kapacitet dovoljan za pokrivanje konačnog cilja MREL zahtjeva



Napomena: Stanje na 31. 12. 2022.; MREL zahtjev istodobno se održava kroz dva omjera: kao omjer prema rizikom ponderiranoj imovini (MREL-RW, izražen u postotku TREA-e) i kao omjer prema ukupnom iznosu izloženosti koji se rabi za izračun financijske poluge (MREL-LR, izražen u postotku TEM-a). CBR – kombinirani zaštitni sloj kapitala.
Izvor: HNB

ment for own funds and eligible liabilities, MREL; vidi Okvir 6.). Sanacijski su subjekti na agregatnoj razini održavali MREL kapacitete koji su na kraju 2022. bili viši od obvezujućega prijelaznog, ali i konačnog cilja propisanih MREL zahtjeva (uključujući i kombinirani zaštitni sloj kapitala koji se održava povrh MREL zahtjeva izraženog u odnosu na rizikom ponderiranu imovinu, MREL-RW). Najveći dio MREL kapaciteta banke su održavale u obliku vlastitoga kapitala (84%, od čega 81% u obliku redovnoga osnovnog kapitala), dok je preostali dio zahtjeva zadovoljen iz prihvatljivih obveza. Tijekom 2022. dvije su banke izdale obveznice namijenjene većinom održavanju ovih zahtjeva. Kao i kod prudencijalnih zahtjeva, u sanacijskom su okviru zahtjevi u omjeru prema rizikom ponderiranoj imovini (MREL-RW) u nominalnom iznosu bili također viši od paralelnih MREL zahtjeva zasnovanih na ukupnom iznosu izloženosti (MREL-LR, Slika II.10.).

Okvir 6. Kapitalni zahtjevi za kreditne institucije u prudencijalnom i sanacijskom regulatornom okviru

S obzirom na ključnu ulogu koju imaju u financijskim tokovima i gospodarstvu, banke podliježu strogim regulatornim zahtjevima koji se odnose na količinu i kvalitetu kapitala kojima se nastoji osigurati kontinuitet njihova poslovanja. Tako se na banke u Europskoj uniji danas primjenjuju dva paralelna okvira: prudencijalni i sanacijski. Prudencijalni okvir primjenjuje se na sve banke s osnovnim ciljem osiguranja odgovarajuće kapitalne zaštite u odnosu na izloženosti riziku i sprječavanja prekomjerne upotrebe financijske poluge tijekom njihova poslovanja. Sanacijskim okvirom osigurava se da sve banke održavaju primjereni kapacitet za snošenje gubitaka u slučaju propadanja, a banke čije bi napuštanje tržišta bilo protiv javnog interesa i moglo ugroziti stabilnost financijskog sustava, dodatno i iznos za dokapitalizaciju. Trenutačno traje prijelazno razdoblje tijekom kojeg se hrvatske banke usklađuju sa sanacijskim zahtjevima Jedinstvenoga sanacijskog odbora i HNB-a, a koji postaju obvezujući 1. siječnja 2024.

Kako bi bankovni sustav bio stabilan i siguran, ključan je preduvjet da banke posjeduju dovoljno kapitala za pokrivanje rizika kojima su izložene u svom poslovanju, odnosno za apsorpciju gubitaka koji mogu nastati materijalizacijom tih rizika. Banke zbog toga podliježu strogim regulatornim zahtjevima koji se odnose na količinu i kvalitetu kapitala koji moraju držati. Mnogi od tih zahtjeva uvedeni su ili postroženi nakon svjetske financijske krize, s namjerom povećanja otpornosti bankovnog sustava, a istodobno je porasla i svijest o važnosti urednog, brzog i učinkovitog rješavanja financijskih poteškoća u bankama koje propadaju, kako bi se izbjeglo prenošenje zaraze na ostatak financijskog sustava i prevladavanje troška krize na porezne obveznike. Na temelju tih spoznaja uz prudencijalni okvir, kojem je jedan od osnovnih ciljeva osigurati da banke tijekom poslovanja imaju dovoljno kapitala kako bi bile otporne na moguće gubitke (tzv. *going concern*), razvija se i sanacijski okvir, odnosno okvir za uredno rješavanje kriznih situacija u bankama (tzv. *gone concern*). Za većinu banaka rješavanje krizne situacije podrazumijeva izlazak s tržišta uobičajenim insolventijskim postupkom. Međutim, kada su u pitanju banke čije bi propadanje ugrozilo javni interes u smislu stabilnosti financijskog sustava i održavanja gospodarske aktivnosti, primjenjuju se mehanizmi sanacije koji omogućavaju da se troškovi sanacije u najvećoj mogućoj mjeri rasporede na dioničare i vjerovnike banaka, s ciljem da se očuva kontinuitet ključnih funkcija banke te izbjegne veći štetni učinak na financijsku stabilnost i zaštitu javna sredstva.

Sanacijski i prudencijalni okvir primjenjuju se istodobno i međusobno su komplementarni, sa zajedničkim ciljevima postizanja dugoročne održivosti, stabilnosti i efikasnosti financijskog sustava te smanjenja vjerojatnosti i troškova budućih financijskih kriza. U harmoniziranoj europskoj regulativi, prenesenoj i u pravni okvir Republike Hrvatske, revidirani prudencijalni i sanacijski zahtjevi za kreditne institucije propisani su u tzv. Bankovnom paketu¹.

¹ Bankovni paket uključuje Uredbu o kapitalnim zahtjevima (*Capital Requirement Regulation*, CRR), Direktivu o kapitalnim zahtjevima (*Capital Requirement Directive*, CRD), Direktivu o oporavku i sanaciji (*Bank Recovery and Resolution Directive*, BRRD) i Okvirnu uredbu o jedinstvenom sanacijskom mehanizmu (*Single Resolution Mechanism Regulation*, SRMR).

Prudencijalni okvir

U sklopu prudencijalnog okvira bankama su propisane dvije vrste kapitalnih zahtjeva: zahtjevi razmjerni rizičnosti imovine, odnosno izraženi u postotku rizikom ponderirane imovine (engl. *total risk exposure amount*, TREA) i zahtjevi za financijsku polugu, koji kapital promatraju u omjeru prema ukupnom iznosu izloženosti (engl. *total exposure amount*, TEM)², neovisno o njezinoj procijenjenoj rizičnosti. Ti su zahtjevi međusobno komplementarni, pa tako zahtjev za financijsku polugu, osim što ograničava prekomjerno oslanjanje na financiranje dugom, istodobno pruža i zaštitu od pogrešaka u modelima mjerenja rizika i određivanju pondera rizika kod banaka koje za izračun regulatornoga kapitala primjenjuju pristup zasnovan na internim rejting-modelima. Naime, stvarna zaštita koju pružaju kapitalni zahtjevi izraženi u postotku TREA-e bitno ovisi o ispravno procijenjenim ponderima rizika, koji, ako su podcijenjeni, neopravdano smanjuju osnovicu za izračun kapitalnih zahtjeva i iznos kapitala potreban za ispunjavanje tih zahtjeva. U takvom slučaju omjer financijske poluge, koji ne ovisi o ponderima rizika, osigurava da i banke s niskim ponderima rizika održavaju odgovarajuću razinu kapitala u odnosu na ukupne izloženosti.

Prudencijalni kapitalni zahtjevi u odnosu na rizikom ponderiranu imovinu

Prudencijalni kapitalni zahtjevi koji se izražavaju u postotku TREA-e osiguravaju da banke održavaju iznos kapitala koji odgovara rizičnosti njihove imovine. Sastoje se od triju glavnih elemenata: minimalnoga kapitalnog zahtjeva (tzv. zahtjev u sklopu prvog stupa, engl. *Pillar 1 requirement*, P1R); dodatnoga kapitalnog zahtjeva (tzv. zahtjev u sklopu drugog stupa, engl. *Pillar 2 requirement*, P2R) i kombiniranoga zaštitnog sloja kapitala (engl. *combined buffer requirement*, CBR). Sve banke u sustavu europskog nadzora banaka moraju poštovati minimalni kapitalni zahtjev, utvrđen u Uredbi o kapitalnim zahtjevima (CRR) na razini od 8% ukupne izloženosti riziku.

Dodatni kapitalni zahtjev specifičan je za svaku banku i određuju ga mikrobonitetna nadzorna tijela (iz Europske središnje banke i iz država članica), koja u sklopu godišnjih postupaka nadzorne provjere i ocjene (engl. *Supervisory Review and Evaluation Process*, SREP) procjenjuju rizike kojima su banke izložene i provjeravaju njihovu sposobnost pravilnog upravljanja tim rizicima. Minimalni i dodatni kapitalni zahtjevi zajedno se nazivaju ukupnim SREP regulatornim zahtjevom, koji je za banke pravno obvezujući pa njegovo kršenje dovodi do supervizorskih mjera i sankcija, a u krajnjem slučaju do gubitka dozvole za poslovanje. Osim ukupnog SREP kapitalnog zahtjeva, od banaka se očekuje i da postupe u skladu s ESB-ovom preporukom u sklopu drugog stupa (engl. *Pillar 2 guidance*, P2G), kojom se može preporučiti razina kapitala koju trebaju održavati kako bi mogle izdržati financijski stres. Preporuka u sklopu drugog stupa nije zakonski obvezujuća, nego je riječ isključivo o nadzornim očekivanjima čije neispunjavanje u srednjem roku može izazvati posljedice (npr. da se preporuka pretvori u zahtjev iz drugog stupa i time postane obvezujuća).

² Mjera ukupne izloženosti jest zbroj vrijednosti izloženosti imovine (osim ako se ona oduzima pri utvrđivanju osnovnoga kapitala), izvedenica, uvećanja za kreditni rizik druge ugovorne strane u određenim transakcijama i izvanbilančnih izloženosti.

Treći element čine zaštitni slojevi kapitala, koji služe povećanju otpornosti bankovnog sustava u cjelini u odnosu na različite vrste sistemskih rizika. Zaštitni slojevi kapitala predviđeni su za apsorpciju gubitaka banaka u stresnim razdobljima³ i štite banke od zadiranja u ukupni SREP zahtjev. Na taj se način čuva kontinuitet njihova poslovanja i podržava kreditna aktivnost, što u kriznim razdobljima podupire oporavak gospodarstva. Kršenje kombiniranoga zaštitnog sloja ne dovodi do supervizorskih mjera ni sankcija, kako se ne bi ograničila mogućnost njihova korištenja u stresnim razdobljima. Umjesto toga, banka koja ne ispunjava kombinirani zaštitni sloj kapitala podliježe ograničenju isplate dividendi (razmjerno stupnju kršenja zahtjeva) i obvezi izrade plana za očuvanje kapitala, sve do trenutka kada ponovno ne ispunji zahtjev za kombinirani sloj.

Zahtjev za omjer financijske poluge

Omjer financijske poluge, koji se računa kao omjer osnovnoga kapitala i ukupne izloženosti banke, uveden je kao mjera kojom se prati izloženost banaka riziku prekomjernog financiranja dugom. Za razliku od drugih kapitalnih zahtjeva u prudencijalnom okviru, omjer financijske poluge ne uzima u obzir rizičnost pojedinih izloženosti (imovine), već se kapital promatra u omjeru prema ukupnom iznosu izloženosti (TEM). Kako se primjenjuju istodobno, omjer financijske poluge može se smatrati komplementarnim kapitalnim zahtjevima izraženima u odnosu na TREA-u i zrcali njihovu strukturu: sastoji se od zahtjeva iz prvog stupa (P1R-LR, koji trenutno iznosi 3%) i zahtjeva iz drugog stupa (P2R-LR), a može biti nadopunjen i uputom iz drugog stupa, odnosno pravno neobvezujućim supervizorskim očekivanjem iznad omjera financijske poluge (P2G-LR). Osim toga, banke koje su identificirane kao globalno sistemski važne (GSV), povrh omjera financijske poluge obvezne su održavati i zaštitni sloj omjera financijske poluge⁴. Kao i ukupni SREP zahtjevi, omjer financijske poluge minimalni je regulatorni zahtjev⁵ koji banke moraju održavati u svakom trenutku, a njegovo kršenje pokreće niz regulatornih mjera, uključujući mjere rane intervencije i nadzorne mjere, a, u ekstremnim slučajevima, oduzimanje odobrenja za rad⁶.

Sanacijski okvir

Sanacijskim okvirom propisuje se minimalni zahtjev za regulatorni kapital i prihvatljive obveze⁷ (engl. *minimum requirement for own funds and eligible liabilities*, MREL) kako bi se osiguralo da banke u svakom trenutku održavaju dovoljan iznos kapitala i obveza u obliku prikladnih instrumenata, s ciljem olakšanja provedbe odabrane strategije sanacije

3 Osim protucikličkoga zaštitnog sloja, za koji je u regulativi predviđena mogućnost otpuštanja u trenutku materijalizacije cikličkih sistemskih rizika.

4 Stopa ovoga zaštitnog sloja iznosi polovinu visine stope zaštitnog sloja za GSV instituciju izražene u postotku TREA-e te se primjenjuje na iznos TEM-a.

5 Članak 92 CRR-a

6 Članak 27 BRRD-a i članci 104 i 18d CRD-a

7 Sanacijski okvir EU-a naslanja se na međunarodne standarde koje je razvio Odbor za financijsku stabilnost (*Financial Stability Board*, FSB) tako da MREL zahtjevi slijede iste regulatorne ciljeve osiguravanja dostatne apsorpcije gubitaka i dokapitalizacije kao i međunarodni standard TLAC, odnosno ukupni kapacitet apsorpcije gubitaka (engl. *Total Loss Absorption Amount*), koji se primjenjuje na globalne sistemski važne banke.

(engl. *resolution strategy*) ako banka propada ili je vjerojatno da će propasti (engl. *ailing or likely to fail*). Sanacijsku strategiju za svaku banku utvrđuje sanacijsko tijelo u sanacijskom planu, a ona ovisno o važnosti banke može biti redovni postupak zbog insolventnosti (za banke čiji izlazak s tržišta redovnim stečajnim postupkom ne bi narušio financijsku stabilnost i/ili nanio štetu gospodarstvu) ili sanacija primjenom sanacijskih instrumenata i ovlasti (kada je to zbog veličine, povezanosti i kompleksnosti banke u javnom interesu). Sanacijskim planom utvrđuje se i MREL zahtjev u skladu s ciljevima kao što su očuvanje kontinuiteta ključnih funkcija banke, izbjegavanje većega štetnog učinka na financijsku stabilnost te posebno sprječavanje širenja na cijeli financijski sustav i izbjegavanje trošenja javnih sredstava u postupku rješavanja propasti neke banke.

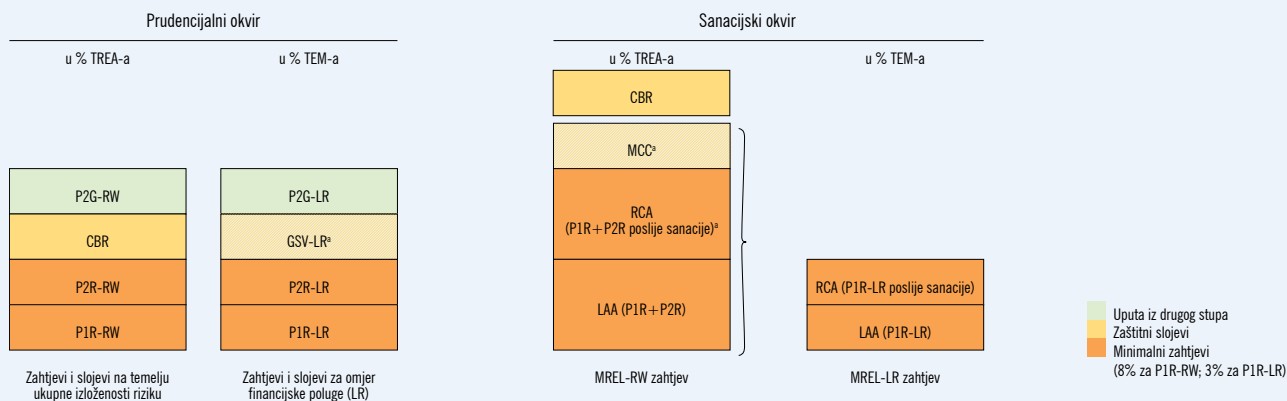
MREL zahtjev sastoji se od dvije komponente: prva je iznos za pokriće gubitaka (engl. *loss absorption amount*, LAA), koji su obvezne ispunjavati sve banke bez obzira na njihovu strategiju sanacije i služi pokrivanju gubitaka koji mogu nastati u slučaju propasti banke. Druga je iznos dokapitalizacije (engl. *recapitalisation amount*, RCA), koji je primjenjiv samo na institucije predviđene za sanaciju u slučaju propadanja, odnosno za koje je planom sanacije predviđeno poduzimanje mjere sanacije ili izvršavanje ovlasti za otpis i konverziju relevantnih instrumenata kapitala i prihvatljivih obveza. Njime se osigurava da institucija održava dovoljno vlastitih sredstava potrebnih za dokapitalizaciju do razine koja joj omogućava da i dalje ispunjava uvjete odobrenja za rad i obavlja svoju djelatnost. U sklopu iznosa dokapitalizacije određene banke ovisno o sanacijskoj strategiji i odluci sanacijskog tijela trebaju održavati i dodatak za održavanje povjerenja tržišta (engl. *market confidence charge*, MCC), koji treba osigurati da sanirana banka nakon provedene sanacije zadrži povjerenje investitora i tržišta. Taj je dodatak jednak kombiniranom zaštitnom sloju kapitala za pojedinu banku, umanjenom za protuciklički zaštitni sloj.

MREL zahtjev istodobno se održava kroz dva omjera: kao omjer prema rizikom ponderiranoj imovini (tzv. MREL-RW, izražen u postotku TREA-e) i kao omjer prema ukupnom iznosu izloženosti koji se rabi za izračun financijske poluge (tzv. MREL-LR, izražen u postotku TEM-a). Dodatak za održavanje povjerenja tržišta (MCC) primjenjuje se samo unutar MREL-RW zahtjeva. Uz to, banke koje su sanacijski subjekti povrh MREL-RW zahtjeva obvezne su održavati i kombinirani zaštitni sloj kapitala⁸. Takva obveza ne postoji kod MREL-LR zahtjeva, pa se u tom slučaju za njegovo ispunjavanje može iskoristiti i kapital kojim se u paralelnom okviru (utemeljenom na rizičnosti imovine) ispunjava kombinirani zaštitni sloj kapitala (Slika 1.). MREL zahtjevi mogu se održavati iz regulatornoga kapitala i prihvatljivih obveza, pri čemu se kriteriji za instrumente prihvatljivih obveza za kreditne institucije mogu razlikovati ovisno o odabranoj sanacijskoj strategiji pojedine bankovne grupe (SPE ili MPE)⁹.

8 Na taj način visina kombiniranoga zaštitnog sloja znatno uvećava ukupne zahtjeve, posebno za banke koje su obvezne održavati i MCC.

9 U regulatornom okviru razlikuju se dvije vrste sanacijskih strategija za grupe kreditnih institucija, strategije sanacije s jedinstvenom točkom pristupanja (SPE = *Single point of entry*) i strategije sanacije s višestrukim točkama pristupanja (MPE = *multiple point of entry*). MREL zahtjev za sanacijske subjekte postavljen je na konsolidiranoj razini sanacijske grupe (tzv. eksterni MREL) te se mora ispunjavati regulatornim kapitalom na razini sanacijske grupe i eksterno izdanim prihvatljivim obvezama. MREL zahtjev za institucije koje same nisu sanacijski subjekt postavlja se na individualnoj ili potkonsolidiranoj razini (tzv. interni MREL).

Slika 1. Stilizirani prikaz minimalnih zahtjeva i zaštitnih slojeva kapitala u prudencijalnom i sanacijskom okviru



* GSV-LR zaštitni sloj primjenjuje se samo na GSV institucije; MCC se primjenjuje na neke sanacijske subjekte ovisno o sanacijskoj strategiji i procjeni sanacijskog tijela. U sanacijskom okviru prikazan je kombinirani zaštitni sloj kapitala koji ne čini dio MREL-RW zahtjeva, ali se mora ispunjavati povrh njega. Zahtjevi unutar sanacijskog okvira prikazani su pojednostavnjeno jer sanacijsko tijelo može primjenjivati određene prilagodbe pri izračunu MREL zahtjeva posebice u dijelu izračuna RCA-a. Napomena: Odnosi se na banku koja je subjekt sanacije. Veličine polja na slici ne prikazuju realan odnos između različitih zahtjeva. Kratice: TREA – iznos izloženosti riziku; TEM – ukupan iznos izloženosti; P1R – zahtjev iz stupa 1; P2R – zahtjev iz stupa 2; CBR – kombinirani zaštitni sloj kapitala; P2G – uputa iz stupa 2; RW – ponderirano rizikom; LR – financijska poluga; LAA – iznos pokriva gubitaka; RCA – iznos za dokapitalizaciju; GSV – globalna sistemski važna; MCC – dodatak za održavanje povjerenja tržišta. Izvor: Prikaz HNB-a prema BRRD-u i CRR-u.

MREL zahtjevi po definiciji su minimalni regulatorni zahtjevi koje banke moraju uvijek ispunjavati, što znači da njihovo kršenje pokreće različite mjere¹⁰ nadležnih sanacijskih tijela s ciljem da se osigura ispunjavanje tih zahtjeva, uključujući i procjenu propada li banka ili je vjerojatno da će propasti. Mjere mogu uključivati supervizorske mjere, mjere rane intervencije, ograničenje raspodjela i/ili administrativne sankcije za banku, ali za razliku od nadzornih tijela, sanacijska tijela nisu ovlaštena oduzeti dozvolu za rad. Ako banka ispunjava MREL zahtjeve, ali ne ispunjava kombinirani zaštitni sloj povrh MREL-RW zahtjeva, ograničenje raspodjela ne primjenjuje se automatski, kao što je to slučaj kod kršenja kombiniranoga zaštitnog sloja povrh ukupnog SREP zahtjeva, nego sanacijsko tijelo ima ovlast na temelju vlastite procjene i nakon konzultacija s nadzornim tijelom banci zabraniti raspodjelu više od naj-

većega raspodjeljivog iznosa u odnosu na MREL („M-MDA“) s pomoću neke od sljedećih mjera:

- izvršenje raspodjele u vezi s redovnim osnovnim kapitalom
- stvaranje obveze isplate varijabilnih primitaka ili diskrecijskih mirovinskih pogodnosti ili isplate varijabilnog primitka ako je obveza plaćanja nastala u trenutku kada banka nije ispunjavala zahtjev za kombinirani zaštitni sloj ili
- provođenje plaćanja po instrumentima dodatnoga osnovnog kapitala.¹¹

¹⁰ Članak 45k BRRD-a

¹¹ Članak 16a BRRD-a

C. Testiranje otpornosti kreditnih institucija na stres¹⁴

Testiranje otpornosti kreditnih institucija na stres pokazuje da su kreditne institucije na postojećoj razini kapitaliziranosti sposobne podnijeti materijalizaciju rizika iz hipotetskoga scenarija. Test ima trogodišnji horizont i razmatra razinu solventnosti u dva različita scenarija gospodarskih kretanja u razdoblju od 2023. do kraja 2025. godine. Rezultati pridonose sveobuhvatnoj ocjeni sistemskog rizika u financijskom sustavu i mogu služiti kao dodatna informacija za kalibraciju makrobonitetnih mjera namijenjenih ublažavanju tih rizika. U ovogodišnje je testiranje uključena najava podizanja stope protucikličkoga zaštitnog sloja kapitala na 1% s primjenom od 31. prosinca 2023. (vidi poglavlje III.), pa je ukupna stopa kapitalnih zahtjeva na kraju svih triju godina stresnog testiranja za 1 p. b. veća od one na kraju 2022. Očekuje se da banke taj zahtjev ispune iz postojećih viškova kapitala, čime se zapravo provjerava njihova dostatnost glede sposobnosti zaštite banaka od iznimno nepovoljnih cikličkih kretanja.

C.1. Makroekonomski scenariji za stresno testiranje

Ispitivanje otpornosti kreditnih institucija na stres u razdoblju od 2023. do 2025. provodi se s pomoću dva različita scenarija, temeljnoga i stresnoga. Makroekonomska kretanja u temeljnom scenariju preuzeta su iz Makroekonomske projekcije HNB-a iz ožujka 2023. Nakon visokih stopa rasta gospodarske aktivnosti u 2021. i 2022. temeljni scenarij u okruženju povišene inflacije previda sporiji rast gospodarske aktivnosti u

¹⁴ Provođenje testiranja otpornosti na stres ispituje otpornost kreditnih institucija tijekom hipotetskih, iznimno nepovoljnih makroekonomskih i financijskih kretanja koja predstavljaju malo vjerojatnu, ali moguću materijalizaciju sistemskih rizika ocijenjenih relevantnima za poslovanje bankarskog sektora u Hrvatskoj. Iako testiranje otpornosti na stres nije projekcija nepovoljnih kretanja koja se očekuju u financijskom sektoru, njegovo provođenje pridonosi pravodobnoj procjeni sistemskih rizika te očuvanju stabilnosti.

Tablica II.1. Glavna obilježja temeljnoga i stresnoga makroekonomskog scenarija

	Početna vrijednost	Temeljni scenarij			Stresni scenarij		
	2022.	2023.	2024.	2025.	2023.	2024.	2025.
Inozemno okruže							
BDP EA (godišnja stopa promjene, %)	3,5	0,4	1,8	1,9	-3,5	-4,2	1,6
EURIBOR 3M, %	1,8	3,3	3,3	2,8	3,9	4,6	4,0
Makroekonomska kretanja							
BDP (godišnja stopa promjene, %)	6,3	1,5	2,7	2,6	-5,6	-2,3	3,7
Osobna potrošnja (godišnja stopa promjene, %)	5,2	0,3	2,7	2,6	-5,6	-2,5	4,3
Investicije (godišnja stopa promjene, %)	5,8	4,2	2,8	2,5	-7,4	0,0	7,3
Stopa nezaposlenosti (%)	7,1	7,0	6,8	6,1	7,3	8,1	6,6
Cijene nekretnina (godišnja stopa promjene, %)	16,5	7,9	3,4	1,5	-6,1	-6,6	6,5
Inflacija (%)	10,7	7,8	3,6	2,1	7,6	2,6	0,7
Uvjeti financiranja							
Prinos na državne obveznice	3,5	3,5	3,5	3,5	7,6	6,2	5,8
Aktivne kamatne stope na nove poslove kućanstvima, stambeni krediti	2,7	3,8	4,4	4,3	4,6	5,6	5,4
Aktivne kamatne stope na nove poslove poduzećima	3,0	3,8	4,1	4,0	4,6	5,6	5,1
Pasivne kamatne stope na nove poslove kućanstvima, oročeni depoziti	0,2	0,5	0,6	0,5	0,6	0,8	0,7
Pasivne kamatne stope na nove poslove poduzećima, oročeni depoziti u eurima	0,6	1,4	1,5	1,2	1,5	1,7	1,4

Izvori: DZS; HNB; Eurostat; ESB; Makroekonomske projekcije HNB-a, ožujak 2023. za temeljni scenarij i simulacija makroekonomskog modela PACMAN za stresni scenarij

sljedećim godinama, uz kumulativni porast u razdoblju 2023. – 2025. za 7,1 p. b. U temeljnom scenariju predviđa se postupno usporavanje inflacije potrošačkih cijena. Pad cijena energenata na međunarodnim tržištima uz nastavak primjene mjera za ograničavanje rasta cijena energenata i esencijalnih prehrambenih proizvoda u okružju poošttravanja uvjeta financiranja i usporavanje dinamike gospodarske aktivnosti trebao bi vršiti pritisak na potrošačke cijene. No, zahtjevi za usklađivanje realnih plaća trebali bi ograničiti snažniju korekciju u prvoj godini horizonta. Tek prema kraju projekcijskoga horizonta inflacija bi se postupno vratila na dugoročnu ciljanu razinu. Očekuje se i postupno usporavanje rasta cijena stambenih nekretnina, i to uglavnom u kasnijim godinama zbog baznog učinka snažnog povećanja razine cijena na kraju 2022. Iako se pretpostavlja nepromijenjena monetarna politika u odnosu na ožujak 2023., predviđa se daljnje poošttravanje uvjeta financiranja i porast aktivnih kamatnih stopa prema svim sektorima gospodarstva, s obzirom na vremensku odgovod i prijenos poošttravanja monetarne politike na domaće uvjete financiranja.

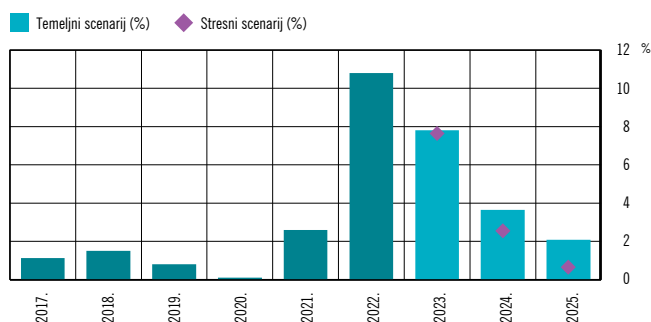
Ključna je značajka stresnog scenarija snažna kontrakcija gospodarske aktivnosti, uz dodatne pritiske na opskrbu i cijene sirovina, ali i nižu inflaciju. Geopolitička polarizacija započeta invazijom na Ukrajinu dodatno se pojačava i narušava globalne proizvodne lance smanjujući svjetsku trgovinsku razmjenu i potičući rast cijena energenata i sirovina. Kombinacija visokih cijena sirovina i energije, poošttranih globalnih financijskih uvjeta i visoke nesigurnosti snažan je negativni šok za svjetsko gospodarstvo te snažno opterećuje inozemnu

potražnju i negativno utječe na domaće gospodarstvo. Snažni inflacijski pritisci povećavaju inflacijska očekivanja i potiču rast zahtjeva za usklađivanje erodiranih realnih plaća. Spiralna dinamika cijena i plaća vrši pritisak na rast cijena, no snažna kontrakcija gospodarske aktivnosti naposljetku slabi potražnju i spušta inflaciju na nižu razinu. Financijski se uvjeti za realno gospodarstvo u situaciji narušenih tržišnih očekivanja pogoršavaju, dodatno smanjujući potrošnju i ulaganja. Slabiji gospodarski izgledi i stroži financijski uvjeti dovode i do znatne korekcije cijena nekretnina, a povećava se i zabrinutost zbog razine javnog duga, zbog čega jača pritisak na prinose državnih obveznica. Pregled kretanja glavnih makroekonomskih pokazatelja u temeljnom i stresnom scenariju dan je u Tablici II.1.

C.2. Zarade u temeljnom i stresnom scenariju

Pri stresnom testiranju primijenjen je unaprijeđeni model projiciranja neto operativnih zarada, kojim se posebno ocjenjuju neto kamatni prihodi kod poduzeća i kućanstava u ovisnosti o kretanju kamatnih stopa te neto prihod od provizija i naknada, dok se za ostale stavke operativnih zarada pretpostavlja stagnacija na razini iz 2022. Neto kamatni prihod projicijen je na temelju modelskih ocjena aktivnih i pasivnih kamatnih stopa na nove kredite kućanstvima i poduzećima (Slika II.13.). Pritom porast kamatnih stopa u 2023. odražava tekući i zaostali prijenos učinaka stezanja monetarne politike, uz stagnaciju kamatnih stopa u oba scenarija do konca projekcijskoga

Slika II.11. Kretanje inflacije potrošačkih cijena u temeljnom i stresnom scenariju



Izvori: DZS, Makroekonomske projekcije HNB-a, ožujak 2023. za temeljni scenarij i simulacija makroekonomskog modela PACMAN za stresni scenarij

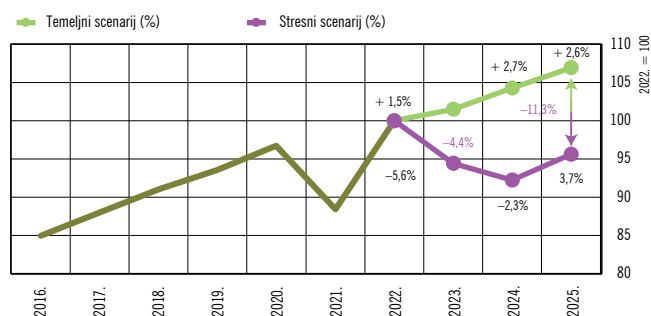
horizonta.

Pod utjecajem snažnijeg prijenosa monetarne politike na aktivne kamatne stope u odnosu na pasivne stope projiciran je rast neto kamatne marže za kućanstva i poduzeća, što pozitivno djeluje na neto kamatni prihod. Zbog uvođenja eura uzet je u obzir i utjecaj trajnoga gubitka većine prihoda od mjenjačkih i deviznih poslova, dok su administrativni troškovi ostali na razini iz prethodne godine (pritom se očekuju niži IT troškovi, nakon prošlogodišnjih troškova prilagodbe uvođenju eura, koje će u okružju povišene inflacije u 2023. nadomjestiti rast plaća i ostalih administrativnih troškova). U temeljnom su scenariju neto operativne zarade relativno stabilne, dok u stresnom scenariju u 2024. godini padaju u odnosu na prethodnu godinu zbog dodatnih troškova ispravaka vrijednosti uzrokovanih rastom neprihodonosnih kredita. U 2025. neto operativne zarade rastu zbog oporavka kreditne kvalitete portfelja (nižeg NPLR-a) uz stabilne neto kamatne prihode banaka.

Ukupni NPLR u temeljnom bi se scenariju mogao nastaviti smanjivati te se na kraju 2025. godine spustiti na 2,6%, s 3,0% na kraju 2022. U sektoru kućanstava rast nominalnih dohodaka kućanstava u situaciji nastavka povoljnih ekonomskih kretanja ublažava nepovoljan utjecaj povišene inflacije i viših kamatnih stopa na sposobnost otplate duga kućanstava¹⁵, te se očekuje smanjenje NPLR-a i za stambene i za potrošačke

15 U prognoziranju neprihodonosnih kredita napravljena je nadogradnja postojećih modela (vidi Financijsku stabilnost br. 22, Okvir 6.) tako da je umjesto običnog uprosječivanja rezultata deset modela odabranih na temelju najmanje vrijednosti RMSE-a iz procijenjenog skupa modela primijenjena metoda BACE (engl. *Bayesian Averaging of Classical Estimates*, vidi *Sala-i-Martin et al.*, 2004.) kojom se svi procijenjeni modeli agregiraju u jedan posteriorni model metodom koja je aproksimacija modela Bayesian model averaging (BMA).

Slika II.12. Kretanje realnog BDP-a u temeljnom i stresnom scenariju



Izvori: DZS, Makroekonomske projekcije HNB-a, ožujak 2023. za temeljni scenarij i simulacija makroekonomskog modela PACMAN za stresni scenarij

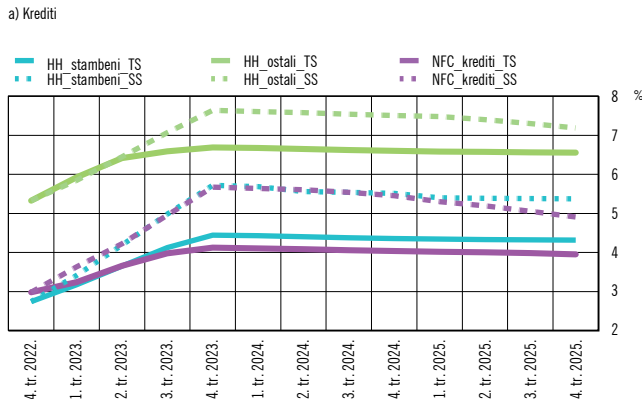
kredite. Kod nefinancijskih poduzeća smanjenje NPLR-a¹⁶ u temeljnom scenariju posljedica je poboljšanih poslovnih rezultata (mjenjenih rastom bruto operativnog viška) u uvjetima inflacije, koji neutraliziraju negativan učinak viših kamatnih stopa na sposobnost otplate duga.

U hipotetskom, stresnom scenariju moglo bi doći do preokreta i kvarenja kvalitete kredita, te bi sveukupni NPLR mogao porasti na 5,9% do kraja 2025. Na rast NPLR-a utječu kontrakcija gospodarske aktivnosti i rast kamatnih stopa koji su predviđeni u stresnom scenariju. Simulirani rast NPLR-a blaži je za sektor stanovništva, a nešto snažniji za sektor nefinancijskih poduzeća, koji snažnije reagira na rast kamatnih stopa.

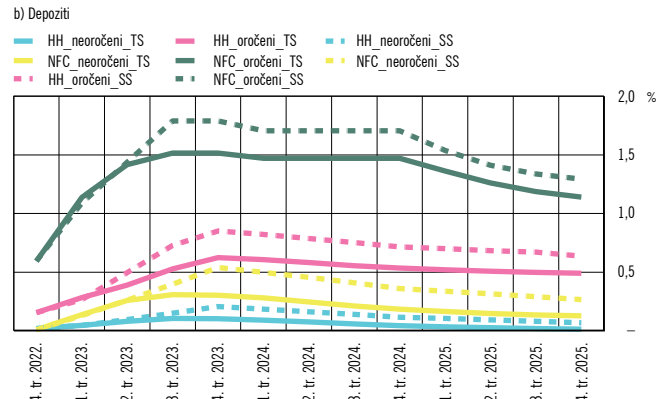
U stresnom je scenariju osim utjecaja koji dolazi od neprihodonosnih plasmana, procijenjen i dodatni trošak umanjivanja vrijednosti i rezerviranja za plasmane za koje još nisu nastupile poteškoće u otplati, jednak očekivanom kreditnom gubitku (faza 2. kreditnog rizika) u skladu s primjenom računovodstvenog standarda MSFI 9. Pritom je rast umanjivanja vrijednosti za očekivani kreditni gubitak (faza 2.) najizraženiji u prvoj godini stresnog scenarija, kada su pogoršanje gospodarskih kretanja i rast kamatnih stopa najintenzivniji, dok je rast umanjivanja vrijednosti i rezerviranja za plasmane za koje postoje poteškoće u otplati (faza 3.) snažniji u drugoj godini stresnog scenarija.

16 U trogodišnjem horizontu za 0,8 p. b. za kredite nefinancijskim poduzećima te stambene kredite kućanstvima i 0,7 p. b. za ostale kredite kućanstvima

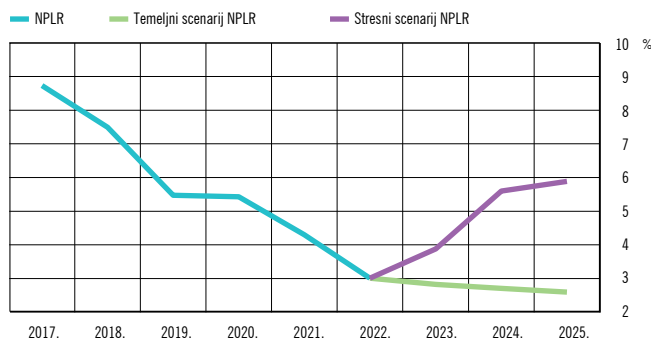
Slika II.13. Projekcija kamatnih stopa na nove poslove



Napomena: Kamate na oročene depozite poduzećima odnose se samo na depozite u eurima.
Izvor: HNB

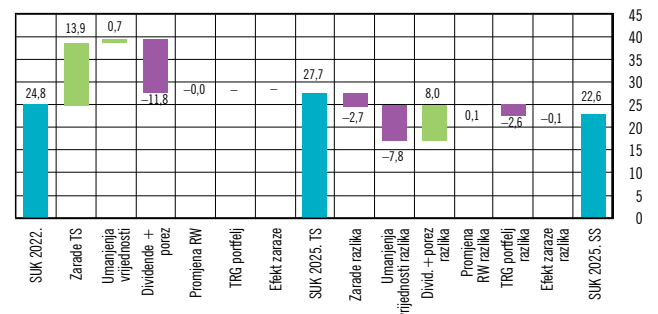


Slika II.14. Kretanje ukupnog NPLR-a u temeljnom i stresnom scenariju



Izvor: HNB

Slika II.15. Dekompozicija promjene stope kapitala u temeljnom i stresnom scenariju u trogodišnjem razdoblju od kraja 2022. do 2025.



Napomena: SUK 2025. TS odnosi se na stopu ukupnoga kapitala u temeljnom scenariju, a SUK 2025. SS na stresni scenarij. Za stresni scenarij gledamo odstupanje od temeljnog scenarija.
Izvor: HNB

C.3. Procjena stabilnosti bankovnog sustava

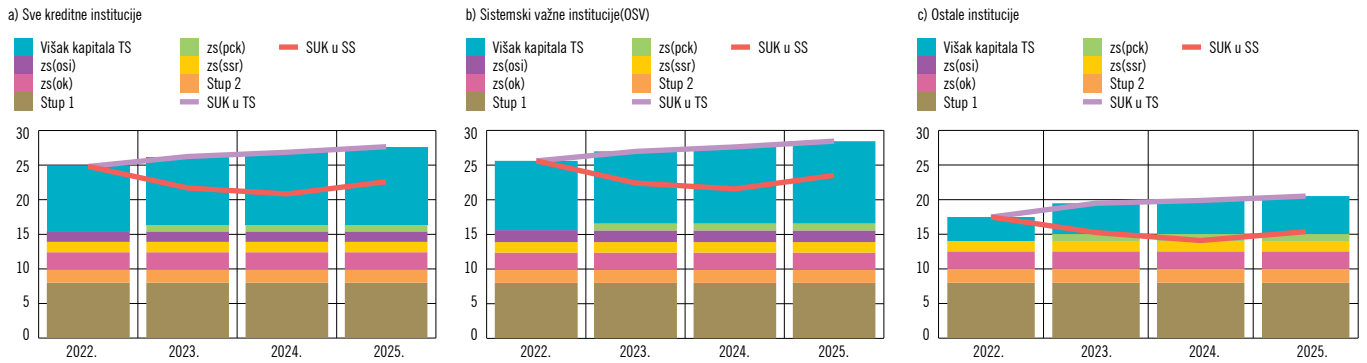
U temeljnom scenariju stopa kapitala povećava se s 24,8% na kraju 2022. na 27,7% na kraju 2025. Rast stope kapitala prvenstveno generira dobit koju kreditne institucije ostvaruju u tom scenariju. U oba je scenarija pretpostavljeno da kreditne institucije, ako ostvaruju dobit u tekućoj godini, plaćaju porez i isplaćuju dividende koje iznose 80% dobiti ostvarene u prethodnoj kalendarskoj godini, pa se tek dio zarada uključuje u kapital. Pritom je ograničen pretpostavljeni iznos isplate dividendi u slučaju kad isplata dovodi do ulaska u zaštitne slojeve kapitala.

U stresnom scenariju stopa kapitala smanjuje se tijekom prve dvije godine testnoga horizonta, nakon čega se u 2025. oporavlja i na kraju razdoblja doseže 22,6%. Razlike između ocijenjene solventnosti kreditnih institucija u stresnom i temeljnom scenariju proizlaze iz dodatnih umanjavanja vrijednosti zbog materijalizacije kreditnog rizika u situaciji stresa. Porast broja dužnika koji imaju poteškoće u servisiranju duga prema kreditnim institucijama, odnosno rast kreditnog rizika, izravno se prelijeva u niže neto operativne zarade. Također, porast prinosa na državne obveznice u stresnom scenariju smanjuje njihovu tržišnu vrijednost negativno se odražavajući na kapital. Dodatan vrlo blagi negativan učinak dolazi od međubankovne zaraze, mjereno neizravnim učincima preko zajedničkih izloženosti svih kreditnih institucija prema onim institucijama koje nemaju dovoljno kapitala za zadovoljavanje supervizorskoga kapitalnog zahtjeva.¹⁷ Kreditne institucije u stresnom scenariju

meljnom scenariju proizlaze iz dodatnih umanjavanja vrijednosti zbog materijalizacije kreditnog rizika u situaciji stresa. Porast broja dužnika koji imaju poteškoće u servisiranju duga prema kreditnim institucijama, odnosno rast kreditnog rizika, izravno se prelijeva u niže neto operativne zarade. Također, porast prinosa na državne obveznice u stresnom scenariju smanjuje njihovu tržišnu vrijednost negativno se odražavajući na kapital. Dodatan vrlo blagi negativan učinak dolazi od međubankovne zaraze, mjereno neizravnim učincima preko zajedničkih izloženosti svih kreditnih institucija prema onim institucijama koje nemaju dovoljno kapitala za zadovoljavanje supervizorskoga kapitalnog zahtjeva.¹⁷ Kreditne institucije u stresnom scenariju

¹⁷ Izravna međubankovna zaraza djeluje preko izravnih plasmana i obveza među kreditnim institucijama, dok neizravna međubankovna zaraza djeluje preko simulacije raspodaje državnih vrijednosnih papira od strane kreditnih institucija koje padaju na testiranju otpornosti.

Slika II.16. Stopa kapitala u temeljnom i stresnom scenariju u odnosu na minimalne prudencijalne kapitalne zahtjeve



Napomena: Stup 1 – minimalni kapitalni zahtjev; stup 2 – naloženi dodatni regulatorni kapital koja odgovara prosjeku za cijeli sustav; zs(ssr) – zaštitni sloj za strukturni sistemski rizik, zs(ok) – zaštitni sloj za očuvanje kapitala; zs(osv) – zaštitni sloj za OSV institucije, zs(pck) – protuciklički zaštitni sloj kapitala, SUK u TS – stopa ukupnoga kapitala u temeljnom scenariju; SUK u SS – stopa ukupnoga kapitala u stresnom scenariju. Višak kapitala definiran je kao razlika između ukupne stope kapitala kreditne institucije i zbroja minimalnih zakonskih zahtjeva kapitala za instituciju, tj. kao SUK – (stup 1 + stup 2 + zs(ok) + zs(ssr) + zs(osv) + zs(pck)). Zeleno iscrtkano područje ispod crvene linije označava višak kapitala u stresnom scenariju. Izvor: HNB

ostvaruju manju dobit u odnosu na temeljni scenarij, te stavka isplata dividendi i porezi (promatra li se stresni scenarij u odnosu na temeljni scenarij) ima pozitivan učinak na ukupnu stopu kapitala.

Rezultati provedenog ispitivanja otpornosti pokazuju znatnu heterogenost između pojedinih institucija (Slika II.16.).

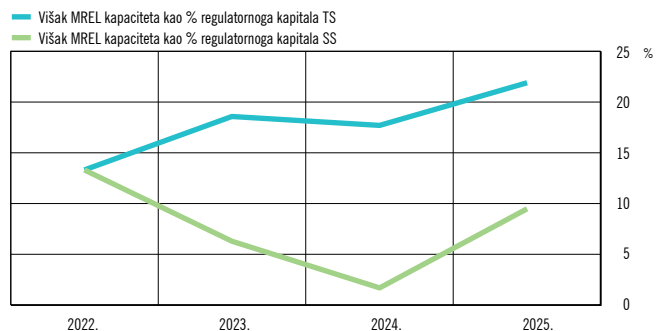
Ukupni bankovni sustav i agregat sistemski važnih kreditnih institucija ostvaruju razmjerno dobre rezultate i u stresnom scenariju, a akumulirani viškovi kapitala učinkovito apsorbiraju nepovoljan utjecaj makroekonomskih kretanja, te se stopa adekvatnosti kapitala zadržava iznad zakonskih zahtjeva. Kada je riječ o ostalim kreditnim institucijama, znatno manji zatečeni višak kapitala nije dovoljan za apsorpciju učinka višegodišnjih nepovoljnih gospodarskih kretanja, pa već u prvoj godini stresnog scenarija ostale kreditne institucije iscrpljuju višak kapitala i blago zadiru u kombinirani zaštitni sloj kapitala. Daljnja kontrakcija gospodarstva u sljedećim godinama dovodi do postupnog iscrpljivanja i ulaska u kombinirani zaštitni sloj (posebice u 2024.). Pojedinačni rezultati provedenih simulacija pokazuju da u nepovoljnim makroekonomskim uvjetima devet kreditnih institucija zadire u zaštitne slojeve kapitala. Osim toga, još jedna zadire i u naloženi dodatni regulatorni kapital (stup 2) te još jedna i u kapitalni zahtjev iz stupa 1. Sveukupno dvije kreditne institucije, koje čine 1,0% ukupne imovine bankovnog sustava, na kraju promatranoga horizonta ne bi imale dovoljno kapitala za zadovoljavanje supervizorskoga kapitalnog zahtjeva (engl. *Total Srep Capital Ratio*, TSCR).

Rezultati stresnog testiranja povoljniji su od prošlogodišnjih zbog poboljšanja u poslovanju banaka, ali i nešto drugačijeg scenarija. U uvjetima porasta kamatnih stopa kreditne institucije ostvaruju dodatnu zaradu od neto kamatnog prihoda. Troškovi umanjenja vrijednosti i rezervacija u ovom su stresnom testiranju također manji zbog povoljnije projekcije NPLR-a za nefinancijska poduzeća, na koju je inflacija imala blaži učinak nego u prethodnom testiranju zbog unaprjeđenja i reestimacije modela projiciranja NPLR-a. Na kraju, kreditne su institucije u 2022. smanjile izloženost u portfeljima osjetljivima na

kretanje cijena financijskih instrumenata na tržištu, a povećale izloženost u portfelju gdje kretanje cijena dužničkih i ostalih financijskih instrumenata nema izravan utjecaj na vrijednost izloženosti u bilanci. No, iako to sustav čini naizgled sigurnijim, istodobno skriva i potencijalne gubitke u slučaju prodaje tih financijskih instrumenata.

Povrh prudencijalnih kapitalnih zahtjeva bankovni sustav u stresnom scenariju uspijeva zadovoljiti i strože MREL¹⁸ zahtjeve (Slika II.17.). Ukupni bankovni sustav i u temeljnom i u stresnom scenariju zadovoljava konačne MREL zahtjeve, s time da jedna OSV kreditna institucija u 2024. i 2025. nema dostatan iznos regulatornoga kapitala i prihvatljivih obveza za istodobno pokriće MREL zahtjeva i kombiniranoga zaštitnog sloja kapitala.

Slika II.17. Višak MREL kapaciteta u odnosu na regulatorni kapital



Napomena: Višak MREL kapaciteta jednak je višku regulatornoga kapitala i prihvatljivih obveza nad MREL zahtjevom i kombiniranim zaštitnim slojem kapitala. Izvor: HNB

18 Minimalni zahtjev za vlastiti kapital i prihvatljive obveze (engl. *minimum requirement for own funds and eligible liabilities*)

Provedeno ispitivanje pokazalo je otpornost bankovnog sustava u suočavanju s hipotetskom krizom i pojačanim kreditnim gubicima u takvom malo vjerojatnom scenariju. Visoka kapitaliziranost banaka omogućuje sustavu da neokrznut prebrodi malo vjerojatan, ali moguć hipotetski scenarij produbljenja i produženog trajanja negativnih učinaka visokih cijena energenata i sirovina te pooštrenih globalnih financijskih uvjeta.

Ključnu ulogu pritom imaju zaštitni slojevi kapitala, čija izgradnja povećava otpornost bankovnog sektora i proširuje prostor djelovanja makrobonitetne politike u slučaju nastupanja krize, kako bi ublažila mogući negativni učinak na kreditnu aktivnost. Istodobno viškovi kapitala koje kreditne institucije dobrovoljno održavaju iznad propisanih zahtjeva omogućuju im nesmetano ispunjavanje povećanih zahtjeva za zaštitne slojeve.

III. Provođenje makrobonitetne politike

Uzlazna faza financijskog ciklusa u Republici Hrvatskoj nastavila se i u uvjetima neizvjesnosti te slabijih ekonomskih i financijskih kretanja koja su obilježila prijelaz godine. Ukupna izloženost sistemskim rizicima na kraju 2022. blago je smanjena, što je uglavnom posljedica ulaska u europodručje i nestanka valutnog rizika. Bankovni sustav ostao je stabilan i profitabilan te je zahvaljujući dobroj kapitalnoj i likvidnosnoj poziciji nastavio snažno kreditirati privatni nefinancijski sektor. HNB je u takvim uvjetima nastavio provoditi makrobonitetnu politiku usmjerenu ponajprije na očuvanje i jačanje otpornosti bankovnog sustava.

A. Instrumenti i aktivnosti makrobonitetne politike

U okruđu povišene neizvjesnosti u kojem se nastavlja uzlazna faza financijskog ciklusa, Hrvatska narodna banka nastavila je provoditi makrobonitetnu politiku usmjerenu na očuvanje otpornosti financijskog sustava. Slabiji gospodarski rast i inflacijski pritisci unatoč blagom poboljšanju ostaju glavni izvori rizika za financijsku stabilnost, a kao malo i otvoreno gospodarstvo Republika Hrvatska vrlo je podložna prelijevanju nepovoljnih kretanja iz okruđa. Nedavna previranja u globalnom bankarstvu dosad se nisu odrazila na domaće bankovno tržište, iako bi njihovo snažnije prelijevanje na EU i posebno tržišta matičnih institucija domaćih banaka moglo nepovoljno utjecati na stabilnost financijskog sustava.

Prioritet je makrobonitetne politike HNB-a izgradnja zaštitnih slojeva kapitala, koji povećavaju sposobnost banaka da podnesu moguće gubitke u slučaju materijalizacije nepovoljnih financijskih i ekonomskih scenarija. Kombinirani zaštitni sloj kapitala za sve kreditne institucije na kraju prvog tromjesečja 2022. iznosio je od 4,5% do 6,5% ukupnog iznosa izloženosti riziku. Čine ga zaštitni sloj za očuvanje kapitala od 2,5%, protuciklički zaštitni sloj kapitala čija stopa od 31. ožujka 2023. iznosi 0,5% i zaštitni sloj za strukturni sistemski rizik u visini od 1,5%, na što se utvrđenim ostalim sistemski važnim (u nastavku: OSV) kreditnim institucijama pribraja i odgovarajući zaštitni sloj kapitala za OSV kreditnu instituciju. Uz zaštitne slojeve u primjeni su i mjere koje se odnose na pondere rizika za izloženosti osigurane nekretninama, kao i dvije preporuke donesene s ciljem ublažavanja kreditnog i kamatnog rizika kod dugoročnih kredita potrošačima (Tablica III.1.).

A.1. Protuciklički zaštitni sloj kapitala

Pokazatelji cikličkoga sistemskog rizika krajem 2022. nastavili su se povećavati pod utjecajem rasta kreditiranja i ubrzanja cijena nekretnina. Na rast kredita najviše je utjecalo snažno povećanje potražnje nefinancijskih poduzeća za kreditima zbog naraslih potreba za financiranjem obrtnoga kapitala u uvjetima rasta cijena energije i pojedinih sirovina. Istodobno su

Tablica III.1. Instrumenti makrobonitetne politike u primjeni u RH na kraju prvog tromjesečja 2023.

Mjera	Godina uvođenja	Opis
Makrobonitetne mjere predviđene harmoniziranom europskom regulativom		
Zaštitni sloj za očuvanje kapitala	2014.	2,50%
Zaštitni sloj za strukturni sistemski rizik	2014.	1,5% za sve kreditne institucije
Zaštitni sloj za ostale sistemski važne kreditne institucije	2015.	Sedam OSV kreditnih institucija sa stopama zaštitnog sloja u rasponu od 0,5% do 2%
Protuciklički zaštitni sloj kapitala	2015.	0,5% od 31. 3. 2022. 1% u najavi, s primjenom od 31. 12. 2023.
Ponderi rizika za izloženosti osigurane hipotekom na stambenim nekretninama	2014.	Stroža definicija stambene nekretnine za primjenu povlaštenog pondera od 35%
Ponderi rizika za izloženosti osigurane hipotekom na poslovnim nekretninama	2016.	100%
Dodatni kriteriji za procjenu kreditne sposobnosti potrošača pri odobravanju stambenih potrošačkih kredita	2017.	Pri utvrđivanju kreditne sposobnosti potrošača kreditne institucije dužne su u obzir uzeti minimalne troškove života u skladu s Ovršnim zakonom.
Nacionalne makrobonitetne mjere		
Preporuka za ublažavanje kamatnoga i kamatno induciranoga kreditnog rizika	2017.	
Preporuka o postupanju pri odobravanju nestambenih kredita potrošačima	2019.	

Izvor: HNB

kreditu kućanstvima nastavili stabilno rasti, posebno u segmentu stambenih kredita (vidi poglavlje I.B.). Cijene stambenih nekretnina rastle su po visokim stopama tijekom cijele 2022., a njihov se rast dodatno ubrzao potkraj godine te je u četvrtom tromjesečju dosegnuo 17,3% na godišnjoj razini uz pad broja transakcija na tržištu (vidi poglavlje I.D.).

Uz takva kretanja i pokazatelji kreditnoga jaza i kompozitni indikator cikličkoga sistemskog rizika krajem 2022. naznačili su potrebu za višom stopom protucikličkoga zaštitnog sloja. Uz ubrzanje kreditiranja na zatvaranje kreditnog jaza utjecalo je i dugotrajno smanjivanje trend-vrijednosti omjera kredita i BDP-a, koja je tijekom 2022. padala brže nego omjer kredita i BDP-a. Omjer kredita i BDP-a unatoč rastu kredita blago se smanjio zbog relativno bržeg rasta BDP-a, što se može pripisati inflaciji koja trenutačno djeluje na BDP, a na stanje kredita djeluje tek s odgodom. Stoga su se specifični pokazatelji kreditnog jaza za Republiku Hrvatsku¹⁹ nastavili zatvarati, pri čemu su neki pokazatelji jaza već prešli u pozitivno područje (Slika III.1.). Na nastavak uzlazne faze financijskog ciklusa upućuje i kretanje kompozitnog indeksa cikličkoga rizika. Kompozitni indeks obuhvaća širi skup pokazatelja povezanih s prekomjernim kreditnim rastom, razvrstanih u šest kategorija rizika preporučenih od ESRB-a²⁰, kojima su dodijeljene jednake težine²¹. Njegovu povećanju u 2022. doprinose gotovo sve

kategorije pokazatelja, pri čemu se posebno ističu dinamika kreditiranja i kretanja na tržištu stambenih nekretnina (Slika III.2.).

Daljnja kumulacija cikličkih rizika potaknula je HNB na dodatno povećanje stope protucikličkoga zaštitnog sloja. Izgradnjom protucikličkog sloja kapitala HNB jača otpornost banaka te proširuje prostor za djelovanje instrumentima makrobonitetne politike u slučaju materijalizacije nepovoljnih financijskih i ekonomskih scenarija. **Odluka o povećanju stope** s 0,5%, u primjeni od kraja ožujka 2023., na 1% s početkom primjene na kraju godine, donesena je u prosincu 2022., nakon što je ta mogućnost najavljena još u kolovozu ako se nastavi kumulacija cikličkih rizika. Pritom je HNB uzeo u obzir i dobru kapitalnu poziciju i profitabilnost banaka (vidi poglavlje II.), koje na agregatnoj razini održavaju znatne viškove kapitala, pa ispunjavanje novoga kapitalnog zahtjeva ne bi trebalo negativno utjecati na dostupnost bankovnog kreditiranja.

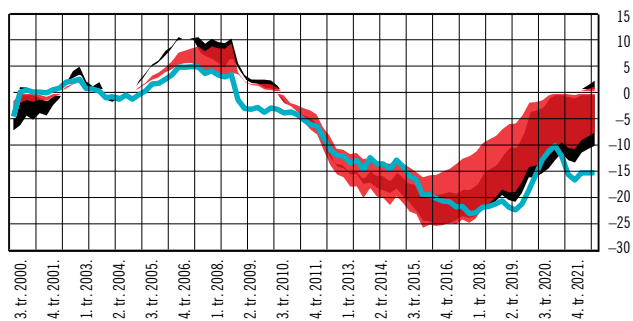
HNB nastavlja visinu protucikličkoga zaštitnog sloja pravodobno prilagođavati razvoju cikličkih rizika u svjetlu domaćih i globalnih financijskih i ekonomskih kretanja. Produblјivanje cikličkih ranjivosti u zreloj fazi ciklusa i razmjerno povoljnim makrofinancijskim okolnostima pruža podlogu za dodatno povećanje stope protucikličkoga zaštitnog sloja. Na

19 Specifični pokazatelji kreditnog jaza za Republiku Hrvatsku obuhvaćaju 12 pokazatelja: šest apsolutnih i šest relativnih jazova, koji su izračunati s pomoću različitih definicija kredita i različitih parametara izgladivanja. Više informacija dostupno je u publikaciji HNB-a *Makroprudencijalna dijagnostika br. 16* i u radu T. Škrinjarić (2022.), *Novi indikatori kreditnog jaza u Hrvatskoj: unapređenje kalibracije protucikličkog zaštitnog sloja kapitala*, *Istraživanja HNB-a* 1-69, lipanj.

20 Preporuka Europskog odbora za sistemske rizike od 18. lipnja 2014. o smjernicama za utvrđivanje stopa protucikličkog zaštitnog sloja (ESRB/2014/1)

21 Detaljnije informacije o kompozitnom indeksu objavljene su u publikaciji HNB-a *Makroprudencijalna dijagnostika br. 16* iz veljače 2022. te u radu T. Škrinjarić, (2022.), *Uvođenje kompozitnog indikatora cikličkog sistemskog rizika u Hrvatskoj: mogućnosti i ograničenja*, *Istraživanja HNB-a* 1-70, srpanj.

Slika III.1. Kreditni jaz



Napomena: Prikazani su bazelski jaz (plava krivulja) i raspon vrijednosti 12 kreditnih jazova koji za Republiku Hrvatsku bolje ispunjavaju signalnu funkciju nego bazelski jaz. Crveno osjenčana područja označuju raspon apsolutnih jazova, a crno osjenčano odnosi se na relativne jazove.

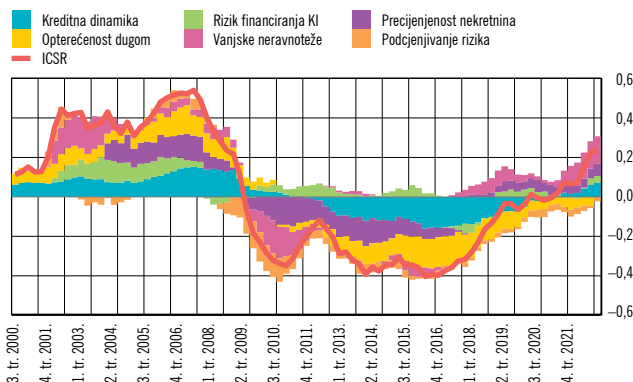
Izvor: HNB

osnovi redovite tromjesečne procjene rizika, HNB je u javno savjetovanje uputio nacrt odluke o dodatnom povećanju stope na 1,5%, s početkom primjene od lipnja 2024. Time se povećava prostor za protucikličko djelovanje makrobonitetne politike u slučaju preokreta financijskog ciklusa, jer bi jasna i snažna materijalizacija sistemskih rizika mogla potaknuti smanjivanje ili ukidanje protucikličkoga zaštitnog sloja, ako bude potrebno i na taj način poduprijeti kontinuitet kreditne aktivnosti banaka.

A.2. Pokrivanje rizika povezanih s tržištem nekretnina

Kako bi povećao otpornost banaka na rizike povezane s tržištem nekretnina, HNB primjenjuje i mjere koje se odnose na pondera rizika za izloženosti banaka stambenim nekretninama (stroža definicija stambene nekretnine za primjenu povlaštenog pondera rizika od 35%) i poslovnim nekretninama (viši ponder rizika za izloženosti osigurane poslovnim nekretninama – 100%). Ponderi rizika preispituju se svake godine s obzirom na ostvarene i očekivane gubitke po tim izloženostima, pri čemu se vodi računa i o trendovima na tržištu nekretnina i drugim financijskim i ekonomskim kretanjima. Posljednje preispitivanje provedeno je u drugom tromjesečju 2022. te je pokazalo kako su primijenjeni ponderi rizika i dalje primjereni utvrđenim rizicima. HNB uz to redovito prati i analizira podatke o uvjetima kreditiranja kućanstava (vidi poglavlje 1.B.), ali zasad ne primjenjuje makrobonitetne mjere usmjerene na korisnike kredita. S obzirom na relativno nisku izloženost banaka po stambenim kreditima i smanjen doseg takvih mjera zbog činjenice da velik dio kupoprodaja stambenih nekretnina nije financiran bankovnim kreditima, dok je među stambenim kreditima znatan udio subvencioniranih kredita na koje se ograničenja najčešće ne primjenjuju, HNB dosad nije držao potrebnim djelovati takvim mjerama.

Slika III.2. Indikator cikličkog rizika (ICSR)



Napomena: ICSR jednake težine 1/6 po skupinama indikatora.

Izvor: HNB

A.3. Pokrivanje strukturnih sistemskih rizika

Izloženost financijskog sustava strukturnom sistemskom riziku ostala je na umjerenom povišenoj razini. Među strukturnim ranjivostima domaćega gospodarstva, koje je kao malo i otvoreno gospodarstvo izrazito podložno preljevanju utjecaja iz međunarodnog okružja, posebno se ističu razmjerno visoka razina javnog duga, visoka izloženost bankarskog sektora državi te neravnoteže na tržištu rada u obliku vrlo niske stope participacije radne snage i nepovoljnih demografskih i migracijskih trendova koji ograničavaju potencijal gospodarskog rasta (vidi poglavlje 1.A.). U skladu s navedenim HNB je nakon redovitog preispitivanja visine zaštitnog sloja za strukturni sistemski rizik krajem 2022. njegovu stopu zadržao na postojećoj razini od 1,5% ukupnog iznosa izloženosti riziku za sve kreditne institucije. Nadalje, iako su ulaskom Hrvatske u europodručje početkom 2023. smanjene strukturne ranjivosti povezane s valutnim rizikom (vidi Okvir 5.), to neće utjecati na promjenu visine zaštitnog sloja za strukturni sistemski rizik jer su ovi rizici bili obuhvaćeni specifičnim kapitalnim zahtjevom koji za pojedinu banku određuju mikrobonitetna nadzorna tijela.

Rizici koji izvire iz tržišne koncentracije ostali su stabilni jer se struktura bankovnog tržišta u RH nije bitno promijenila. Redovnim preispitivanjem sistemske važnosti kreditnih institucija provedenim u posljednjem tromjesečju 2022. potvrđeno je već otprije određenih sedam OSV kreditnih institucija. Njihova se identifikacija temeljila na standardnom bodovnom pristupu upotpunjenom stručnom procjenom, koja je rezultirala zadržavanjem OSV statusa za jednu instituciju čiji su bodovi prvi put pali ispod praga.

Stope zaštitnog sloja kapitala za OSV institucije utvrđene su u rasponu od 0,5% do 2% ukupnog iznosa izloženosti riziku, razmjerno njihovoj sistemskoj važnosti i povijesnim gubicima bankovnog sustava (Tablica III.2.). Za dvije OSV kreditne

Tablica III.2. Ostale sistemski važne institucije

OSV KREDITNA INSTITUCIJA	Visina stope zaštitnog sloja određena za OSV kreditnu instituciju od 1. 1. 2023.	Visina stope zaštitnog sloja koju je OSV kreditna institucija dužna održavati od 1. 1. 2023. ^a
Zagrebačka banka d.d., Zagreb	2,0%	2,0%
Privredna banka Zagreb d.d., Zagreb	2,0%	1,75%
Erste&Steiermärkische Bank d.d., Rijeka	2,0%	2,0%
Raiffeisenbank Austria d.d., Zagreb	1,5%	1,5%
OTP banka Hrvatska d.d., Split	1,5%	1,5%
Hrvatska poštanska banka d.d., Zagreb	0,5%	0,5%
Addiko Bank d.d., Zagreb	0,5%	0,5%

^a S obzirom na status matične OSV ili GSC institucije u EU-u, ako je primjenjivo
Izvor: HNB

institucije stope su prilagođene u odnosu na prethodnu godinu kako bi bolje odražavale njihovu relativnu sistemsku važnost u odnosu na najveće OSV kreditne institucije. Uz to, ako je OSV kreditna institucija s odobrenjem za rad u RH ujedno članica grupe koja je OSV ili globalno sistemski važna institucija u EU-u na konsolidiranoj osnovi, takva kreditna institucija obvezna je održavati zaštitni sloj kapitala za OSV kreditnu instituciju najviše do visine stope propisane matičnoj instituciji, uvećane za 1 postotni bod, pri čemu ukupna stopa ne može prelaziti 3%. Slijedom toga, u 2023. jedna OSV kreditna institucija u RH obvezna je održavati stopu nižu od utvrđene.

B. Provođenje makrobonitetne politike u europskim zemljama

ESRB je početkom 2023. upozorio na porast sistemskih rizika povezanih s tržištem poslovnih nekretnina u Europskom gospodarskom prostoru. Nakon analize ranjivosti povezanih s tržištem stambenih nekretnina i izdanih upozorenja i preporuka usmjerenih nekim zemljama članicama krajem 2021., ESRB je tijekom 2022. analizirao i ranjivosti povezane s tržištem poslovnih nekretnina. S tim u vezi ESRB je u siječnju 2023. svim zemljama članicama preporučio²² da unaprijede sustav nadzora i praćenja rizika povezanih s ovim segmentom tržišta nekretnina, da osiguraju održive prakse financiranja i da povećaju otpornost financijskih institucija u odnosu na povezane rizike. Na kraju, Europskoj je komisiji preporučeno da počne razvijati instrumente za ublažavanje rizika povezanih s tržištem poslovnih nekretnina utemeljene na aktivnosti, odnosno one koji bi se odnosili na sve financijske institucije koje su izložene tržištu poslovnih nekretnina.

Kako je u većini zemalja članica došlo do usporavanja financijskog ciklusa, u prvom tromjesečju 2023. samo su neke zemlje postroživale svoje mjere makrobonitetne politike. Nakon rasprostranjenog pooštrenja tijekom 2022., u prvom tromjesečju 2023. samo su dvije zemlje – Francuska i Island – povećale najavljenу stopu protucikličkoga zaštitnog sloja kapitala. Francuska je u skladu s prethodnom najavom stopu povećala s 0,5% na 1%, s početkom primjene u siječnju 2024., kako bi dodatno ojačala otpornost bankovnog sustava na moguće gubitke povezane s preokretom financijskog ciklusa i pogoršanjem financijske situacije visokozaduženih kućanstava i poduzeća. S istom namjerom središnja banka Islanda povećala je stopu protucikličkoga zaštitnog sloja s 2% na 2,5%, koja će se početi primjenjivati u ožujku 2023. Nove su strukturne mjere donijele Malta i Finska. Malta je uvela sektorski zaštitni sloj za strukturni sistemski rizik na izloženosti osigurane stambenim nekretninama u visini od 1,5% te se time pridružila nizu zemalja koje su

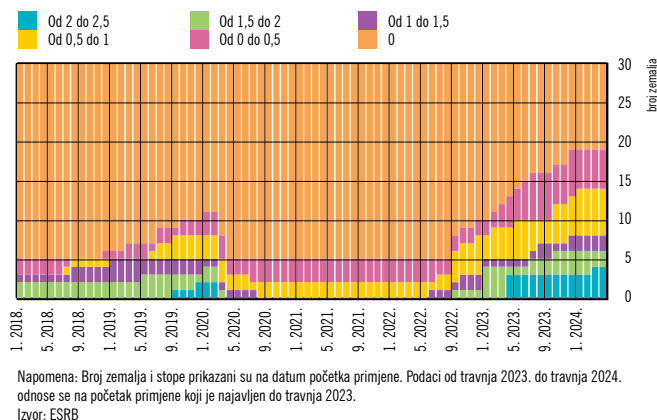
²² Preporuka o slabostima u sektoru poslovnih nekretnina u Europskom gospodarskom prostoru (ESRB/2022/9) od 1. prosinca 2022.

takvu mjeru uvele tijekom prošle dvije godine (Belgija, Njemačka, Slovenija, Litva i Lihtenštajn). Finska je uvela zaštitni sloj za strukturni sistemski rizik koji se primjenjuje u visini od 1% na sve izloženosti, a koji će se početi primjenjivati od travnja 2024. Namjera je povećati ukupnu otpornost financijskog sustava na moguće gubitke u slučaju recesije, s obzirom na rezultate stresnog testiranja koji su pokazali potrebu za povećanjem zaštitnih slojeva kapitala.

Broj zemalja članica koje primjenjuju protuciklički zaštitni sloj kapitala u posljednjih godinu dana znatno se povećao.

Nakon šoka izazvanog pandemijom sve je veći broj zemalja počeo aktivno rabiti protuciklički zaštitni sloj kapitala u odgovoru na rastuće cikličke rizike koji su pratili gospodarski oporavak. Stezanje protucikličkoga zaštitnog sloja u mnogim se zemljama nastavilo i nakon izbijanja rata u Ukrajini unatoč visokoj neizvjesnosti, inflacijskim pritiscima i pogoršanju izgleda rasta, s namjerom da se bez obzira na zrelu fazu financijskog ciklusa dodatno iskoriste postojeći viškovi kapitala i povećata otpornost bankovnog sektora. Poučene šokom zbog naglog izbijanja pandemije koje nije bilo povezano s prethodnom kumulacijom cikličkih rizika, neke su zemlje pristupile strategiji pozitivne neutralne stope protucikličkoga zaštitnog sloja (Cipar, Estonija, Irska, Litva i Nizozemska). Pozitivna neutralna stopa podrazumijeva primjenu stope veće od nule i u uvjetima kada ciklički rizici nisu povišeni, što stvara zaštitni sloj kapitala koji se može otpustiti pri izbijanju iznenadnih kriza nepovezanih s financijskim ciklusom.

Slika III.3. Protuciklički zaštitni sloj kapitala u zemljama EGP-a



Prema trenutačnim najavama do kraja travnja 2024. protuciklički zaštitni sloj sa stopom većom od nule primjenjivati će više od dvije trećine zemalja članica EGP-a (njih 19 od ukupno 30), najviše od njegova uvođenja u europski regulatorni okvir. Osim što su aktivirale pozitivnu stopu, zemlje su istodobno i povećavale stope ovoga zaštitnog sloja koje su već imale u primjeni (Slika III.3.) u odnosu na stope koje su se primjenjivale prije pandemije.

Okvir 7. Ocjena karaktera makrobonitetne politike s pomoću pristupa rast-pri-riziku

Pristup rast-pri-riziku jedan je od načina na koji se može ocjenjivati učinkovitost makrobonitetne politike. Troškovi zbog potencijalnog smanjenja prosječnoga budućeg rasta i koristi provođenja makrobonitetne politike u obliku smanjenja intenziteta i vjerojatnosti kriza ovdje se promatraju kroz projekciju cijele distribucije budućega gospodarskog rasta. Empirijska procjena za RH upućuje na zaključak da stezanje makrobonitetne politike u normalnim vremenima nema negativnog učinka na očekivani budući rast, ali može utjecati na smanjenje negativnih rizika u nepovoljnom scenariju.

Motivacija i uvodne definicije

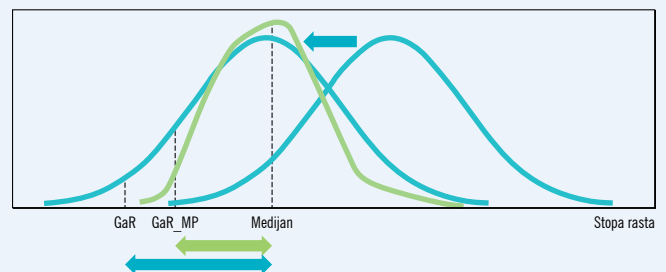
Makrobonitetna politika¹ može se promatrati kao upravljanje rizicima (engl. risk management). Vođenje politike tako podrazumijeva balansiranje rizika financijske krize ako se bankovni sustav pokaže nedovoljno kapitaliziranim, s rizicima da prestroga politika pretjerano priguši kreditiranje i gospodarski rast. Drugim riječima, makrobonitetna se politika temelji na usporedbi očekivanih troškova i koristi (engl. *cost and benefit*) alternativnih opcija za njezino vođenje u različitim makroekonomskim scenarijima. Makrobonitetne mjere obuzdavanja financijskog ciklusa i jačanja otpornosti financijskog sustava nose troškove u obliku negativnog utjecaja na prosječan rast ekonomije u temeljnim, najizglednijim scenarijima. S druge strane, te mjere ublažavaju intenzitet i posljedice financijskih kriza u malo vjerojatnim, ali mogućim nepovoljnim makroekonomskim scenarijima. Pri kalibraciji makrobonitetnih mjera teži se postići ravnotežu između sistemskog rizika i otpornosti uz danu makrobonitetnu politiku, pri kojoj je rezidualna razina sistemskog rizika nakon poduzetih mjera za njegovo ublažavanje prihvatljiva i održiva u financijskom sustavu u duljem roku (vidi Okvir 1.).

Jedna je od metodologija koje uspoređuju moguće troškove i koristi makrobonitetne politike pristup rast-pri-riziku (engl. *Growth-at-Risk*, GaR). Radi se o empirijskom modelu koji povezuje trenutačne makrofinancijske uvjete i karakter makrobonitetne politike s distribucijom gospodarskog rasta, odnosno istražuje njihov utjecaj na vjerojatnost materijalizacije nepovoljnih makroekonomskih scenarija.

Pristup GaR tako uzima u obzir cijelu distribuciju budućega gospodarskog rasta, pri čemu je konkretna putanja makrobonitetne politike među varijablama koje se primjenjuju za projekciju realnih kretanja u različitim scenarijima. Razmatranje cijele distribucije gospodarskog rasta omogućuje da se uz prosječan utjecaj makrobonitetne politike na očekivani rast ocijeni i njezin utjecaj na vjerojatnost materijalizacije manje vjerojatnih, nepovoljnih ishoda (Adrian i ostali, 2016.). Pooštravanje makrobonitetne politike u takvom bi analitičkom okviru trebalo povećati budući rast-pri-riziku (odnosno smanjiti vjerojatnost materijalizacije nepovoljnih gospodarskih scenarija u budućnosti), ali uz troškove u obliku smanjenoga medijalnog (ili prosječnog) rasta. Konkretno, u modelu se procjenjuje rast-pri-riziku, koji se definira kao rast BDP-a u nepovolj-

nom scenariju², očekivani medijalni rast i njihova međusobna udaljenost (engl. *distance to tail*, DTT). Aktivno provođenje makrobonitetne politike trebalo bi pozitivno utjecati na donji rep distribucije buduće stope rasta, te bi se vrijednost stope rasta pri nekom od nižih percentila trebala približiti središnjem dijelu distribucije (Slika 1.). Takva promjena distribucije rasta implicira da stroži karakter makrobonitetne politike smanjuje vjerojatnost i intenzitet iznimno nepovoljnih ekonomskih scenarija. Nasuprot tome, blaža makrobonitetna politika obično povećava udaljenost između te dvije stope rasta.

Slika 1. Usporedba distribucija rasta prije i nakon negativnog šoka, uz makrobonitetnu politiku i bez nje



Napomena: Desna plava distribucija odnosi se na stopu rasta prije nego se dogodi šok. Lijevo plava distribucija odnosi se na buduću stopu rasta nakon što se dogodio negativan šok, ali se danas ne djeluje mjerama makrobonitetne politike. Zelena se distribucija odnosi na buduću stopu rasta nakon negativnog šoka, ali uz prisutnost makrobonitetne politike danas. Uočava se da je DTT u slučaju zelene distribucije manja u odnosu na plavu. GaR i GaR_MP označavaju rast-pri-riziku za slučaj ekonomije bez makrobonitetne politike i s makrobonitetnom politikom. Izvor: Prilagođeno prema Duprey i Ueberfeldt (2020.).

Opis metodologije i rezultati

Kako bi se empirijski ocijenila učinkovitost makrobonitetne politike na temelju pristupa rast-pri-riziku, potrebno je procijeniti model koji povezuje makrofinancijske uvjete u ekonomiji i konkretnu makrobonitetnu politiku s cijelom distribucijom budućega gospodarskog rasta. U literaturi (vidi Adrian i ostali, 2016.) takav se model obično ocjenjuje primjenom kvantilne regresije, koja omogućava ocjenu učinaka odabranih varijabli na zavisnu varijablu u bilo kojem razredu distribucije varijable y :

$$y_{t+h}(\theta) = \beta_0(\theta) + \beta_1(\theta)MPI_t + \beta_2(\theta)y_t + \beta_3(\theta)Stress_t + \beta_4(\theta)FR_t + \varepsilon_t(\theta)$$

gdje je y stopa rasta realnog BDP-a, MPI je pokazatelj karaktera makrobonitetne politike, mjerenog indeksom makrobonitetne politike koji se konstruira kao razlika između broja mjera usmjerenih na jačanje i na ublažavanje te politike³, $stress$ je mjera stresa na financijskim tržištima,

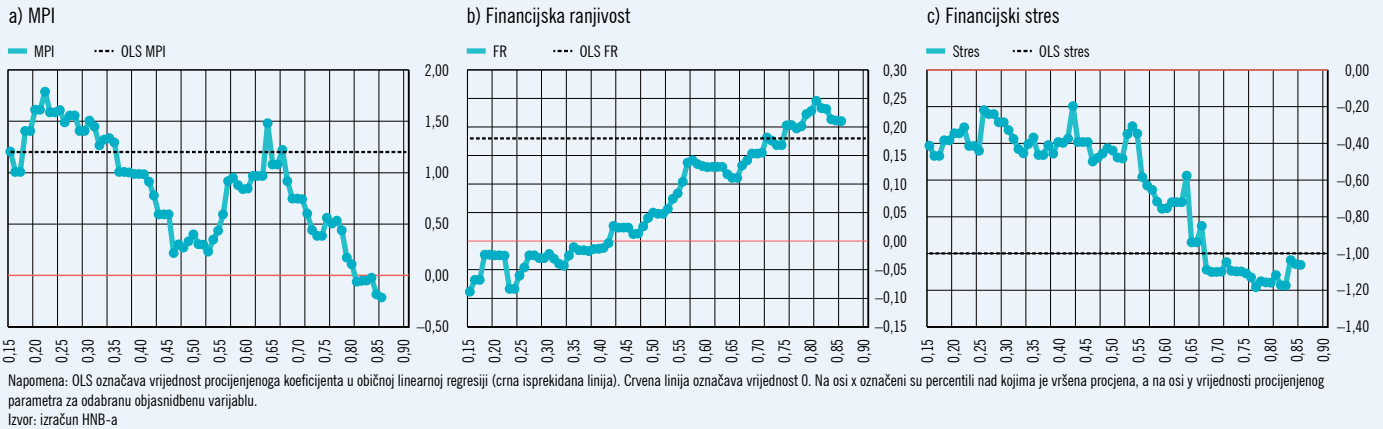
² U literaturi se obično promatra rast BDP-a na 5., 10. ili 15. percentilu distribucije, ovisno o dostupnosti podataka. Za panel-analize ili analize duljih vremenskih nizova mogu se rabiti niži percentili zbog dostatnog broja raspoloživih opservacija. U ovom se konkretnom istraživanju rabi 15. percentil distribucije rasta BDP-a jer je raspoloživ razmjerno malen broj opažanja (od 3. tromjesečja 1994. do 2. tromjesečja 2022. godine). Primjena užeg ruba distribucije (1. ili 5. percentil) dodatno bi smanjila pouzdanost rezultata.

Vidi R. Koenker (2005.): *Quantile regression*, Cambridge University Press.

³ Indeks makrobonitetne politike konstruiran je u HNB-u korekcijom podataka iz dvije međunarodne baze (ESB i MMF), s pomoću dostupnih informacija o mjerama HNB-a u prošlosti i stručne procjene.

¹ O značaju makrobonitetne politike nakon globalne financijske krize vidi A. Carstens (2021.); Ampudia i ostali (2021.) i Portes i ostali (2020.).

Slika 2. Procijenjeni parametri kvantilne regresije, četiri tromjesečja unaprijed



mjerenog indeksom financijskog stresa (HIFS)⁴, a *FR* su financijske ranjivosti, mjerene godišnjim promjenama omjera kredita i BDP-a, koje odražavaju akumulaciju cikličkih rizika. Dok se stres na financijskim tržištima nepovoljno odražava na gospodarski rast već u kratkom roku, nepovoljan učinak financijskih ranjivosti može se očekivati tek u srednjem roku.

Zbog problema multikolinearnosti i endogenosti makrobonitetne politike umjesto originalnog indeksa makrobonitetne politike kao varijabla *MPI* u gornjem modelu rabi se rezidualna komponenta modela poredane probit regresije (engl. *ordered probit*).⁵ U toj poredanoj probit regresiji zavisna je varijabla indeks makrobonitetne politike, a objasnidbene su varijable *y*, *FR* i *Stres* iz prethodna tri tromjesečja. *t* označava tromjesečje, *h* je broj sljedećih tromjesečja, tj. horizont za koji se prognozira buduća stopa rasta, θ je kvantil pri kojem se procjenjuje sam model⁶ i ε je slučajna komponenta.

Rezultati provedene analize pokazuju da se vrijednosti pojedinačnih ocijenjenih parametara mijenjaju s obzirom na položaj u distribuciji gospodarskog rasta jednu godinu ($h = 4$ tromjesečja) u budućnosti, što opravdava primjenu kvantilne regresije (Slika 2.). Parametri uz varijablu makrobonitetne politike pokazuju da je učinak njezine promjene najznačajniji na donjem repu distribucije budućeg rasta (petnaesti i njemu bliži percentili) te se smanjuje na višim percentilima pa je za medijalni

rast učinak gotovo neznačajan. To znači da poštovanje makrobonitetne politike smanjuje vjerojatnost vrlo nepovoljnih gospodarskih ishoda u kratkom roku, ali ne bi trebalo imati znatnijeg negativnog utjecaja na prosječni rast. Pozitivni parametri uz varijablu makrobonitetne politike ocijenjeni su i na pojedinim višim percentilima, što nije u skladu s intuicijom.

Promatrajući učinak makrobonitetne politike na buduću rast i u dužim vremenskim horizontima, uočava se pozitivan i značajan učinak na donjem repu distribucije rasta za sve horizonte (osim za tri godine unaprijed, što može biti posljedica kratkih vremenskih serija koje otežavaju procjenu, Slika 3.). Parametri ocijenjeni uz varijablu financijskih ranjivosti upućuju na njihov blagi negativan učinak na lijevom dijelu distribucije budućeg rasta, a pozitivan za desni dio. Takav rezultat ne čudi s obzirom na to da se pokazatelji poput kreditnog omjera upotrebljavaju za predviđanje kriza u srednjem roku (12 – 16 tromjesečja, vidi Škrinjar i Bukovšak, 2022.), dok se u kratkom roku financijski ciklus često podudara s poslovnim ciklusom, osobito u njihovim uzlaznim fazama.

Financijski stres očekivano ima negativnu korelaciju s gospodarskim rastom u kratkome roku, i to na cijeloj distribuciji gospodarskog rasta. Znatniji poremećaji na financijskim tržištima vrlo brzo jačaju percepciju rizika i opću neizvjesnost, što se nepovoljno odražava na odluke o potrošnji i investicijama, a time i na realnu gospodarsku aktivnost, pri čemu je ocijenjeni učinak najznačajniji u fazama izrazite ekspanzije.

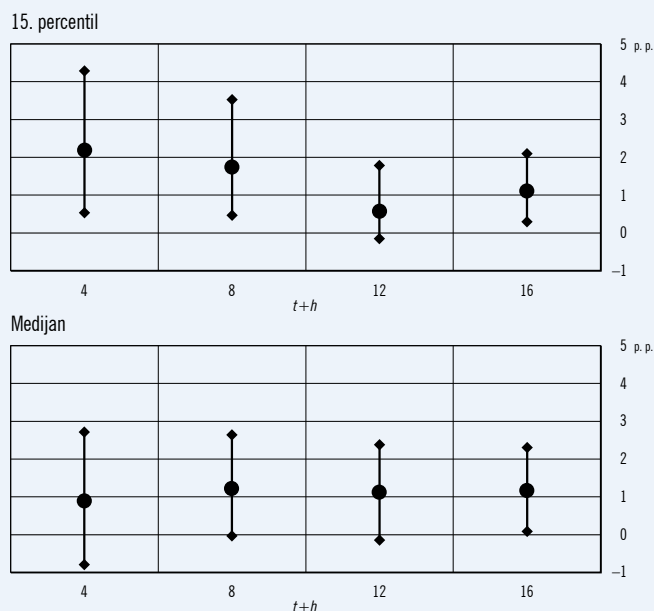
Kako bi se jasnije predočili učinci makrobonitetne politike na intenzitet loših ishoda gospodarskog rasta, na Slici 4. prikazuje se udaljenost medijalnog rasta od rasta pri riziku (DTT) za slučaj $h = 4$, pri čemu npr. opažanje u lipnju 2022. godine tumačimo kao vrijednost DTT-a u tom tromjesečju, uz djelovanje makrobonitetne politike i kretanja financijskog stresa i ranjivosti godinu dana ranije. Kako se radi o procijenjenim vrijednostima utemeljenima na tromjesečnim podacima, vrijednost te udaljenosti znatno oscilira, no može se izolirati njezin trend (siva krivulja), čije su promjene ilustrirane crvenim strelicama. Kako nisu *a priori* definirane preferencije nositelja makrobonitetne politike glede prihvatljive udaljenosti, na slici je predočen samo općenit trend kretanja te vrijednosti bez označavanja poželjnog raspona DTT-a, koji ovisi o toleranciji rizika od strane nositelja makrobonitetne politike. Naravno, osim

4 Indeks financijskog stresa (HIFS) odnosi se na indikator opisan u Okviru 1. u publikaciji Financijska stabilnost br. 20, a za razdoblje od 2023. godine nadalje potrebno je koristiti stres definiran u Okviru 2. ove publikacije. Varijabla *FR* izračunata je kao omjer kredita banaka nefinancijskom privatnom sektoru i zbroja četiri trend-vrijednosti desezoniranoga nominalnog BDP-a (vrijednost u tekućem tromjesečju i prethodna tri tromjesečja).

5 Makrobonitetna politika nije egzogena u analizi jer ovisi o makroekonomskim kretanjima, pa ako želimo govoriti o učincima makrobonitetne politike na buduću gospodarski rast, potrebno je barem djelomično ublažiti problem endogenosti. Procijenjeni reziduali predstavljaju šok makrobonitetne politike koji se ne temelji na opaženim makrofinancijskim uvjetima u ekonomiji.

6 Odabirom $\theta = 0,5$ i $0,15$ model se procjenjuje za medijalni rast odnosno rast pri riziku, na temelju kojih se računa udaljenost DTT: $y_{t+h}(\theta, 0,5) - y_{t+h}(\theta, 0,15)$ i predstavljaju osnovicu za ocjenu karaktera makrobonitetne politike.

Slika 3. Učinci makrobonitetne politike na budući rast (od jedne do četiri godine unaprijed), za 15. percentil i medijan



Napomena: Intervalne procjene dobivene su metodom *block bootstrap*, uz 1000 ponavljanja, te predstavljaju 90%-tne intervale. Na osi x prikazani su budući horizonti za $h = 4, 8, 12$ i 16 tromjesečja, a na osi y vrijednosti procijenjenih parametara uz MPI varijablu u kvantilnoj regresiji (učinak na stopu rasta BDP-a).
Izvor: HNB

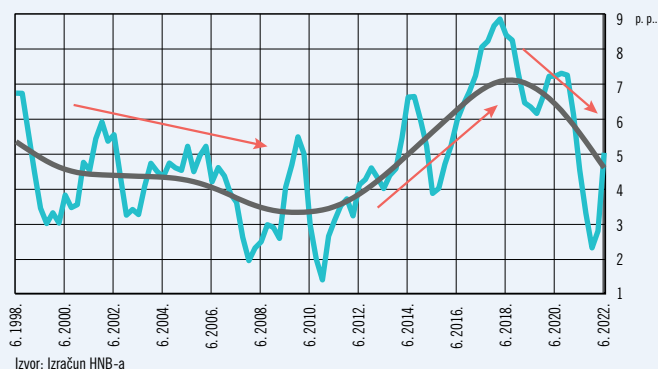
makrobonitetne politike na kretanje DTT-a utječu i brojni ekonomski, finansijski i drugi čimbenici.

Kretanje DTT-a uvelike je povezano s razdobljima u kojima je HNB pooštravao odnosno ublažavao karakter makrobonitetne politike. Prije svjetske finansijske krize HNB je intenzivno uvodio nove i ojačavao postojeće mjere za ublažavanje prekomjernoga kreditnog rasta, odnosno makroekonomskih povezanih neravnoteža, poput različitih mjera koje su povećavale zahtjeve za održavanje kapitala i likvidnosti, kvantitativnog ograničenja rasta kredita i drugih sličnih mjera⁷. Pooštavanje karaktera postupno je smanjivalo ocijenjeni DTT. Nakon izbijanja krize i tijekom dugotrajne recesije koja je uslijedila DTT počinje rasti pod utjecajem ukidanja ili ublažavanja mjera (npr. 2008. ukida se granična obvezna pričuva i upis obveznih blagajničkih zapisa) te raste uglavnom kontinuirano do 2017. S izlaskom iz recesije i postupnim intenziviranjem kreditne aktivnosti banaka DTT se počinje ponovno smanjivati, što je djelomično povezano s najvećom dosad zabilježenom kontrakcijom BDP-a nakon izbijanja pandemije⁸, kao i postupnim pooštavanjem makrobonitetne politike HNB-a. Primjerice, početkom 2019. HNB je reagirao na brzi rast gotovinskih kredita potrošačima u uvjetima razmjerno

7 Za više o tome vidi npr. B. Vujčić i M. Dumičić (2016.)

8 Iako se pokušao korigirati veliki pad u 2020. godini nakon izbijanja pandemije bolesti COVID-19, pa potom sljedeće godine skok stope rasta BDP-a, s obzirom na to da se radi o procjeni dinamičkog modela, u kojem se šok nalazi u varijablama i s lijeve i s desne strane jednakosti u modelu, za različite vremenske pomake, još uvijek nije pronađen optimalan način korekcije. Jedno rješenje predloženo je u Kipriyanov (2022.), gdje je autor proveo rekurzivne procjene s dolaskom novog podatka. Međutim, nakon što je cijelo razdoblje pandemije uneseno u modele, nijedan nije uspješno uhvatio velik šok u dinamici BDP-a.

Slika 4. Udaljenost medijalnog od rasta pri riziku



blagih standarda kreditiranja Preporukom o postupanju pri odobravanju nestambenih kredita potrošačima.

Rast-pri-riziku alat je koji nositeljima makrobonitetne politike omogućava procjenu koristi i troškova makrobonitetnih mjera kad je riječ o njihovu utjecaju na budući gospodarski rast u različitim makroekonomskim scenarijima. Pritom sam model ne daje odgovor o optimalnom karakteru makrobonitetne politike, već on ovisi o preferencijama i oprezu nositelja politike. Prema prikazanim nalazima za RH pooštavanje makrobonitetne politike u normalnim vremenima nije remetilo budući prosječni gospodarski rast, ali može ublažiti intenzitet negativnih rizika u slučaju njihove materijalizacije. Ovaj je nalaz u skladu s osnovnim ciljevima makrobonitetne politike: povećanjem otpornosti finansijskog sustava i ublažavanjem negativnih posljedica materijalizacije rizika te s konačnim ciljem – doprinosom rastu gospodarstva.

Konačno, valja navesti određene nedostatke ovakvog pristupa mjerenju karaktera makrobonitetne politike. Rezultati su podložni promjenama definicije i transformacije objasnidbenih varijabli, o kojima još ne postoji konsenzus, pa su nalazi u empirijskoj literaturi neusporedivi i često oprečni. Definicija same varijable makrobonitetne politike ne uzima u obzir intenzitet mjera, već se samo prebrojavaju mjere stezanja i popuštanja. Konačno, relativno kratki vremenski nizovi koji se primjenjuju u ovakvoj analizi također utječu na kvalitetu rezultata, s obzirom na to da ne obuhvaćaju velik broj opažanja za pojedine kvantile distribucije stope rasta ili je broj opažanja mjera makrobonitetne politike nedovoljan, posebice u razdobljima popuštanja mjera. Model GaR razmatra učinke makrobonitetne politike iz "ptičje", pojednostavnjene perspektive, te bi analizu trebalo upotpuniti mikroanalizama koje se usmjeravaju na konkretne ciljeve koje ova politika svojim mjerama želi postići.

Kratice i znakovi

Kratice

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

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

Dvoslovne oznake za zemlje

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

Znakovi

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

ISSN 1846-940X

