

BROJ

16

Godina 9
II 2016.



FINANCIJSKA STABILNOST

HRVATSKA NARODNA BANKA

HRVATSKA NARODNA BANKA

Financijska stabilnost

Broj 16, Zagreb, veljača 2016.

IZDAVAČ

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

WEB-ADRESA

www.hnb.hr

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

ISSN 1846-940X (online)

Sadržaj

Uvodne napomene	5
Opća ocjena glavnih rizika i izazova za politiku financijske stabilnosti	7
Makroekonomsko okružje	9
Okvir 1. Pregled makroprudencijalnih politika u državama članicama EU-a i Norveškoj	17
Sektor države	21
Okvir 2. Bankarstvo u sjeni u Hrvatskoj	25
Sektor kućanstava	30
Okvir 3. Preliminarna mjerenja rizika koncentracije depozita	35
Nekretnine	38
Sektor nefinancijskih poduzeća	40
Okvir 4. Trošak kapitala banaka	46
Bankarski sektor	49
Okvir 5. Međunarodne usporedbe profitabilnosti banaka	57
Testiranje otpornosti kreditnih institucija na stres	59

Uvodne napomene

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

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

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

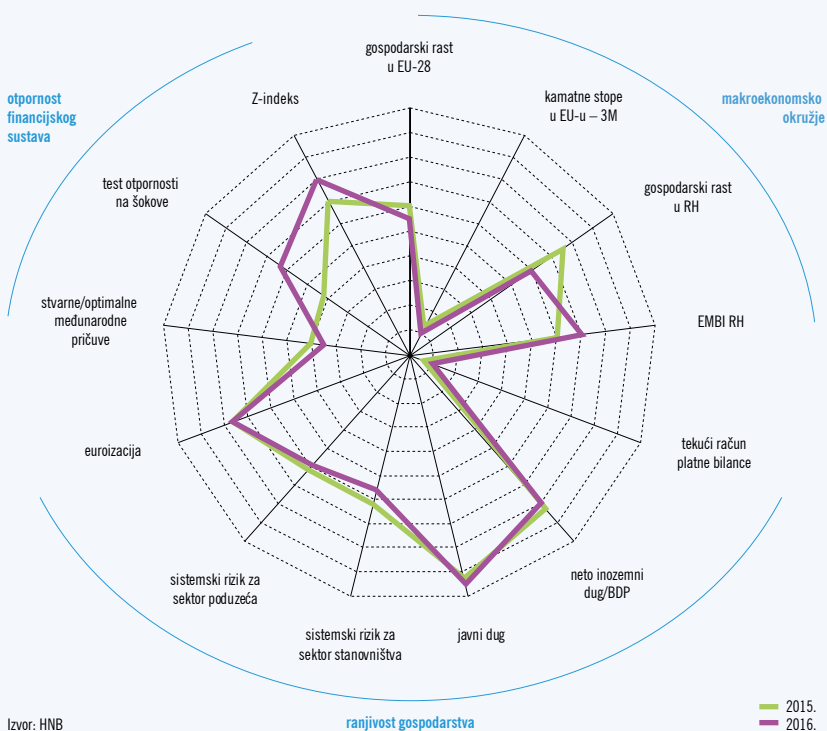
zor financijskih usluga, koji su nadležni za regulaciju i nadzor nebankarskih financijskih institucija. Osim s njima, zbog visokog stupnja internacionalizacije bankovnog sustava, koja se ogleda u inozemnom vlasništvu najvećih banaka, HNB surađuje i s regulatornim tijelima i središnjim bankama domicilnih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

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

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

Opća ocjena glavnih rizika i izazova za politiku financijske stabilnosti

Dijagram financijske stabilnosti



Unatoč poboljšanim gospodarskim ostvarenjima i očekivanjima te razmjerno povoljnijim kretanjima u međunarodnom okruženju rizici za financijsku stabilnost i nadalje su veliki zbog značajnih strukturnih neravnoteža. Domaći je bankarski sektor i dalje sposoban podnijeti, iako uz nešto lošije rezultate, malo vjerojatne, ali moguće udare simulirane ispitivanjem otpornosti.

Glavni pokazatelji financijske stabilnosti u Hrvatskoj sažeti su na dijagramu financijske stabilnosti koji prikazuje promjene glavnih pokazatelja mogućnosti nastupanja rizika koji se odnose na domaće i međunarodno makroekonomsko okruženje te ranjivost domaćega gospodarstva, kao i pokazatelja otpornosti financijskog sustava koja može otkloniti ili smanjiti troškove

u slučaju materijalizacije tih rizika. Prikazana su posljednja ostvarenja ili projekcije odabranih pokazatelja i njihove vrijednosti za razdoblje s kojim se uspoređuju, odnosno za prethodnu godinu. Povećanje udaljenosti od središta dijagrama za svaku varijablu upozorava na porast rizičnosti ili ranjivosti sustava, odnosno smanjenje njegove otpornosti, te u skladu

s time i veću prijetnju stabilnosti. Stoga povećanje površine dijagrama pokazuje da se rizici za financijsku stabilnost sustava povećavaju, dok smanjenje površine upućuje na njihovo slabljenje.

U odnosu na prošli broj ove publikacije gospodarski su se izgledi poboljšali, međutim rizici za financijsku stabilnost nisu se smanjili. Tako je projekcija rasta bruto domaćeg proizvoda za 2015. povećana na 1,7% posto (s 0,5% koliko se projiciralo početkom 2015. godine), a za 2016. na 1,8%. Osim toga, očekivani saldo tekućeg računa platne bilance za 2015. godinu povećan je na 4,8% BDP-a (djelomično i zbog učinka gubitaka banaka na osnovi konverzije kredita vezanih uz švicarski franak, što iznosi oko 2% BDP-a), dok za 2016. iznosi 2,7% BDP-a.

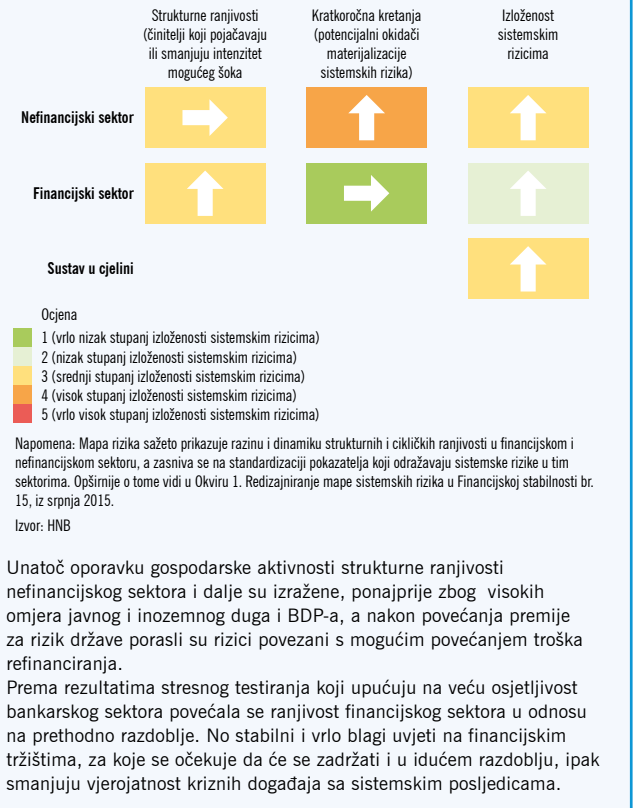
Zbog ostvarenoga gospodarskog rasta, odnosno polaganog oporavka gospodarstva poboljšali su se pokazatelji fiskalne održivosti. No i nadalje su prisutne strukturne slabosti koje pogoduju visokoj razini rizika za financijsku stabilnost. To se u prvom redu odnosi na relativno visok te i dalje rastući javni dug. Uz to, značajan inozemni dug i nadalje čini domaće gospodarstvo osjetljivim na nagle promjene kamatnih stopa, bilo zbog eventualnoga većeg rasta referentnih kamatnih stopa, bilo zbog značajnog rasta premije za rizik države.

Na europskim financijskim tržištima nastavlja se razdoblje obilne likvidnosti i niskih kamatnih stopa, iako su najavljene razine kvantitativnog popuštanja bile nešto niže od očekivanja tržišta. S druge strane, Fed je na svom sastanku u prosincu započeo s postupnim podizanjem referentnih kamatnih stopa za američko gospodarstvo, koje će, uz daljnji gospodarski oporavak, nastaviti rasti. Međutim, iako su pokazatelji u EU-u i SAD-u povoljni, donekle zabrinjava značajno usporavanje stopa rasta kineskoga gospodarstva, kao i drugih zemalja s tržištima u nastajanju.

U Hrvatskoj sektor stanovništva nastavlja višegodišnji proces razduživanja, pospješen konverzijom kredita u švicarskim francima, kojom se smanjuje glavnica kredita. Uz navedeno smanjenje duga, s obzirom na porast depozita i ostale likvidne imovine te rast raspoloživog dohotka zbog izmjena poreznih propisa, smanjuje se agregatnu ranjivost ovog sektora. Obustava trenda razduživanja očekuje se tek s trajnim rastom optimizma potrošača, vezanim uz rast zaposlenosti i postojani gospodarski oporavak.

Ranjivost sektora nefinancijskih poduzeća smanjena je zahvaljujući u prvom redu dobrim poslovnim rezultatima ostvarenima u 2014., a potom i očekivanju povoljnih rezultata za 2015. godinu. Slično kao i sektor stanovništva, nefinancijska poduzeća nastavljaju se razduživati s relativno visokih razina, iako je taj trend prije svega povezan sa smanjivanjem duga javnih poduzeća. Analiza provedena u ovom broju Financijske stabilnosti

Slika 1. Mapa rizika



(u poglavlju Sektor nefinancijskih poduzeća) pokazuje kako se znatna zaduženost poduzeća u Hrvatskoj u usporedbi s drugim novim članicama EU-a djelomično može objasniti većim udjelom materijalne imovine u bilancama poduzeća. Ako je takva imovina financirana ili opterećena kreditnim obvezama, na agregatnoj razini to čini poduzeća manje sposobnima za prilagodbu.

Rezultati integriranih testova otpornosti jasno pokazuju kako banke prebacivanjem kreditne aktivnosti s privatnog na državni sektor nisu uspjele smanjiti rizike, već su samo promijenile izvor i odgodile njegovu moguću materijalizaciju. Ipak, domaći je bankovni sustav još uvijek, i nakon sedam godina krize, ipak sposoban podnijeti udare koji bi ugrožavali kontinuitet poslovanja pojedinačnih kreditnih institucija, iako uz nešto lošije rezultate nego u prethodnim ispitivanjima otpornosti. Takvi rezultati posljedica su manje kapitalizacije nakon konverzija kredita vezanih uz švicarski franak, ali i nešto jačih šokova predviđenih u stresnom scenariju.

Makroekonomsko okruŹje

Zadržavanje povoljnih uvjeta na međunarodnim financijskim tržištima smanjuje rizike za financijsku stabilnost Hrvatske. No relativno spor gospodarski oporavak u kombinaciji s brzim rastom i visokom razinom javnog duga, velikom izloŹenošću domaćih sektora rizicima promjena tečaja i kamatnih stopa te posljedična visoka premija za rizik zemlje čine glavne ranjivosti domaćega financijskog sustava.

U drugom polugodištu nastavio se trend oporavka svjetskoga gospodarstva, a uvjeti na međunarodnim financijskim tržištima i dalje su relativno blagi, unatoč povećanoj kolebljivosti zbog zabrinutosti ulagača glede održivosti rasta kineskoga gospodarstva i negativnih makroekonomskih kretanja u velikim zemljama s tržištima u nastajanju. Gospodarstva zemalja EU-a nastavljaju se oporavljati, što je potaknuto nižim cijenama energenata i robe, nastavkom ekspanzivne monetarne politike ESB-a i slabijim efektivnim tečajem eura, a očekuje se da će oporavku i u idućem razdoblju najviše pridonositi osnaŹena domaća potražnja. Stope gospodarskog rasta projicirane za 2016. za razvijene zemlje i nadalje su relativno niske u usporedbi s onima za zemlje Srednje i Istočne Europe, koje u prosjeku iznose oko 3%. Pritom je očekivana stopa rasta u 2016. za Hrvatsku, koja je u 2015. izašla iz šestogodišnje recesije, nešto niŹa u odnosu na većinu usporedivih zemalja (Tablica 1.). Moguće usporevanje oporavka zemalja EU-a stvaralo bi rizik za nastavak dinamiziranja oporavka domaćega gospodarstva zasnovanog na inozemnoj potražnji.

U takvim okolnostima ESB nastavlja provoditi ekspanzivnu monetarnu politiku uz izraženu spremnost na nastavak upotrebe nekonvencionalnih mjera dokle god se ocjenjuje potrebnim. Kamatne stope ESB-a zadržale su se na iznimno niskim razinama: repo stopa na 0,05%, a stopa koju ESB plaća bankama

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

	Godišnja stopa rasta BDP-a			Tromjesečna stopa rasta BDP-a, $\Delta Q/Q_{t-1}$		Godišnja stopa promjene izvoza robe		Godišnja stopa promjene industrijske proizvodnje, sezonski prilagođena	
	2014.	2015. ^a	2016. ^b	2. tr. 2015.	3. tr. 2015.	1. tr. 2015.	2. tr. 2015.	2. tr. 2015.	3. tr. 2015.
SAD	2,4	2,6	2,8	1,0	0,5	-6,0	-8,0	1,5	1,1
EU	1,4	1,9	2,0	0,5	0,4	6,9	3,1	1,6	1,8
Njemačka	1,6	1,7	1,9	0,4	0,3	8,5	5,8	1,7	1,4
Italija	-0,4	0,9	1,5	0,3	0,2	5,8	2,4	0,7	1,8
Slovenija	3	2,6	1,9	0,7	0,4	6,0	3,2	4,9	4,8
Slovačka	2,5	3,2	2,9	n.a.	n.a.	4,7	6,1	3,9	5,4
Češka	2	4,3	2,2	1,0	0,5	6,7	6,4	5,0	5,6
Poljska	3,3	3,5	3,5	0,8	0,9	8,9	5,1	4,4	3,9
Mađarska	3,7	2,9	2,2	0,5	0,6	10,3	6,7	6,0	5,8
Estonija	2,9	1,9	2,6	0,6	-0,4	-3,6	-6,6	-1,7	-4,4
Letonija	2,8	2,4	3,0	1,3	1,0	2,9	0,9	5,2	3,8
Litva	3	1,7	2,9	0,4	0,4	-2,2	-8,1	4,7	3,6
Bugarska	1,5	1,7	1,5	0,6	0,7	9,5	n.a.	4,0	2,9
Rumunjska	2,8	3,5	4,1	0,0	1,4	8,6	3,4	3,1	3,4
Hrvatska ^b	-0,4	1,7	1,8	1,0	1,3	14,7	7,7	2,5	4,1

^a Ocjena; ^b Prognoza; ^c Metodologija desezoniranja BDP-a za Hrvatsku prikazana je u rukopisu Opis metodologije desezoniranja X-12 metodom, koji je dostupan na zahtjev.

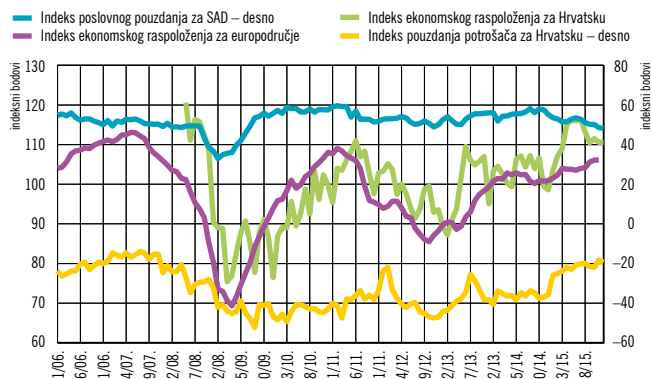
Izvori: Eurostat; DZS; Bloomberg; OECD; HNB (za Hrvatsku)

na deponirana sredstva na -0,20% (Slika 3.). ESB je u rujnu povećao minimalni udio u pojedinom izdanju koji može otkupiti s 25% na 33% kako bi se olakšalo provođenje programa otkupa, što je povezano i s ocjenom da su rizici ni@e inflacije u idućem razdoblju veći nego što se prije očekivalo. Uz to, najava produljenja provedbe proširenog programa otkupa obveznica, u sklopu kojeg se provodi otkup državnih obveznica zemalja članica europskog područja i obveznica europskih institucija i agencija

na sekundarnom tržištu u kumulativnom iznosu od 60 mlrd. EUR mjesečno i nakon rujna 2016., odnosno sve dok se ne postigne konvergencija stope inflacije u europskom području k ciljanoj srednjoročnoj razini od “malo ispod 2% godišnje”, dodatno pridonosi očekivanjima niskih kamatnih stopa u europskom području.

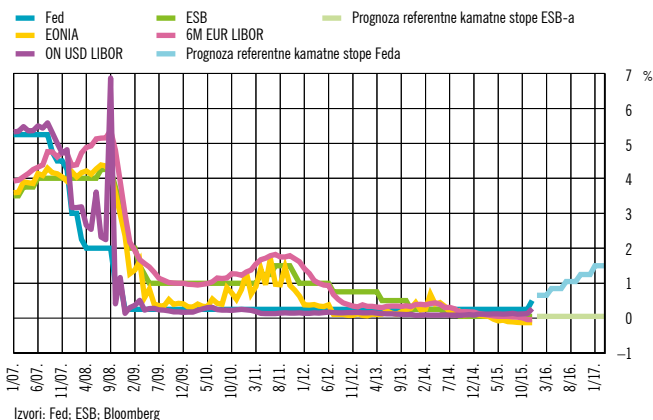
Mjere ESB-a rezultirale su daljnjim poboljšanjem financijskih uvjeta glede dostupnosti, cijene i ročnosti financiranja te ubla-

Slika 2. Kretanje indeksa ekonomskog raspolo@enja i poslovnog pouzdanja



Izvori: Bloomberg; EK; HNB

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



Izvori: Fed; ESB; Bloomberg

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

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

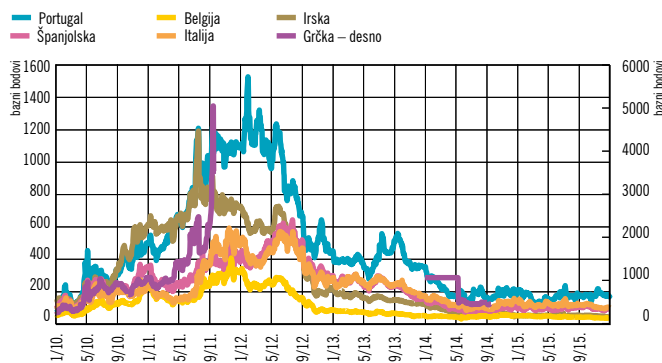
^a Ocjena; ^b Prognoza

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

žavanjem deflacijskih pritisaka. Prinosi na državne obveznice uz povremene oscilacije i dalje se smanjuju te su za neke zemlje čak i negativni, a istraživanje ESB-a pokazuje da su uvjeti financiranja olakšani poduzećima svih veličina (slike 4., 5. i 6.). Pitanje održivosti dugova privatnog i javnog sektora u uvjetima relativno stabilnih financijskih tržišta nije toliko izraženo unatoč njihovoj visokoj razini i sporom procesu razduživanja te nedovoljno brzom provođenju reforma u nekim zemljama. No, unatoč poboljšanim uvjetima financiranja i povoljnijim makroekonomskim kretanjima, kreditna aktivnost u europodručju i dalje je slaba, te se očekuje da će profitabilnost banaka ostati relativno niska. Osim toga, i nadalje je potrebno pojačano ulagati napore u rješavanje problema loših kredita, čije visoke razine opterećuju poslovanje banaka i destimuliraju oporavak kreditne aktivnosti. Iako se potencijalne prijetnje povezane s djelovanjem "banaka u sjeni" na razini EU-a ne ocjenjuju značajnima, ti se rizici povećavaju zbog ubrzanog širenja tog sektora (o bankama u sjeni u Hrvatskoj detaljnije vidi u Okviru 2. Bankarstvo u sjeni u Hrvatskoj).

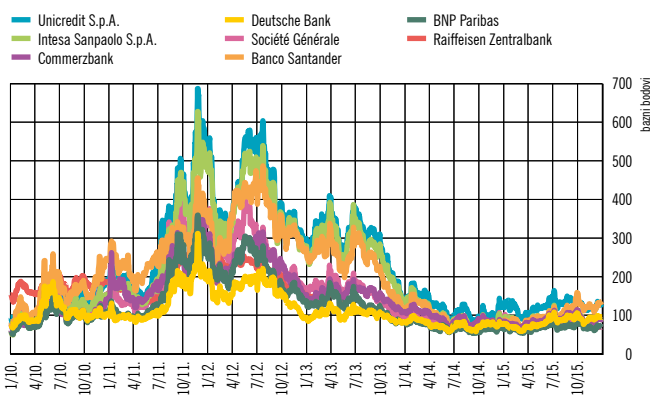
Potaknut oporavkom američkoga gospodarstva, Fed je krajem godine povisio referentnu kamatnu stopu (Slika 3.). Postrožena

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



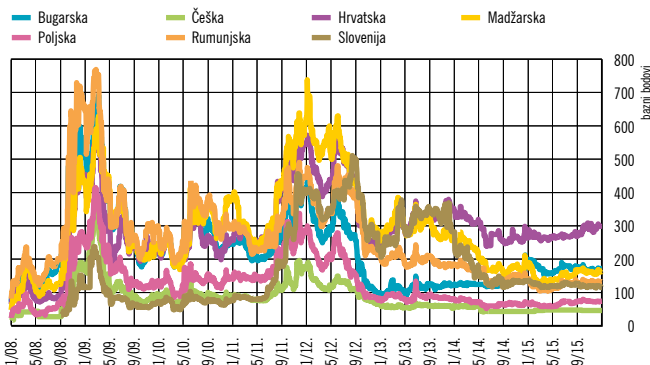
^a Razlika prinosa na premiju osiguranja od kreditnog rizika jest godišnji iznos premije koju kupac CDS-a plaća kako bi se zaštitio od kreditnog rizika povezanog s izdavačem nekog instrumenta.
Izvor: Bloomberg

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



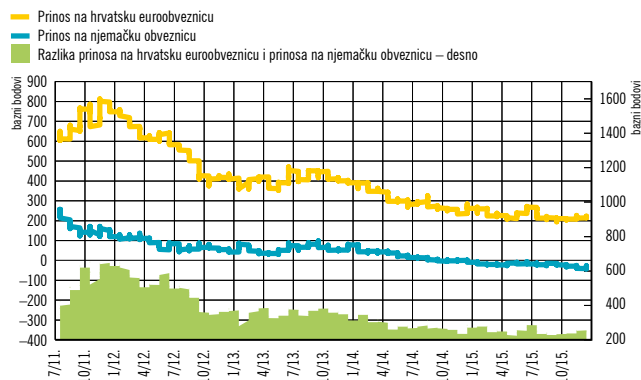
Izvor: Bloomberg

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



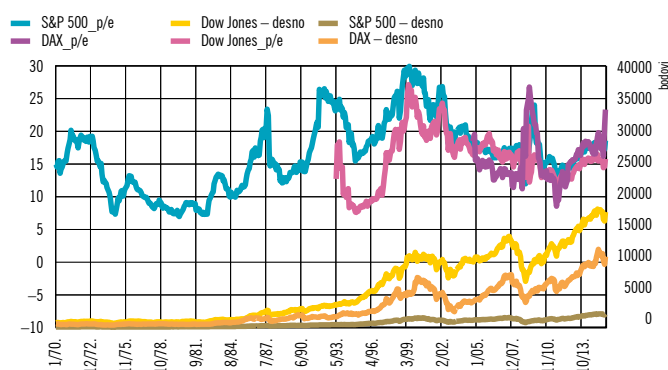
Izvor: Bloomberg

Slika 7. Prinosi na hrvatsku i usporedivu njemačku obveznicu s dospijecom 2018. i njihova razlika



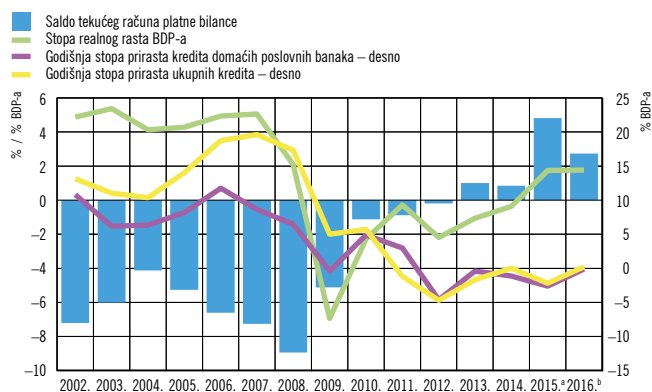
Izvori: Bloomberg; izračun HNB-a

Slika 8. Kretanje omjera cijena i zarada za vodeće svjetske burzovne indekse



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

Slika 9. Priljev inozemnoga kapitala i rast BDP-a u Hrvatskoj



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

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

	Javni dug			Inozemni dug		
	2014.	2015. ^a	2016. ^b	2013.	2014.	1. pol. 2015.
Italija	132,3	133,0	132,2	119,0	124,9	130,5
Portugal	130,2	128,2	124,7	228,0	235,2	232,7
Irska	107,5	99,8	95,4	938,1	852,8	864,7
Grčka	178,6	194,8	199,7	229,1	236,7	251,8
Španjolska	99,3	100,8	101,3	155,0	166,0	170,6
Slovenija	80,8	84,2	80,9	111,5	124,0	119,8
Slovačka	53,5	52,7	52,6	81,3	90,0	88,9
Češka	42,7	41,0	41,0	63,5	66,5	67,7
Poljska	50,4	51,4	52,4	70,1	70,6	73,0
Madžarska	76,2	75,8	74,5	146,3	145,0	149,7
Estonija	10,4	10	9,6	93,7	94,6	100,5
Letonija	40,6	38,3	41,1	131,4	142,1	145,5
Litva	40,7	42,9	40,8	69,9	70,5	78,3
Bugarska	27	31,8	32,8	91,8	93,6	84,5
Rumunjska	39,9	39,4	40,9	68,1	63,0	59,4
Hrvatska	85,1	86,3	89,5	105,4	108,4	112,8

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

monetarna politika Feda i njezino odstupanje od politike ostalih vodećih središnjih banaka moglo bi rezultirati pooštavanjem globalnih financijskih uvjeta, posebno u zemljama s tržištima u nastajanju, u kojima se očekuje pad neto priljeva kapitala i povlačenje nekih ulagača iz tih zemalja (Slika 8.).

Istodobno, razdoblje blagih i relativno stabilnih financijskih uvjeta koje je obilježilo 2014. i 2015. godinu potiče prekomjerno preuzimanje rizika od strane tržišnih sudionika, a pojačani su i rizici povezani s naglom promjenom trenutno vrlo niskih premija za rizik. Brojne razvijene zemlje bilježe relativno snažan rast cijena financijske imovine, što se ogleda u padu prinosa na obveznice i rastu dioničkih indeksa, pri čemu oni nisu posve opravdani makroekonomskim i financijskim pokazateljima (slike 4., 5., 6., 7. i 8.).

Uz spomenute makroekonomske i financijske rizike povećao se i broj geopolitičkih žarišta, što također povećava vjerojatnost šokova koji bi mogli ugroziti stabilne uvjete na financijskim tržištima. Kao potencijalni povodi kriza izdvajaju se kretanja u Kini te neizvjesnost vezana uz prilike u Ukrajini, na Bliskom istoku i u nekim afričkim zemljama, koji bi mogli loše djelovati na kretanje robe i kapitala. Izbjeglička kriza u Europi također bi u srednjem roku mogla stvoriti probleme u prekograničnom prometu i nepovoljno utjecati i na izvoz robe i na izvoz usluga u turizmu. Rizici vezani uz Grčku znatno su smanjeni nakon potpisivanja novog programa potpore za stabilnost (engl. *Eu-*

ropean Stability Programme), ali i dalje postoji opasnost od potencijalnih poteškoća u ispunjavanju tog programa. Pad cijena robe posebno pogađa zemlje s tržištima u nastajanju, koje su glavni izvoznici robe, poput Rusije i Brazila, te rezultira deprecijacijskim pritiscima u tim zemljama.

Prema scenariju naglog rasta premija za rizik najviše bi bile ugrožene zemlje s velikim potrebama za financiranjem i refinanciranjem te one s izraženim makroekonomskim ranjivostima, u koje se ubraja i Hrvatska.

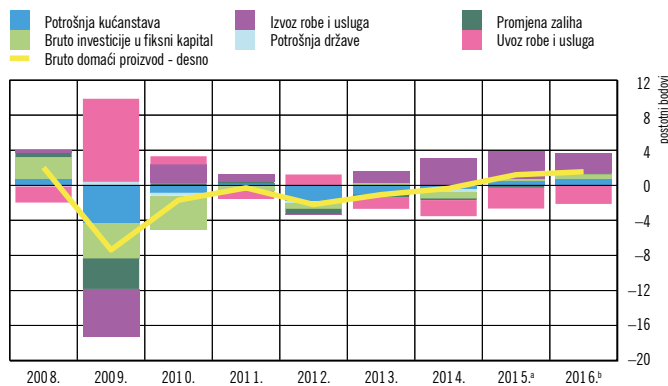
Iako će realna stopa rasta hrvatskoga BDP-a biti veća od očekivane, taj je oporavak sporiji u odnosu na većinu usporedivih zemalja Srednje i Istočne Europe. Realna stopa promjene BDP-a u 2015. mogla bi iznositi oko 1,7%, a u 2016. oko 1,8%. Glavni pozitivan doprinos gospodarskoj aktivnosti u 2015. dao je sektor izvoza, a njegov poticaj gospodarskom rastu očekuje se i u 2016. Povećanje raspoloživog dohotka zbog izmjena u porezu na dohodak i povećanje zaposlenosti rezultirali su rastom mase neto plaća u 2015. pa se pretpostavlja da će potrošnja pozitivno pridonijeti BDP-u i u 2016., kao i očekivani porast privatnih investicija djelomično potaknutih boljim korištenjem fondova EU-a, dok bi državna potrošnja mogla stagnirati (Slika 10.).

Unatoč stagnaciji apsolutnog iznosa inozemnog duga njegov omjer prema BDP-u i nadalje je visok, što izlaže Hrvatsku znatnim rizicima vezanim uz financiranje tih obveza. Inozemni dug krajem 2015. dosegao je 105% BDP-a, a na kraju 2016. mogao bi iznositi oko 103% BDP-a. Blagi pad tog pokazatelja djelomično je posljedica povećanja nominalnog BDP-a i daljnjeg razduživanja kreditnih institucija, dok se inozemna zaduženost države i poduzeća povećava, a u 2016. očekuje se nastavak takvih trendova (Slika 12.). Zbog nižih potreba za refinanciranjem dospjelog duga u 2016. u odnosu na prethodnu godinu i očekivanog viška na tekućem računu platne bilance¹ pokazatelji vanjske ranjivosti nastavili su se poboljšavati (Slika 15.), a rizici povezani s refinanciranjem inozemnog duga manji su i zbog njegove strukture, u kojoj znatan udio pripada bankama majkama domaćih poslovnih banaka i vlasnički povezanim poduzećima (Slika 13.). Uz to, modelska ocjena optimalne razine međunarodnih pričuva pokazuje da je njihova trenutačna visina dostatna za ublažavanje mogućih šokova te očuvanje stabilnosti tečaja kune prema euru, a time i ukupne financijske stabilnosti u zemlji (slike 18. i 22.).

Razmjerno blagom fiskalnom konsolidacijom ne uspijevaju se smanjiti rizici za domaće gospodarstvo zbog brzog rasta i visoke razine javnog duga, koji bi 2016. mogao dosegnuti 90% BDP-a (tablice 2. i 3.). Premija za rizik Hrvatske i dalje je znatno viša od premije za rizik usporedivih zemalja Srednje i Istočne Europe, s trendom povećavanja te razlike. Naime, razlika između

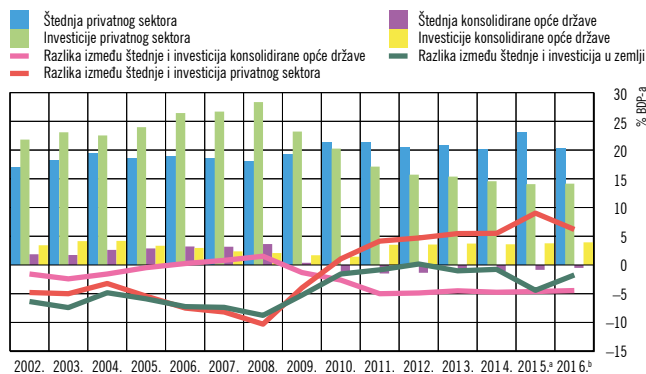
1 Povećani višak na tekućem računu platne bilance u 2015. u odnosu na prethodnu godinu, koji je iznosio 4,8% BDP-a, osim povoljnim kretanjima u ukupnoj međunarodnoj razmjeni robe i usluga uzrokovan je evidentiranjem gubitaka banaka zbog konverzije kredita u švicarskim francima u trećem tromjesečju 2015., za koje se ocjenjuje da su iznosili oko 2% BDP-a. Detalje vidi u Biltenu HNB-a br. 220.

Slika 10. Obrazac rasta BDP-a (doprinosi rastu)



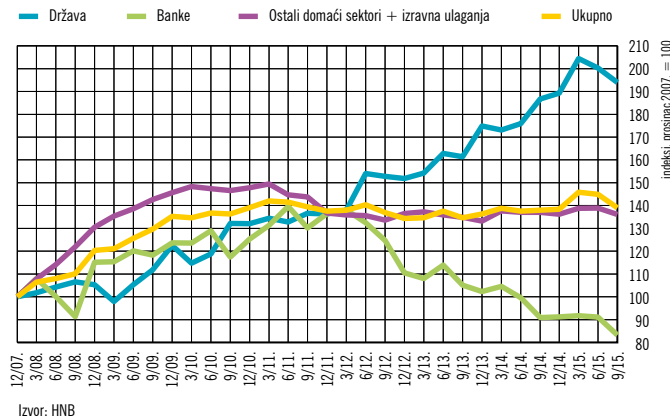
^a Ocjena; ^b Prognoza
Izvori: DZS; HNB

Slika 11. Štednja i investicije, ukupno i po sektorima



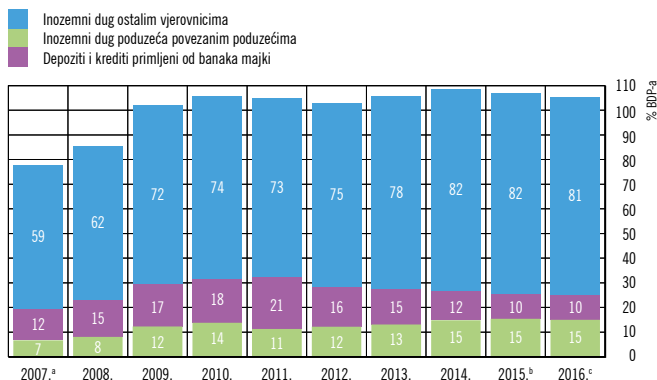
^a Ocjena; ^b Prognoza
Izvori: MF; HNB (procjena)

Slika 12. Kretanje inozemnog duga po domaćim institucionalnim sektorima



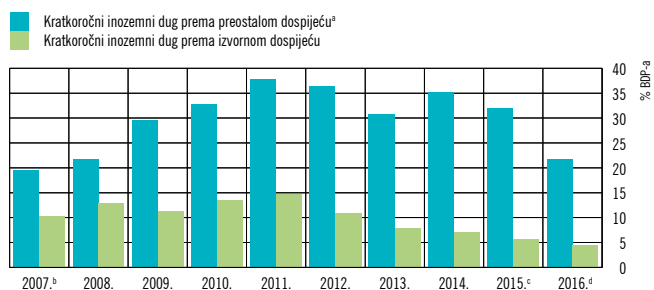
Izvor: HNB

Slika 13. Ukupni inozemni dug vjerovnicima



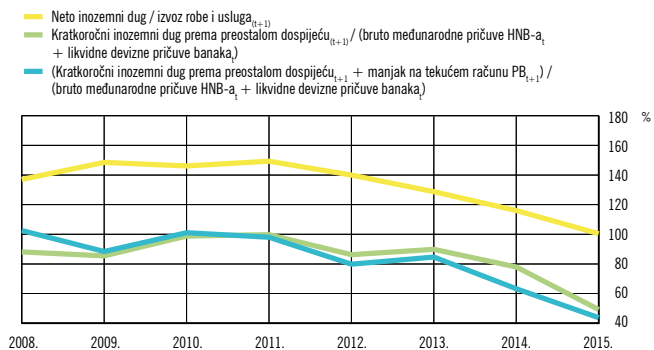
^a Od kraja 2007. inozemni se dug izračunava po novoj metodologiji. ^b Ocjena; ^c Prognoza
Izvor: HNB

Slika 14. Kratkoročni inozemni dug



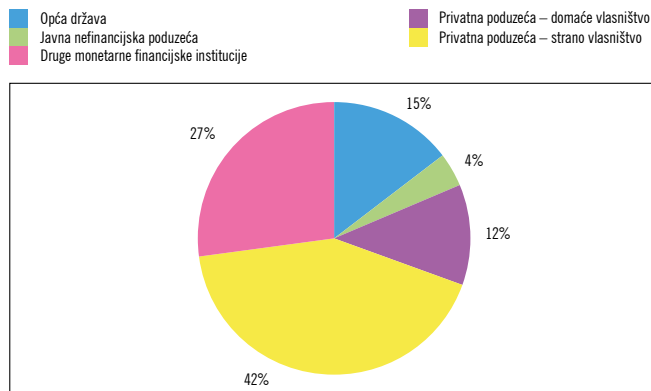
*Kratkoročni inozemni dug prema preostalom dospijeću jest iznos duga koji dospijeva u promatranoj godini, a dobiven je zbrajanjem stanja kratkoročnog duga na kraju prethodne godine i dugoročnog duga koji na naplatu dospijeva tijekom promatrane godine. ^b Od kraja 2007. inozemni se dug izračunava po novoj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

Slika 15. Odabrani pokazatelji vanjske ranjivosti



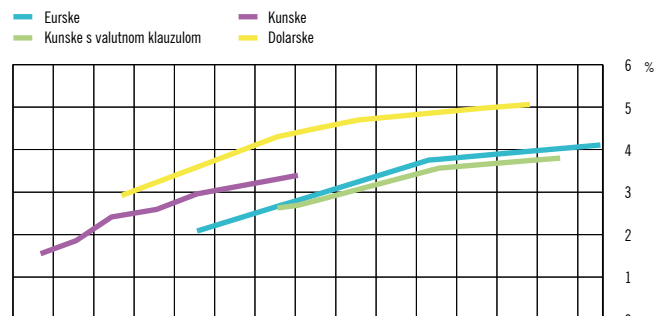
Napomena: Neto inozemni dug izračunat je kao stanje bruto inozemnog duga umanjeno za dužnička potraživanja od inozemstva.
Izvor: HNB

Slika 16. Projekcija otplata glavnice inozemnog duga u 2016. prema sektorima



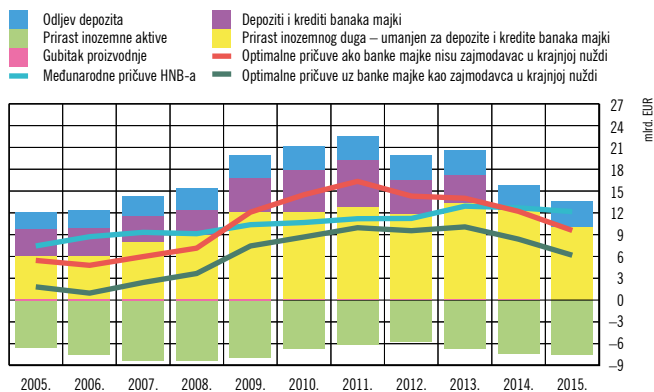
Izvor: HNB

Slika 17. Krivulje prinosa za hrvatske obveznice izdane na domaćem i stranom tržištu po valutama



Napomena: Krivulje prinosa dobivene su interpolacijom na temelju podataka o prinosima na postojeće obveznice, ovisno o valuti u kojoj su izdane.
Izvori: Bloomberg; izračun HNB-a

Slika 18. Optimalne međunarodne pričuve, doprinosi učinaka pojedinih sastavnica

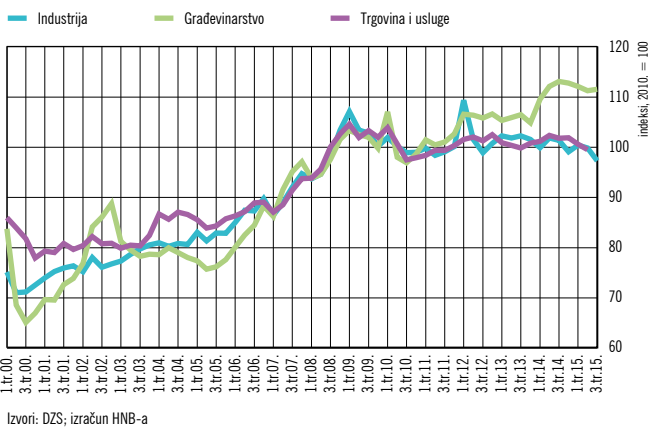


Izvor: HNB

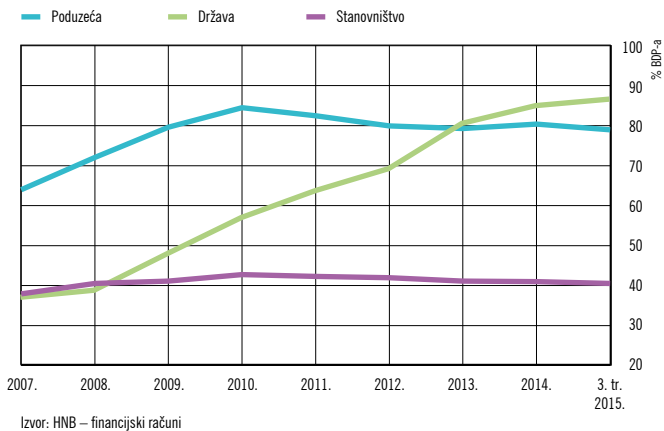
Slika 19. Realni tečaj kune prema euru



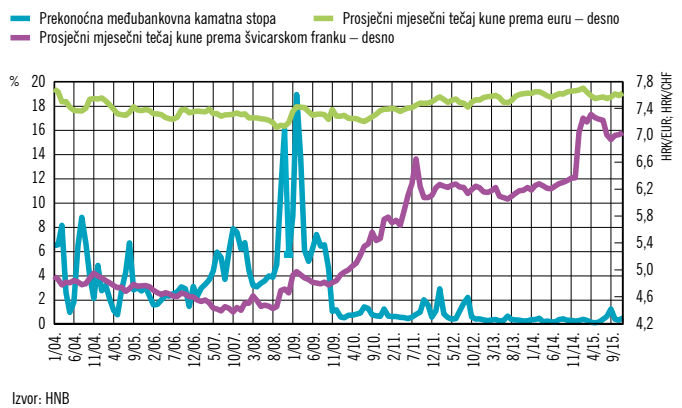
Slika 20. Jedinični trošak rada



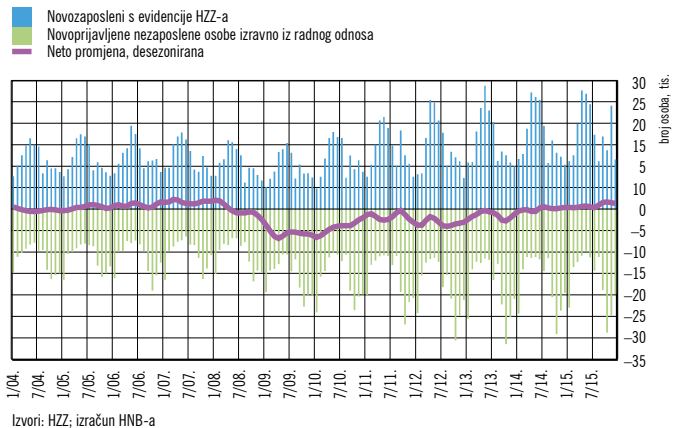
Slika 21. Ukupna zaduženost po sektorima



Slika 22. Tečaj kune prema euru i švicarskom franku i prekoćna kamatna stopa



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



premije osiguranja od kreditnog rizika za petogodišnje obveznice za Hrvatsku i usporedive prosječne premije za rizik zemalja Srednje i Istočne Europe povećala se sa 153 b. b. na kraju lipnja 2015. na 182 b. b. na kraju prosinca 2015. (Slika 5.). Takva kretanja izravno poskupljuju troškove zaduživanja države, a neizravno i privatnog sektora, i na domaćem i na stranom tržištu kapitala (slike 6., 7. i 17.). Materijalizacija šokova čija je posljedica vjerojatno bilo pooštavanje uvjeta na međunarodnim finansijskim tržištima mogla bi pogoršati pokazatelje održivosti javnog duga te ograničiti i poskupiti pristup privatnoga sektora i domaćem i stranom kapitalu, a to bi otežalo servisiranje dugova i nepovoljno djelovalo na stabilnost bankovnog sustava.

Unatoč znatnim materijalnim učincima proizišlim iz rješavanja problema dužnika s kreditima u švicarskim francima na pokazatelje poslovanja banaka, zahvaljujući visokoj kapitalizaciji hrvatski bankovni sustav ostao je stabilan. Loši plasmani zadržali su se na visokim razinama, ali rizici za stabilnost bankovnog

sustava iz tog izvora nisu izraŕeni zbog adekvatne kapitaliziranosti i primjerenog osiguranja loŕih plasmana rezervacijama.

Krediti stanovniŕtvu i poduzećima u 2015. nastavili su se smanjivati, a u 2016. oćekuje se zaustavljanje razduŕivanja privatnog sektora. Kreditna je aktivnost slaba unatoć nastavku ekspanzivne politike HNB-a koji kontinuirano odrŕava visoku likvidnost bankovnog sustava i ponajprije je posljedica oslabjele potraŕnje poduzeća zbog loŕijih bilanca odnosno stanovniŕtva

zbog nepovoljnih pokazatelja trŕiŕta rada, koji su se tek poćeli blago oporavljati (slike 9. i 23.).

Glavne ranjivosti domaćega gospodarstva proizlaze iz relativno sporoga gospodarskog oporavka, rastućega javnog duga i neizvjesnosti u vezi s dinamikom fiskalne konsolidacije te osjetljivosti domaćih sektora na promjene uvjeta zaduŕivanja zbog znatnih potreba za (re)financiranjem te izloŕenosti valutnom i kamatnom riziku.

Okvir 1. Pregled makroprudencijalnih politika u državama članicama EU-a i Norveškoj

Financijske krize razmjerno su česta pojava sa znatnim nepovoljnim učincima. Osim fiskalnih troškova¹ i povećanja javnog duga, obično im je posljedica i značajan gubitak bruto domaćeg proizvoda², a imaju i druge ekonomske i socijalne posljedice. Prosječan kumulativni gubitak gospodarske aktivnosti, u odnosu na trend iz razdoblja prije krize, u 147 bankovnih kriza u raznim zemljama svijeta u razdoblju od 1970. do 2011. godine iznosio je 23% BDP-a, izravni fiskalni troškovi kriza iznosili su 6,8% BDP-a, dok se javni dug u tim krizama prosječno povećao za 12,1% BDP-a (Laeven i Valencia³).

Novije su bankovne krize među skupljima prema fiskalnim troškovima i gubitku gospodarske aktivnosti, a posljednji val globalne financijske krize u kudikamo je većoj mjeri od prethodnih zahvatio i napredna gospodarstva (Laeven i Valencia). Posebno je posljednja globalna financijska kriza 2008. godine zorno pokazala da očuvanje stabilnosti cijena (s pomoću monetarne politike) i očuvanje sigurnosti pojedinačnih financijskih institucija (s pomoću makroprudencijalne politike) nisu uvijek dovoljne za očuvanje stabilnosti financijskog sustava u cjelini, odnosno upozorila je na jaz između makroekonomske i makroprudencijalne politike.

Prudencijalni regulatorni okvir valjalo je preusmjeriti kako bi se više usredotočio na financijski sustav u cjelini, odnosno na sistemski rizik, te kako bi se usklađenim reakcijama nositelja makroprudencijalne politike osigurala ujednačena primjena u državama članicama EU-a i Europskoga gospodarskog prostora (EGP). Stoga je kao dio Europskog sustava financijskog nadzora (ESFS), s ciljem makrobonitetnog nadzora financijskog sustava u EU-u, 16. prosinca 2010. utemeljen Europski odbor za sistemske rizike (ESRB)⁴ te je 1. siječnja 2014. na snagu stupio novi pravni okvir CRD IV / CRR⁵, kojim se donosi skup makroprudencijalnih instrumenata i jedinstvena pravila njihove primjene, što omogućava nadležnim ili imenovanim makrobonitetnim tijelima država članica EU-a i EGP-a učinkovitiji odgovor na uočene ranjivosti i nakupljanje sistemskog rizika. Iako pritom države članice zadržavaju vodeću ulogu u makrobonitetnom nadzoru, nova pravila predviđaju i smjernice, mišljenja i preporuke ESRB-a o pojedinim makroprudencijalnim mjerama o kojima ih obavještavaju nacionalna nadležna tijela.

1 Izravni izdaci za potrebe spašavanja financijskih institucija

2 U odnosu na razdoblje prije krize

3 L. Laeven i F. Valencia: *Systemic Banking Crises Database: An Update*, MMF, Working Paper, No. 12/163, Washington (D. C.), 2012.

4 Uredba (EU) br. 1092/2010 Europskog parlamenta i Vijeća od 24. studenoga 2010. o makrobonitetnom nadzoru financijskog sustava Europske unije i osnivanju Europskog odbora za sistemske rizike

5 Uredba (EU) br. 575/2013 Europskog parlamenta i Vijeća od 26. lipnja 2013. o bonitetnim zahtjevima za kreditne institucije i investicijska društva i o izmjeni Uredbe (EU) br. 648/2012 i Direktiva 2013/36/EU Europskog parlamenta i Vijeća od 26. lipnja 2013. o pristupanju djelatnosti kreditnih institucija i bonitetnom nadzoru nad kreditnim institucijama i investicijskim društvima, izmjeni Direktive 2002/87/EZ te stavljanju izvan snage direktiva 2006/48/EZ i 2006/49/EZ

Mjere makroprudencijalnoga karaktera

Dok se makroprudencijalnom politikom nastoji unaprijediti sigurnost pojedinačnih financijskih institucija, makroprudencijalna politika usmjerenja je na očuvanje stabilnosti financijskog sustava u cjelini. Primjenom određenih instrumenata za makroprudencijalne potrebe, kao i za potrebe ostalih ekonomskih politika⁶, posredno se djeluje i na sistemski rizik odnosno na financijsku stabilnost. Stoga su, bez obzira na njihovu primarnu namjenu, ovim razmatranjem obuhvaćene sve mjere o kojima je ESRB obaviješten ili o kojima ima saznanja⁷ – mjere makroprudencijalnoga karaktera.

U razmatranom razdoblju (od stupanja na snagu pravnog okvira CRD IV / CRR 1. siječnja 2014.) mjere makroprudencijalnoga karaktera u državama članicama EU-a i Norveškoj⁸ općenito se intenzivno primjenjuju. Do 19. listopada 2015. uvedeno je 188 mjera makroprudencijalnoga karaktera. Čak i ako isključimo mjere koje su nastale samo iz administrativnih odnosno proceduralnih razloga (ESRB lipanj 2015.⁹) te mjere čija primjena počinje tek nakon 31. prosinca 2016., u promatranom razdoblju uvedeno je 129 mjera makroprudencijalnoga karaktera (Tablica 1.).

Ipak, broj i vrsta uvedenih mjera znatno se razlikuju među državama (Slika 1.). Dok neke države intenzivno upotrebljavaju gotovo sve raspo-

Tablica 1. Broj mjera makroprudencijalnoga karaktera u državama članicama EU-a i Norveškoj 19. listopada 2015.

Status mjere	Broj mjera		
	Norveška	EU	Ukupno
Aktivna	12 (14)	92 (126)	104 (140)
Planirana	2 (6)	23 (42)	25 (48)
Ukupno	14 (20)	115 (168)	129 (188)

Napomena: Broj mjera u zagradama jest ukupan broj mjera makroprudencijalnoga karaktera, dok ostale vrijednosti ne uključuju administrativne i proceduralne mjere (uvođenje ZS(pck) sa stopom 0%; zadržavanje iste stope ZS(pck) u odnosu na prethodno tromjesečje; izuzimanje malih i srednjih investicijskih društava od obveze održavanja ZS(pck) ili ZS(ok); preporuke makrobonitetnog tijela za izradu nacionalnoga pravnog okvira za primjenu pojedinih makroprudencijalnih instrumenata itd.). Izvori: ESRB; izračun HNB-a

6 Više o odnosu makroprudencijalne politike i drugih ekonomskih politika moguće je naći u radu Mirne Dumičić: *Kratak uvod u svijet makroprudencijalne politike*, P-26, HNB, kolovoz 2015.

7 Pregled mjera makroprudencijalnoga karaktera o kojima je ESRB obaviješten ili o kojima ima saznanja, objavljen je i redovito se aktualizira na internetskim stranicama ESRB-a: https://www.esrb.europa.eu/mppa/cbmd/shared/2015-10-19_Overview_national_macroprudential_measures.xlsx?eb83eedf2df720dfe17f93ba55052d8e

8 S obzirom na to da Norveška sudjeluje u radu ESRB-a objavljeni popis mjera makroprudencijalnoga karaktera sadržava i informacije o mjerama u Norveškoj iako ona nije članica EU-a.

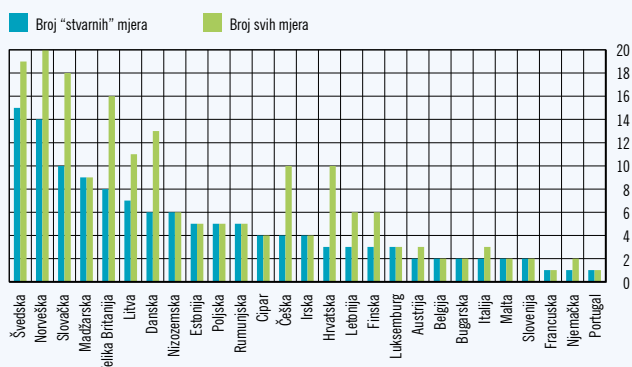
9 ESRB: A review of macro-prudential policy in the EU one year after the introduction of the CRD/CRR, lipanj 2015.

ložive instrumente, druge države primjenjuju tek zaštitni sloj za globalne sistemski važne (GSV) institucije (ZS(gsv)), koji se u skladu s postupnim uvođenjem¹⁰ počinje obvezno primjenjivati za GSV od 1. siječnja 2016.

Procjena intenziteta mjera makroprudencijalnoga karaktera

Poduzete mjere makroprudencijalnoga karaktera uglavnom su usmjerene na sprječavanje odnosno smanjenje sistemskih rizika koji proizlaze iz prekomjernog rasta kredita i zaduživanja¹¹, a za što se najviše primjenjuje instrument jačanja pokrivenosti kredita vrijednošću kolaterala (LTV) i zaštitni sloj za očuvanje kapitala (ZS(ok)), Tablica 2.

Slika 1. Broj uvedenih mjera u pojedinoj državi



Napomena: Grčka i Španjolska nisu u promatranom razdoblju poduzimale mjere makroprudencijalnoga karaktera.
Izvori: ESRB; izračun HNB-a

Procjena intenziteta poduzetih mjera makroprudencijalnoga karaktera na razini pojedine države provedena je razmatranjem sljedećih komponenata:
a) visine kombiniranoga zaštitnog sloja koji čine ZS(ok), protuciklički zaštitni sloj (ZS(pck)) te ovisno što se primjenjuje od zaštitnog sloja za strukturni sistemski rizik (ZS(ssr)), zaštitnog sloja za ostale sistemski važne institucije (ZS(osv)) i ZS(gsv),
b) broja ostalih poduzetih mjera makroprudencijalnoga karaktera unutar grupa instrumenata i posrednih ciljeva – LTV/LTI, ponderi rizika (uključujući LGD), DSTI/DSI, Stup 2 i ostali instrumenti za postizanje smanjenja prekomjernog rasta i zaduženja te Stup 2, omjeri likvidnosti i ostali instrumenti za postizanje posrednih ciljeva smanjenja neujednačenih poticaja i smanjenja prekomjerne neusklađenosti ročnosti i nelikvidnosti tržišta.

Obje komponente jednako pridonose ukupnoj procjeni intenziteta. Intenzitet poduzetih mjera u pojedinoj zemlji izražen je u relativnom odnosu prema najvećem opaženom intenzitetu razmatranih država (Tablica 3.).

¹⁰ Članak 162. stavak 5. CRD-a

¹¹ Posredni ciljevi makroprudencijalne politike koji dovode do očuvanja financijske stabilnosti definirani su u preporuci ESRB/2013/1 (*Recommendation of the European Systemic Risk Board of 4 April 2013 on intermediate objectives and instruments of macro-prudential policy*).

Tablica 2. Udio mjera posrednih ciljeva i instrumenata makroprudencijalne politike

Posredni ciljevi / instrumenti	Udio mjera
Smanjenje prekomjernoga kreditnog rasta i zaduženosti	74%
Pokrivenost kredita vrijednošću kolaterala (LTV) ili prihoda (LTI)	16%
ZS(ok)	10%
Ponderi rizika i gubitak zbog nastanka statusa neispunavanja obveza (LGD)	9%
ZS(pck)	8%
Pokrivenost duga prihoda (DSTI ili DTI)	7%
Testiranje otpornosti na stres / testovi osjetljivosti	5%
Dospjeće kredita i amortizacija kredita	7%
Ostali	3%
ZS(ssr)	3%
ZS(gsv)	2%
Stup 2	2%
Omjer zaduženosti	1%
Omjer kredita i depozita (LTD)	1%
Smanjenje neujednačenih poticaja	17%
ZS(osv)	8%
ZS(ssr)	3%
Stup 2	3%
ZS(gsv)	2%
Ostali	1%
Smanjenje prekomjerne neusklađenosti ročnosti i nelikvidnosti tržišta	8%
Omjeri likvidnosti	7%
Stup 2	1%
Smanjenje koncentracije izloženosti	1%
ZS(ssr)	1%

Napomena: Pojedini instrumenti nisu predodređeni za postizanje isključivo jednoga posrednog cilja, zbog čega su prikazani unutar različitih posrednih ciljeva.

Izvori: ESRB; izračun HNB-a

Razmatranje intenziteta mjera makroprudencijalnoga karaktera u kontekstu kapitaliziranosti bankovnog sustava pri uvođenju novoga pravnog okvira¹² i financijskog ciklusa

Spomenuta nova regulativa implicira kako reakcije nositelja makroprudencijalne politike djelomično trebaju odražavati i financijski ciklus, čije je ponašanje, i s njime povezano nakupljanje sistemskog rizika, često specifično za svaku državu. Iako za potpuni opis financijskog ciklusa može biti potrebno razmatrati znatno složenije pokazatelje, za potrebe ove analize, kao pokazatelj financijskog ciklusa, upotrijebljena je razmjerno jednostavna mjera – kreditni jaz definirana kao razlika omjera

¹² Stopa adekvatnosti kapitala na dan 31. prosinca 2013.

Tablica 3. Procijenjeni intenzitet mjera makroprudencijalnoga karaktera u državama članicama EU-a i Norveškoj

Država članica EU-a/EGP-a	Oznaka	Procijenjeni intenzitet	Država članica EU-a/EGP-a	Oznaka	Procijenjeni intenzitet
Švedska	SE	1,00	Nizozemska	NL	0,32
Norveška	NO	0,91	Velika Britanija	UK	0,29
Slovačka	SK	0,76	Italija	IT	0,28
Češka	CZ	0,71	Portugal	PT	0,27
Estonija	EE	0,69	Cipar	CY	0,27
Hrvatska	HR	0,63	Mađarska	HU	0,27
Bugarska	BG	0,60	Danska	DK	0,26
Finska	FI	0,52	Irska	IE	0,20
Litva	LT	0,47	Belgija	BE	0,13
Luksemburg	LU	0,41	Malta	MT	0,13
Letonija	LV	0,34	Francuska	FR	0,03
Poljska	PL	0,34	Njemačka	DE	0,01
Rumunjska	RO	0,34	Grčka	EL	0,00
Austrija	AT	0,33	Slovenija	SI	0,00
			Španjolska	ES	0,00

Izvori: ESRB; izračun HNB-a

kredita i BDP-a i njegova dugoročnog trenda. Iako prosječan kreditni jaz od početka četvrtog tromjesečja 2013. do kraja prvog tromjesečja 2015. godine, kao i kreditni jaz krajem prvog tromjesečja 2015. u većini država članica EU-a ne upućuju na fazu uzleta financijskog ciklusa, vidljivo je da postoje značajne razlike u kreditnom jazu među državama (Slika 2.). U većini država stoga ne možemo govoriti o fazi uzleta financijskog ciklusa odnosno o potrebi za izgradnjom protucikličkog amortizera te je stopa formalnog instrumenta za protucikličko djelovanje (ZS(pck)) različita od nule u državama članicama EU-a uvedena tek u Švedskoj¹³.

Osim položaja u financijskom ciklusu, također se ne smije smetnuti s uma da zatečeno stanje intenziteta uvedenih mjera pri stupanju na snagu novoga pravnog okvira (1. siječnja 2014.) nije bilo ujednačeno te je vjerojatno kod nekih država postojala bojazan da bi naglo popuštanje njihova intenziteta moglo destabilizirati financijski sustav. Naposljetku, amortizeri protucikličkog djelovanja koji bi se mogli iskoristiti u silaznoj fazi, u mnogim državama nisu ni bili izgrađeni u ranijoj fazi uzleta.

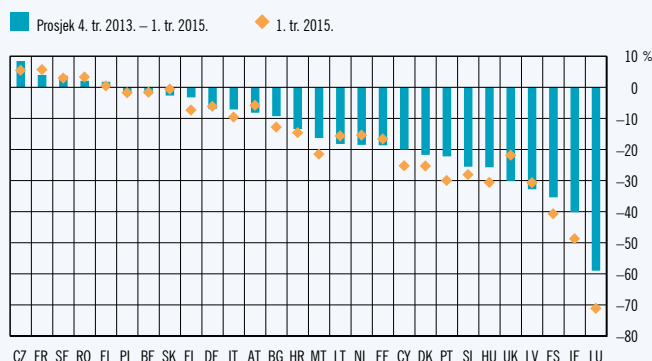
Među državama sličnoga kreditnog jaza¹⁴ općenito se može uočiti određena korelacija između intenziteta poduzetih mjera makroprudencijalnoga karaktera i kapitaliziranosti u trenutku stupanja na snagu novoga pravnog okvira¹⁵, pri čemu je, očekivano, promjena intenziteta poduze-

13 Uvedena je još i u Norveškoj; stopa u objema državama iznosi 1%, a sredinom 2016. povećava se na 1,5%.

14 Razmatrane su kategorije država s kreditnim jazom manjim od -20%, od -20% do -5% i većim od -5%.

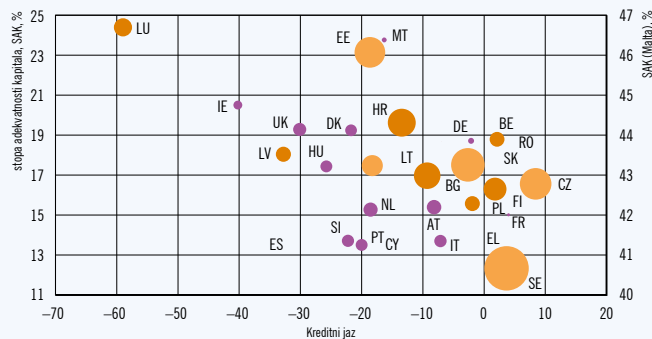
15 Pearsonov koeficijent, kao mjera linearne korelacije, iznosi 0,65 za države s kreditnim jazom manjim od -20%; 0,50 za države s kreditnim jazom između -20% i -5%, bez Malte te 0,31 za države s kreditnim jazom većim od -5%, bez Švedske.

Slika 2. Kreditni jaz u državama članicama EU-a



Izvori: ESB; za Hrvatsku izračun HNB-a

Slika 3. Intenzitet mjera makroprudencijalnoga karaktera u odnosu na početnu kapitaliziranost bankovnog sustava i kreditni jaz



Napomena: Intenzitet poduzetih mjera u pojedinoj državi prikazan je veličinom kruga.

Izvori: ESB; izračun HNB-a

tih mjera u odnosu na promjenu kapitaliziranosti izraženija za skupinu država koje su bliže fazi uzleta financijskog ciklusa (Slika 3.).

Nadalje, države koje se nalaze bliže fazi uzleta financijskog ciklusa (mjereno kreditnim jazom) u prosjeku poduzimaju mjere makroprudencijalnoga karaktera nešto većeg intenziteta (Slika 3.). Prosječan intenzitet mjera po kategorijama kreditnog jaza iznosi približno 0,23, 0,38 i 0,43. Također, neujednačenost intenziteta mjera unutar slične razine kreditnog jaza veća je upravo među državama koje se nalaze bliže fazi uzleta financijskog ciklusa. Tako je moguće uočiti države kreditnog jaza većeg od -5% gdje još nisu poduzete mjere makroprudencijalnoga karaktera te s druge strane države koje poduzimaju mjere najvećeg intenziteta.

Zaključak

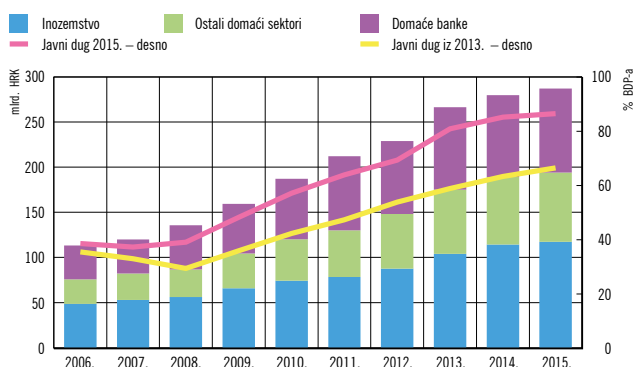
Od stupanja na snagu novoga pravnog okvira mjere makroprudencijalnoga karaktera intenzivno se provode u državama članicama EU-a i posebno u Norveškoj. Razmatranje njihove primjene u kontekstu kapitaliziranosti bankovnog sustava i financijskog ciklusa upućuje na to da su općenito države pri uvođenju mjera makroprudencijalnoga karaktera osim financijskog ciklusa uzimale u obzir i postojeću razinu kapitaliziranosti bankovnog sustava s ciljem sprječavanja naglog oslobađanja kapitala koje bi moglo destabilizirati financijski sustav određene države. Intenzitet mjera poduzetih u Hrvatskoj korespondira s višom razinom

kapitaliziranosti bankovnog sustava. Ipak, potpuna usklađenost reakcija nositelja makroprudencijalne politike nije svuda osigurana te postoje države koje povećanim intenzitetom reakcija nastoje zadržati postojeću razinu kapitala.

Zbog relativno kratkog razdoblja primjene makroprudencijalnih politika prema novom pravnom okviru tek će naknadne analize – uzimajući u obzir između ostalog neujednačenost intenziteta i vrsta mjera u početku njihove primjene te moguću različitu razinu usklađenosti makroprudencijalne politike s ostalim ekonomskim politikama – dati potpuniju sliku dosljednosti makroprudencijalnih mjera.

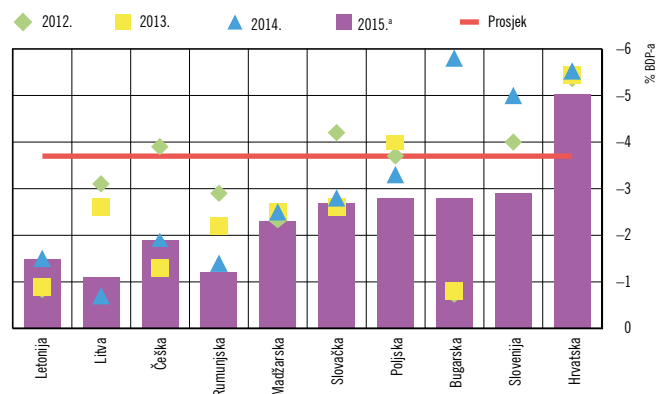
Sektor države

Slika 24. Dug opće države



Izvori: HNB; EK (projekcija)

Slika 25. Usporedno kretanje manjka opće države



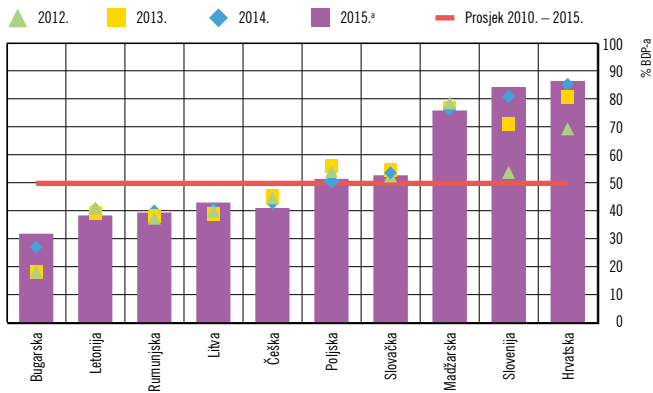
* Procjena
Izvori: EK; HNB

S oporavkom gospodarstva u 2015. poboljšali su se pokazatelji rizika fiskalne održivosti u odnosu na prethodno razdoblje. Smanjenje proračunskog manjka uzrokovano je rastom neizravnih prihoda, dok su promjene poreza bile uglavnom neutralne što se tiče ukupnih prihoda. Osim nižega proračunskog manjka rast javnog duga usporava i korištenje prefinanciranja iz 2014. Ipak, u usporedbi sa zemljama sličnih karakteristika i dalje se bilježi kudikamo najviša razina manjka i najviša razina javnog duga.

Unatoč tome što su rashodi rebalansom proračuna za 2015. povišeni, prihodi povećani zbog pojačane gospodarske aktivnosti smanjit će u skladu s očekivanjem manjak na razinu predviđenu Programom konvergencije Republike Hrvatske. Povećanje proračunskih prihoda u 2015. godini uglavnom će proizići iz neizravnih poreza, koji su se povećali zbog oporavka gospodarske aktivnosti, poreznih izmjena i baznog učinka kod prihoda od PDV-a. Budući da je Hrvatska u „proceduri pri prekomjernom manjku”, značajnije smanjenje deficita sigurno bi umanjilo pritisak na ispunjenje obveza u idućim godinama. U usporedbi sa zemljama sličnih karakteristika (Slika 25.) Hrvatska unatoč smanjenju i dalje bilježi kudikamo najvišu razinu manjka.

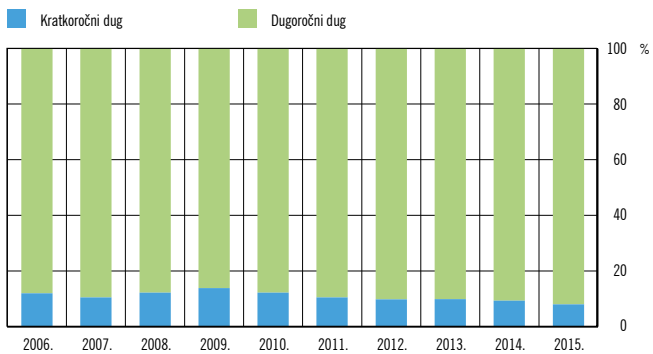
Porezne promjene provedene tijekom 2014. i 2015. bile su neutralne glede ukupnih prihoda u prošloj godini. Proširenje poreznih razreda i povećanje osobnog odbitka za oporezivanje dohotka smanjilo je porezno opterećenje dijela osobnih dohodaka. To je poništilo učinke povećanja trošarina na duhan i naftne derivate i doprinosa za zdravstveno osiguranje, proširenja porezne osnovice novim porezom na kamate te pooštavanja kriterija za korištenje porezne olakšice za reinvestiranu dobit. Pozitivan učinak na prihode imale su i izmjene u sustavu doprinosa za

Slika 26. Usporedno kretanje javnog duga



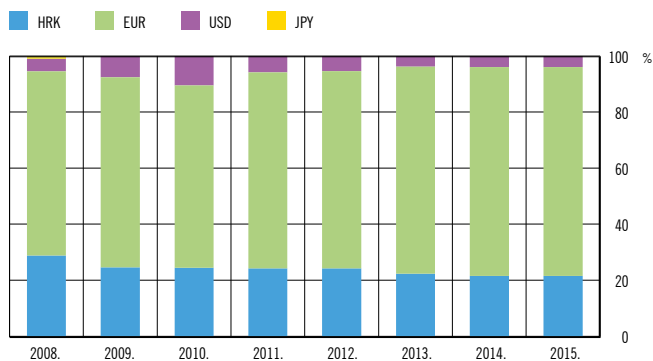
^a Procjena
Izvori: EK, HNB

Slika 27. Ročna struktura javnog duga



Izvor: HNB

Slika 28. Valutna struktura javnog duga



Izvor: HNB

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

Pokazatelj	Sigurno područje	Referentna razina	Razina u Hrvatskoj	Promjena
$r - g^b$ (2015.)	<	1,1 p. b.	4,1 p. b	↓
Javni dug opće države (% BDP-a) (2015.)	<	42,8%	86,4%	↑
Ciklički prilagođen primarni saldo (% potenc. BDP-a) (2015.)	>	-0,5%	-0,6%	↑
Potrebe za financiranjem (% BDP-a) (2015.)	<	20,6%	17,8%	↓
Udio kratkoročnog duga u ukupnom dugu (2015.)	<	44,0%	8,1%	↓
Dug nominiran u inozemnoj valuti (2015.)	<	40,3%	78,5%	↑
Prosječno dospijeće javnog duga (godine) (2015.)	>	2,3	5,1	↑
Kratkoročni inozemni javni dug (postotak deviznih rez.) (2015.)	<	61,8%	14,5%	↑

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

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

Izvori: MMF WP/11/100; HNB

mirovinsko osiguranje na temelju beneficiranoga radnog staža. S druge strane, konverzija kredita u švicarskim francima u kredite u eurima mogla bi prema metodologiji ESA 2010 već u 2015. imati negativan učinak na prihode od poreza na dobit.

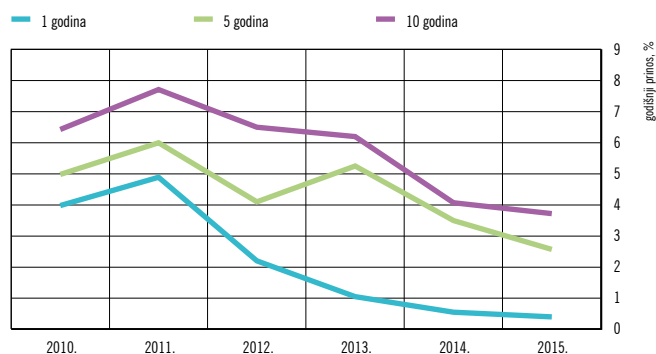
Smanjenje proračunskog manjka očekuje se u 2016. i 2017. prije svega zbog povećanja prihoda nakon oporavka gospodarske aktivnosti. Ipak, za održavanje financijske stabilnosti bilo bi poželjno da se ubrza tempo smanjivanja proračunskog manjka te iskoristi razdoblje iznimno niskih kamatnih stopa za refinanciranje duga pod povoljnim uvjetima.

Rast javnog duga nastavlja se usporavati, ali je njegova razina najviša među usporedivim zemljama (Slika 24.). U 2015. kretanje javnog duga usporilo se nakon nekoliko godina izrazito brzog rasta. Očekuje se rast javnog duga za 1,4 postotna boda u 2015., što je značajno niže nego proteklih godina. Uz obilato korištenje pretfinanciranja s kraja 2014., tomu je pridonio smanjeni proračunski manjak.

Uza sve navedeno, treba uzeti u obzir i da su mogućnosti za proširenje obuhvata javnog sektora i s tim povezanih promjena u razini javnog duga uglavnom iscrpljene (Slika 24.).

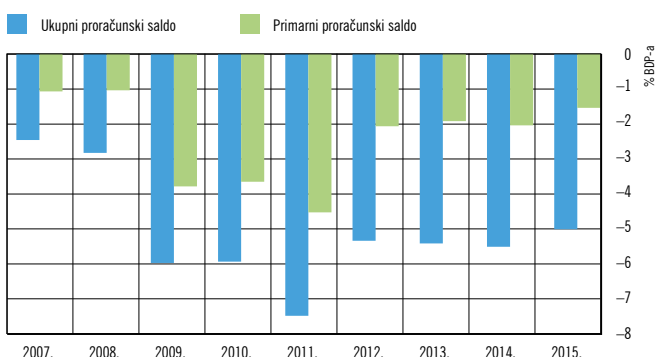
Iako su pokazatelji rizika fiskalne održivosti još uvijek jednoliko podijeljeni između sigurnog i rizičnog područja, pozitivno dje-

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



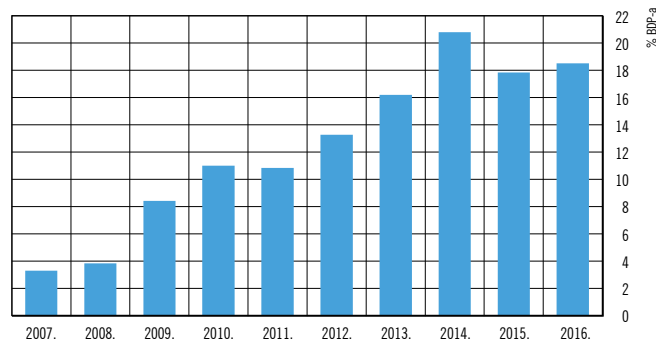
Izvor: Bloomberg

Slika 30. Manjak opće države



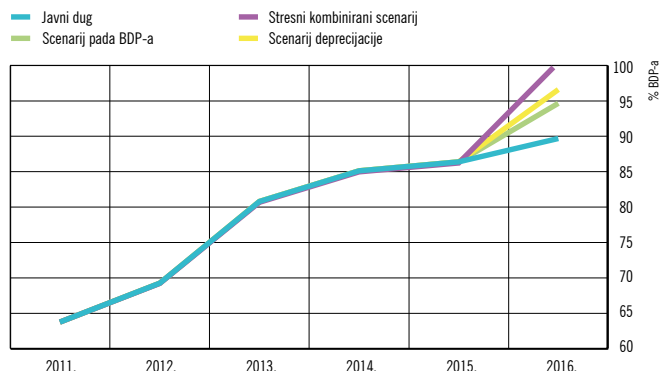
Izvori: HNB; projekcija EK-a

Slika 31. Potrebe za financiranjem



Napomena: Iznosi uključuju trezorske zapise.
Izvor: HNB

Slika 32. Različiti scenariji projekcije javnog duga



Izvori: HNB, EK

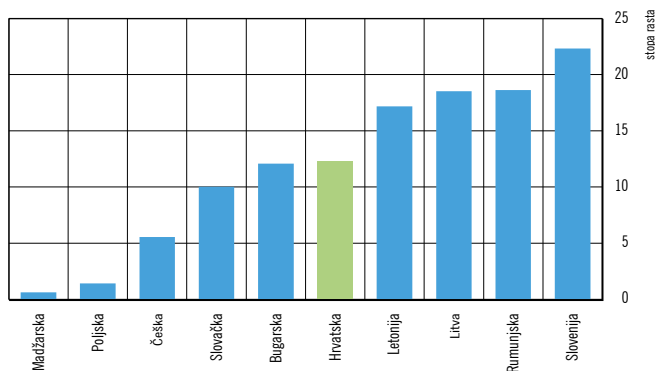
luje činjenica da se za većinu (šest pokazatelja) bilježi promjena prema sigurnom području u odnosu na prethodni broj ove publikacije. Uzrok tome leži u boljim gospodarskim pokazateljima koji su utjecali na smanjenje pokazatelja „r – g” (Tablica 4.). Prije svega to se odnosi na rast realnog BDP-a u 2015., koji je nakon šest godina prvi put pozitivan. Nadalje, smanjuje se ciklički prilagođeni primarni saldo zbog rasta rashoda za kamate. U 2015. smanjio se i pokazatelj proračunskog manjka opće države. Prosječno dospijeće javnog duga produljilo se s 4,8 na 5,1 godinu i sada je više nego dvostruko dulje od referentne razine. Tako i dalje povoljna ročna struktura javnog duga (Slika 27.), koja se prelijeva i u drugi pokazatelj – omjer kratkoročnoga inozemnog javnog duga i međunarodnih pričuva, smanjuje rizik likvidnosti javnog duga.

Uz sadašnje trendove visoka razina javnog duga i dug nominiran u inozemnoj valuti otežavaju dovođenje javnog duga na putanju dugoročne održivosti. Visoka razina javnog duga generira visoke kamatne rashode, u iznosu od 3,6% BDP-a, što je najviša razina među usporedivim gospodarstvima (Slika 35.). Značajan iznos javnog duga u inozemnoj valuti (78,5%) pokazuje visoku ovisnost javnog duga o stabilnosti tečaja, a time i stabilnosti monetarne politike.

Sljedećih se godina očekuje povećana potreba za financiranjem. Naime, iako je u 2015. smanjena potreba za zaduživanjem, u idućim će se godinama u skladu s dospijećem obveza povećati potrebe za refinanciranjem unatoč smanjenju proračunskog manjka. To čini javne financije ranjivima zbog povećanih rizika od promjene kamatnih stopa u budućnosti. Stoga je nužno provesti značajnu fiskalnu konsolidaciju kako bi se smanjile godišnje potrebe za financiranjem, koje bi inače mogle dosegnuti čak 20% BDP-a.

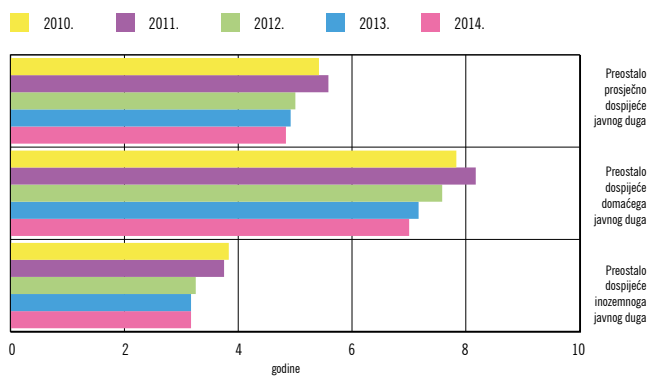
Prinosi na hrvatske državne vrijednosne papire u 2015. spustili su se na minimum. Slika 29. pokazuje petogodišnji trend sma-

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



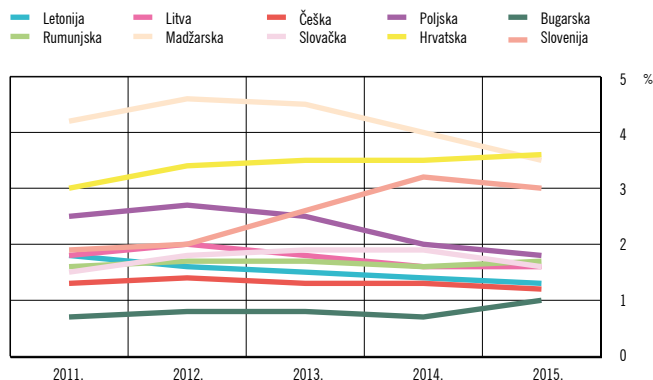
Izvor: EK

Slika 34. Prosječno preostalo dospijeće duga opće države



Izvor: HNB

Slika 35. Rashodi za kamate opće države



Izvor: EK

njivanja prinosa na hrvatske državne vrijednosne papire, ali koji su i dalje značajno veći od prinosa usporedivih zemalja članica Europske unije. Eventualni rast referentnih kamatnih stopa na svjetskim tržištima očekivano će utjecati i na rast prinosa na hrvatske obveznice, a time i veće kamatne rashode.

Projekcije javnog duga u stresnim scenarijima pokazuju najveću osjetljivost na jednokratnu deprecijaciju. U skladu sa stresnim scenarijem potencijalna jednokratna deprecijacija od 10% u 2016. povećava javni dug na razinu od 96,6% BDP-a, naprama 89,7% BDP-a u temeljnom scenariju. Kombinirani stresni scenarij pada BDP-a od 3,1% realno i jednokratne deprecijacije od 10% dovodi do rasta javnog duga na razinu od 101%. Prema stresnom scenariju u kojem BDP u 2016. pada za 3,1%, javni bi se dug povećao na 94,6%.

Okvir 2. Bankarstvo u sjeni u Hrvatskoj

Recentna globalna financijska kriza razotkrila je značenje rizika u dijelu financijskog sustava koji je bio djelomično ili potpuno izvan doseg regulative, a koji je zbog svoje veličine i veza među financijskim institucijama znatno pridonio brzini širenja i visini troškova krize. Uloga tzv. *banaka u sjeni* u tom je smislu posebno bila izražena u zemljama s razvijenim financijskim sustavima. Kako bi se moglo raspravljati o mogućnostima bolje regulacije bankarstva u sjeni, nužno je razumjeti osnovna obilježja banaka u sjeni te na temelju dostupnih podataka pokušati procijeniti veličinu tog segmenta financijskog sustava i ocijeniti njegovu sistemsku važnost. Osnovni ciljevi ovog okvira stoga su objasniti što se podrazumijeva pod pojmom bankarstvo u sjeni i zašto je iz perspektive financijske stabilnosti važno pokušati steći uvid u djelovanje takvih subjekata te ocijeniti njihovo značenje u hrvatskome financijskom sustavu. U tu je svrhu na temelju podataka iz financijskih računa koji su kompilirani prikaz dostupnih podataka HNB-a, Ministarstva financija, Fine i Hanfe o poslovanju financijskih institucija, provedena preliminar- na analiza financijskog sustava i poslovnih praksa koje se mogu okarakterizirati kao djelovanje banaka u sjeni.

Općenito o bankarstvu u sjeni

Europska komisija bankarstvo u sjeni definira kao sustav kreditnog posredovanja koji uključuje subjekte i aktivnosti izvan reguliranoga bankovnog sustava. Glavna su obilježja takvih posrednika: ročna transformacija – kratkoročnim zaduživanjem financiraju se dugoročna ulaganja, transformacija likvidnosti – visoko likvidnim obvezama financiraju se manje likvidni oblici imovine, izravno ili neizravno korištenje financijske poluge – za financiranje ulaganja rabe se posuđena sredstva, transfer kreditnog rizika – rizik da dužnik neće moći podmiriti svoje obveze prebacuje se sa zajmodavca na treću stranu, prikupljanje sredstava u obliku sličnom depozitima, sredstva često prikupljaju u procesu sekuritizacije, posuđivanjem vrijednosnih papira i repo poslovima i moguće sudjelovanje u regulatornoj arbitraži s ciljem izbjegavanja ograničenja, odnosno propisa koji vrijede za druge financijske posrednike (najčešće banke), pri čemu se takve aktivnosti nerijetko financiraju imovinom banaka.

U praksi se pod bankama u sjeni najčešće podrazumijevaju novčani fondovi i drugi fondovi ili proizvodi koji imaju karakteristike depozita i osjetljivi su na masovna povlačenja sredstava, subjekti uključeni u proces sekuritizacije, investicijski fondovi ili financijski posrednici kao što su društva za lizing koji odobravaju kredite ili u svom poslovanju intenzivno upotrebljavaju financijsku polugu poput fondova za omeđivanje rizika (engl. *hedge fund*), otvorenih investicijskih fondova s privatnom ponudom (engl. *private equity fund*) i financijskih subjekata koji odobravaju kredite ili kreditne garancije, osiguravajuća i reosiguravajuća društva koja daju kredite ili kreditne garancije te društva za faktoring koja mogu služiti za izbjegavanje ograničenja velikih izloženosti koja vrijede za druge financijske institucije.

Bankarstvo u sjeni ne mora samo po sebi biti problematično ako se rizicima upravlja na primjeren način i ako se ulaže u oblike imovine čija

je vrijednost opravdana fundamentima. Naime, banke u sjeni pružaju dodatne mogućnosti za financiranje, alternativa su ulaganju u bankovne depozite, efikasnije usmjeravaju sredstva zbog većeg stupnja specijalizacije i omogućavaju diversifikaciju rizika smanjenim oslanjanjem na bankarski sektor (Europska komisija, 2012.).

No u praksi je djelovanje banaka u sjeni često prociklično, a visok stupanj upotrebe poluge, izbjegavanje regulative i nedostatak pravila kojima bi se uređivalo propadanje takvih institucija dodatno ugrožavaju financijski sustav u cjelini, pogotovo ako je riječ o sistemski važnim institucijama. Rizici za financijsku stabilnost javljaju se i u obliku potencijalnih proračunskih izdataka za spašavanje takvih institucija, rizika za ulagače koji su uložili sredstva u banke u sjeni te rizika za povezane institucije koje prema njima imaju veće izloženosti, što se također može materijalizirati u obliku fiskalnih troškova. S obzirom na to da banke u sjeni nisu izolirane od ostatka financijskog sustava, problemi se iz njih preko financijskih tržišta i ostalih financijskih posrednika vrlo brzo mogu proširiti i na ostale financijske institucije, posebice na banke, a može doći i do prekograničnog prelijevanja nestabilnosti.

Navedeni rizici upozoravaju na postojanje potrebe za koordiniranim djelovanjem regulatora bankarskih i nebankarskih financijskih posrednika jer se na taj način smanjuju sistemski rizici koji u pravilu sa sobom nose visoke troškove. Jedan je od glavnih koraka u tom smjeru stjecanje uvida u veličinu, strukturu i međusobnu povezanost banaka u sjeni i ostalih financijskih institucija.

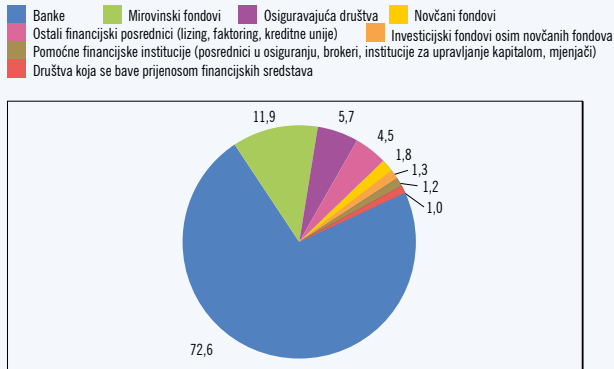
Analiza bankarstva u sjeni u Hrvatskoj

Analiza potencijalnih rizika vezanih uz bankarstvo u sjeni zasniva se na analizi strukture i veza među dijelovima financijskog sustava, rizika povezanih s ročnim i likvidnosnim (ne)usklađenostima te stupnjem upotrebe financijske poluge.

Segment nebankovnih financijskih institucija znatno je manji u odnosu na bankarski sektor (Slika 1.). Udio imovine nebankovnih financijskih institucija u ukupnoj imovini financijskog sustava na kraju lipnja 2015. iznosio je oko 27%, što Hrvatsku zbog udjela banaka koji kontinuirano premašuje 70% svrstava u bankocentrične sustave karakteristične za većinu europskih zemalja.

Kako bi se stekao opći dojam o međusobnim izloženostima financijskih institucija, one su osim grafikonima i tablicama prikazane i s pomoću mrežnih prikaza koji sadrže podatke o relativnoj veličini pojedinih nebankovnih financijskih institucija, njihovom stupnju upotrebe poluge i međusobnim izloženostima te potraživanjima i obvezama prema državi, inozemstvu, poduzećima i stanovništvu koje premašuju određeni udio u aktivni svakog sektora (Prikaz 1.). Iz mrežne analize među sektorima u tom se smislu razabire značenje položaja države, banaka i nefinancijskih poduzeća (prikazi 1. i 2.). To potvrđuje važnost stabilnih javnih financija i bankarskog sektora za očuvanje financijske stabilnosti sustava u cjelini. Naime, s obzirom na znatnu izloženost nebankovnih financijskih institucija prema državi, potencijalni problemi u javnom sektoru prenijeli bi se kroz mrežu financijskih posrednika i na banke te implicitno ugrozili financiranje drugih sektora ekonomije. Takve bi gubitke naposljetku snosili građani koji su kao sektor najveći kreditor, odnosno ulagač u promatrane financijske posrednike (Prikaz 2.).

Slika 1. Struktura imovine hrvatskoga financijskog sustava, na kraju lipnja 2015.



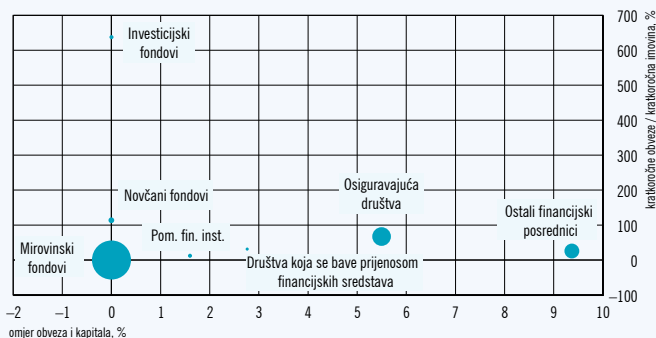
Izvor: HNB – financijski računi

Ročna neusklađenost imovine i obveza kod nebankovnih financijskih institucija mjerena omjerom kratkoročnih obveza i kratkoročne imovine ne čini sistemski rizik jer je kod većine sektora taj omjer niži od 100%, iako je potrebno uzeti u obzir rizike poslovanja svake pojedinačne institucije, a to je moguće jedino u izravnom nadzoru. Iznimka su investicijski fondovi, što je očekivano jer se uložiti investitora tretiraju kao kratkoročne obveze, dok se ulaganja u dužničke i vlasničke vrijednosne papire promatraju kao dugoročna imovina premda karakter takvih ulaganja primarno ovisi o likvidnosti tih instrumenata (Slika 2.).

Stupanj upotrebe poluge po sektorima također ne upućuje na prekomjerno korištenje duga u financiranju aktivnosti u većini sektora, a iznimka su ostali financijski posrednici, što upozorava na potencijalne rizike u njihovu poslovanju (Slika 2.).

Relativno velika kratkoročna izloženost nekih nebankovnih financijskih institucija bankama upućuje na potencijalni rizik prenošenja šokova od banaka prema tim institucijama. S obzirom na prirodu poslovanja pre-

Slika 2. Stupanj ročne neusklađenosti i stupanj upotrebe financijske poluge, prema vrsti nebankovnih financijskih institucija, na kraju lipnja 2015.



Izvor: HNB – financijski računi, izračun HNB-a

ma bankama su kratkoročno najizloženiji novčani fondovi i pomoćne financijske institucije. Udio kratkoročnih potraživanja novčanih fondova od banaka u ukupnoj imovini novčanih fondova iznosi 50%, a kod pomoćnih financijskih institucija usporedivi udio iznosi 44% (slike 3. i 4.). Promatra li se iz perspektive banaka, ukupna izloženost nebankovnih financijskih institucija prema njima iznosi oko 4,3% imovine banaka, od čega je 4,1% kratkoročna izloženost koja se prije svega odnosi na depozite, pa se ocjenjuje da to nije sistemski rizik.

Kratkoročna izloženost banaka prema nebankovnim financijskim institucijama zanemariva je u odnosu na njihovu ukupnu imovinu i ukupnu imovinu financijskog sektora i ne čini sistemski rizik (slike 5. i 6.). Pritom su banke ukupno najviše izložene prema ostalim financijskim institucijama, što iznosi 1% ukupne aktive banaka, u čemu s podjednakim iznosima sudjeluju kratkoročni krediti, dugoročni krediti i vlasnička ulaganja.

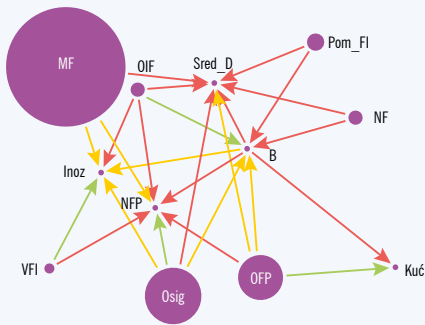
Visok stupanj izloženosti nebankovnih financijskih institucija prema sektoru države upućuje na povišene rizike povezane s mogućim poteškoćama u financiranju ili refinanciranju javnog duga, koji bi u slučaju materijalizacije rezultirali poteškoćama u cijelom financijskom sustavu (slike 7. i 8., Prikaz 1.). Kratkoročne izloženosti nebankovnih financijskih institucija prema državi u odnosu na imovinu pojedinog sektora najizraženije su kod pomoćnih financijskih institucija i novčanih fondova, a najveće dugoročne izloženosti osim kod dva spomenuta sektora očekivano su zabilježene i kod osiguravajućih društava i mirovinskih fondova.

Relativno snažno oslanjanje dijela nebankovnog financijskog sustava na inozemne izvore financiranja također je ocijenjeno kao potencijalni sistemski rizik jer ti izvori potencijalno mogu biti kolebljivi te u slučaju povlačenja, osim problemima u tim institucijama, rezultirati i njihovim prelijevanjem na ostatak financijskog sustava (slike 9. i 10., Prikaz 2.). Ako zbog malog udjela u ukupnom financijskom sustavu zanemarimo društva koja se bave prijenosom financijskih sredstava, najveći stupanj kratkoročne i ukupne izloženosti prema inozemnim izvorima financiranja zabilježen je kod ostalih financijskih posrednika. Detaljnija analiza njihovih obveza pokazuje da se primarno radi o dugoročnim kreditima koji čine 65% njihovih ukupnih obveza, odnosno gotovo 89% inozemnih obveza tih posrednika.

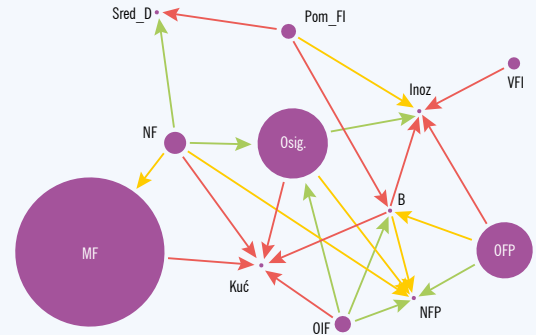
Iz provedene analize vidljivo je da visina udjela nebankovnih financijskih institucija u hrvatskom financijskom sustavu te ročna struktura njihovih obveza i potraživanja trenutačno nisu rizik koji bi mogao ugroziti financijsku stabilnost sustava u cjelini. No zbog visokog stupnja kratkoročnih izloženosti nebankovnih financijskih institucija bankama izraženi su rizici prelijevanja mogućih šokova na likvidnost i solventnost u poslovanju banaka na te institucije. Uz to, potencijalni sistemski rizik čini visok stupanj izloženosti nebankovnih financijskih institucija prema državi, što bi u slučaju poteškoća u servisiranju javnog duga neizbježno djelovalo i na ostatak financijskog sustava. Također, dio nebankovnih financijskih institucija uvelike se oslanja na inozemne izvore financiranja, a to može stvoriti poteškoće u slučaju povećane kolebljivosti i turbulencija na međunarodnim financijskim tržištima. Promatra li se po segmentima nebankovnog dijela financijskog sustava, među najrizičnijim institucijama izdvajaju se ostali financijski posrednici, kod kojih su zabilježeni visok

Prikazi 1. i 2. Međusobna potraživanja i obveze banaka i nebankovnih financijskih institucija

Imovina

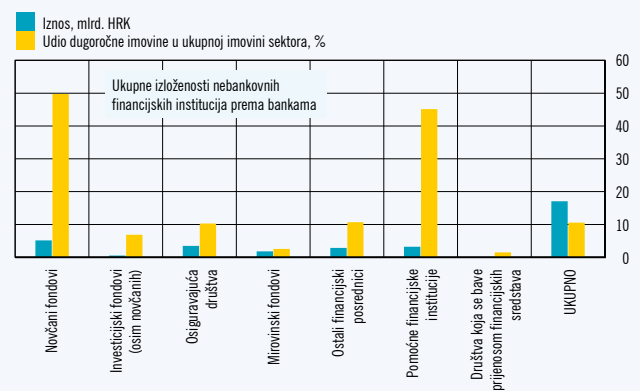
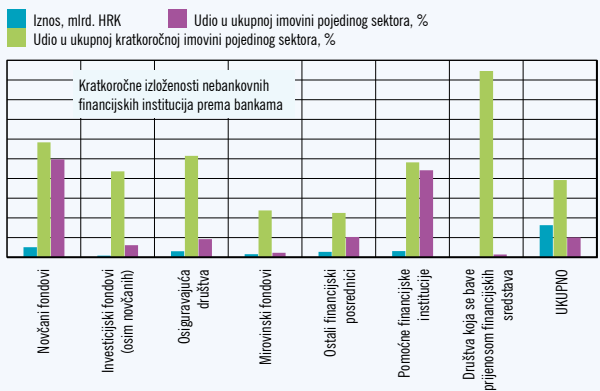


Obveze



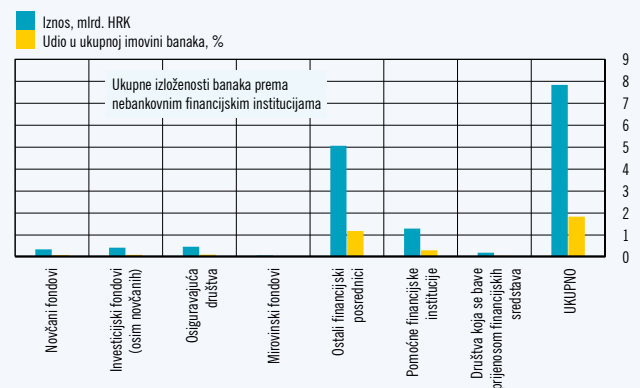
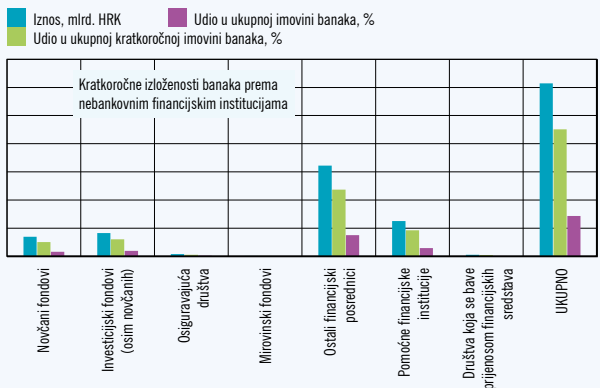
Napomene: Veličina kruga proporcionalna je veličini imovine pojedinog sektora, pri čemu su u obzir uzete samo nebankovne financijske institucije. Crvena boja strelica označuje potraživanja koje premašuju 20% u imovini, odnosno obvezama pojedinog sektora, kod žutih strelica taj postotak iznosi 10%, a kod zelenih 5%.
 Popis oznaka: B – banke; MF – mirovinski fondovi, Osig – osiguravajuća društva, OIF – investicijski fondovi (osim novčanih), NF – novčani fondovi, OFP – ostali financijski posrednici, Pom_FI – pomoćne financijske institucije, VFI – društva koja se bave prijenosom financijskih sredstava, Sred_D – središnja država, Inoz – inozemstvo, NFP – nefinancijska poduzeća, Kuć – kućanstva.
 Izvor: HNB – financijski računi

Slike 3. i 4. Izloženosti nebankovnih financijskih institucija prema bankama i ročna struktura tih izloženosti (potraživanja nebankovnih financijskih institucija od banaka), na kraju lipnja 2015.



Izvor: HNB – financijski računi

Slike 5. i 6. Izloženost banaka prema nebankovnim financijskim institucijama (potraživanja banaka od nebankovnih financijskih institucija), na kraju lipnja 2015.



Izvor: HNB – financijski računi

Tablica 1. Matrica međusobnih izloženosti pojedinih sektora unutar financijskog sustava, na kraju lipnja 2015. u milijardama kuna

Obveze	Potraživanja									
	Banke	Mirovinski fondovi	Osiguravajuća društva	Ostali financijski posrednici (lizing, faktoring, kreditne unije)	Novčani fondovi	Investicijski fondovi osim novčanih fondova	Pomoćne financijske institucije	Društva koja se bave prijenosom financijskih sredstava	Država	Inozemstvo
Banke	1,8	3,5	2,9	5,1	0,5	3,2	0,1	86,7	113,2
Mirovinski fondovi	0,1	...	0,0	0,0	0,1	0,0	0,0	0,0	48,5	0,0
Osiguravajuća društva	0,5	0,0	...	0,6	0,0	0,0	0,1	0,0	17,3	2,7
Ostali financijski posrednici (lizing, faktoring, kreditne unije)	5,1	0,0	0,3	...	0,0	0,0	0,0	0,0	3,8	23,7
Novčani fondovi	0,3	2,0	0,9	0,2	...	0,1	0,3	0,0	5,0	0,4
Investicijski fondovi osim novčanih fondova	0,4	0,3	0,5	0,0	0,0	...	0,2	0,0	1,7	0,3
Pomoćne financijske institucije	1,3	0,0	0,1	0,0	0,0	0,2	...	0,0	3,1	0,6
Društva koja se bave prijenosom financijskih sredstava	0,2	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	...	0,0	8,6
Država	19,5	0,0	1,4	0,1	0,8	0,0	1,7	0,0	...	1,6
Inozemstvo	46,4	9,6	4,8	0,4	0,0	2,2	0,1	0,4	124,5	...

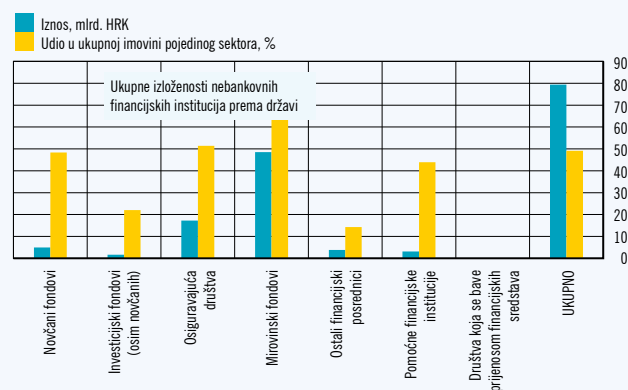
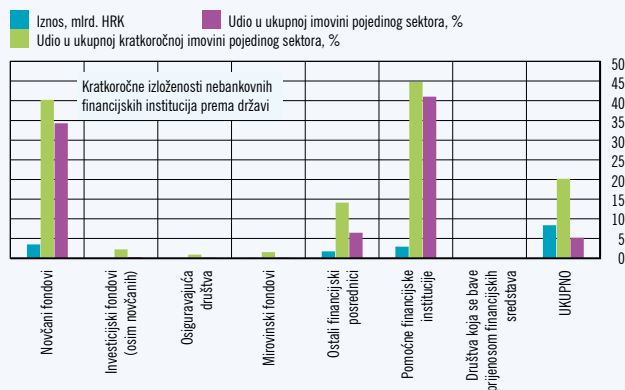
Izvor: HNB – financijski računi

stupanj upotrebe financijske poluge te znatna kratkoročna i ukupna izloženost prema inozemnim izvorima financiranja.

Od recentnih aktivnosti usmjerenih na učvršćivanje regulatornog okvira za sve segmente financijskog sustava i smanjenje prostora za regulatornu arbitražu i na djelovanje banaka u sjeni treba izdvojiti osnivanje Vijeća za financijsku stabilnost, što je, osim preporukom Europskog odbora za sistemske rizike o uspostavi tijela zaduženog za makrobonitetnu

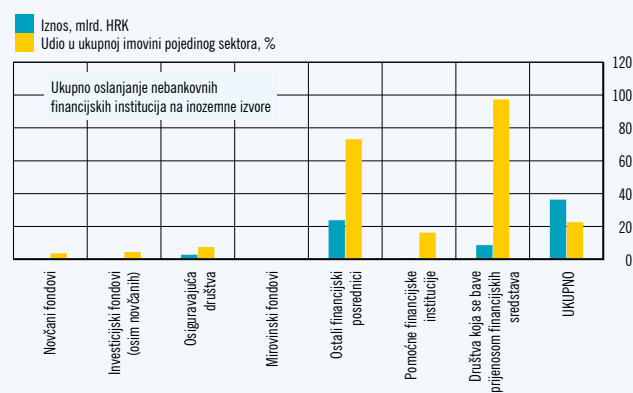
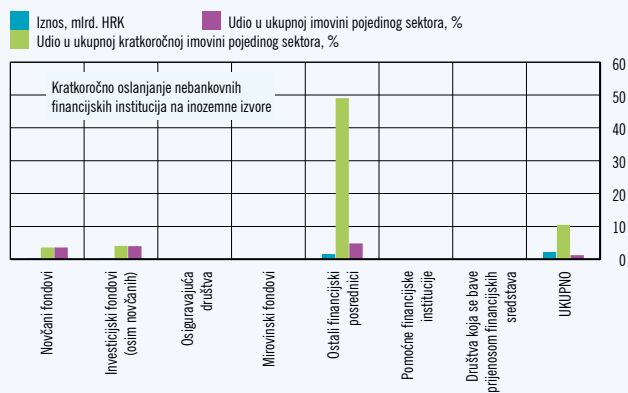
politiku, bilo potaknuto i prethodnim iskustvima s izbjegavanjem mjera središnje banke prebacivanjem poslovanja u slabije regulirane dijelove financijskog sustava ili u inozemstvo. Na taj način osigurano je koordinirano djelovanje institucija zaduženih za nadzor nad svim financijskim institucijama koje mogu utjecati na financijsku stabilnost – Hrvatske narodne banke, Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga, Ministarstva financija i Državne agencije za sanaciju banaka i osiguranje štednih uloga.

Slike 7. i 8. Izloženosti nebankovnih financijskih institucija prema državi i ročna struktura tih izloženosti (potraživanja nebankovnih institucija od države)



Izvor: HNB – financijski računi

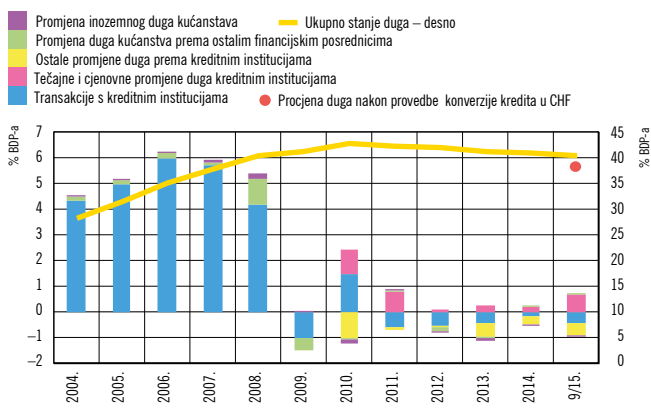
Slike 9. i 10. Oslanjanje nebankovnih financijskih institucija na inozemne izvore financiranja i ročna struktura tih izvora



Izvor: HNB – financijski računi

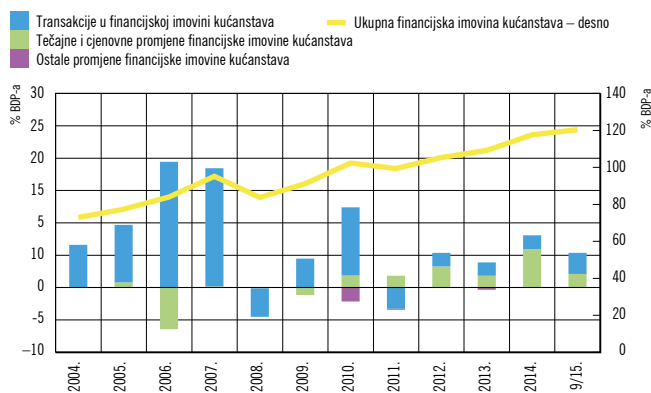
Sektor kućanstava²

Slika 36. Promjena i stanje duga kućanstava



Izvori: Hanfa; HNB

Slika 37. Promjena i stanje financijske imovine kućanstava



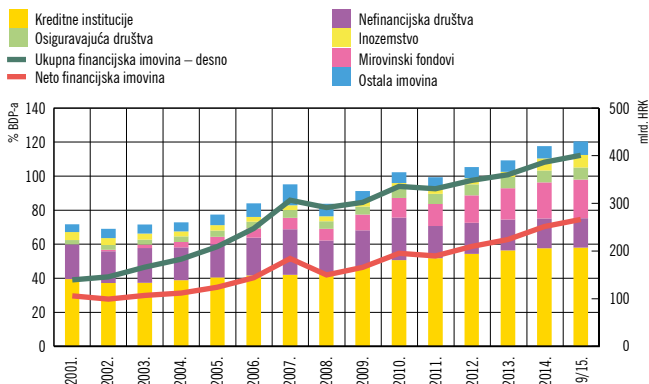
Izvori: Hanfa; HNB

Tijekom prva tri tromjesečja 2015. godine nastavio se višegodišnji trend smanjivanja agregatne zaduženosti i ranjivosti sektora kućanstava. Proces konverzije kredita u švicarskim francima u idućem će razdoblju dodatno smanjiti zaduženost, ali i povećati kamatni rizik. Unatoč tome te očekivanom gospodarskom rastu i pozitivnim poticajima s tržišta rada tijekom 2016. godine nije izgledno dinamiziranje novoga, posebice dugoročnoga kreditiranja, djelomično i pod utjecajem povećane razine svijesti potrošača o rizicima koji su se vidljivo materijalizirali u razdoblju krize.

Nakon porasta tijekom prvog tromjesečja prošle godine, potaknutog snažnom aprecijacijom švicarskog franka, u nastavku 2015. zaduženost sektora kućanstava ponovno je smanjena, te je krajem rujna iznosila 40,4% BDP-a (Slika 36.). Tome je uz blago povećanje agregatnog dohotka pridonio i nastavak smanjivanja duga ovog sektora povezanog s transakcijama s kreditnim institucijama (za -0,4% BDP-a) te povećanje otpisa i ostalih prilagodba duga sektora kućanstava (za -0,5% BDP-a), pri čemu dominiraju prodaje plasmana stanovništva vezane uz nastavak procesa rješavanja loših plasmana ovog sektora u bilancama kreditnih institucija. Izloženost sektora kućanstava prema ostalim financijskim posrednicima, koja u ukupnoj strukturi duga čini tek nešto više od 5% ukupnog duga,

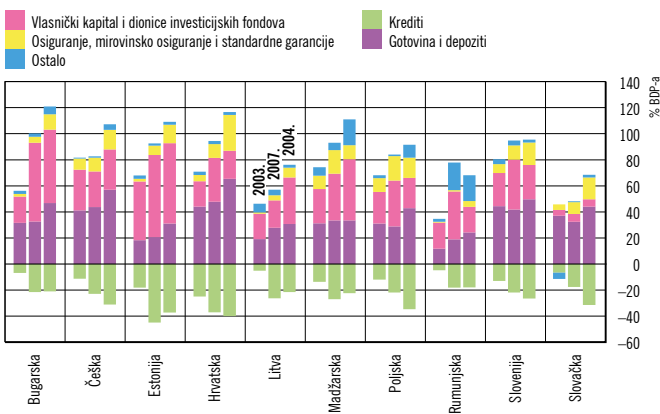
² Objavljeni podaci odnose se na statističke podatke i u ovom broju ne uključuju učinak konverzije kredita nominiranih u švicarskim francima u kredite nominirane u eurima koja je propisana izmjenama Zakona o potrošačkom kreditiranju od 30. rujna 2015. Ipak, na Slici 36. te slikama 48. i 49. dodana je procjena tih učinaka na ukupan dug sektora kućanstava. Egzaktni i potpuni učinci bit će poznati u idućem razdoblju.

Slika 38. Financijska imovina kućanstava



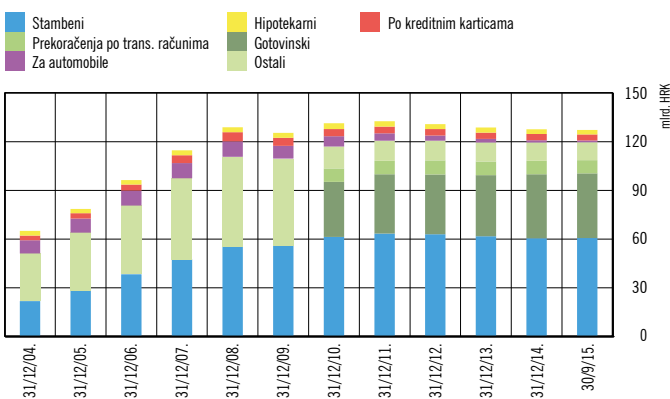
Izvori: Hanfa; HNB

Slika 39. Neto financijska imovina kućanstava u zemljama Srednje i Istočne Europe



Izvor: Eurostat

Slika 40. Krediti kućanstvima prema namjeni



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

ostala je gotovo nepromijenjena. Ukupno je dug do kraja rujna 2015. smanjen za -0,5% na godišnjoj razini (Slika 41.), dok je korekcija znatno veća (-6%) ako se u izračun duga uključuju procijenjeni utjecaj konverzije kredita u švicarskim francima³.

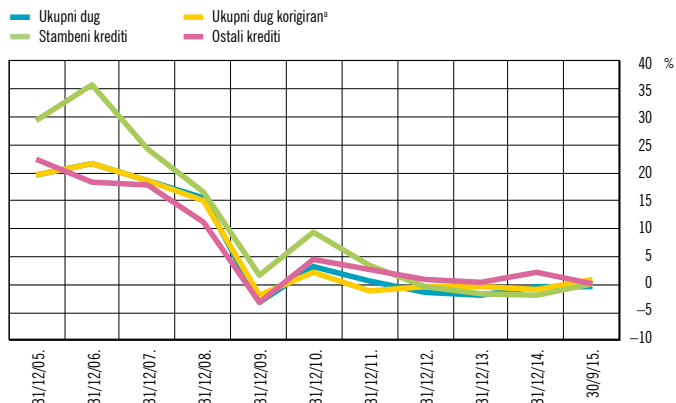
Tijekom 2015. godine financijska imovina kućanstava dodatno je povećana i krajem rujna iznosila je nešto više od 120% BDP-a (Slika 37.). U promatranom razdoblju njezina se struktura nije znatnije mijenjala u odnosu na kraj prethodne godine (Slika 38.). Većina financijske imovine ovog sektora i dalje je uložena u kreditne institucije (oko 58% BDP-a) u obliku depozita, slično stanju u usporedivim zemljama Srednje i Istočne Europe (Slika 39.). Takva raspodjela financijske imovine dodatno naglašava potrebu za očuvanjem stabilnosti banaka. Najveći se doprinos rastu imovine, uz uobičajeni sezonski porast gotovine u optjecaju, slično kao i u prethodnim razdobljima, odnosi na uplate u obvezne mirovinske fondove i rast depozita. Depoziti, koji čine 48% posto financijske imovine razmjerno su visoko koncentrirani. Naime, 20% ulagača posjeduje 94% ukupnih depozita (vidi Okvir 3. Preliminarna mjerenja rizika koncentracije depozita). Stoga je pozitivan utjecaj rasta financijske imovine na agregatni rizik ovog sektora ograničen, zbog svoje nejednolike distribucije.

Dugotrajno recesijsko razdoblje znatno je oslabilo kreditnu potražnju kućanstava, koju nisu pokrenuli ni donekle ublaženi standardi odobravanja ukupnih kredita (Slika 44.) kao ni blagi oporavak tržišta rada (Slika 45.) vidljiv prije svega u zaustavljanju pada zaposlenosti i porastu nominalne odnosno realne neto plaće (svaka približno za 2% u odnosu na ožujak). Zbog povijesnog iskustva i oslabljenog kapaciteta zaduživanja kućanstava izmijenili su se valutna struktura i namjenska distribucija novih zaduživanja (smanjenje novoga stambenoga kreditiranja te novih kredita za automobile uz istodobno veće oslanjanje na gotovinske kredite i kredite po kreditnim karticama posljednjih godina). Tome je djelomično pridonijelo i ublažavanje standarda odobravanja potrošačkih i ostalih kredita u tom razdoblju (Slika 44.). Smanjenje svih oblika novih dugoročnih kredita, uključujući i stambene (Slika 43.), uz razmjerno stabilne standarde odobravanja⁴, povezano je sa spomenutim trendovima u gospodarstvu i promjenama potrošačkih navika. Tako su ukupni novoodobreni krediti na polugodišnjoj razini dodatno smanjeni, za oko 10% (Slika 42.), što se odrazilo i na ukupne iznose kredita. Stoga su kućanstva u promatranom polugodišnjem razdoblju nastavila smanjivati svoja dugovanja po svim oblicima kredita izuzevši gotovinske, čije se stanje krajem rujna u odnosu na ožujak povećalo za 1% (Slika 40.). Stambeni su krediti

3 Naime, uz konverziju samih kredita u švicarskim francima u one u eurima, dolazi i do otpisa dijela njihove preostale glavnice kako bi se, u skladu s namjerama Vlade RH, izjednačio status dužnika s kreditima u švicarskim francima s dužnicima koji imaju kredite u eurima. Usto, dužnicima će biti vraćen i dio već plaćenih anuiteta koji čine preplatu u odnosu na istovjetni eurski kredit. Sve to smanjit će ukupan dug ovog sektora.

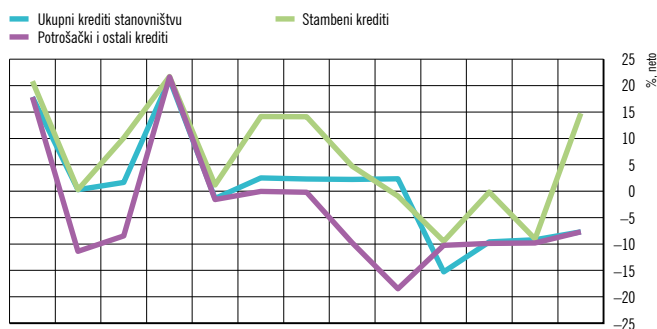
4 Prikazano znatno pooštavanje uvjeta za odobravanje stambenih kredita na Slici 44. može se smatrati atipičnom vrijednošću (engl. *outlier*) jer je posljedica postroživanja grupnih politika rizika samo kod jedne banke.

Slika 41. Godišnje stope promjene duga i kredita



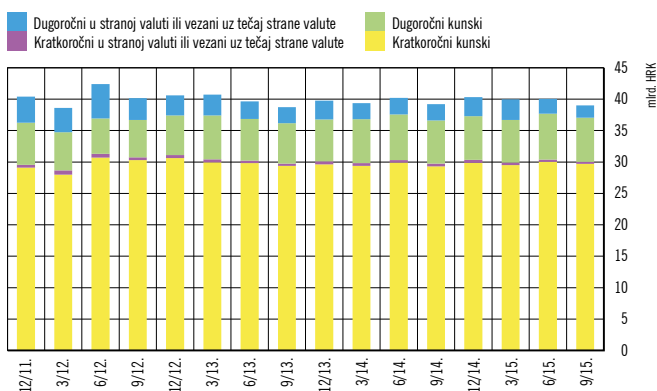
* Označuje stopu rasta ukupnog duga koji je korigiran za tečajne i cjenovne promjene.
Izvor: HNB

Slika 44. Promjena standarda odobravanja kredita kućanstvima u posljednja tri mjeseca



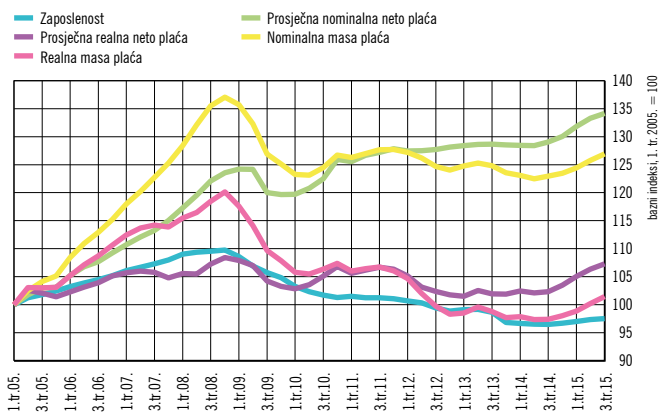
Napomena: Pozitivna vrijednost upućuje na pooštavanje, a negativna na ublažavanje kreditnih standarda.
Izvor: HNB

Slika 42. Ročna struktura novoodobrenih kredita kućanstvima



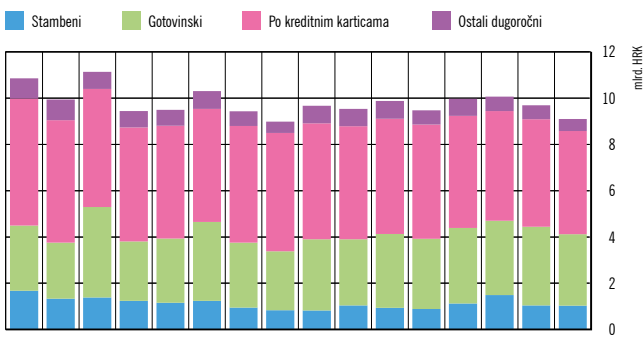
Izvor: HNB

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



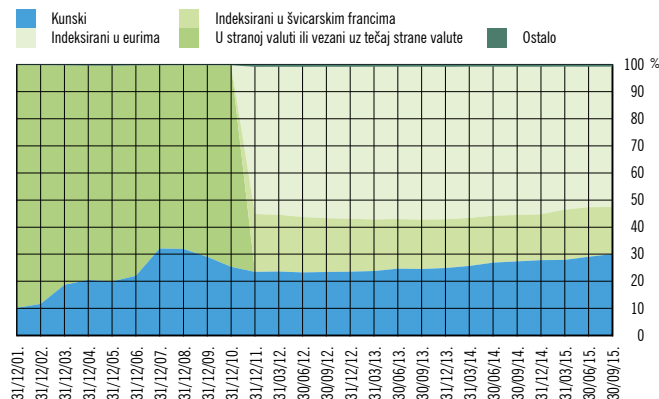
Izvori: DZS; HZMO

Slika 43. Novoodobreni dugoročni krediti kućanstvima prema namjeni



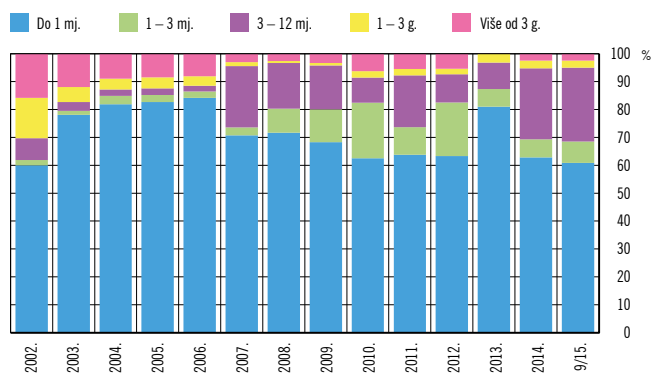
Izvor: HNB

Slika 46. Valutna struktura kredita kućanstvima



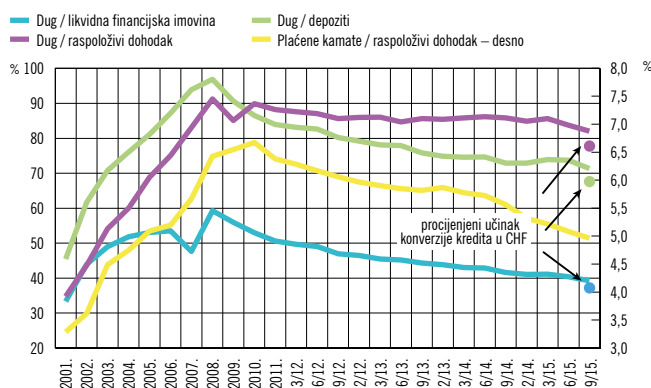
Izvor: HNB

Slika 47. Krediti kućanstvima prema promjenjivosti kamatne stope



Izvor: HNB

Slika 48. Zaduzenost kućanstava i teret otplate duga



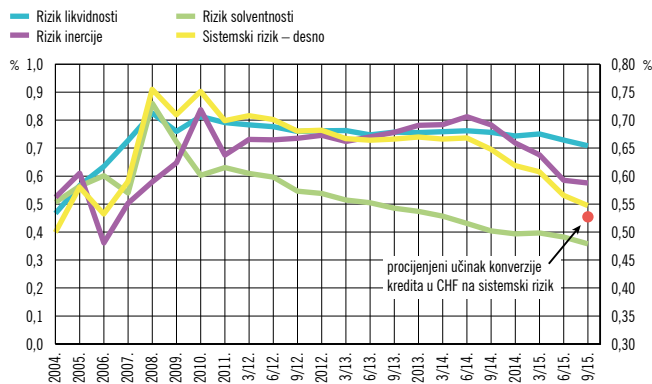
Izvori: Hanfa, HNB

u odnosu na ožujak dodatno smanjeni, za oko 3%⁵, dok je na godišnjoj razini njihovo upisano stanje ostalo gotovo nepromijenjeno.

Struktura duga kućanstava prema valuti i mogućnosti promjene kamatnih stopa i dalje upućuje na visoku izloženost kućanstava tečajnom i kamatnom riziku. Tečajni rizik u promatranom razdoblju blago se smanjio (Slika 46.) zbog rasta udjela kunskih kredita (krajem rujna iznosio je 30% naprama 27% krajem siječnja). Značajna realokacija tečajnog rizika očekuje se u idućem razdoblju. Naime, donošenjem Zakona o izmjeni i dopunama Zakona o potrošačkom kreditiranju u rujnu 2015. godine propisano je konvertiranje svih stambenih i ostalih potrošačkih kredita u švicarskim francima u eurske kredite. Unatoč i nadalje

5 Ako se ukupan iznos stambenih kredita korigira za tečajne i cjenovne promjene, pad stambenih kredita zabilježen na kraju rujna 2015. nešto je manji (za 2% u odnosu na ožujak iste godine).

Slika 49. Indikatori ranjivosti sektora kućanstava⁶



⁶ Ranjivost sektora kućanstava mjerena je sistemskim rizikom kućanstava, tj. prosjekom rizika likvidnosti (RL), solventnosti (RS) i inercije (RI), koji su definirani na sljedeći način:

$$RL_i = 0,5 \cdot \frac{Dug_i}{Raspoloživi\ dohodak_i} + 0,5 \cdot \frac{Plaćene\ kamate_i}{Raspoloživi\ dohodak_i}$$

$$RS_i = \frac{Dug_i}{Neto\ financijska\ imovina_i}$$

$$RI_i = \frac{Plaćene\ kamate_i}{Dug_i + Dug_{i-1} + Dug_{i-2} + Dug_{i-3}} - \left(\frac{Raspoloživi\ dohodak_i}{Raspoloživi\ dohodak_{i-4}} - 1 \right)$$

Izvori: Hanfa, HNB

prisutnoj visokoj izloženosti tečajnom riziku tim će se promjenama glavnina kredita vezati uz valutu čija je stabilnost tečaja jedan od glavnih posrednih ciljeva monetarne politike, što će minimizirati utjecaj iznenadnih kolebanja tečaja na koje Hrvatska narodna banka nema utjecaja, na otplate kredita kućanstava. Istodobno se većom otvorenosti u obliku objavljivanja *Informativne liste ponude kredita u domaćoj valuti za potrošače*⁶ te boljim informiranjem potrošača propisanim *Odlukom o sadržaju i obliku u kojem se potrošaču daju informacije prije ugovaranja pojedine bankovne usluge*⁷ nastoji dodatno umanjiti tečajni rizik. Iako će spomenute Vladine intervencije glede konverzije kredita u švicarskim francima smanjiti agregatnu zaduzenost i ranjivost ovog sektora, učinci nisu linearni za sva kućanstva, a ovisе o trenutku odobravanja kredita u švicarskim francima i kamatnoj stopi primijenjenoj u konverziji. Isto tako, agregatnom smanjenju rizika više će pridonijeti kućanstva s većim inicijalnim iznosima kredita, za koja je u prosjeku manje vjerojatno da su ranjiva. Primjerice, krajem listopada 2013. oko 2,5% kreditnih partija imalo je kredite odobrene s iznosom većim od 200.000 CHF, a na njih se odnosilo oko 11% ukupnog stanja tih kredita⁸. Također, treba uzeti u obzir i utjecaj konverzije na kamatni rizik. Iako su krediti vezani uz švicarski franak i dosada statistički ulazili u kategoriju kredita s promjenjivim kamatnim stopama budući da je privremeno ograničenje visine kamatne stope vrijedilo samo u uvjetima znatne aprecijacije tečaja (veće od 20%), one su efektivno bile fiksirane i nisu utjecale

6 www.hnb.hr

7 <http://www.hnb.hr/proposi/odluke-nadzor-kontrola/2015/h-odluke-sadrzaj-oblik-info-potrosacima.pdf>

8 http://www.hnb.hr/priopc/2015/hrv/hp15092015_CHF.pdf

na kamatni rizik. Zato se u idućem razdoblju, nakon provedbe konverzije kredita nominiranih u švicarskim francima, očekuje znatan porast kamatnog rizika unatoč činjenici što to neće biti vidljivo u statističkim podacima koji pokazuju kako se struktura kredita prema promjenjivosti kamatnih stopa u promatranom polugodišnjem razdoblju nije značajnije mijenjala (krajem rujna čak 95% kredita bilo je odobreno uz mogućnost promjene kamatnih stopa u roku od jedne godine). Unatoč tome kućanstva su i dalje izrazito izložena riziku porasta otplata kredita zbog promjena kamatnih stopa (Slika 47.).

Višegodišnji trendovi poboljšavanja pokazatelja zaduženosti i tereta otplate duga kućanstava nastavili su se i tijekom 2015. godine (Slika 48.). Ta su kretanja uz spomenuto blago smanjenje duga te istodoban porast depozita i s tim u svezi likvidne imovine podržale i nove regulatorne izmjene tijekom godine. S jedne strane, izmjene Zakona o porezu na dohodak utjecale su na povećanje raspoloživog dohotka stanovništva⁹, a izmjene Zakona o obveznim odnosima donekle su utjecale na smanjenje troška plaćenih kamata koji je na godišnjoj razini smanjen

za 7% i potom na poboljšanje pokazatelja pokrivenosti iznosa troška plaćenih kamata raspoloživim dohotkom. Opisana kretanja smanjenja duga i kamatnog tereta za kućanstva te povećanje financijske imovine i raspoloživog dohotka povoljno su se odrazila i na promatrane pojedinačne oblike rizika sektora kućanstava, a ponajviše na rizik inercije koji se sredinom 2014. godine počeo poboljšavati. Stoga se i agregatna sistemskost ovog sektora smanjila (Slika 49.).

Smanjenje ukupnog duga očekivanim procesom konverzije kredita u švicarskim francima imat će povoljne učinke na poboljšanje pokazatelja zaduženosti u sljedećem razdoblju. Međutim, nije vjerojatno da će taj jednokratni učinak te očekivani gospodarski oporavak i pozitivni signali s tržišta rada u idućem razdoblju, bez znatnog i dugotrajnijeg oporavka raspoloživog dohotka te izraženijih pozitivnih kretanja u realnom sektoru, uspjeti dinamizirati novo, posebice dugoročno kreditiranje. Ipak, pozitivni će pomaci u gospodarstvu svakako podržati optimizam potrošača i pridonijeti smanjenju njihove nesklonosti zaduživanju.

⁹ Procijenjeni raspoloživi dohodak kućanstava ne obuhvaća pojedine oblike dohotka generirane u službenim gospodarstvu (npr. autorska honorare, ugovore o djelu i dohodak od kapitala) te dohodak iz neslužbenoga gospodarstva.

Okvir 3. Preliminarna mjerenja rizika koncentracije depozita

Posljedice posljednje financijske krize nedvosmisleno su upozorile na sistemsku dimenziju rizika i upravo se tom kontekstu nastojao prilagoditi instrumentarij tzv. makrobonitetne politike. No neki su rizici djelomično ostali u sjeni tradicionalnih supervizorskih alata, poput rizika koncentracije ili neprimjereno velikog oslanjanja na uzak broj klijenata u kreditiranju (na strani aktive¹) odnosno u prikupljanju sredstava (na strani pasive²). Oba navedena rizika mogu djelovati destabilizirajuće jer se poremećaj kojem bi potencijalno bila izložena skupina klijenata odnosno vjerovnika automatski pretvara u idiosinkratski šok za pojedinu kreditnu instituciju.

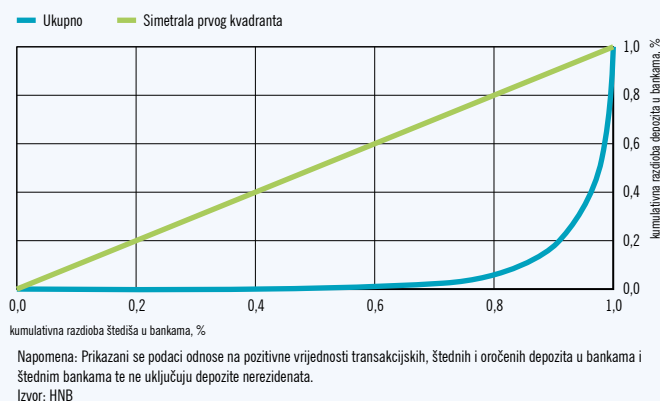
Međutim, ovaj rizik može lako poprimiti i sistemski karakter na osnovi zaraze među institucijama koja može uslijediti zbog međusobne povezanosti ili sličnih modela poslovanja koji mogu dovesti do naglog i značajnog odljeva depozita. Osim toga, koncentracija obveza odražava nejednakosti u općoj raspodjeli dohotka i imovine³ pa u pravilu utječe na bilance svih kreditnih institucija. To se potvrđuje i na primjeru Hrvatske, što je u ovom okviru istraženo radi boljeg razumijevanja navedenog rizika, njegove kvantifikacije i adekvatnog uključivanja u ispitivanje otpornosti institucija na stres.

Karakteristike koncentracije depozita u domaćim bankama

Depoziti domaćeg stanovništva čine gotovo polovinu financijske imovine tog sektora i približno 8% ukupne financijske imovine svih sektora (kućanstva, nefinancijska društva, financijske institucije, država i ne-

rezidenti). U razdoblju od 2001. do sredine 2015. godine njihov se iznos povećao više od dva puta, pri čemu su godišnje stope promjene u ekspanzivnom razdoblju bile znatno više od onih u recesijskom koje je uslijedilo. U svrhu otkrivanja problema koncentracije na strani pasive analizirani su mikropodaci o transakcijskim, štednim i oročenim depozitima⁴ koji se odnose na banke i štedne banke. Pritom nisu uključene informacije o depozitima u stambenim štedionicama ni o depozitima nerezidenata. Iako se često u sličnim istraživanjima kao osnovna jedinica za cijelu populaciju uzima kućanstvo, zbog ograničenja podataka ovdje je analiza provedena samo na uzorku deponenata, i to na razini pojedinih klijenata (koji ne mogu biti grupirani u kućanstvo)⁵.

Slika 1. Lorenzova krivulja – štednja fizičkih osoba u RH na dan 31. ožujka 2014.



Tablica 1. Deskriptivna statistika depozita stanovništva na dan 31. ožujka 2014.

	Ukupno	Transakcijski depoziti	Štedni depoziti	Oročeni depoziti
Broj fizičkih osoba	3.011.881	2.274.784	1.639.333	742.728
Zbroj (HRK)	173.399.039.741	18.112.564.672	16.979.159.563	138.307.315.506
Prosjek (HRK)	57.572	7.962	10.357	186.215
Medijan (HRK)	1.454	455	257	56.756
Ginijev koeficijent	0,89	0,87	0,89	0,73
Prosječna ponderirana nominalna kamatna stopa na stanja	2,29%	0,13%	0,25%	2,83%

Napomena: Prikazani se podaci odnose na pozitivne vrijednosti transakcijskih, štednih i oročenih depozita u bankama i štednim bankama te ne uključuju depozite nerezidenata.
Izvor: HNB

1 Kako je propisano u Odluci o upravljanju rizicima od 1. siječnja 2014.

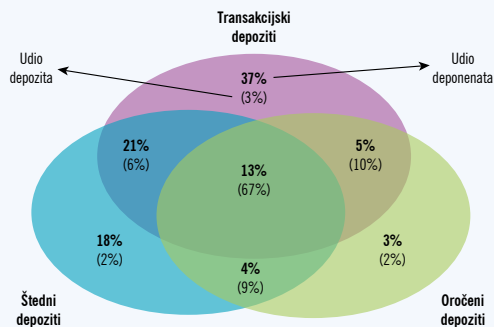
2 Kako je propisano novim regulatornim okvirom za izračun koeficijenta likvidnosne pokrivenosti.

3 Iako je teško tvrditi kakav je odnos koncentracija dohodaka i imovine, odnosno njihovih pojedinih oblika, vjerojatno se Hrvatska uklapa u opću sliku izraženije koncentracije financijske imovine u odnosu na realnu, a samim time i ukupnu imovinu.

4 Transakcijski račun jest račun preko kojeg vlasnik računa u izvještajnoj instituciji plaća svoje obveze i preko kojeg naplaćuje svoja potraživanja. Štedni depoziti jesu depoziti koji nemaju unaprijed utvrđen datum dospijanja ili otkazni rok te na čiji teret deponent ne može davati platne naloge bezgotovinskoga platnog prometa. Oročeni depoziti jesu depoziti koji se ne mogu upotrebljavati za plaćanja s obzirom na to da se njihove upotrebe deponent odriče na određeno dogovoreno vrijeme.

5 Promjena jedinica promatranja (pojedinac, kućanstvo ili neka druga grupa) utjecala bi na mjerenje koncentracije, ali ne može se pouzdano tvrditi u kojem smjeru (povećanje ili smanjenje).

Slika 2. Shematski prikaz broja deponenata i iznosa depozita ovisno o vrsti depozita na dan 31. ožujka 2014.



Napomena: Prikazani se podaci odnose na pozitivne vrijednosti transakcijskih, štednih i oročenih depozita u bankama i štednim bankama te ne uključuju depozite nerezidenata.
Izvor: HNB

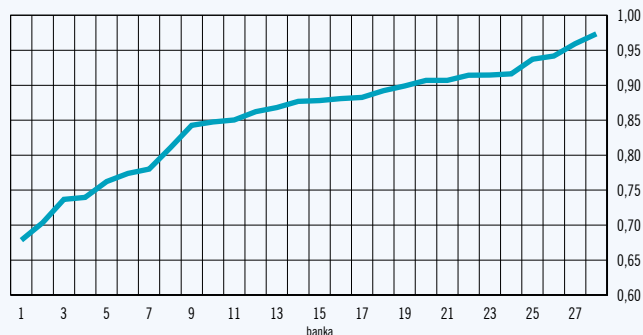
Analizirani podaci upućuju na visoku koncentraciju sustava, budući da se Ginijev koeficijent⁶, jedna od najčešćih mjera koncentracije, ovisno o vrsti depozita kreće u rasponu od 0,73 do 0,89 (Tablica 1. i Slika 1.). Analiza agregatnih podataka daje prilično zanimljive rezultate: 20% najvećih deponenata na kraju prvog tromjesečja 2014. godine posjedovalo je čak 94% svih depozita.

Istodobno, više od jedne trećine deponenata u Hrvatskoj, njih 37%, koristi se samo transakcijskim računima, na kojima je ukupno pohranjeno tek 3% svih depozita, što efektivno znači da se njima služe samo za tekuće potrebe i da njihov primarni cilj nije štednja. S druge strane, 13% štediša posjeduje sva tri promatrana oblika depozita na koje se ukupno odnosi čak 67% svih depozita (Slika 2.). Očekivano se od tog iznosa najveći postotak (60%) odnosi na oročene depozite, dok preostalih 7% podjednako čine štedni i transakcijski depoziti.

Primjena rezultata analize koncentracijskog rizika u sklopu ispitivanja otpornosti na stres

Kako bi se otkriveni rizici velike neravnomjernosti distribucije depozita kućanstava u sustavu adekvatno uključili u tekuće ispitivanje otpornosti na stres, potrebno je detaljnije analizirati koncentraciju depozita pojedine kreditne institucije. Naime, u postojeći je okvir testiranja otpornosti na stres⁷ u drugoj fazi integracije kapitalnog i likvidnosnog dijela već ugrađena pretpostavka odljeva depozita stanovništva za sve institucije

Slika 3. Ginijev koeficijent koncentracije po bankama



Izvor: HNB

koje su prvu fazu testiranja završile s razinom kapitala ispod prihvatljivih graničnih vrijednosti. Taj je pretpostavljeni događaj potaknut naglim reputacijskim rizicima kojima je banka u toj situaciji izložena, a visina tog odljeva u dosadašnjim je testiranjima bila jednaka za sve institucije.

Međutim, ovisno o tome postoji li razlika među distribucijama depozita u pojedinim kreditnim institucijama, pretpostavka jednakog odljeva za sve institucije bit će zamijenjena diferenciranom, prema kojoj će inicijalno ranjivije institucije, tj. institucije s većom koncentracijom depozita pogoditi jači odljev depozita. Stoga je izračunat Ginijev koeficijent koncentracije za svaku banku. Dobiveni rezultati dodatno potvrđuju spomenutu tvrdnju o visokoj koncentraciji depozita na razini sustava jer je njihova distribucija koncentrirana u desnom dijelu jediničnog intervala⁸, ali otkrivaju i postojanje određenih razlika među institucijama (Slika 3.).

Kako bi spomenuta korekcija visine odljeva u stresnoj situaciji bila adekvatna, ovaj pokazatelj treba promatrati u kombinaciji s drugim specifičnostima kreditnih institucija vezanim uz prikupljanje njihovih izvora sredstava. Tako će npr. kreditne institucije koje imaju nešto višu razinu koncentracije depozita i niže inicijalne likvidnosne zaštite⁹ biti potencijalno ranjivije. Slično vrijedi za banke s kolebljivijim povijesnim promjenama u iznosima depozita¹⁰ i njihovom neravnomjernijom distribucijom. Pri konačnoj ocjeni ranjivijih institucija upotrijebljene su informacije dobivene kombinacijom raznih pokazatelja. Tako su osim spomenutih LCR-a¹¹ i standardne devijacije promjene depozita¹² ispitani još i odnosi

6 Ginijev koeficijent koncentracije definira se kao dvostruka površina lika koji Lorenzova krivulja zatvara sa simetralom prvog kvadranta, tj. s pravcem $y = x$. Njegova vrijednost može biti bilo koji realan broj između 0 i 1, pri čemu su vrijednosti niza, što je vrijednost bliže jedinici, neravnomjernije raspoređene, tj. koncentracija je veća.

7 Vidi Okvir 5. Novi metodološki pristup testiranju otpornosti na stres, Financijska stabilnosti br. 14, veljača 2015.

8 Prema analiziranim podacima Ginijev koeficijent koncentracije svake banke u promatranom uzorku nalazi se u intervalu od 0,65 do 1.

9 Koje se mogu mjeriti koeficijentom likvidnosne pokrivenosti (LCR-om).

10 Koje se mogu mjeriti standardnom devijacijom godišnjih stopa promjena depozita.

11 Zbog veće točnosti izračuna LCR-a upotrijebljeni su podaci za dan 31. prosinca 2014.

12 Standardna devijacija godišnjih stopa promjena depozita izračunata je na uzorku od početka 2012. do kraja trećeg tromjesečja 2015.

koncentracije s omjerom ukupno odobrenih kredita i primljenih depozita, udjelom trenutačno utržive imovine u ukupnim obvezama te udjelom depozita stanovništva u ukupnim obvezama.

Mjere za smanjenje koncentracijskog rizika depozita

- Sveobuhvatnom izmjenom regulative koncentracijski rizik nastojao se izravno ili neizravno ublažiti različitim mjerama. Prva je veći stupanj usklađenosti pravila financijskog posredovanja unutar EU-a, čime se ograničava prekogranična dimenzija koncentracijskog rizika. Druga je sanacijski paket mjera koji predviđa instrumente interne sanacije, odnosno pretvaranja dijela duga u kapital (za pokrivanje gubitaka), čime se uravnotežuje distribucija po bankama i zemljama. Treća je strože i jedinstveno definiran parametar likvidnosne pokrivenosti (LCR)¹³. Naime, međuovisnost likvidnosnog i koncentracijskog rizika djelomično je uključena u izračun novoga bonitetnog zahtjeva

putem povećanih stopa odljeva budući da je jedan od rizičnih faktora koji se pri određivanju kategorije "rizičnosti depozita" uzima u obzir, činjenica je li riječ o depozitu iznimno velike vrijednosti (većem od 500.000 eura)¹⁴.

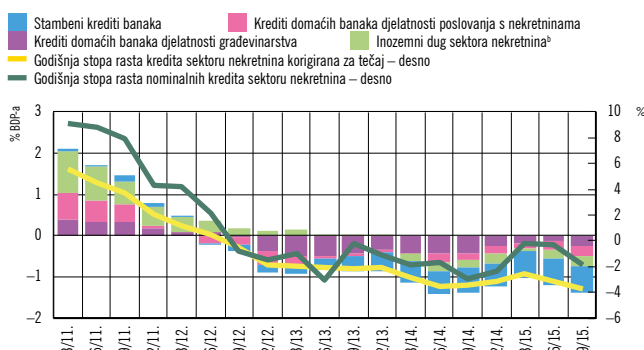
Zaključna ocjena

Koncentracijski rizik, neovisno o tome pojavljuje li se na aktivnoj ili pasivnoj strani bilance, odnosno je li vezan uz potraživanja ili obveze, iznimno je važan za kreditnu instituciju jer njegova materijalizacija može biti jedan od uzroka velikih gubitaka. Analiza mikropodataka za kraj prvog tromjesečja 2014. godine pokazala je da je relativno malen broj deponenata raspolagao velikim iznosom depozita. Iako zbog ograničenja glede podataka ova analiza ne uključuje vremensku dimenziju, nije osobito vjerojatno da je koncentracija brzo promjenjiva kategorija, pa slični zaključci vrijede i danas.

¹³ Članci 24. i 25. delegirane Uredbe Komisije (EU) br. 2015/61 od 10. 10. 2014. o dopuni Uredbe (EU) 575/2013 glede zahtjeva za likvidnosnu pokrivenost kreditnih institucija (http://ec.europa.eu/internal_market/bank/docs/regcapital/acts/delegated/141010_delegated-act-liquidity-coverage_hr.pdf#141010-liquidity)

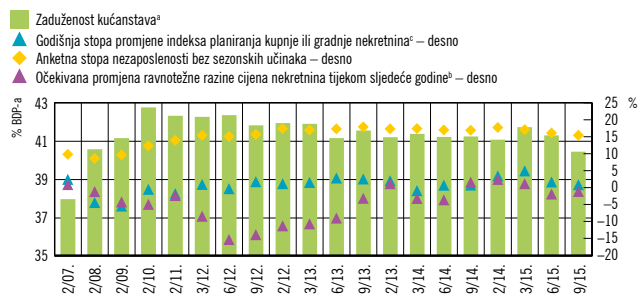
¹⁴ Donekle su navedene mjere dovedene trenutačno u pitanje u Hrvatskoj upravo zbog usklađivanja s pravilima EU-a prema kojima je iznos osigurane štednje porastao sa 100.000 kuna na 100.000 eura nakon ulaska u EU.

Slika 50. Godišnja promjena^a duga sektora nekretnina



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

Slika 51. Zaduženost kućanstava, stopa nezaposlenosti te kretanje potrošačkog optimizma i očekivanja na tržištu nekretnina



^a Podaci za treće tromjesečje 2015. ne uključuju učinak konverzije kredita u švicarskim francima. ^b Prikazuje očekivane godišnje promjene za isto razdoblje iduće godine (+12 mjeseci) te je procijenjena na temelju modelske ocjene uzimajući pritom u obzir HNB-ove projekcije kretanja temeljnih odrednica stambenih nekretnina. ^c Indeks planiranja kupnje ili gradnje nekretnine izračunat je na temelju odgovora na pitanje potrošača o planovima kupnje ili gradnje nekretnine u sljedećih 12 mjeseci iz HNB-ove ankete pouzdanja potrošača.
 Izvor: HNB

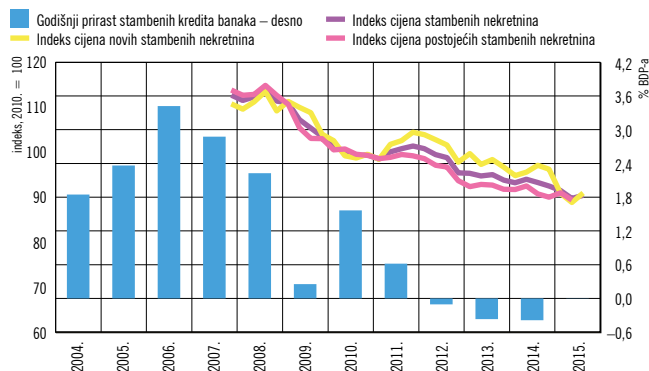
Očekivani nastavak gospodarskog oporavka i pozitivni signali s tržišta rada u idućem bi razdoblju mogli pridonijeti zaustavljanju negativnih trendova na tržištu nekretnina. No uz istodobno očekivano daljnje povećavanje raspoloživog dohotka indikatorima financijske dostupnosti mogli bi se dodatno poboljšati. Unatoč tome naglo povećanje potražnje i likvidnosti na tom tržištu nije osobito vjerojatno.

Unatoč blagom oporavku gospodarske aktivnosti u prva tri tromjesečja 2015. godine, tržište nekretnina nije obilježila značajno povećana aktivnost budući da je potražnja za kreditima glede tog tržišta i dalje ograničena, pa se ukupan iznos kredita povezan sa sektorom nekretnina u tom razdoblju nastavio smanjivati (Slika 50.). Tako je krajem rujna godišnja stopa promjene ukupnog duga povezanog s tržištem nekretnina iznosila -2% , odnosno -4% ako se korigira za utjecaj tečajnih promjena. Na takvu dinamiku duga najviše je utjecalo daljnje smanjivanje stambenih kredita korigiranih za utjecaj tečaja (za $-0,7\%$ BDP-a). Istodobno je zabilježen i blagi pad domaćega kreditiranja poduzeća iz djelatnosti građevinarstva i poslovanja nekretninama (za $-0,3\%$ BDP-a) te smanjenje njihovih inozemnih obveza (za $-0,2\%$ BDP-a).

Unatoč prisutnom blagom oporavku tržišta rada i povećanoj razini potrošačkog optimizma (Slika 51.), u promatranom razdoblju nije bilo značajne promjene potražnje za stambenim nekretninama, pa su se cijene nekretnina nastavile smanjivati. Tako su krajem trećeg tromjesečja cijene stambenih nekretnina

10 U ovom se poglavlju uz analiziranje kretanja na stambenom tržištu prati i poslovanje nefinancijskih poduzeća iz djelatnosti građevinarstva i poslovanja s nekretninama.

Slika 52. Stambeni krediti i indeks cijena stambenih nekretnina^a, na tromjesečnoj razini



^a Indeks uzima u obzir kvalitativne faktore pri standardiziranju stambenih jedinica.
Izvori: Izračun HNB-a

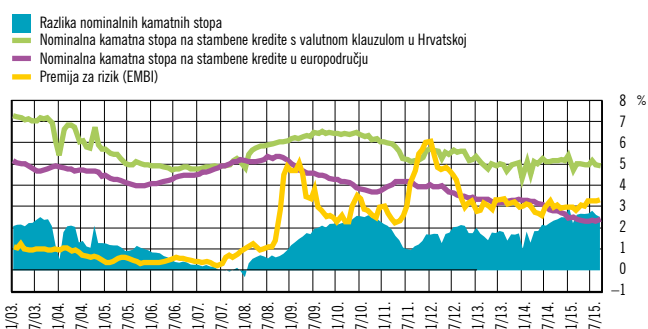
u Hrvatskoj mjerene novim indeksom cijena nekretnina¹¹ bile za 3% niže u odnosu na isto razdoblje prošle godine (Slika 52.). Tome je, uz smanjenje cijena postojećih nekretnina (za 1,5%), uvelike pridonijelo izraženije smanjenje cijena novosagrađenih nekretnina (za 6,4%), koje su se na agregatnoj razini ponajprije smanjile zbog pada cijena novogradnje na Jadranu¹². Spomenuti pad cijena pridonio je nastavku povoljne agregatne financijske dostupnosti stambenih nekretnina (Slika 54.). Istodobni porast raspoloživog dohotka stanovništva potaknut djelomično poreznim izmjenama (Slika 45., poglavlje Sektor kućanstava), uz gotovo nepromijenjene kamatne stope na nove stambene kredite tijekom posljednje dvije godine, poboljšao je financijsku dostupnost nekretnina mjerenu omjerom prosječne rate kredita i raspoloživog dohotka stanovništva. Međutim, unatoč blagim kolebanjima spomenutih kamatnih stopa, one su se i dalje zadržale na razmjerno visokoj razini podržavajući tako prisutnu oslabljenu potražnju za stambenim nekretninama. Usto, one ne prate primjetan trend smanjenja usporedivih kamatnih stopa u europodručju djelomično odražavajući dodatno povišenu premiju za rizik zemlje (Slika 53.), pa se kamatna razlika među njima povećava.

Očekivana povoljnija kretanja na tržištu rada i blagi rast raspoloživog dohotka u idućem bi razdoblju mogli pozitivno utjecati na agregatne pokazatelje financijske dostupnosti stambenih nekretnina. Unatoč tome, naglo dinamiziranje potražnje nije izgledno, ponajprije zbog izmijenjenih preferencija potrošača

11 Hedonistički indeks cijena nekretnina kojim su se u dosadašnjem razdoblju pratile cijene nekretnina u Hrvatskoj zamijenjen je novim indeksom cijena nekretnina, izračunatim od DZS-a na temelju podataka koje prikuplja Porezna uprava.

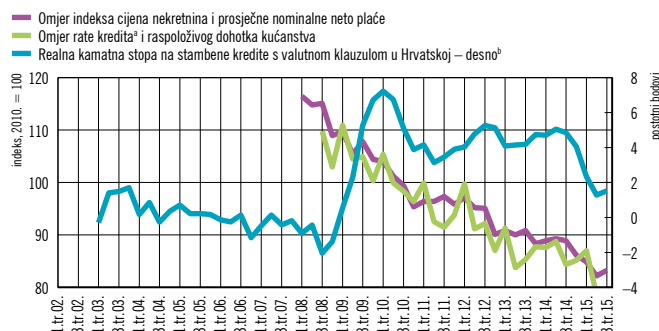
12 Indeksi tržišnih cijena nekretnina (Indeks traženih cijena nekretnina, CentarNekretnina) u promatranom razdoblju upućuju na blagi pad cijena na godišnjoj razini. No, u trećem se tromjesečju spomenuti pad preokrenuo u blagi rast traženih cijena nekretnina.

Slika 53. Usporedba kamatnih stopa na novoodobrene stambene kredite u Hrvatskoj i u europodručju



Napomena: Od prosinca 2011. godine kamatne stope računate su prema novoj metodologiji (detajnije o novoj statistici kamatnih stopa vidi u Biltenu br. 204, lipanj 2014.).
Izvori: ESB; HNB

Slika 54. Financijska dostupnost stambenih nekretnina

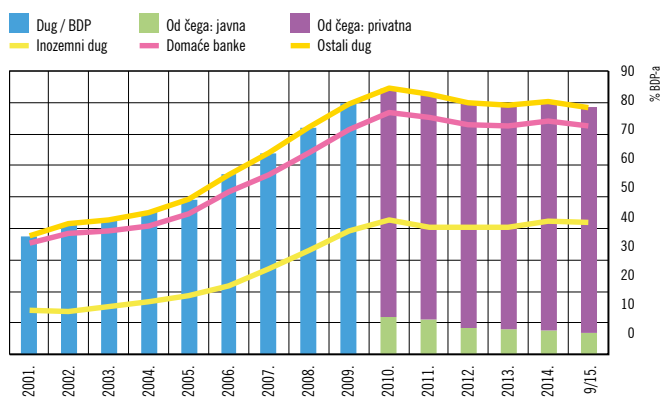


^a Realna kamatna stopa na stambene kredite s valutnom klauzulom deflacijom prilagođena je promjenom prosječne nominalne neto plaće s isključenim utjecajem kriznog poreza, a prikazana je kao pomični prosjek triju uzastopnih razdoblja.
^b Rata kredita odnosi se na prosječan stambeni kredit potreban za kupnju stana od 50-ak kvadrata po cijeni relevantnoj u tom razdoblju (koja se mjeri indeksom cijena nekretnina).
Izvori: DZS; izračun HNB-a

koje su djelomice posljedica dugotrajnoga recesijskog razdoblja. Također, dugotrajni nepovoljni uvjeti tržišta rada izmijenili su i kreditnu sposobnost jednog dijela potrošača, što se nepovoljno odražava na dugoročno zaduživanje. Stoga se u kratkom roku uz prisutnu ograničenu potražnju ne očekuju znatne korekcije cijena stambenog prostora, pa je izgledan nastavak daljnje stabilizacije tog tržišta.

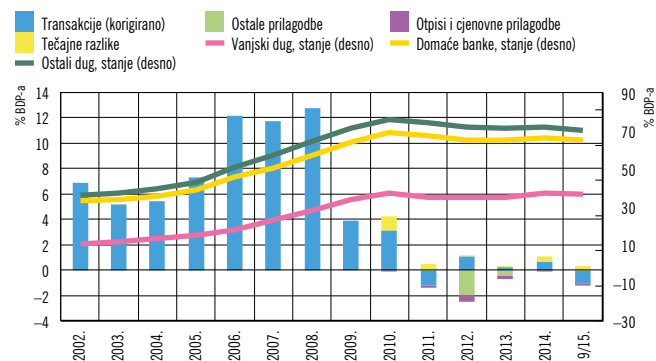
Sektor nefinancijskih poduzeća

Slika 55. Zaduženost sektora nefinancijskih poduzeća



Izvori: Hanfa; HNB

Slika 56. Promjena zaduženosti nefinancijskih poduzeća



Napomena: Ostale prilagodbe odnose se na dio duga brodogradilišta koji je preuzela država u lipnju 2012. te likvidaciju domaće banke i metodološku promjenu knjiženja naknada u 2013. godini.

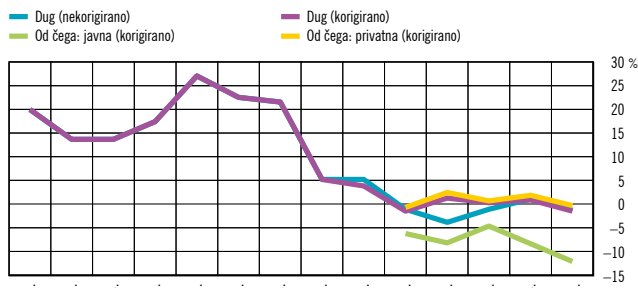
Izvori: Hanfa; HNB

Višegodišnji se trend pada ukupne zaduženosti sektora nefinancijskih poduzeća na godišnjoj razini (s iznimkom 2014.) nastavio u trećem tromjesečju 2015. kao posljedica razduživanja ponajprije nefinancijskih poduzeća iz javnog sektora, dok je oporavak gospodarske aktivnosti u istom razdoblju dodatno pridonio smanjenju tereta sektorske zaduženosti. Vrijednosti indikatora ranjivosti sektora nefinancijskih poduzeća smanjuju se zahvaljujući poboljšanim financijskim rezultatima poslovanja, pa opada i ukupni rizik sektora.

Ukupna zaduženost sektora nefinancijskih poduzeća u trećem tromjesečju 2015. godine opada, snizivši se tako na razinu ispod 80% BDP-a (na 78,4%). Pritom zaduženost po vanjskom dugu raste, dok se zaduženost kod domaćih banaka i po ostalim izvorima financiranja smanjuje te ima prevladavajući utjecaj na smanjenje ukupne zaduženosti (Slika 55.). Rast BDP-a tijekom godine dodatno je utjecao na smanjenje zaduženosti, iako je taj utjecaj djelomično oslabljen blagom deprecijacijom kune u odnosu na euro na koji je vezana glavnina duga ovog sektora.

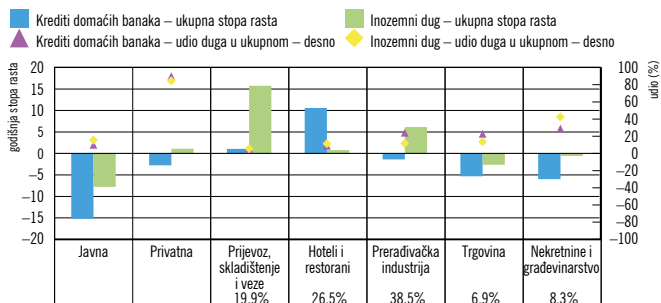
Vrlo dobri poslovni rezultati za 2014. godinu koji omogućuju djelomično financiranje iz vlastite zadržane dobiti pridonose trendu razduživanja. Tome u prilog mogla bi ići i činjenica da se novoodobreni kratkoročni krediti kao i njihovo stanje kod domaćih banaka smanjuju (Slika 60.), što može upućivati na manju potrebu za financiranjem radnoga kapitala iz vanjskih izvora, budući da se poduzeća u većoj mjeri financiraju iz vlastitih sredstava, odnosno iz ostvarene dobiti. S druge strane, rast vanjskog duga upućuje na još uvijek povoljnije uvjete i dostupnije izvore financiranja u inozemstvu (poglavito kod matič-

Slika 57. Godišnje stope rasta duga nefinancijskih poduzeća



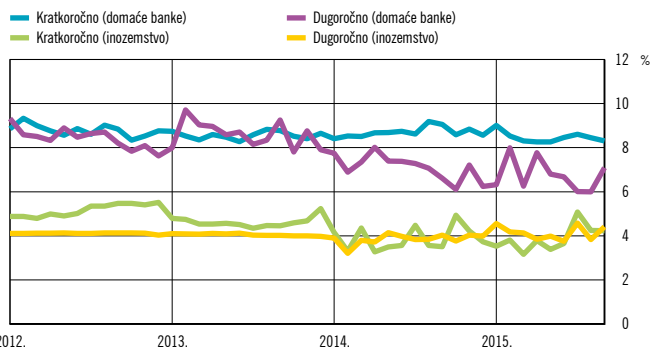
Napomena: Iz godišnjih stopa rasta duga nefinancijskih poduzeća isključeni su utjecaji prodaje dijela potraživanja jedne veće banke tvrtki u direktnom vlasništvu matice u prosincu 2012. i 2013., dio duga brodogradilišta koji je preuzela država u lipnju 2012. te likvidacija domaće banke, metodološka promjena knjiženja naknada u 2013. godini te tečajne razlike, otpisi i cjenovne prilagodbe.
Izvori: Hanfa; HNB

Slika 58. Godišnje stope rasta inozemnog duga i kredita domaćih banaka po djelatnostima u razdoblju od 30. rujna 2014. do 30. rujna 2015.



Napomena: Struktura promjene duga po djelatnostima prikazana je samo za sektor privatnih nefinancijskih poduzeća, a postoci na horizontalnoj osi označuju udio izvoznih prihoda u ukupnim prihodima dotične djelatnosti tijekom 2014. godine. Stope rasta nisu korigirane za promjenu vanjskog duga u kapital.
Izvori: Finia; HNB

Slika 59. Usporedne prosječne cijene financiranja vanjskog i domaćeg duga nefinancijskih poduzeća (novoodobreni krediti)



Napomena: U uzorak su uključena isključivo nefinancijska poduzeća istovremeno zadužena kod domaćih banaka i u inozemstvu.
Izvori: Hanfa; HNB

nih kompanija) nego kod domaćih banaka (Slika 58.) kojima je kreditiranje države trenutno relativno profitabilnija strategija (Slika 85., poglavlje Bankarski sektor).

Iz perspektive podsektorske zaduženosti glavnina smanjenja ukupne zaduženosti sektora u trećem tromjesečju 2015. (oko 1% na godišnjoj razini) pod dominantnim je utjecajem razduživanja javnih poduzeća, uz istodobno zaustavljanje rasta zaduženosti privatnog sektora. Smanjivanje duga javnih poduzeća nastavlja se ubrzavati, tako da njegova godišnja stopa smanjenja krajem rujna 2015. iznosi oko 11,9% (slike 56. i 57.).

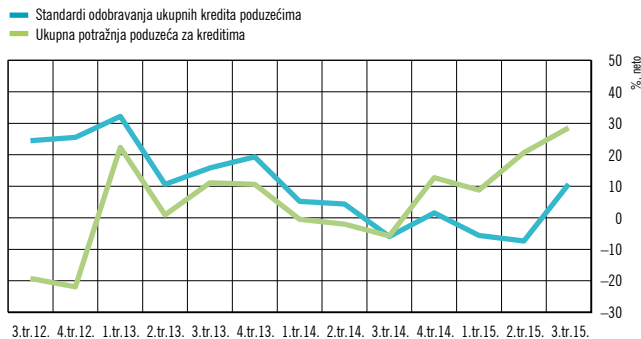
U sektoru privatnih poduzeća rast duga karakterističan je za djelatnosti s većim udjelom izvoza u strukturi prihoda, dok djelatnosti trgovine i građevinarstva smanjuju svoj dug, pretežno prema domaćim bankama, ali i inozemstvu. Visoke godišnje stope rasta vanjskog duga u djelatnosti prijevoza, skladištenja i veza uzrokovane su novim zaduženjima zračnih i pomorskih luka i telekomunikacijskih operatera, a u prerađivačkoj djelatnosti farmaceutskih, brodograđevnih i kožno-prerađivačkih kompanija.

Nefinancijska poduzeća u javnom sektoru razdužuju se značajnom dinamikom i prema domaćim i prema vanjskim izvorima financiranja (Slika 58.). Smanjenje vanjskog duga tih poduzeća najizraženije je u naftno-prerađivačkoj industriji (refinanciranjem iz domaćih izvora) te u brodogradilištima u javnom sektoru. Također je bitno naglasiti kako se više od 90% ukupnog smanjenja vanjskog duga javnih poduzeća odnosi na mali broj poduzeća iz tog sektora uključujući i spomenuto refinanciranje iz domaćih izvora. Pritom je porast vanjskog duga javnih poduzeća u energetici kao posljedica mjesečnih obračuna kupona (prinosa) na izdane korporativne obveznice HEP-a koje su u listopadu refinancirane novim povoljnijim izdanjem dolarskih korporativnih obveznica¹³ djelomično ublažio spomenuto smanjenje vanjskog duga javnih poduzeća. Smanjenje domaćeg duga javnih poduzeća značajno je u djelatnostima energetike te prijevoza, skladištenja i veza, pri čemu je smanjenje domaćeg duga javnih poduzeća, kao i u slučaju vanjskog duga, koncentrirano na nekoliko većih izloženosti.

Preliminarna analiza prosječne neponderirane cijene financiranja one skupine nefinancijskih poduzeća koja se zadužuje i kod domaćih banaka i u inozemstvu jasno prikazuje još uvijek povoljniju cijenu inozemnog financiranja (Slika 59.). U tom je smislu u odnosu na prosječne kamatne stope na novoodobrene kredite kod domaćih banaka nešto povoljnija cijena kratkoročnoga inozemnog financiranja u odnosu na dugoročno financiranje. Razlika između kamatnih stopa na domaće i inozemne kredite za tu se skupinu poduzeća od početka godine kod novoodobrenih kratkoročnih kredita kretala na prosječnoj razini od približno 4%, dok je kod dugoročnih kredita iznosila pro-

¹³ Dolarske su obveze naknadnom zamjenom pretvorene u eurske pomoću valutne zamjene (engl. *Cross Currency Swap*), čime se dodatno smanjila izloženost valutnom riziku. Efekt novog izdanja korporativnih obveznica nije uključen u grafički prikaz godišnjih stopa rasta inozemnog duga budući da je transakcija realizirana u listopadu 2015.

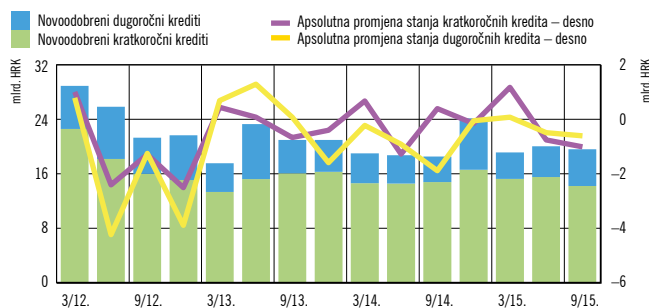
Slika 60. Promjena potražnje i standarda odobravanja kredita poduzećima



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

Izvor: HNB

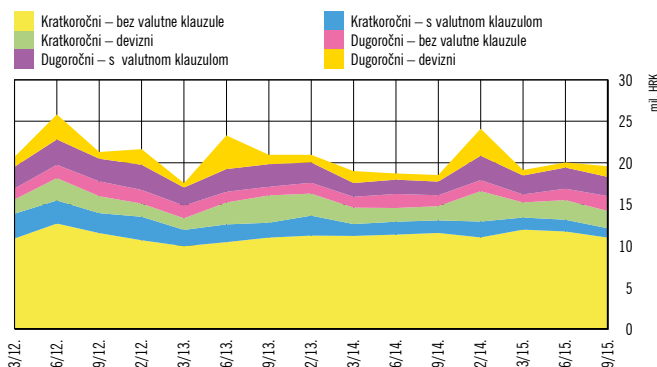
Slika 61. Novoodobreni krediti banaka i apsolutna promjena stanja bruto kredita



Napomena: Zbog metodoloških promjena u praćenju stanja i ročnosti kredita koje su posljedica izmjena u sektorizaciji, podaci su revidirani u skladu s novom metodologijom nakon 31. prosinca 2011. Smanjenje stanja kredita u prosincu 2012. i 2013. utjecaj je prodaje dijela potraživanja jedne veće banke tvrtki u direktnom vlasništvu matice, a smanjenje u lipnju 2012. utjecaj je preuzimanja dijela duga brodogradilišta od strane države.

Izvor: HNB

Slika 62. Ročna i valutna struktura novoodobrenih kredita nefinancijskim poduzećima



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

Izvor: HNB

sječno 2,5%. Mogući su razlog niže cijene inozemnog financiranja činjenica da je većinom riječ o poduzećima kćerima tvrtki u inozemnom vlasništvu (čime je i cijena financiranja vezana uz grupne odnose) kao i različiti instrumenti financiranja (primjerice kratkoročno zaduživanje kod domaćih banaka pretežno je po osnovi uobičajeno skupljih okvirnih kredita te kredita po kreditnim karticama).

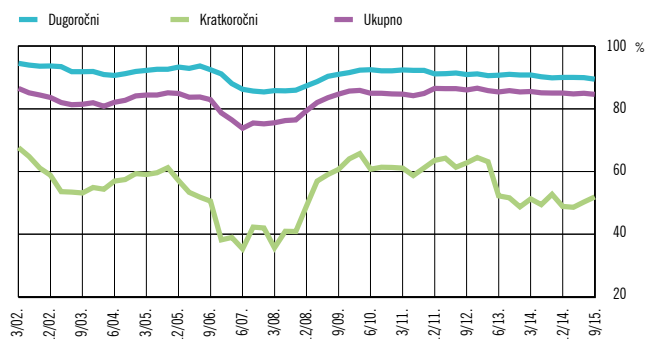
Rezultati ankete o kreditnoj aktivnosti banaka u drugom i trećem tromjesečju 2015. upućuju na intenziviranje potražnje za kreditima poduzeća i blago pooštavanje uvjeta kreditiranja krajem razdoblja, što se odnosi na gotovo sve segmente poduzeća i skupine kredita (Slika 60.). Povoljna kretanja standarda odobravanja kredita koja se bilježe od kraja 2014. blago su prekinuta u trećem tromjesečju prošle godine, ali isključivo kao rezultat strožih uvjeta dviju većih domaćih banaka. Takva kretanja karakteristika ponude kredita krajem razdoblja uglavnom su potaknuta blago povećanim troškovima povezanim s kapitalnom pozicijom banaka i povećanom percepcijom rizičnosti kolaterala, uz istodobno pozitivan utjecaj povoljne likvidnosti banaka. Isto tako, u posljednja dva tromjesečja bilježi se intenziviranje potražnje za kreditima poduzeća, što se posebno odnosi na segment malih i srednjih poduzeća. Kao činitelji povećane potražnje ističu se potrebe za financiranjem investicija u fiksni kapital te restrukturiranje duga, dok su smanjene potrebe povezane s financiranjem aktivnosti glede spajanja, preuzimanja i korporativnog restrukturiranja djelovale suprotno. Prethodno opisano vidljivo je i u blagom rastu novoodobrenih dugoročnih kredita domaćih banaka (Slika 61.).

Unatoč blagom rastu kreditiranja nefinancijskih poduzeća tijekom drugog i trećeg tromjesečja 2015., njihov se dug prema domaćim bankama smanjuje (Slika 61.). Blagi rast novoodobrenih kredita domaćih banaka u posljednja dva tromjesečja u odnosu na početak godine obilježen je porastom dugoročnog financiranja (neovisno o valuti) uz istodobno smanjenje financiranja s kraćim rokovima dospijeca. Na takva kretanja vjerojatno su utjecali rast poslovnog optimizma u 2015. (zbog čega je povećana potražnja za dugoročnim kreditima) te ranije spomenuti dobri poslovni rezultati poduzeća tijekom 2014. (zbog čega je smanjena potreba za kratkoročnim kreditiranjem).

Udio se kunskih u ukupnim novoodobrenim kreditima u razdoblju od prvog do trećeg tromjesečja 2015. povišao s 5% na 9% (za dugoročne kredite), odnosno snizio sa 62% na 56% (za kratkoročne kredite). U takvim uvjetima valutna i ročna struktura novoodobrenih kredita od početka godine neznatno se promijenila (Slika 62.).

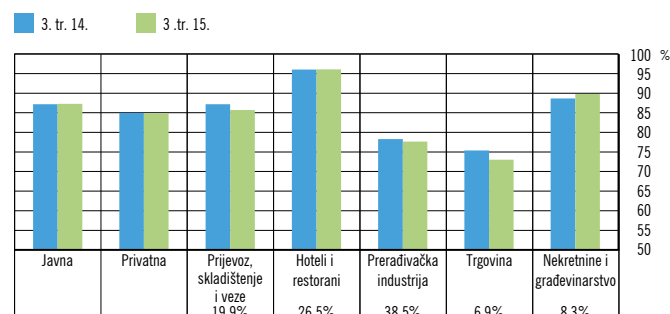
Zbog nešto dinamičnijeg razduživanja poduzeća kod domaćih banaka u stranoj valuti u odnosu na porast njihova inozemnog financiranja ukupna izloženost sektora nefinancijskih poduzeća valutnom riziku blago se snizila, i dalje se zadržavajući na visokim razinama (Slika 63.). Pritom je proces razduživanja pridonio da udio duga u stranoj valuti nefinancijskih poduzeća iz javnog i privatnog sektora u ukupnim kreditima tih sektora u posljednjih godinu dana, odnosno u razdoblju od rujna 2014. do rujna 2015., ostane nepromijenjen. No, javna poduzeća su

Slika 63. Udio ukupnog duga poduzeća^a u stranoj valuti u ukupnim kreditima (ovisno o ročnosti)



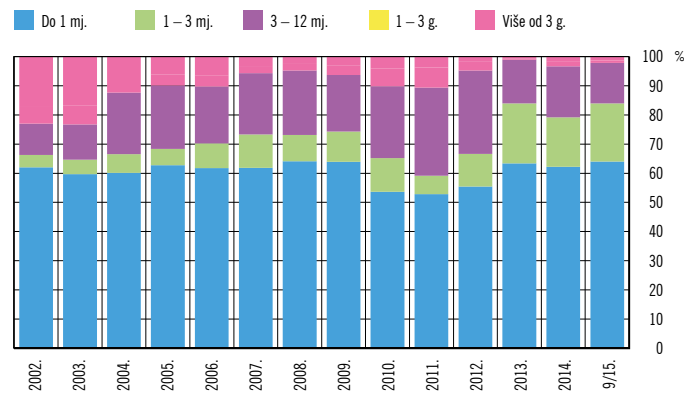
^a Pretpostavlja se da je sav inozemni dug u stranoj valuti. Uključen je i dug vezan uz tečaj stranih valuta (valutna klauzula). Izvor: HNB

Slika 64. Udio ukupnog duga poduzeća u stranoj valuti u ukupnim kreditima (ovisno o podsektoru i djelatnosti)



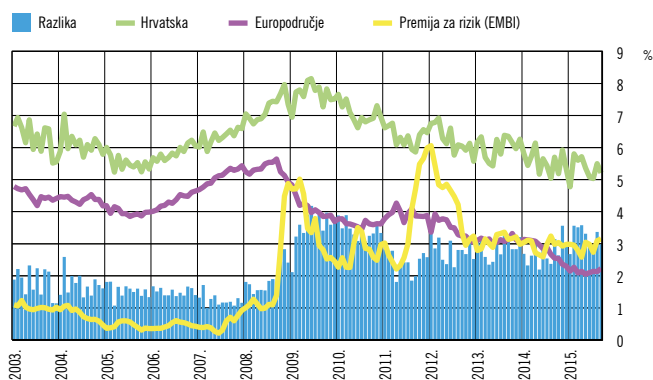
Napomena: 1. Postoci na horizontalnoj osi označuju udio izvoznih prihoda u ukupnim prihodima dotične djelatnosti tijekom 2014. godine. 2. Pretpostavlja se da je sav inozemni dug u stranoj valuti. 3. Uključen je i dug vezan uz tečaj stranih valuta (valutna klauzula). Izvori: Fina; HNB

Slika 65. Struktura bankovnih kredita nefinancijskim poduzećima prema mogućnosti promjene kamatne stope



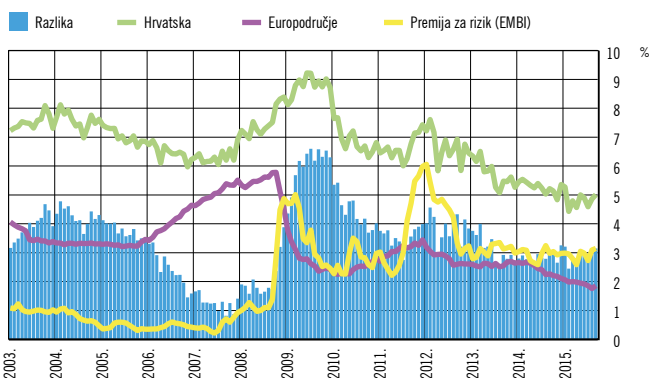
Izvor: HNB

Slika 66. Kamatne stope na dugoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u europodručju



Izvori: ESB; Bloomberg; HNB

Slika 67. Kamatne stope na kratkoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u europodručju

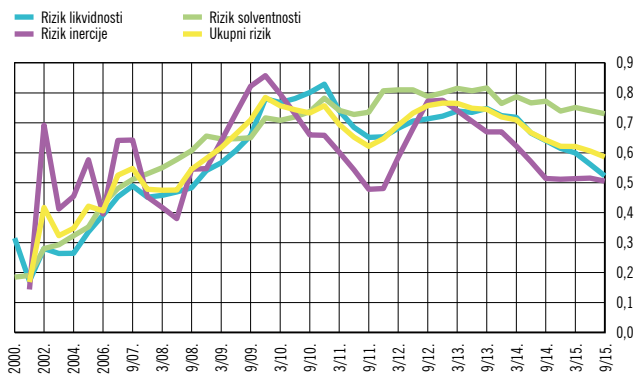


Izvori: ESB; Bloomberg; HNB

za razliku od privatnih snizila svoju valutnu izloženost i kod domaćih i kod inozemnih kreditora te time smanjila valutni rizik. Promatra li se po djelatnostima, najveći doprinos blagom smanjenju valutne izloženosti sektora dolazi od poduzeća iz djelatnosti trgovine, kod kojih se oko 85% smanjenja ukupnog duga odnosi na dug u stranoj valuti. Kod poduzeća iz ostalih djelatnosti izloženost valutnom riziku ostala je uglavnom nepromijenjena (Slika 64.).

Izloženost kamatnom riziku poduzeća u prvih devet mjeseci 2015. blago je porasla u odnosu na kraj 2014. godine, čime je njegova moguća materijalizacija u slučaju rasta kamatnih stopa poduzećima dodatno naglašena. Naime, struktura kredita prema mogućnosti promjene kamatne stope pokazuje porast udjela kredita s promjenjivom kamatnom stopom unutar tri mjeseca istodobno anulirajući smanjenje udjela kredita s promjenjivom kamatnom stopom u razdoblju od tri do dvanaest mjeseci (Slika 65.). Usporedno s tim, snizio se i udio kredita s promjenjivom kamatnom stopom preko dvanaest mjeseci i na

Slika 68. Indikatori ranjivosti sektora nefinancijskih poduzeća



Napomena: Ranjivost sektora nefinancijskih poduzeća ocijenjena je s pomoću tri indikatora. Indikator rizika likvidnosti izračunat je kao omjer zbroja iznosa ukupnog duga i plaćenih kamata sektora u odnosu na bruto operativnu dobit, tj. EBITDA:

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

Indikator solventnosti izračunat je kao omjer duga i kapitala:

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

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

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

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

$$UR_t = \frac{RL_t + RS_t + RI_t}{3}$$

Metodologija je neznatno izmijenjena u odnosu na prethodni broj na način da je ranije korišteni bruto operativni višak zamijenjen s EBITDA poduzeća interpoliranim na tromjesečnu razinu u skladu s tromjesečnom dinamikom kretanja nominalnog BDP-a.
Izvori: Fina: HNR

taj način pridonio blagom porastu udjela kredita s kamatnom stopom promjenjivom unutar godine dana na 98% (s 97% krajem prošle godine).

Kamatne stope domaćih banaka u prvih devet mjeseci 2015. stagniraju, zadržavajući se tako na dosad najnižim razinama. To se istodobno odnosi na cijene kratkoročnog i dugoročnog financiranja poduzeća koje su se uz uobičajeni raspon svoje kolebljivosti kretale na razinama od otprilike 5%. Blagi porast prinosa do dospijeca na dugoročne državne obveznice Hrvatske vjerojatno je jedan od činitelja koji ograničavaju prostor za daljnje smanjivanje cijene dugoročnog financiranja poduzeća. Usporedno s takvim kretanjima kamatnih stopa u Hrvatskoj, trend njihova snižavanja u europodručju nastavio se kod kratkoročnog financiranja poduzeća, dok su se dugoročne kamatne stope zadržale na razinama od početka godine. U takvim uvjetima razlika između kamatnih stopa na kredite poduzećima u Hrvatskoj i u europodručju stagnira (za dugoročne kredite), odnosno blago se povećala (za kratkoročne kredite), te odražava i dalje relativno visoku premiju za rizik zemlje (slike 66. i 67.).

Indikatori ranjivosti sektora nefinancijskih poduzeća upućuju na smanjenje razine indikatora rizika solventnosti i rizika likvidnosti, na što su pozitivno utjecali dobri poslovni rezultati

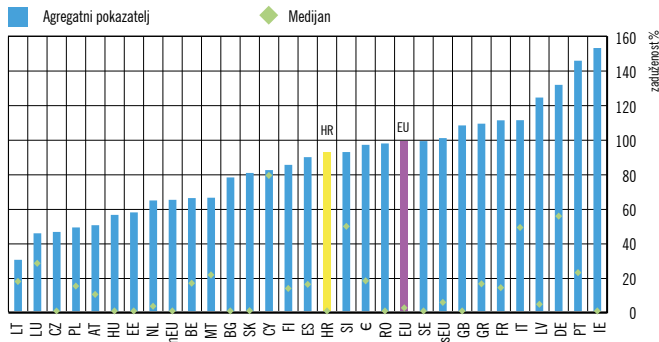
u 2014. povećanjem dobiti (EBITDA) i kapitala te ista takva očekivanja za 2015. godinu. Pokazatelj rizika inercije tek se neznatno smanjio (temeljen na procijenjenom budućem rastu EBITDA koji je istovjetan onom ostvarenom u 2014. godini), a razina ukupnog rizika sektora nefinancijskih poduzeća opada zahvaljujući smanjenim rizicima likvidnosti i solventnosti (Slika 68.). Smanjenje duga sektora nefinancijskih poduzeća te porast dobiti prije poreza, kamata i amortizacije (EBITDA) utjecali su na smanjenje rizika likvidnosti, dok je na istodobno smanjenje rizika solventnosti pozitivno djelovalo uz već spomenuto smanjenje duga i povećanje kapitala iz zadržane dobiti iz poslovanja tijekom 2014. godine. Može se zaključiti da se dio zadržane dobiti pretvara u kapital i rezerve za buduće potrebe investicijskih projekata, a dio se koristi za smanjenje obveza prema izvorima financiranja te kao izvor za financiranje obrtnih sredstava.

Analitički osvrt: Zaduženost poduzeća u Hrvatskoj i EU-u

Usporedbom pokazatelja zaduženosti nefinancijskih poduzeća europskih zemalja za 2014. godinu (Slika 68.), hrvatska nefinancijska poduzeća nalaze se u sredini distribucije zemalja EU-a, a iznad prosječne razine za poduzeća zemalja nove Europe. Zemlje nove Europe manje su zadužene od zemalja stare Europe, što je posljedica uvažavanja rizika domicilne zemlje nefinancijskih poduzeća, slabije razvijenih financijskih posrednika i tržišta te stoga nepovoljnijih i strožih uvjeta zaduživanja.

Mjerenom pokazateljem profitabilnosti EBITDA maržom hrvatska poduzeća su u vrhu distribucije po profitabilnosti, dok su zbog visokih troškova amortizacije i vrijednosnih usklađenja na donjem kraju distribucije mjereno EBIT maržom (Slike 70. i 71.). Visoki troškovi amortizacije i vrijednosnih usklađenja posljedica su visokog udjela materijalne imovine u ukupnoj imovini poduzeća promatra li se na agregiranoj razini, a ne značajno drugačije politike amortizacije imovine. Naime, u Hrvatskoj je prosječna stopa amortizacije i vrijednosnih usklađenja izračunata iz agregiranih podataka, na razini stope zemalja nove Europe, te je nešto niža od prosjeka EU-a. Visok udio materijalne imovine u ukupnoj imovini rezultat je preferencije kupnje materijalne imovine (nekretnina, strojeva) zbog povijesno-kulturoloških razloga, turističke orijentiranosti zemlje (oko 9% ukupne materijalne imovine otpada na turističku djelatnost; veći udio ima jedino Malta, dok je prosjek EU-a oko 2,4%) te zbog slabe razvijenosti tržišta najma i lizinga materijalne imovine. U zemljama stare Europe ta su tržišta i raspoloživi instrumenti i opcije razvijeniji i dostupniji, čime se bilance nefinancijskih poduzeća ne opterećuju fiksnom imovinom, a što poduzećima daje veću fleksibilnost glede širenja odnosno kontrakcije poslovanja, mobilnosti i usmjeravanja izvora financiranja u poslovne aktivnosti (engl. *corebusiness*) umjesto u materijalnu imovinu koja uobičajeno ne nosi izravne prihode (ovisno o djelatnosti poslovanja). Usto, opterećenje materijalnom imovinom nosi djelatnost građevinarstva koja u svojim bilancama ima oko 38,6% ukupne ma-

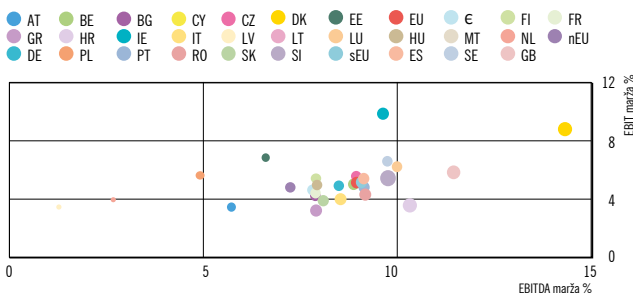
Slika 69. Usporedba zaduženosti po zemljama EU-28



Napomena: Zaduženost je izražena kao ukupne obveze u odnosu na kapital. Nova EUROPA (nEU) odnosi se na zemlje priključene EU-u nakon 2004., dok stara EUROPA (sEU) uključuje zemlje priključene EU-u prije 2004. Simbolom € označuju se zemlje europodručja.
Izvor: BvD Amadeus baza

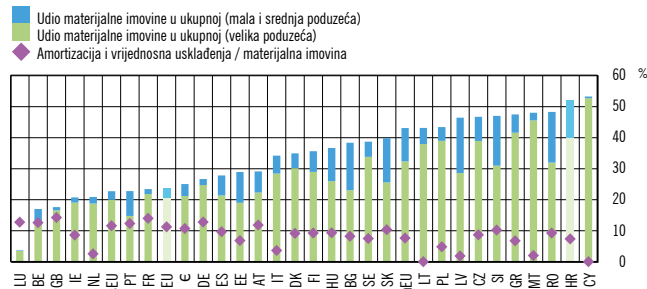
terijalne imovine nefinancijskih poduzeća u Hrvatskoj (više ima jedino Švedska), što se može povezati s poslovnom praksom i tržišnim uvjetima u Hrvatskoj gdje objekti u izgradnji i neprodani stanovi ostaju u bilanci poduzeća. Ovaj veći udio materijalne imovine nije nužno povezan sa zalihom neprodanih stanova, već sa samom gospodarskom aktivnosti te djelatnosti. Naime, 2007. godine udio materijalne imovine djelatnosti građevinarstva u ukupnoj materijalnoj imovini sektora nefinancijskih poduzeća bio je 40,3%, a krajem 2014. smanjio se na 38,6%, u skladu s padom aktivnosti. Prosječno je u EU-28 krajem 2014. materijalna imovina poduzeća u djelatnosti građevinarstva činila oko 15% ukupne materijalne imovine sektora nefinancijskih poduzeća (podaci iz BvD Amadeus baze).

Slika 70. Agregatni pokazatelji po zemljama EU-28



Napomena: EBITDA marža izračunata je kao udio EBITDA (dobit prije kamate, poreza, vrijednosnih usklađenja i amortizacije) u ukupnim prihodima iz redovnog poslovanja, EBIT marža izračunata je kao udio EBIT (dobit prije kamate i poreza) u ukupnim prihodima iz redovnog poslovanja. Veličina kruga označuje aktivnost nefinancijskih poduzeća izračunatu kao omjer ukupnih prihoda iz redovnog poslovanja u odnosu na kapital i dugoročne obveze. Nova EUROPA (nEU) odnosi se na zemlje priključene EU-u nakon 2004., dok stara EUROPA (sEU) uključuje zemlje priključene EU-u prije 2004. Simbolom € označuju se zemlje europodručja.
Izvor: BvD Amadeus baza

Slika 71. Udio materijalne imovine u ukupnoj imovini i prosječna stopa amortizacije i vrijednosnog usklađenja materijalne imovine po zemljama EU-28



Napomena: Segment velikih poduzeća prema definiciji EU-a mora zadovoljavati jedan od uvjeta: poslovni prihodi iznad 10 mil. EUR, ukupna aktiva iznad 20 mil. EUR i više od 150 zaposlenih. Nova EUROPA (nEU) odnosi se na zemlje priključene EU-u nakon 2004., dok stara EUROPA (sEU) uključuje zemlje priključene EU-u prije 2004. Simbolom € označuju se zemlje europodručja.
Izvor: BvD Amadeus baza

Okvir 4. Trošak kapitala banaka

Za razumijevanje poslovnih odluka i strategije svakog poduzeća te donošenje zaključaka o njegovim performansama iz pozicije vlasnika potrebno je razumjeti njegov trošak kapitala, odnosno granicu prihvatljivog povrata projekata koja odvaja projekte koji dovode do rasta vrijednosti poduzeća od onih koji dovode do njegova smanjenja.

Trošak kapitala (pasive) svakog poduzeća jest stopa po kojoj ono u prosjeku pribavlja sredstva potrebna za financiranje poslovanja, a budući da se većina poduzeća financira određenom kombinacijom vlasničkih i dužničkih izvora financiranja, trošak kapitala sastoji se od troška duga i troška glavnice vaganih njihovim udjelom u pasivi (Slika 1.). Iako su korporacije, u smislu da je osnovni zadatak menadžera povećanje vrijednosti investicije vlasnika te stoga na njih treba primjenjivati koncepte korporativnih financija, zbog određenih je posebnosti pitanje troška kapitala specifično u slučaju banaka. Te se specifičnosti ponajviše očituju u činjenici da većinu obveza u pasivi banaka čine kratkoročni depoziti privatnog sektora koji se ne mogu smatrati dugoročnim izvorom sredstava, pa njihova cijena ne odražava cijenu dugoročnog zaduživanja banaka. Osim toga, sustav osiguranja depozita smanjuje trošak pribavljanja ove vrste obveza banaka, te taj trošak više ne reflektira profil rizičnosti promatrane banke. Zbog svega navedenog trošak kapitala banke ima smisla promatrati kroz prizmu vlasničke glavnice.

S gledišta financijske stabilnosti proučavanje troška glavnice banaka važno je jer pridonosi razumijevanju odnosa banaka i njihovih vlasnika te samim time produbljuje analizu njihovih poslovnih odluka te omogućava uvid u vlasnikovu percepciju rizičnosti banke, što može biti koristan analitički alat u procesu analize strategije i položaja vlasnika banaka. Usto, ovisno o tržišnoj moći pojedinog subjekta odnosno potražnji za proizvodima, trošak glavnice utječe i na krajnju cijenu proizvoda promatranog poduzeća, što u slučaju kreditnih institucija znači utjecaj na smanjenje ili rast kamatnih stopa za krajnjega korisnika, što pak u sljedećem koraku može utjecati na trendove zaduživanja (razduživanja) pojedinih sektora. Naime, u okružju smanjene potražnje za kreditima značajan rast troška glavnice bankarskog sektora mogao bi utjecati na porast troška duga ostalih sektora i potaknuti razduživanje banaka.

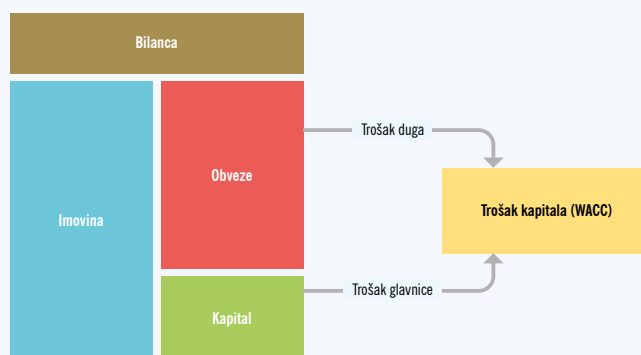
Metodologija izračuna troška glavnice

Trošak glavnice procijenjen je na uzorku od 200 banaka koje posluju na području Europe i čijim se dionicama aktivno trguje na mjesečnoj razini, pri čemu se u uzorku nalazi i deset banaka koje posluju u Hrvatskoj i koje čine 51,3% ukupne imovine hrvatskoga bankovnog sustava. U izračunu je korišten teorijski model procjenjivanja kapitalne imovine (CAPM) koji je modificiran kako bi se mogao koristiti za analizu trendova koji se događaju u europskom bankovnom sustavu posljednjih jedanaest godina. Naposljetku, trošak glavnice procjenjuje se na sljedeći način:

$$TG = NS + \beta \cdot (PRT - NS) + PZR D,$$

pri čemu je *NS* nerizična stopa povrata na europskom tržištu procijenjena pomoću prinosa do dospelja desetogodišnje njemačke obveznice, *PRT* implicitna premija za rizik tržišta rizične imovine¹ koja obilježava

Slika 1. Strukturni prikaz koncepta troška kapitala



Izvor: HNB

premiju za rizik koju investitori zahtijevaju za investiciju s prosječnim stupnjem rizika, β osjetljivost dionice (beta) promatrane kreditne institucije na kretanje tržišnog portfelja, procijenjena regresijskom analizom kretanja njihovih mjesečnih povrata u petogodišnjem uzorku i *PZR D* premija za rizik države procijenjena pomoću CDS-a države u kojoj promatrana kreditna institucija posluje.

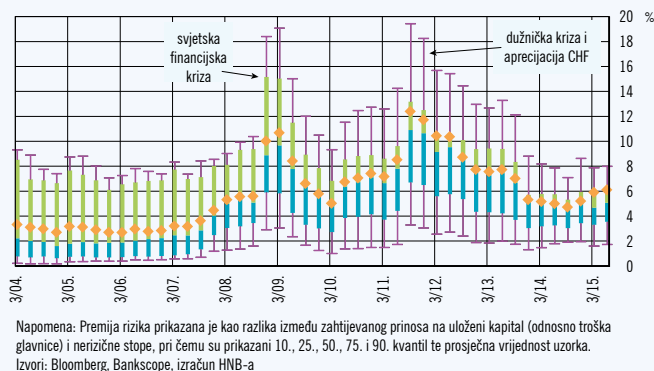
Percepcija rizičnosti poslovanja europskih banaka

Distribucija premije za rizik europskih banaka, koja je definirana kao razlika između troška glavnice, odnosno očekivanog prinosa na uloženi kapital i nerizične stope, slikovito prikazuje kretanje percepcije rizičnosti poslovanja banaka koje posluju u Europi (Slika 2.). U promatranom razdoblju dogodila su se dva značajna skoka premije zbog rasta nesigurnosti na tržištima kapitala: prvi put početkom 2009. pod utjecajem rasta nesklonosti riziku investitora nakon eskalacije financijske krize te drugi put potkraj 2011. godine, kada je nastupila dužnička kriza inicirana restrukturiranjem javnog duga i padom kreditnog rejtinga pojedinih zemalja članica europodručja, koja je poljuljala povjerenje u euro. Spomenuti skok potkraj 2011. zorno prikazuje povezanost rizika država i banaka koje u njima posluju. Naime, zabrinutost ulagača glede kreditne sposobnosti države prelije se i na njihova kreditora – banke. Jednako tako, mogućnost propasti velikih banaka negativno je djelovala na percepciju stabilnosti državnih financija zbog mogućeg troška spašavanja banaka.

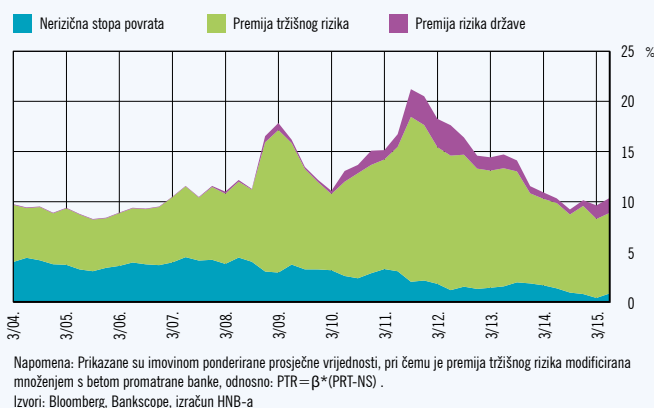
Nakon 2011. godine premija za rizik banaka u Europi kontinuirano pada. To se može povezati s potezima Europske središnje banke usmjerenima na povećanje dostupnosti sredstava na financijskim tržištima te slabljenjem povratne sprege između rizika države i banaka pokretanjem bankovne unije unutar europodručja. Taj trend traje sve do 2015., kada premija za rizik počinje rasti, što se može pripisati nesigurnostima koje proizlaze iz ukrajinske i grčke krize, kao i općenito povišenoj razini nesigurnosti na globalnim financijskim tržištima u tom razdoblju.

¹ Na temelju očekivanih budućih novčanih tokova moguće je iz današnje vrijednosti tržišnog portfelja rizične imovine procijeniti premiju za rizik tržišta. Za potrebe ove analize pretpostavlja se da STOXX 600 Europe kompozitni indeks replicira tržišni portfelj rizične imovine.

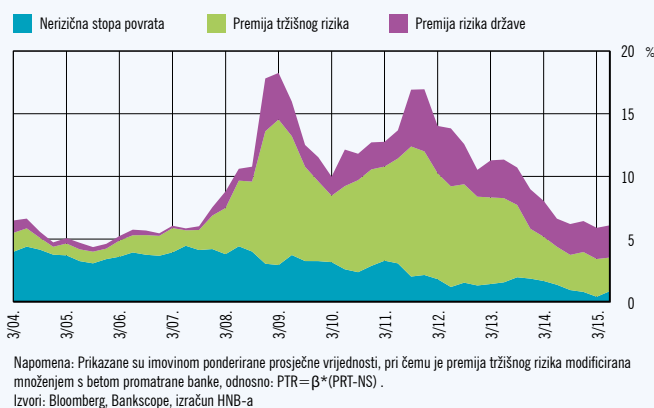
Slika 2. Kretanje distribucije premije za rizik banaka u Europi



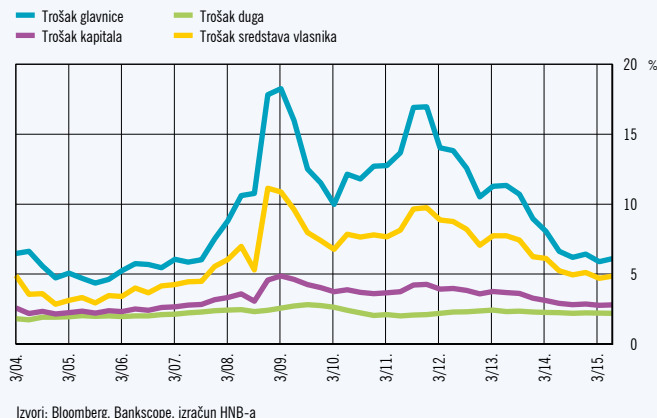
Slika 3. Komponente troška glavnice banaka u zemljama europa područja



Slika 4. Komponente troška glavnice banaka u Hrvatskoj



Slika 5. Prikaz troška pribavljanja pojedinih izvora sredstava



Unatoč mjerama Europske središnje banke koje su djelovale u smjeru snižavanja troška kapitala na cijelom tržištu, trošak vlasničke glavnice banaka koje posluju u zemljama europa područja i dalje je viši u odnosu na razdoblje prije 2008. godine, što je ponajviše određeno visokom premijom za tržišni rizik, odnosno i dalje prisutnom povećanom opreznosti investitora pri ulaganju u dionice banaka koje posluju u zemljama europa područja (Slika 3.). Djelovanjem inicijative Basel III, koja je unutar EU-a provedena ponajprije kroz Direktivu o osnivanju i bonitetnoj superviziji kreditnih institucija i investicijskih društava (CRD IV) te Uredbu o bonitetnim zahtjevima kreditnih institucija i investicijskih društava (CRR), pojačani su regulatorni zahtjevi za kvalitetu i količinu kapitala. Spomenuti zahtjevi snižavaju trošak duga banaka zbog smanjene percepcije njihove rizičnosti, no isto tako dovode do raste udjela glavnice u pasivi koja čini skuplji izvor financiranja, pa je trenutačno teško odrediti konačan učinak tih zahtjeva na trošak kapitala banaka u Europi.

Trošak glavnice banaka u Hrvatskoj i položaj vlasnika

Slično kao banke u ostatku Europe, i hrvatske su banke u dva navrata, krajem 2008. i krajem 2011., osjetile značajan rast troška glavnice. Nakon 2011. godine trošak glavnice banaka u Hrvatskoj počinje se kontinuirano smanjivati te je na kraju lipnja 2015. bio na pretkriznoj razini te iznosio oko 6,1% (Slika 4.).

Promatraju li se komponente troška glavnice, primjetno je da su i razina i dinamika troška glavnice u razdoblju do 2008. uglavnom bile određene kretanjem nerizične stope, koja se nakon 2008. konstantno smanjuje te je na početku 2015. pala na dosad najnižu razinu, od oko 0,4%. U razdoblju nakon izbijanja financijske krize trošak glavnice pretežno je određen kretanjem premije za tržišni rizik, koja je mjera nesigurnosti na tržištu i opreznosti investitora kod ulaganja kapitala u bankarski sektor. Tako je premija za tržišni rizik znatno narasla nakon 2008. i zadržala se na visokoj razini sve do sredine 2013. godine, nakon čega se znatno smanjila, što se može povezati s pristupanjem Hrvatske Europskoj uniji. Stoga se trošak glavnice banaka u Hrvatskoj spustio na razinu od oko 6% i u podjednakoj je mjeri određen s razinom premije za tržišni rizik kao i s razinom premije za rizik države.

Specifičnost u analizi hrvatskih banaka jest i da su vlasnici, osim u vlasničku glavnice, svoja sredstva uložili i u kredite i depozite koji se, s obzirom na to da dolaze od vlasnika, ne mogu u potpunosti smatrati obvezama. Zato je pri izračunu troška vlasničkih sredstava potrebno uzeti u obzir i ovaj izvor sredstava. Uz pretpostavku da je trošak dužničkih sredstava vlasnika jednak implicitnoj pasivnoj stopi pojedine banke, moguće je procijeniti trošak sredstava vlasnika primjenom odgovarajućih udjela dužničkih i vlasničkih sredstava s kojima većinski vlasnici sudjeluju u pasivi banaka. Stoga je trošak vlasničkih sredstava u lipnju 2015. godine iznosio oko 4% (Slika 5.).

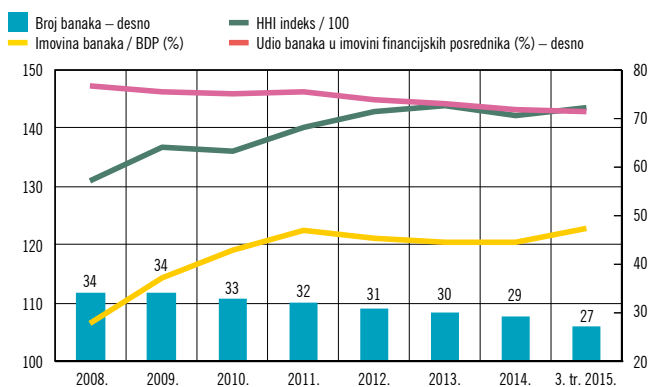
Zaključak

Mjere monetarne politike koje je Europska središnja banka poduzimala nakon 2008. godine bile su usmjerene na povećanje dostupnosti sredstava i osiguranje likvidnosti na europskim tržištima kapitala, što je snižavalo nerizičnu stopu povrata, a tako i trošak vlasničke glavnice banaka u Europi. Međutim, postroženi regulatorni standardi i kapitalni zahtjevi pod utjecajem inicijative Basel III, odnosno direktive CRD IV te uredbe CRR, povisili su trošak glavnice i time "poskupili" kapital vlasnika, što može stvoriti neželjene poticaje bankama za preuzimanje višeg stupnja rizika kako bi postigli zadovoljavajuće povrate na uloženi kapital koji bi povećali vrijednost banke kao investicije. Osim toga, povećani trošak

glavnice mogao bi poskupiti proizvode banaka ili čak nagnati određene banke na napuštanje tržišta, što bi u oba slučaja moglo rezultirati jačanjem uloge bankarstva u sjeni u financijskom sektoru u Europi (detaljnije vidi u Okviru 2. Bankarstvo u sjeni u Hrvatskoj). Iako trošak glavnice banaka u Hrvatskoj nije visok u usporedbi s drugim europskim zemljama, pozicija njihovih vlasnika nepovoljna je iz drugih razloga, koji utječu na relativno nižu profitabilnost banaka u Hrvatskoj. Naime, znatna materijalizacija kreditnog rizika u Hrvatskoj u kombinaciji s visokim udjelom kapitala u pasivi banaka, što je rezultat HNB-ova aktivnog provođenja makrobonitetnih mjera prije krize, znatno je opterećenje za profitabilnost glavnice banaka u Hrvatskoj. Zarade su pak pod pritiskom slaboga gospodarskog i kreditnog rasta te konstantne promjene u strukturi kreditiranja gdje se nastavlja rast udjela sektora države u bilancama banaka (Slika 75., poglavlje Bankarski sektor), što dovodi do jačanja transmisijskih kanala interakcije rizika države i rizika bankovnog sustava, čime bi pod utjecajem neželjenog događaja moglo doći do nastanka petlje negativne povratne veze (engl. *bank-sovereign risk feedback loop*) sa znatnim negativnim posljedicama za bankovni sustav i gospodarstvo općenito. Provedena analiza također upućuje na to da bi se snižavanje rizika države moglo direktno transferirati u niži trošak glavnice banaka, što bi kao posljedicu moglo imati snižavanje aktivnih kamatnih stopa banaka, te naposljetku omogućiti povoljnije financiranje realnog sektora.

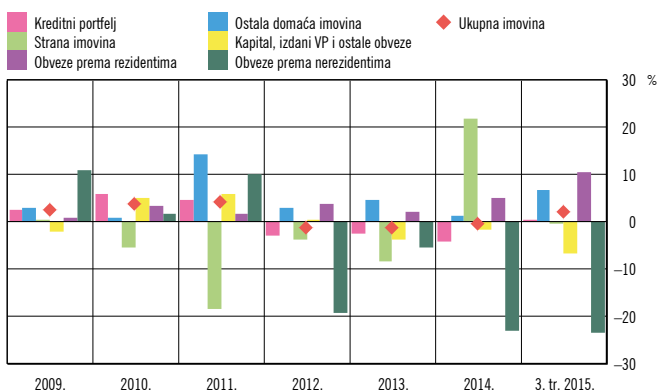
Bankarski sektor

Slika 72. Odabrana kretanja u bankarskom sektoru



Izvor: HNB

Slika 73. Godišnji porast najvažnijih stavki bilance bankarskog sektora



Izvor: HNB

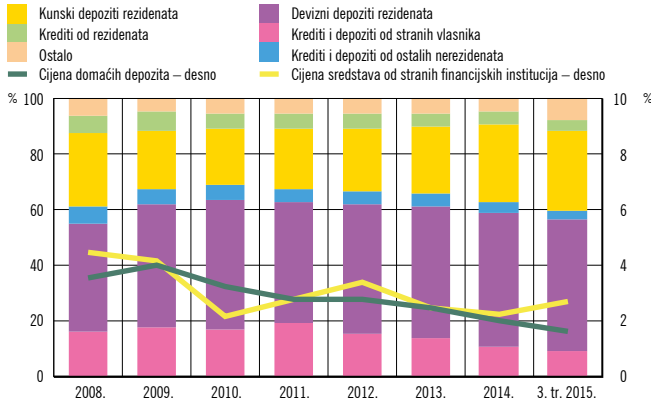
Konverzija kredita u švicarskim francima u eurske kredite rezultirala je znatnim troškom za bankarski sektor te uzrokovala pad njegove kapitaliziranosti zbog ostvarenih gubitaka. S druge strane, stabiliziranje udjela neprihodonosnih kredita i istodobni nastavak rasta njihove pokrivenosti kao i aktivnosti na području popravka bilanci banaka pozitivno utječu na stabilnost ovog sektora. Budući da se domaći privatni sektor nastavio razduživati, obveze banaka prema vlasnicima i nadalje se smanjuju. Također, kapital banaka nalazi se pod pritiskom ostvarenoga gubitka te pojačanih isplata dividendi.

Bilančne ranjivosti

Godišnji porast imovine banaka u trećem tromjesečju 2015. godine od 1,9% rezultat je sezonskog prirasta depozita te jednokratne transakcije u segmentu poduzeća¹⁴, bez koje je godišnji rast imovine iznosio 0,9%. Nasuprot tome, unutar strukture bilanci banaka zabilježena su nepovoljna kretanja, pa je standardni pritisak na bilance, zbog smanjene sklonosti rizicima i mase neprihodonosnih kredita, popraćen gubitkom izazvanim troškovima konverzije kredita u švicarskim francima u iznosu gotovo trogodišnje očekivane dobiti banaka i posljedičnog pada kapitaliziranosti sektora. Istodobno se nastavlja konsolidacija na tržištu kao i rast njegove koncentracije (Slika 72.).

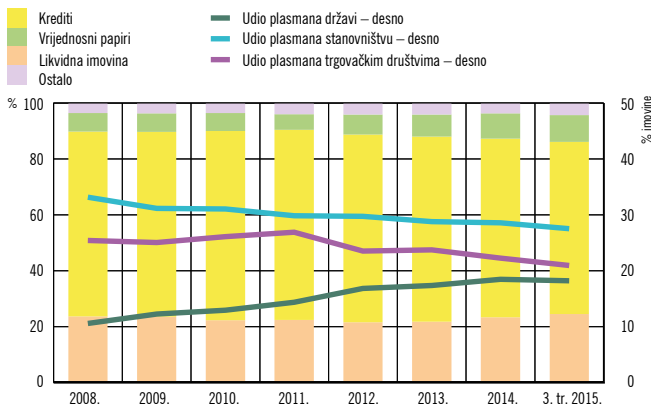
¹⁴ Prodaja duhanskog segmenta poslovanja Adrisa, koja je zasad za bankarski sektor rezultirala porastom transakcijskih depozita poduzeća za oko 3,9 mlrd. kuna

Slika 74. Struktura i cijena obveza bankarskog sektora



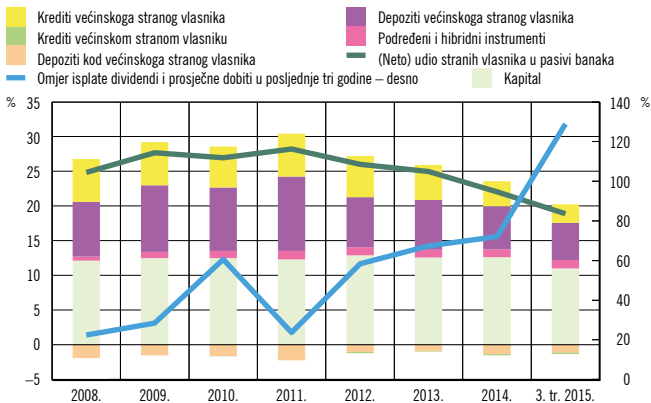
Izvor: HNB

Slika 75. Imovina bankarskog sektora



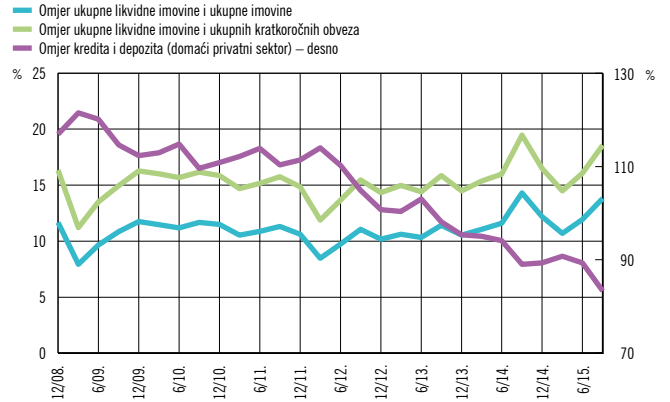
Izvor: HNB

Slika 76. Neto financijska pozicija banaka prema stranim vlasnicima



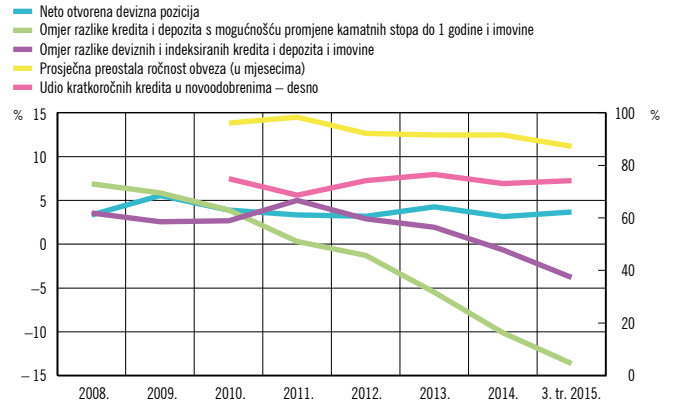
Izvor: HNB

Slika 77. Pokazatelji likvidnosti



Izvor: HNB

Slika 78. Izloženost banaka izravnim rizicima

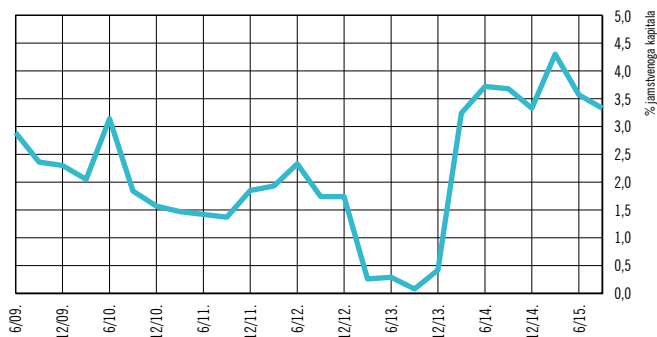


Izvor: HNB

U razdoblju izostanka rasta kredita privatnom sektoru, banke se prikupljenim izvorima koriste uglavnom za financiranje države te za razduživanje prema inozemstvu, privremeno plasirajući sredstva kod drugih financijskih institucija (Slika 73.). Unatoč dobroj turističkoj sezoni, godišnji se rast depozita stanovništva usporio te je iznosio 1,9%, jednako razini pasivnih stopa, što se može povezati s niskim nominalnim pasivnim kamatnim stopama, zbog kojih je porastao i udio transakcijskih depozita (slike 2. i 3. u Okviru 3. Preliminarna mjerenja rizika koncentracije depozita). Ovakva kretanja banke izlažu riziku reinvestiranja i likvidnosnih odljeva s obzirom na to da je udio transakcijskih depozita u depozitima domaćega privatnog sektora na kraju rujna 2015. godine dosegnuo više od četvrtine, zbog čega se smanjila i prosječna preostala ročnost obveza banaka.

Kreditima domaćem privatnom sektoru na kraju rujna 2015. nastavili su se smanjivati na godišnjoj razini (sektor poduzeća za 1,5%, a sektor stanovništva za 0,6%), no zbog rasta kredita državnim jedinicama (od 16,0%) ostvaren je godišnji rast uku-

Slika 79. Kamatni rizik banaka



Izvor: HNB

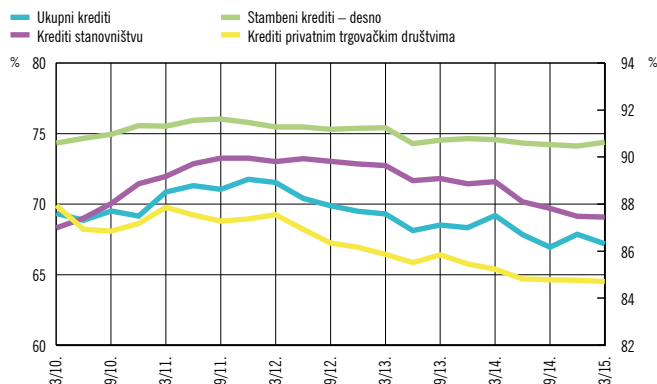
pnih kredita od 1,2%. Nastavak kreditiranja države, ali i plasiranja sredstava tom sektoru putem kupnje vrijednosnih papira, doveo je do nastavka rasta udjela plasmana državi, koji su tako na kraju rujna 2015. godine dosegli udio od 18,2% imovine.¹⁵ Osim rasta rizika koncentracije plasmana, porast udjela državnih vrijednosnih papira izlaže banke i rizicima kretanja cijene instrumenata s fiksnim prinosom. U tom smislu, banke su izložene gubicima zbog mogućeg pada vrijednosti njihova portfelja dužničkih vrijednosnih papira, a do kojih bi moglo doći zbog eventualnog rasta premije za rizik zemlje, što osobito dolazi do izražaja ako se uzme u obzir činjenica da se više od 80% vrijednosnih papira države nalazi u portfeljima koji se vrednuju po tržišnoj vrijednosti (Slika 75., Makroekonomsko okruženje, Testiranje otpornosti kreditnih institucija na stres).

U opisanim uvjetima pada kredita privatnom sektoru te stabilnog priljeva depozita, nastavljen je trend razduživanja banaka prema vlasnicima, pa je (neto) udio vlasnika u pasivi banaka u prvih devet mjeseci 2015. godine smanjen s 20,9% na 18,9% (odnosno za oko 2 postotna boda). No, znatan utjecaj na pad kapitala proizlazi iz konverzije kredita u švicarskim francima. Bez konverzije udio stranih vlasnika iznosio bi 19,3%, što bi značilo usporavanje trenda razduživanja prema vlasnicima. Smanjivanje udjela vlasnika u pasivi banaka i nadalje se odvija primarno smanjivanjem obveza, no nakon 2012. godine raste omjer isplate dividendi i trogodišnjih prosječnih ostvarenih zarada (Slika 76.).

Ostvareni blag ekonomski oporavak zasad nije rezultirao kreditnim rastom, a ni očekivani nastavak ekonomskog rasta ne mora se nužno preliti u kreditni rast, pa će se i u nadolazećem razdoblju većina promjena bilanci banaka odnositi na njihovu strukturu, odnosno banke će pokušati optimizirati troškove. Slabe poslovne perspektive banaka treba promatrati iz pozicije vlasnika, odnosno s aspekta upravljanja kapitalom na razini međunarodnih financijskih grupacija. Iz tog razloga, ostvareni

15 Ovdje prikazane izloženosti države uključuju kredite, obveznice i trezorske zapise, a ne uključuju izvanbilančne stavke.

Slika 80. Udio nezaštićenih u ukupnim kreditima izloženima VIKR-u



Izvor: HNB

gubici, pravna nesigurnost izazvana učestalim izmjenama zakona koji reguliraju njihovo poslovanje, slabi budući izgledi i relativno visoka prosječna cijena pasive unatoč niskom trošku kapitala (Okvir 4. Trošak kapitala banaka, Slika 5.), sve to zajedno može rezultirati daljnjim smanjivanjem izloženosti vlasnika na hrvatskom tržištu. U tom kontekstu treba promatrati i porast isplaćenih dividendi unazad nekoliko godina, koje uvelike premašuju ostvarene zarade i kanal su smanjivanja izloženosti u Hrvatskoj (Slika 76.).

Preljevanje depozitnog rasta u depozite kod financijskih institucija dovelo je do rasta pokazatelja likvidnosti (Slika 77.). Također, zbog nastavka dugoročnog trenda rasta depozita i pada kredita, omjer kredita i depozita za domaći financijski sektor nastavlja se smanjivati. Načelno, niži omjer kredita i depozita odražava financiranje kredita stabilnijim izvorima, no u Hrvatskoj trenutno odražava ponajprije pad kredita privatnom sektoru. No, znatna fiskalna konsolidacija i smanjenje potrebe za novim neto zaduživanjem mogli bi djelovati kao poticaj za traženje novoga poslovnog modela uz snažnije kreditiranje privatnog sektora.

Izostanak kreditnog rasta poticaj je bankama na smanjivanje onih rizika na koje u nekoj mjeri mogu utjecati. Tako se blagi porast neto otvorene devizne pozicije banaka može objasniti njihovom pripremom za proces konverzije kredita u švicarskim francima. Pad prosječne preostale ročnosti obveza banaka rezultat je porasta udjela transakcijskih depozita u depozitima banaka. Naposljetku, kamatni rizik je blago snižen u odnosu na 2014. godinu, no znatnije snižavanje ovog rizika može se očekivati s procesom konverzije stambenih kredita u švicarskim francima (s fiksnom kamatnom stopom) u eurske kredite (s promjenljivom kamatnom stopom) (Slike 78. i 79.).

Izloženost banaka VIKR-u smanjena je zbog pada udjela kredita nezaštićenih od VIKR-a u ukupnim kreditima (Slika 80.). No, smanjenje ovog rizika rezultat je porasta drugoga neizravnog rizika. Naime, pad izloženosti VIKR-u u velikoj mjeri rezultat rasta udjela kratkoročnih (u pravilu kunskih) u novoodobrenim

kreditima, što podiže rizike refinanciranja u klijenata, a time povratno i kreditni rizik kod banaka.

Strateški rizici¹⁶

Dinamika poslovnih rezultata banaka i nadalje je ponajviše determinirana kreditnim portfeljem, koji je u velikoj mjeri povezan s konverzijom kredita u švicarskim francima, a manjim dijelom očekivanim porastom pokrivenosti postojećih neprihodonosnih kredita (Slika 81.). U 2015., osim spomenutog troška konverzije (trenutačno 6,9 mlrd. kuna¹⁷), na pad prihoda od kredita u švicarskim francima utjecao je i Zakon o potrošačkom kreditiranju, koji je propisao kamatnu stopu od 3,23% za te kredite od siječnja 2014. (oko 400 mil. kuna u 2015.) i zamrznuo tečaj kune u odnosu na švicarski franak na 6,39 od siječnja 2015. (oko 220 mil. kuna). Posljedično, pokazatelji profitabilnosti banaka znatno su sniženi te je prinos na prosječnu imovinu iznosio oko -1,0%, a prinos na prosječni kapital oko -8,0%, dok je neto kamatna marža neznatno porasla.

Bez jednokratnog troška konverzije prinos na prosječnu imovinu porastao bi i iznosio 0,67%, a prinos na prosječni kapital porastao bi na 4,1% (slike 81. i 82.). Također, potrebno je spomenuti da u 2016. godini neće biti efekta troška konverzije i spomenutih efekata Zakona o potrošačkom kreditiranju koji se odnose na kredite u švicarskim francima.

Višim operativnim zaradama, odnosno rastom kamatne razlike potaknute padom pasivnih stopa, banke su djelomično ublažile pad zarada, no blagi porast kamatne razlike i neto kamatne marže u razdoblju stagnacije kredita kao ni smanjeni operativni troškovi nisu mogli neutralizirati materijalizaciju troška konverzije. Navedene zaključke potvrđuje i dekompozicija promjene profitabilnosti imovine banaka¹⁸ (slike 82., 85. i 84.).

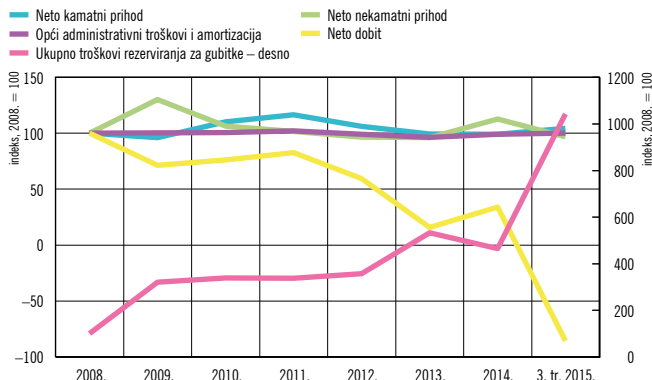
Rast udjela javnog sektora u kreditnom portfelju banaka rezultat je rasta njegove relativne profitabilnosti te potražnje ovog

¹⁶ Stavke iz računa dobiti i gubitka do rujna 2015. svedene su na godišnju razinu kako bi se mogle uspoređivati s prethodnim cjelogodišnjim razdobljima. To je učinjeno zbrajanjem poslovnih rezultata banaka u posljednjem tromjesečju 2014. i prva tri tromjesečja 2015. godine.

¹⁷ Spomenuti trošak konverzije jest procjena banaka s obzirom na to da je izračunat netom nakon stupanja Zakona na snagu, ali prije slanja individualnih ponuda za konverziju.

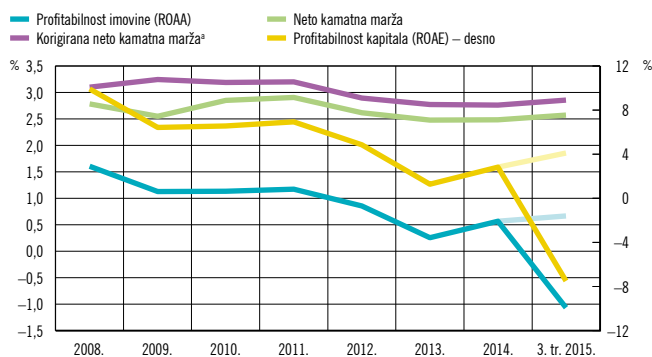
¹⁸ Više o dekompoziciji profitabilnosti banaka vidi u Okviru 4. Novi pristup dekompoziciji prinosa na imovinu banaka, Financijska stabilnost broj 14.

Slika 81. Promjena odabranih kategorija poslovnog rezultata



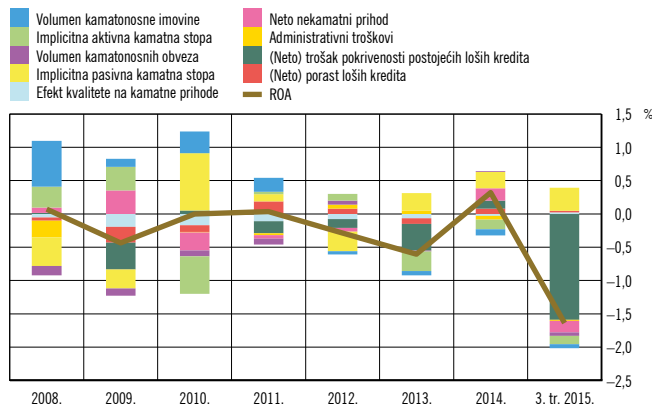
Izvor: HNB

Slika 82. Pokazatelji profitabilnosti



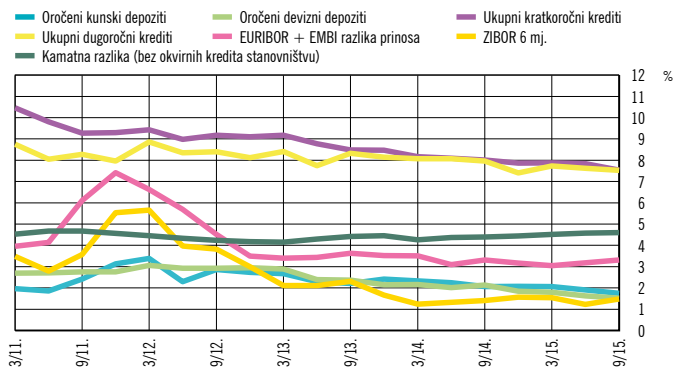
* Neto kamatni prihod banaka korigiran je s dobiti od aktivnosti trgovanja i obračunatim tečajnim razlikama.
Napomena: Svijetlo plava i svijetlo žuta serija označuju vrijednosti bez efekta konverzije kredita u švicarskim francima.
Izvor: HNB

Slika 83. Dekompozicija promjene profitabilnosti imovine



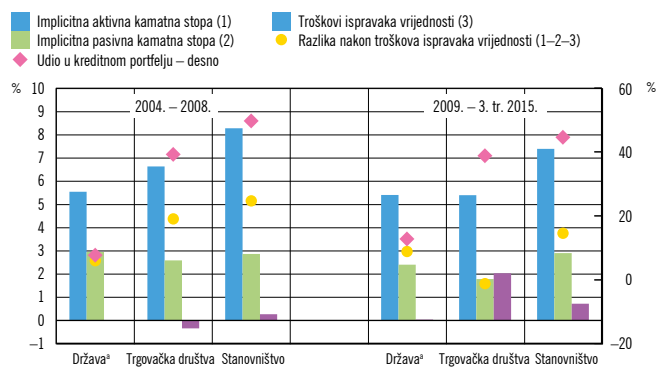
Izvor: HNB

Slika 84. Odabrane kamatne stope (tromjesečni prosjek mjesečnih stopa)



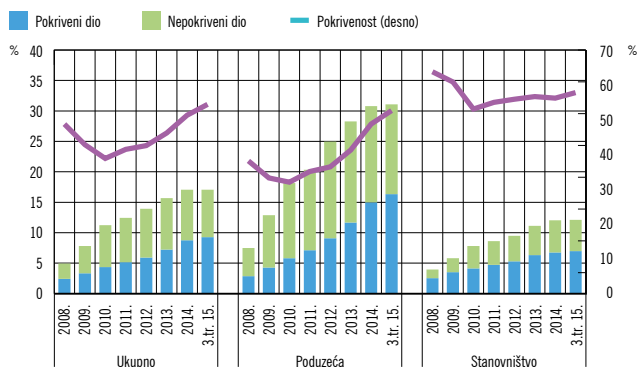
Napomena: Metodološki lom u serijama kamatnih stopa banaka nakon siječnja 2011. godine
Izvor: HNB

Slika 85. Promjene profitabilnosti banaka u različitim segmentima financiranja u razdoblju krize



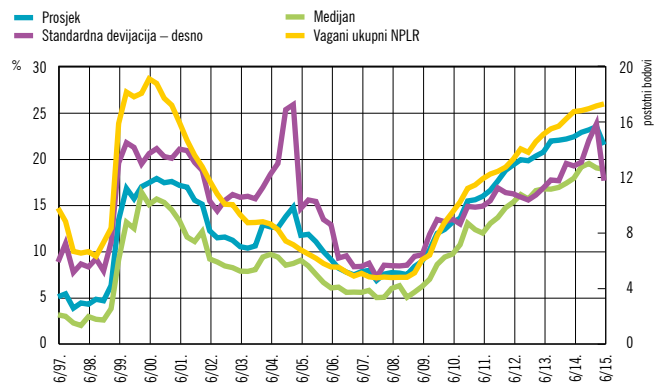
* Ne uključuje opće i administrativne troškove i amortizaciju.
Izvor: HNB

Slika 86. Udio neprihodonosnih u ukupnim kreditima i njihova pokrivenost po sektorima



Izvor: HNB

Slika 87. Distribucija udjela neprihodonosnih u ukupnim kreditima po bankama



Izvor: HNB

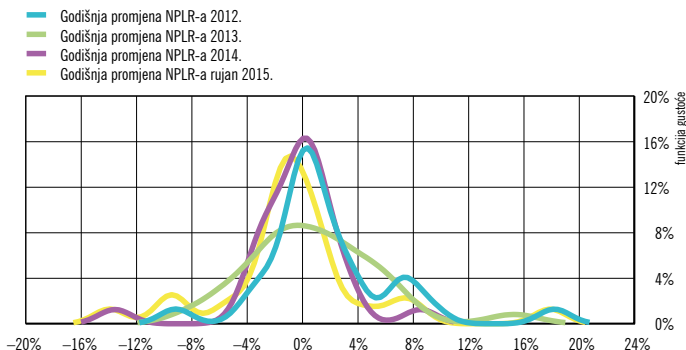
sektora za financiranjem (Slika 85.). Profitabilnost ostalih sektora, nakon ispravaka vrijednosti, znatno je smanjena u odnosu na razine prije krize.

Kreditni rizik banaka

Rast kredita državi, blagi oporavak kvalitete nestambenih kredita stanovništvu te stagnacija kvalitete kredita trgovačkim društvima kao i nastavak aktivnosti prodaje plasmana doveli su do blagog pada udjela neprihodonosnih kredita, koji je na kraju rujna 2015. iznosio 17,0%. Kvaliteta nestambenih kredita stanovništvu, čiji je udio na kraju rujna dosegao 14,7%, porasla je ponajprije zahvaljujući aktivnostima prodaje neprihodonosnog segmenta, dok se kvaliteta stambenih kredita nastavila postupno kvariti te je udio neprihodonosnih kredita na kraju rujna 2015. u ovom segmentu iznosio 9,35%. Posljedično, udio neprihodonosnih kredita stanovništvu na kraju rujna 2015. ostao je stabilan i iznosio je 12,1%. U istom je razdoblju kvaliteta kredita trgovačkim društvima neznatno smanjena te je udio neprihodonosnih kredita ovom sektoru porastao na 31,1%. Treba spomenuti da osim rasta iznosa neprihodonosnih kredita na rast njihova udjela utječe i pad ukupnih kredita poduzećima i stanovništvu (Slika 86.).

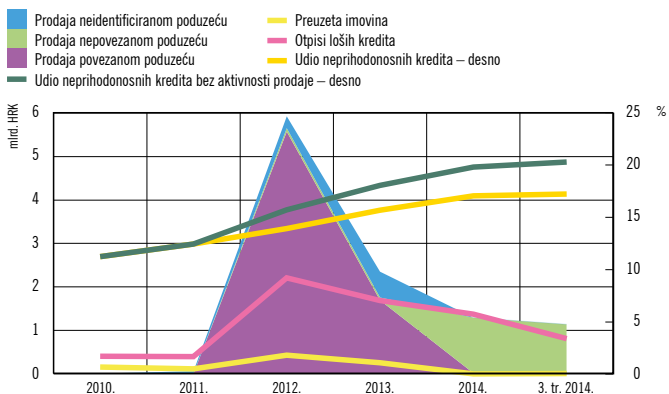
Pod utjecajem starenja kredita i primjene izmijenjenih pravila njihove klasifikacije (nakon 2013. godine), pokrivenost neprihodonosnih kredita nastavlja rasti. Tako je pokrivenost neprihodonosnih kredita na kraju rujna 2014. godine dosegla 54,4%, na što je najveći utjecaj imao nastavak rasta pokrivenosti neprihodonosnih kredita trgovačkim društvima, koja je iznosila 52,6%. Nasuprot tome, pokrivenost neprihodonosnih kredita stanovništvu stabilizirana je na razini od 57,5% (Slika 86.). Kao posljedica ovih kretanja, u međunarodnoj usporedbi, Hrvatska ima natprosječnu pokrivenost neprihodonosnih kredita u EU-u, odnosno prosječnu pokrivenost u usporedbi sa zemljama SIE-a (Slika 91.).

Slika 88. Kretanje distribucije promjene udjela neprihodonosnih u ukupnim kreditima po bankama



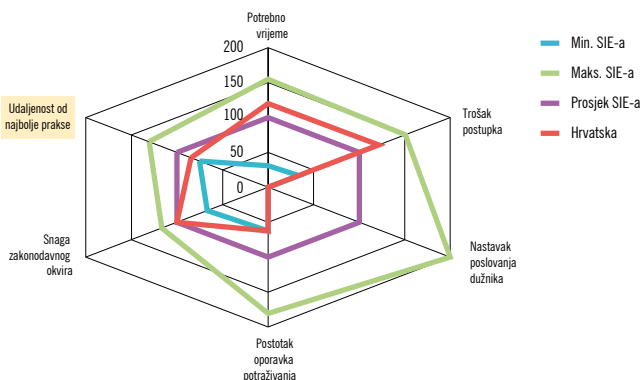
Napomena: Prikazane funkcije gustoće aproksimirane su pomoću normalno distribuiranoga Kernelova procjenitelja, koji omogućuje kontinuirani prikaz distribucije
Izvor: HNB

Slika 89. Rješavanje pitanja neprihodonosnih plasmana banaka



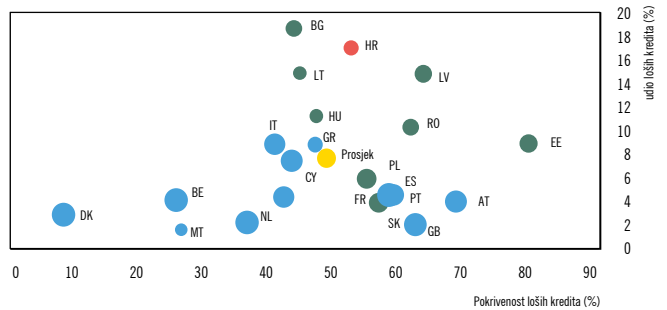
Izvor: HNB

Slika 90. Procjena uspješnosti prakse rješavanja pitanja nesolventnosti, kao postotak prosjeka SIE-a



Izvor: Svjetska banka

Slika 91. Međunarodna usporedba kvalitete kredita i uspješnosti prakse rješavanja pitanja nesolventnosti



Napomena: Veličina kruga označuje uspješnost prakse rješavanja pitanja nesolventnosti. Zemlje obojene u zeleno označuju zemlje SIE-a, a one u plavo su zemlje europskog područja.
Izvor: Svjetska banka

Unatoč povoljnim kretanjima u kvaliteti kreditnog portfelja na agregatnoj razini, razlike među bankama nastavljaju rasti, a one proizlaze prije svega iz razlika u strukturi njihova portfelja (Slika 87.). Distribucija promjene udjela neprihodonosnih kredita pokazuje da se on kod većine banaka u posljednjih godinu dana smanjio, što je u velikoj mjeri rezultat prodaja neprihodonosnih kredita. Najveći porast kvalitete kredita ostvarila je nekolicina banaka kod kojih je ubrzanje kreditnog rasta dovelo do razrjeđivanja udjela neprihodonosnih kredita (Slika 88.).

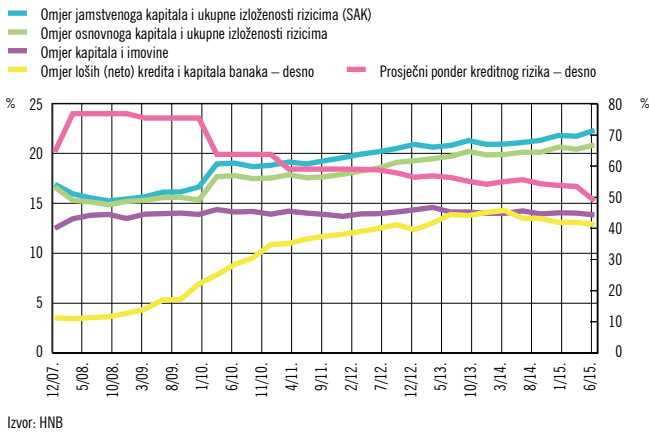
Rješavanje pitanja neprihodonosnih kredita banaka

Aktivnosti prodaje neprihodonosnih kredita u velikoj su mjeri utjecale na smanjenje opterećenja kapitala tim kreditima (Slika 92.). Bez ovih aktivnosti, udio neprihodonosnih kredita na kraju lipnja 2015. godine iznosio bi oko 20%, odnosno tri postotna boda više (Slika 89.). Nakon što je do 2014. godine prodaja povezanim društvima bila dominantan oblik prodaje plasmana, u prvoj polovini 2015. godine prodaje su se isključivo odnosile na transakcije s nepovezanim društvima. Također, prodaje plasmana tijekom 2015. godine većinom su se odnosile na kredite sektora stanovništva, dok su se ranije aktivnosti prodaje usredotočivale na plasmane sektora trgovačkih društava.

Nova ocjena Svjetske banke¹⁹ o uspješnosti prakse rješavanja pitanja nesolventnosti upućuje na i nadalje slabu učinkovitost te prakse u Hrvatskoj u odnosu na druge zemlje SIE-a. Po ve-

¹⁹ Svjetska banka računa indikator udaljenosti od učinkovite granice rješavanja insolventnosti u sklopu publikacije Izvješće o lakoći poslovanja (engl. *Doing Business*). Taj se indeks sastoji od dvije komponente: postotka oporavka potraživanja i snage zakonodavnog okvira. Hrvatska se među zemljama Srednje i Istočne Europe ističe kao zemlja s većom udaljenošću od učinkovite granice. No, iako daju usporedbu praksi u Republici Hrvatskoj s onom sličnih država, ovakve rezultate treba tumačiti s oprezom jer se zasnivaju na procjenama, dok provedba procijenjenih pravnih propisa u praksi može biti drugačija.

Slika 92. Pokazatelji adekvatnosti kapitala



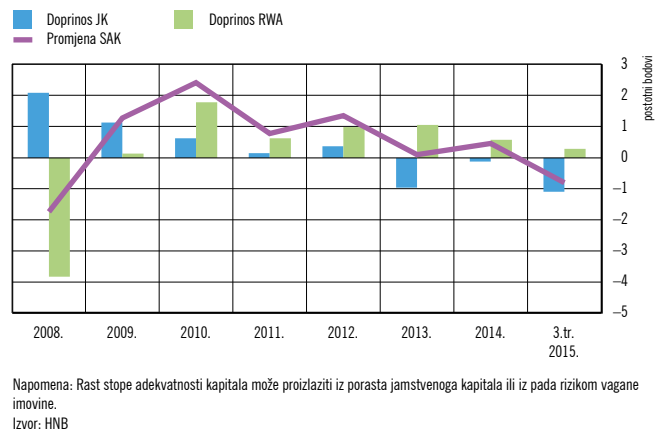
ćini kriterija za ocjenu prakse rješavanja pitanja nesolventnosti, Hrvatska je ocijenjena kao ispodprosječna zemlja SIE-a, dok je samo snaga zakonodavnog okvira procijenjena prosječnom (Slika 90.). Eventualni znatniji kreditni rast mogao bi dodatno stimulirati rješavanje pitanja neprihodonosnih kredita jačanjem zarada, koje ublažavaju teret otpisa koji prati aktivnosti prodaje. Stoga je važno proces popravka bilanci banaka stimulirati „izvana”, odnosno jačanjem regulatornog okvira, što se, osim na učinkovitiju sudsku praksu, odnosi i na zakonska rješenja za proces predstečajnih nagodbi i bankrot fizičkih osoba, koji mogu potpomoći ovaj proces, a koji se trenutačno razrađuju. Iako su banke koje posluju u Hrvatskoj adekvatno kapitalizirane i likvidne, rješavanje pitanja neprihodonosnih plasmana važno je zbog smanjivanja percipiranog rizika te aktiviranja imovine koja je trenutačno zaključana u ovakvim plasmanima. Trenutačno Hrvatska pripada skupini zemalja EU-a s najvišim udjelom neprihodonosnih kredita (Slika 91.).

Vezano uz prodaju neprihodonosnih plasmana, važno je napomenuti da je za njihovu prodaju potrebna bilančna, odnosno profitna snaga banke. Naime, procesu prodaje kredita najčešće prethodi ispravljanje njegove vrijednosti, što je za banke trošak, a ako se kredit prodaje po cijeni nižoj od one u knjigama, tada dio vrijednosti treba otpisati. Iz tog razloga, ostvareni gubici banaka otežavajuća su okolnost za uspješnost nastavka procesa popravka bilanci banaka.

Kapitaliziranost banaka

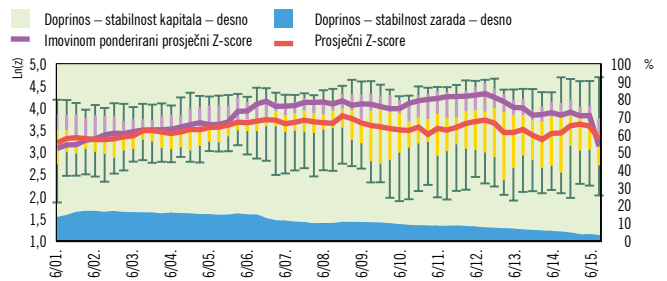
Kapitaliziranost sektora, mjerena omjerom kapitala i imovine, prvi je put nakon početka krize smanjena te je taj omjer na kraju rujna 2015. iznosio 12%. Osim zbog procesa konverzije kredita u švicarskim francima, pritisak na kapitaliziranost sektora dolazi i od strane vlasnika, odnosno pojačane isplate dividendi te nastavka porasta pokrivenosti neprihodonosnih kredita. S druge strane, nastavljen je i pad prosječnog pondera rizika, što pozitivno utječe na stopu adekvatnosti kapitala. Od početka krize stopa adekvatnosti kapitala povećavala se ponajviše zbog

Slika 93. Doprinosi promjeni stope adekvatnosti kapitala



Napomena: Rast stope adekvatnosti kapitala može proizaći iz porasta jamstvenoga kapitala ili iz pada rizikom vagane imovine.

Slika 94. Struktura i distribucija Z-indeksa

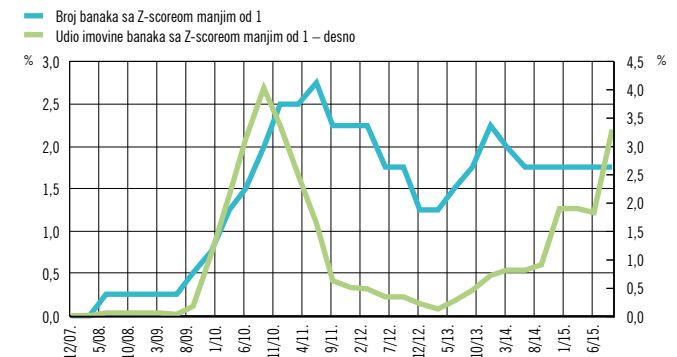


Napomena: Z-indeks je općeprihvaćeni pokazatelj individualne stabilnosti banke te se računa kao:

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

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

Slika 95. Prosječan broj i udio imovine banaka s oslabljenom solventnošću u posljednjih godinu dana



Napomena: Kao prag oslabljene solventnosti banke odabrana je vrijednost Z-indeksa od 1. Naime, kod te vrijednosti rizika kolebljivosti zarada iznosi 100% sume kapitala i zarada banke koji bi trebali pružiti zaštitu protiv te kolebljivosti.

pada prosječnog pondera rizika, a posljednja veća dokapitalizacija sektora zabilježena je 2008. godine kao efekt mjere makroprudencijalne politike, kojom su se izloženosti prema klijentima nezaštićenima od valutnog rizika penalizirale (slike 92. i 93.).

Pod utjecajem smanjene profitabilnosti i smanjene kapitaliziranosti, rizik je insolventnosti bankarskog sektora povećan.

Pritom, udio doprinosa stabilnosti kapitala ukupnoj stabilnosti nastavio je rasti, što upućuje na opasnost od mogućega smanjenja kapitala (Slika 94.). Također, udio banaka sa Z-indeksom manjim od 1 znatno je porastao, što je rezultat jednokratnog troška konverzije kredita u švicarskim francima (Slika 95.).

Okvir 5. Međunarodne usporedbe profitabilnosti banaka¹

Zbog pripadnosti banaka u Hrvatskoj međunarodnim financijskim grupacijama (više od 90% imovine bankarskog sektora odnosi se na banke u stranom vlasništvu), praćenje performansi banaka u odnosu na druge banke iz iste grupacije, ali i iz zemalja vlasnika, važno je s obzirom na to da vlasnici na banke gledaju kao na investiciju te mogu seliti kapital iz jedne članice grupe u drugu. Također, zarade banaka dio su njihova kapitala, pa je prema tome za razumijevanje kapitaliziranosti i otpornosti banaka nužno razumijevanje njihove profitabilnosti. Prema tome, bolje razumijevanje performansi banaka u domaćem, ali i međunarodnom kontekstu važno je zbog efikasnijeg provođenja makroprudencijalne politike, za koje je bitno razumijevanje odrednica profitabilnosti banaka, koja čini prvu liniju obrane banaka od šokova.

Tijekom krize u zemljama SIE-a i zemljama europskog područja, profitabilnost banaka znatno je smanjena, pri čemu je smanjenje bilo veće u zemljama SIE-a u kojima je i profitabilnost prije krize bila općenito veća. No, najveći padovi profitabilnosti u europskom području i u zemljama SIE-a nisu zabilježeni u isto vrijeme. Profitabilnost banaka u europskom području najviše je snižena 2008. godine, dok se kod zemalja SIE-a taj pad zbio godinu kasnije (Slika 1.).

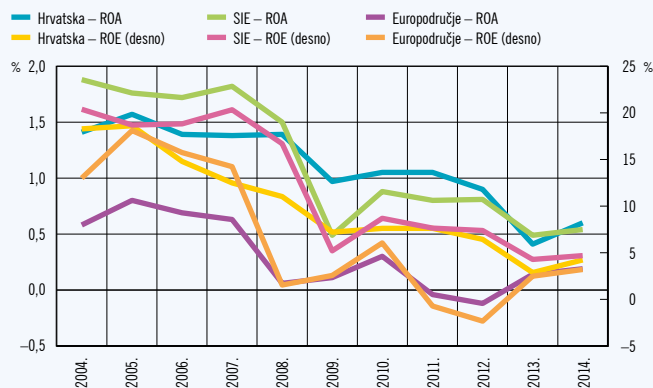
Dinamika dviju najčešće korištenih mjera profitabilnosti banaka, profitabilnosti imovine (ROA) i profitabilnosti kapitala (ROE), donekle se razlikuje, a proizlazi iz promjena intenziteta korištenja financijske poluge u promatranom razdoblju. Smanjivanje financijske poluge zabilježeno u svim promatranim bankovnim sustavima prouzročilo je veći pad pokazatelja ROE u odnosu na pokazatelj ROA. No, za razliku od prosjeka zemalja SIE-a, u Hrvatskoj se financijska poluga najviše smanjivala u razdoblju od 2006. do 2008., kada je zabilježen val dokapitalizacija banaka potaknut mjerama makroprudencijalne politike (Slika 3.). Nakon toga kapitaliziranost, odnosno stupanj poluge, ostala je relativno stabilna.²

Razlozi pada profitabilnosti banaka tijekom financijske krize razlikuju se po usporedivim skupinama. Tako je u zemljama SIE-a i Hrvatskoj najvažnija odrednica promjene profitabilnosti banaka materijalizacija kreditnog rizika. Pritom je najveći porast troškova ispravaka vrijednosti u zemljama SIE-a zabilježen 2009. godine, kada je ostvaren znatan rast neprihodonosnih kredita, a u Hrvatskoj još i 2013. godine, kada su uvedena izmijenjena pravila klasifikacije plasmana (Slika 2.). Omjer troškova ispravaka vrijednosti i imovine u europskom području znatno je niži u odnosu na zemlje SIE-a i Hrvatsku, što je posljedica malo boljih makroekonomskih performansi, ali i znatno nižeg udjela kredita u imovini (slike 2. i 5.). Povezano s time, najveći pad profitabilnosti banaka u europskom području zabilježen je 2008. godine, kada je došlo do nepovoljnih kretanja na međunarodnom financijskom tržištu, odnosno kada su ban-

1 Svi podaci za prikazanu analizu prikupljeni su iz baze podataka Bankscope BVD i odnose se na banke s imovinom većom od 500.000 EUR.

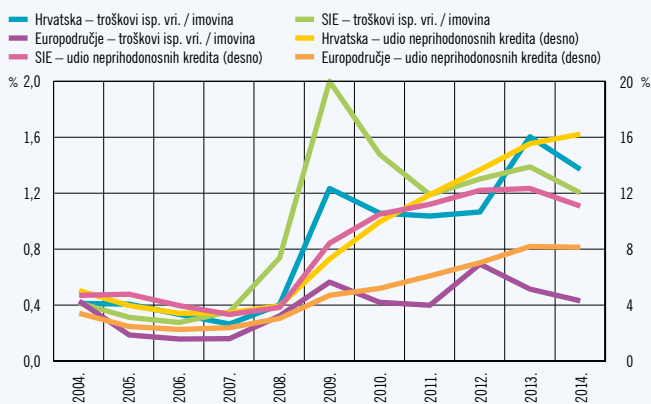
2 Konkretnije u dva navrata, 2006. i 2008. godine, ponderi rizika za pozicije izložene VIKR-u povećane su, što je primoralo banke da povećaju kapitaliziranost kako bi nastavile sa stambenim kreditiranjem.

Slika 1. Profitabilnost imovine i kapitala banaka



Izvor: Bankscope

Slika 2. Pokazatelji materijalizacije kreditnog rizika

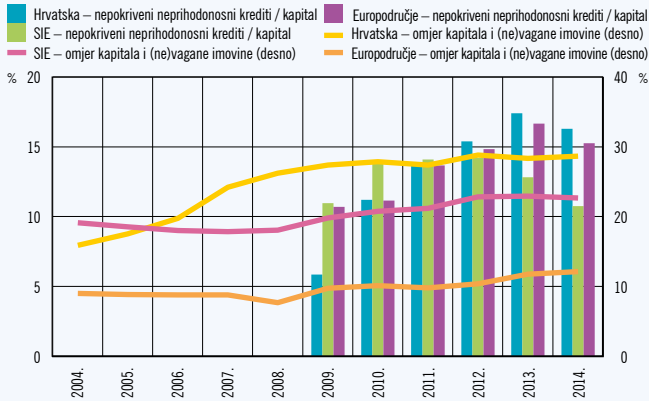


Izvor: Bankscope

ke imale velike trgovinske gubitke, a ne 2009. godine, kada je došlo do materijalizacije kreditnog rizika.

Unatoč negativnom učinku na profitabilnost, viši troškovi ispravaka vrijednosti u zemljama SIE-a i Hrvatskoj smanjili su opterećenost kapitala nepokrivenim neprihodonosnim kreditima. Prema ovom kriteriju u zemljama SIE-a kapital banaka manje je ugrožen nego u europskom području, a razlog su tome snažan rast ispravaka vrijednosti u ranijoj fazi krize te pad udjela neprihodonosnih kredita nakon 2012. godine. Porast kvalitete kredita u zemljama SIE-a može se povezati s ekonomskim oporavkom, pa bi i pad troškova ispravaka vrijednosti nakon 2013. godine mogao biti nagovještaj novog trenda. Nasuprot prosjeku SIE-a, u Hrvatskoj je udio neprihodonosnih kredita još u 2014. godini rastao, a pad opterećenosti kapitala banaka kreditnim rizikom smanjuje se zbog izmijenjenih pravila klasifikacije plasmana i aktivnosti prodaje plasmana. U zemljama europskog područja udio neprihodonosnih kredita je nizak, ali je i omjer kapitala i imovine znatno niži, što dovodi do većeg pokazatelja opterećenosti kapitala kreditnim rizikom u odnosu na zemlje SIE-a (slike 2. i 3.).

Slika 3. Pokazatelji kapitaliziranosti

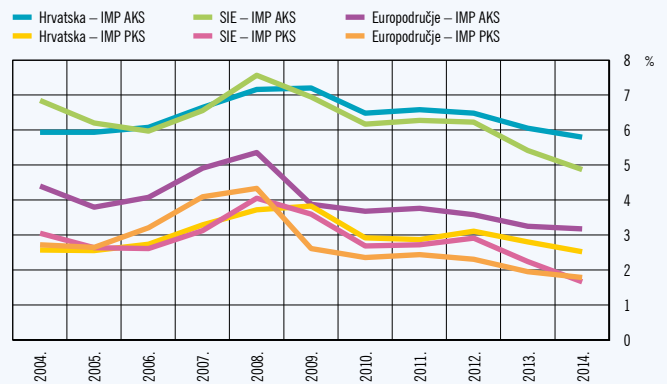


Izvor: Banskope

Osim troškova ispravaka vrijednosti, materijalizacija kreditnog rizika smanjuje i operativnu profitabilnost banaka odnosno implicitna se aktivna kamatna stopa banaka smanjuje zbog rasta nenaplativih kredita. U zemljama SIE-a banke ostvaruju znatno više implicitne aktivne kamatne stope u odnosu na banke iz europodručja, a plaćaju samo malo više pasivne troškove, što rezultira mnogo većom neto kamatnom maržom. U usporedbi s prosjekom SIE-a, banke u Hrvatskoj zaračunavaju (malo) veće implicitne aktivne kamatne stope, ali i plaćaju malo veće pasivne kamatne stope u odnosu na ostale zemlje SIE-a, što rezultira sličnom neto kamatnom maržom, koja se uglavnom kreće na razinama od oko 3%. Nakon 2011. godine implicitna pasivna stopa banaka u Hrvatskoj smanjila se znatno manje u odnosu na prosječnu zemlju SIE-a, a glavni je uzrok za to znatno veća premija za rizik države (Slika 6. u poglavlju Makroekonomsko okruženje). Iako dinamika implicitnih aktivnih kamatnih stopa odražava dinamiku pasivnih stopa, malo viša implicitna aktivna stopa u Hrvatskoj, uz pretpostavku iste strukture kreditnog portfelja, odražava i veću ugrađenu premiju za rizik zbog više razine neprihodonosnih kredita (slike 4. i 5.).

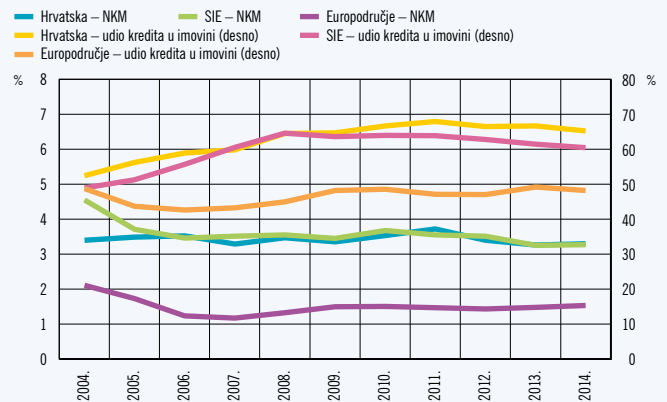
Osim zbog razlika u neto kamatnoj marži, profitabilnost banaka ovisi i o udjelu kredita u imovini, pri čemu viši udio dovodi do veće neto kamatne marže. Podaci pokazuju da banke u europodručju imaju znatno niži udio kredita u imovini u odnosu na banke zemalja SIE-a, što dovodi do niže neto kamatne marže, ali i do nižih troškova ispravaka vrijednosti prema imovini (slike 2. i 5.). Također, banke u Hrvatskoj do početka krize imale su malo niži udio kredita u imovini u odnosu na banke zemalja SIE-a, a nakon krize dogodilo se obrnuto. Takva su kretanja potaknuta mjerama makroprudencijalne politike. Naime, u razdoblju prije početka krize, u razdoblju bržeg rasta izloženosti banaka, mjerama makroprudencijalne politike HNB je poskupljivao zaduživanje banaka, koje se prelijevalo u rast kreditiranja, odnosno rast rizičnosti. Nakon početka krize mjerama makroprudencijalne politike popuššana su ranija ograničenja s ciljem rasta kredita realnom sektoru, pa je efektivni trošak zaduživanja banaka bio niži, a udio kredita u imovini viši (Slika 5.).

Slika 4. Kretanje implicitnih stopa banaka



Izvor: Banskope

Slika 5. Neto kamatna marža i udio kredita u imovini



Izvor: Banskope

Zaključno, razlike profitabilnosti banaka u zemljama SIE-a i europodručju znatno su određene tradicijom bankarskog poslovanja, pri čemu su banke u zemljama SIE-a tradicionalno više orijentirane na depozitno-kreditne poslove, a manje na financijsko tržište. Osim toga, umnogome se razlikuju makroekonomski uvjeti i profil rizičnosti zemalja, pri čemu je ekonomski oporavak u zemljama europodručja bio malo brži. U odnosu na prosjek zemalja SIE-a, banke u Hrvatskoj sve do 2012. godine bilježile su ispodprosječne troškove ispravaka vrijednosti. To je stimuliralo njihovu profitabilnost, ali je prekinuto izmjenama pravila klasifikacije plasmana u 2013. godini, zbog čega su troškovi ispravaka vrijednosti narasli, pri čemu je smanjeno opterećenje kapitala neispravljenim neprihodonosnim kreditima, što je, pak, ojačalo otpornost banaka.

Testiranje otpornosti kreditnih institucija na stres

Važnost klasičnoga testiranja otpornosti kreditnih institucija na stres leži prije svega u činjenici da ovaj specifičan makrobonitetni alat pomaže regulatorima u procjeni trenutačnih sposobnosti institucija da podnesu neočekivane gubitke koji bi uslijedili nakon materijalizacije sistemskih rizika. Te informacije olakšavaju oblikovanje politika koje bi osigurale ne samo puki kontinuitet poslovanja pojedinih banaka nego i dostatne kapacitete sustava da u cjelini nastavi neometano pružati usluge financijskog posredovanja i u tako stresnim uvjetima, a posljedično skraćujući njihovo trajanje i tako pridonoseći bržem gospodarskom oporavku. U tom kontekstu podjednako je važno javno kritički evaluirati rezultate testiranja, no svakako je potrebno pritom upozoriti na to da kredibilitet cjelokupne vježbe uvelike ovisi o mogućnostima da se vjerodostojno repliciraju povijesni krizni odnosi te obuhvate relevantne interakcije i nelinearnosti²⁰.

Tablica 5. Makroekonomski scenariji

Indikatori	Temeljni scenarij		Stresni scenarij	
	2016.	2017.	2016.	2017.
Uvjeti financiranja na inozemnom tržištu				
Referentna stopa ESB-a, %	0,05	0,05	0,05	0,05
Euribor (3M), %	-0,04	-0,04	0,76	0,76
BDP (realni rast EU), %	2,00	2,10	-1,60	-0,10
Uvjeti financiranja na domaćem tržištu				
Prinosi na obveznice, promjena u p. b.	0,50	0,40	2,29	0,58
Dugoročne kamatne stope, promjena u p. b.	-0,25	-0,19	0,39	0,69
Kratkoročne kamatne stope, promjena u p. b.	-0,08	-0,04	1,76	1,11
Kamatne stope na novčanom tržištu, promjena u p. b.	0,03	0,00	7,33	-2,60
Tečaj				
EUR	7,62	7,61	8,38	8,38
CHF	6,99	6,84	8,06	8,05
Realni sektor				
Investicije, realno (yoy%)	2,4	4,6	-3,0	-0,5
Osobna potrošnja, realno (yoy%)	1,5	1,6	-3,6	-7,3
BDP, realno (yoy%)	1,8	2,0	-2,9	-3,6
Stopa nezaposlenosti (%)	17,3	16,8	18,4	20,2
Cijene nekretnina (yoy%)	-0,6	-0,4	-4,7	-0,4
Potrošačke cijene (yoy%)	0,9	1,6	2,1	2,1

Izvor: HNB

Domaći financijski sustav sposoban je podnijeti malo vjerojatne, ali zamislive šokove. Tome pomaže pomak prema politici konzervativnijeg ispravljanja vrijednosti, ubrzani proces prodaje loših kredita i stabiliziranje zarada orijentacijom na percipirano manje rizično financiranje države. Ipak, relativno visok javni dug u uvjetima kumuliranih rizika brzo bi se mogao pretvoriti u katalizator ozbiljnih poremećaja sistemskoga karaktera. I dok bi trenutačne mjere kapitalnih i likvidnosnih zaštita u tim uvjetima općenito bile dostatne, kapitaliziranost sustava je osjetljivija nego u prijašnjim ispitivanjima, pri čemu su neke podskupine institucija očito vrlo ranjive. U tom kontekstu zabrinjava i mogući nastavak razduživanja banaka prema vlasnicima, kao i znatno pojačane isplate dividendi.

20 Galati, G. i Moessner, R. (2011.): *Macroprudential policy – a literature review*, BIS Working Papers No 337; BIS (2015.): *Making supervisory stress tests more macroprudential: Considering liquidity and solvency interactions and systemic risk*, BIS Working Paper 29.

Provedeno testiranje zasnovano na simulaciji šokova u dvogodišnjem horizontu²¹ donosi bitno drugačije simulacijske uvjete u odnosu na prethodnu verziju integriranog testa solventnosti i likvidnosti. Osim što su sada početne pozicije banaka narušene troškovima konverzije kredita vezanih uz švicarski franak, izmijenjena je i srednjoročna perspektiva rasta. Međutim, potrebno je upozoriti i na neka metodološka unapređenja u obliku: (i) uvođenja promjenjivog parametra sekundarnih likvidnosnih poremećaja²² na osnovi mjerenja induciranog stresa na financijskim tržištima te (ii) diferenciranja stupnja odljeva depozita u stresnim uvjetima kod pojedinih institucija ovisno o riziku koncentracije u njihovoj pasivi²³.

Simulirani scenariji

a) Temeljni scenarij

Očekivana kretanja u gospodarstvu o kojima ovisi izrada temeljnog scenarija u testu zasnovana su na monetarnoj projekciji HNB-a²⁴ i pretpostavljaju blago ubrzanje gospodarskog rasta. Tome bi svakako pridonio nastavak razdoblja povoljnih uvjeta financiranja na inozemnim tržištima, potpomognut čvrstom orijentacijom Europske središnje banke na kontinuirano injektiranje likvidnosti putem reotkupa vrijednosnica na sekundarnom tržištu i osiguravanja niske cijene zaduživanja. Istodobno postoje naznake potencijalno nepovoljnih divergentnih realnih kretanja, kakvo je dinamiziranje rasta u SAD-u i EU-u s jedne te procecijska kretanja u azijskim i latinskoameričkim ekonomijama, među ostalim, uzrokovana daljnjim padom cijena energenata, a djelomično i nepovoljnim utjecajem promjene smjera politike Fed-a.

Međutim, upravo bi takva kretanja mogla biti kratkoročni model oporavka sve dok deflatorski impulsi generirani na tržištu energenata nastave podržavati raspoloživi dohodak stanovništva i poduzeća, a da pritom istodobno ne ugroze globalnu potražnju i tako preokrenu trendove kod glavnih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera. Navedeni poticaji teško se mogu smatrati dostatnim za ozbiljnije prigušivanje neravnotežnih procesa u gospodarstvu, koje bi osiguralo snažniji investicijski ciklus. Međutim, može se očekivati da će biti zabilježen skroman rast kapitalnih ulaganja privatnog sektora i određeno dekulmiranje zaliha nagomilanih tijekom recesije. Postojeće strukturne slabosti odražavaju se i u relativno većoj premiji za

21 Inicijalni šokovi distribuiraju se, kao i u prethodnim ciklusima vježbe, u prva četiri tromjesečja, a pogoršanje poslovnih uvjeta u ostatku simulacijskog horizonta rezultat je endogeniziranih reakcija svih sektora (za osnovne metodološke napomene vidjeti Financijsku stabilnost broj 14, Okvir 5. Novi metodološki pristup testiranju otpornosti na stres).

22 Vidi Financijsku stabilnost broj 12, Okvir 4. Ispitivanje kratkoročne otpornosti bankarskog sektora na likvidnosne šokove.

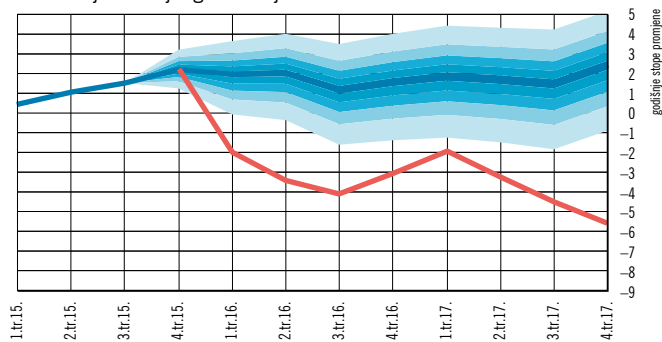
23 Vidi Okvir 3. Preliminarna mjerenja rizika koncentracije depozita

24 Bilten HNB-a br. 220, godina XXI. (<http://www.hnb.hr/publikac/bilten/arhiv/bilten-220/hbit220.pdf>)

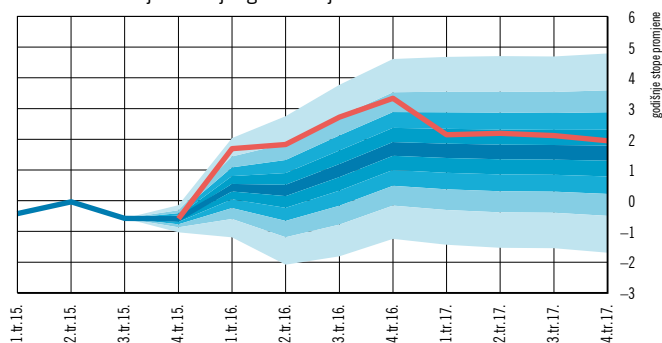
rizik Hrvatske u odnosu na usporedive zemlje Srednje i Istočne Europe. To djelomično reflektira rizike visokoga javnog duga, koji stvara potrebu za daljnjom fiskalnom konsolidacijom, što će i nadalje ograničavati javnu potrošnju i potencijal fiskalnog multiplikatora.

Slika 96. Vjerojatnost stresnog scenarija

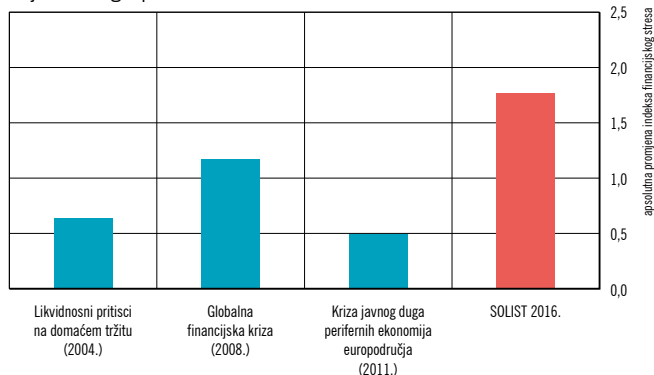
a) Dinamika BDP-a u stresnom scenariju u odnosu na rizike ostvarenja temeljnog scenarija



b) Dinamika potrošačkih cijena u stresnom scenariju u odnosu na rizike ostvarenja temeljnog scenarija



c) Stupanj poremećaja na financijskom tržištu induciran stresnim uvjetima u gospodarstvu



Napomena: Temeljni scenarij odgovara monetarnoj projekciji HNB-a, a crvenom bojom označena je putanja odnosne varijable u stresnom scenariju.

Izvor: HNB

b) Stresni scenarij

Simulacija stresnih uvjeta u ovoj iteraciji testa izranja iz rizika povezanih s prethodno izloženim modelima rasta. Scenarij nastavka erozije profita na slabije razvijenim tržištima, ali i u nekim zapadnim ekonomijama, povlači za sobom pretpostavku kontrakcije investicija i snažno usporavanje ili pad ekonomske aktivnosti koji bi izazvao krizu u europodručju. Posljedične turbulencije na financijskim tržištima nastaju zbog povećanja nesklonosti prema riziku i bijega kapitala koji potiču snižena profitabilnost i divergentne politike kamatnih stopa Feda i ESB-a. Novonastali likvidnosni problemi pogađaju EU, gdje programi kvantitativnog otpuštanja nisu uspjeli preokrenuti negativne trendove. Naprotiv, snižavali su se troškovi zaduživanja, posebno kod perifernih država koje su, s druge strane, imale oslabljene porezne osnove, pa na osnovi tekućih prihoda nisu mogle lako podmirivati fiskalne potrebe.

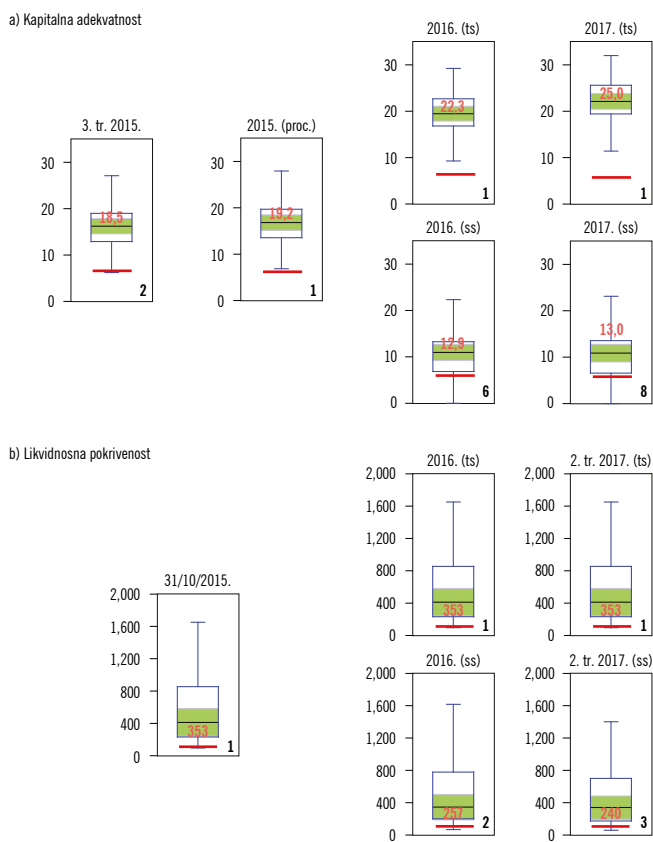
Predstavljeni stresni scenarij simuliran je kao moguća kasna faza troetapnoga razvojnog procesa globalne krize. Prvi udar iz 2008. godine inducirao je neortodoksne politike ekspanzije novčane mase u opsegu koji je rijetko viđen u povijesti, a već 2011. u perifernim ekonomijama europodručja došlo je do problema u servisiranju javnog duga i posljedično do stresnih poremećaja na financijskim tržištima, uključujući Hrvatsku. Njihovo smirivanje, uz potisnute perspektive rasta, izazvalo je ponovo reakcije monetarnih politika koje su vodile povećanju likvidnosti i nižim prinosima. Kao posljedica toga olakšana su nova zaduživanja, ali bez većih inflatornih impulsa i jasnih naznaka dugoročne revitalizacije realne investicijske aktivnosti. U tom procesu stvoreni su rizici simulirane nagle i snažne dekompresije premije za rizik, čime bi mogli biti posebno pogođeni neki visokozaduženi javni sektori, kao što je slučaj hrvatskoga.

Pritom, naravno, ne treba podcijeniti ni egzogene faktore u obliku eskalacije izbjegličke krize i negativnih posljedica na domaći turistički sektor, čiji je udio u bruto dodanoj vrijednosti znatno narastao. U samo nekoliko mjeseci od početka razvoja takvog scenarija u Hrvatskoj bi se mogla očekivati nova kontrakcija realne gospodarske aktivnosti. Posljedični pad agregatnog dohotka u domaćoj ekonomiji prosječno bi iznosio $-3,3\%$ u dvogodišnjem simulacijskom horizontu (u odnosu na očekivani rast od $2,0\%$). Projicirani budžetski manjak postaje u takvim okolnostima neostvariv, a većina konsolidacijskih mjera nedostatna.

U ovom scenariju ozbiljno ograničenje za financiranje tekućih izdataka države, kao i refinanciranje njezinih postojećih obveza²⁵, jest promjena poslovne strategije domaćih banaka, a koja se već odražava u recentnom stagniranju plasmana javnom sektoru. To dovodi u pitanje „tehniku smanjivanja rizika” banaka koja je bila zasnovana na rastu imovine s manjim ponderom rizika (ulaganja u državnu imovinu) u uvjetima neizvjesnoga gospodarskog oporavka. Posljedično bi premija za rizik države porasla na razinu iz 2011. godine. Simulirani inicijalni porast prinosa u stresnom scenariju iznosi 229 baznih bodova, što zajedno s rastom cijene zaduživanja na inozemnom tržištu djeluje

25 Posebno valja izdvojiti relativno znatna dospijeca trezorskih zapisa sredinom 2016. godine.

Slika 97. Solventnost i likvidnost kreditnih institucija u temeljnom i stresnom scenariju



Napomena: a) Crvenom linijom označena je granična vrijednost stope adekvatnosti redovnoga osnovnoga kapitala (6,5%), odnosno koeficijenta likvidnosne pokrivenosti (100%); b) Crvenom bojom označena je stopa likvidnosne pokrivenosti na razini sustava, odnosno adekvatnosti kapitala na razini sustava (na temelju konsolidirane bilance, dok su za pojedinačne institucije negativne računovodstvene vrijednosti kapitala svedene radi grafičkog prikaza na nulu); c) Broj institucija koje nisu prošle na testu (u kapitalnom i likvidnosnom bloku) prikazan je u donjem desnom uglu. Izvor: HNB

i na umanjene vrijednosti državnih obveznica u portfeljima banaka prosječno za oko 11%.

Stupanj stresnog poremećaja i napetosti među sudionicima domaćega financijskog tržišta, induciran ovim scenarijem, vjerojatno premašuje primjere zabilježene tijekom posljednjeg desetljeća (Slika 96. pod c). U opisanom scenariju pritisak na deviznu likvidnost, uz rast nepovjerenja u domaću valutu, doveo bi i do ekstremne tečajne kolebljivosti, koju bi središnja banka s nekim vremenskim odmakom mogla ublažiti svojim intervencijama na tržištu. Tako bi tečaj kune prema euru na godišnjoj razini jednokratno deprecirao prosječno za 10%, što odgovara deprecijacijskom šoku iz bankarske krize s kraja 90-ih godina prošlog stoljeća²⁶. Istodobno bi kamatne stope na novčanom tržištu

26 U simulacijskom horizontu uključen je i utjecaj deprecijacije kune prema švicarskom franku na osnovi dosad najnepovoljnijeg omjera tečaja tih dviju valuta, premda je taj efekt ograničen zbog postupka konverzije kredita vezanih uz švicarski frank, koji je uključen u 2016. godini te učinka baznog efekta kojim se koristi pri kalibraciji međevalutarnih odnosa.

skokovito reagirale, inicijalno za više od 730 baznih bodova. Do kraja simulacijskog horizonta kamatni bi šok bio prigušen, no tek nakon smirivanja tenzija na deviznom tržištu. Unatoč tome ne bi se izbjegli sekundarni efekti materijalizacije kamatno inducirano kredita rizika.

Pritisci na državne financije rezultiraju „prisilnom konsolidacijom” koja podrazumijeva zamjetljivu nelikvidnost u realnom sektoru. U tim uvjetima može se očekivati smanjenje zaposlenosti, koje je vjerojatnije od zamrzavanja plaća zbog provedenih reformi tržišta rada, kontrakcija investicija, ali i novi pad raspoloživog dohotka stanovništva. Tome treba dodati i negativne efekte političkoga postizbornog ciklusa koji u pravilu potiskuje pouzdanje potrošača.

U istom smjeru djelovali bi i bilančni efekti s obzirom na to da su napori HNB-a da smanji stupanj euroizacije u ekonomiji još uvijek ograničenog dometa. Tako je izloženost privatnog sektora valutnom riziku i nadalje relativno velika, a visok je i stupanj koncentracije depozita, koji omogućuje relativno brzo mijenjanje valutne strukture. Sve navedene okolnosti uzrokovale bi i znatno pogoršanje financijske dostupnosti stambenih nekretnina i time dodatno produbile nelikvidnost na tom tržištu, no posljedična korekcija cijena bila bi razmjerno blaga (inicijalno za -4%). Ipak, kao i u prethodnim simulacijama, valja imati na umu da to smanjuje njihovu funkciju kvalitetnog instrumenta osiguranja, što ima negativne povratne učinke na realna kretanja putem tzv. učinka bogatstva.

c) Početni simulacijski uvjeti

Zajednička vjerojatnost ovako kreiranoga stresnog scenarija prihvatljivo je mala, što demonstriraju vjerojatnosti materijalizacije negativnih rizika za očekivani gospodarski rast i inflaciju u projekcijskom horizontu (Slika 97. pod a i b). Simulirana niska inflacija rezultat je pada cijena nafte i robe na svjetskom tržištu koje djeluju deflatorno i snažnih inflatornih kretanja na domaćem tržištu, pod utjecajem deprecijacije kune, ali i porasta administrativno reguliranih cijena kao još jednog pokušaja stabiliziranja fiskalnih prihoda u krizi. U razdoblju neposredno prije provođenja ovoga testiranja dvije su institucije bile blizu ili ispod praga tolerancije minimalnoga kapitalnog zahtjeva, a gotovo polovina institucija bilježi gubitke, od čega najveće banke kumulativno 7 mlrd. kuna zbog konverzije kredita vezanih uz švicarski franak²⁷. U tom kontekstu dodatno zabrinjava spomenuti mogući nastavak razduživanja banaka prema vlasnicima, kao i znatno pojačane isplate dividendi. S druge strane, politika konzervativnog ispravljanja vrijednosti i ubrzani proces prodaje loših kredita povećavaju otpornost bankarskog sektora.

27 Nakon stečajnih procesa (tri banke od 2010. godine naovamo) i višekratnih dokapitalizacija radi zadovoljavanja regulatornih standarda, krajem prošle godine nad jednom su bankom pokrenute i sanacijske mjere.

Rezultati simulacija²⁸

d) Osjetljivost na uvjete u temeljnom scenariju

U temeljnom scenariju udio loših kredita samo blago raste, djelomice zbog relativno skromnog oporavka gospodarstva, a djelomice zbog inercije koja je i zakonski ugrađena u sustav pravila reklasifikacije djelomično nenadoknadivih plasmana²⁹. Agregatni portfelj tako sadržava oko 18% loših kredita na kraju dvogodišnjeg horizonta, dok je krajem rujna 2015. godine taj udio iznosio 17,3%. Ponajviše se taj rast odnosio na promjenu udjela loših kredita poduzećima, s 32,2% na 36,6%. Pritom je udio loših potrošačkih kredita u istom razdoblju porastao s 13,2% na 13,5%, a stambenih s 9,2% na 9,6%. Inducirani prirasti troškova ispravaka vrijednosti su umjereni, ako se isključi trošak spomenute konverzije (oko 6,9 mlrd. kuna), koji je spustio stopu redovnoga osnovnoga kapitala za otprilike 2 postotna boda. Tako je ova stopa smanjena s 20,6%, koliko je iznosila krajem 2014., na 18,5% u rujnu, a u prosincu se očekuje njezin blagi oporavak na 19,2% zahvaljujući kumuliranju zarada. Naime, temeljni scenarij pretpostavlja stabilan rast bruto zarada u sljedeće dvije godine³⁰. To će uz blagi porast rezervacija za neprihodonosne kredite i otpis glavnice nakon konverzije kredita vezanih uz švicarski franak očekivano povećati kapitaliziranost bankovnog sustava: na 22,3% u 2016. i 25,0% u 2017. godini.

Istodobno, tradicionalno dobra kratkoročna likvidnost financijskog sustava dodatno je poboljšana u drugoj polovini 2015. godine, pa je “višak” likvidnosti u sustavu krajem listopada bio gotovo šest puta veći od zahtijevanih regulatornih minimuma. Ti odnosi odražavaju ekspanzivnu monetarnu politiku središnje banke, ali i slabu potražnju za kreditima. Samo je jedna institucija krajem listopada imala nedostatne likvidnosne zaštite prema pokazatelju likvidnosne pokrivenosti (LCR), no taj je manjak likvidne imovine u odnosu na neto novčane odljeve bio relativno mali³¹.

e) Osjetljivost na stresne uvjete

Nasuprot relativno povoljnom temeljnom scenariju, u stresnom scenariju simulirani ekonomski i financijski šokovi ubrzano narušavaju kreditnu sposobnost klijenata, i to ponajprije trgovačkih društava čija neurednost u ispunjavanju kreditnih obveza podiže udio loših kredita poduzeća na 52% do kraja dvogodišnjeg horizonta. Nešto slabije, ali zamjetljivo, rastu i udjeli loših kredita kućanstava, ponajviše kod potrošačkih kredita (proci-

28 Testiranje ne uzima u obzir potencijalne učinke porasta aktive (efekt razrjeđivanja), dokapitalizaciju i otpise ili prodaju loših plasmana.

29 Odluka o klasifikaciji plasmana i izvanbilančnih obveza kreditnih institucija, NN, br. 89/2013.

30 Troškovi konverzije kredita u švicarskim francima ograničeni su na 2015. godinu te ne bi trebalo biti većih novih učinaka na dobit banaka u sljedećem razdoblju.

31 U provedenom ispitivanju otpornosti primijenjena je konzervativna granica LCR-a od 100%, dok aktualni regulatorni zahtijevani minimum iznosi 70% te prema njemu niti jedna institucija nema nedostatne likvidnosne zaštite.

jenjeno na 17,5% do kraja 2017.), dok kod stambenih kredita taj udio premašuje 10%. Udio ukupnih loših kredita tako će do kraja 2017. godine dosegnuti 26%. U stresnom scenariju zarade se efektivno smanjuju kumulativno u 2016. i 2017. godini za malo više od trećine u odnosu na temeljni scenarij, dok su rezervacije efektivno gotovo udvostručene.

Rezultati testiranja otpornosti kreditnih institucija na stres i nadalje demonstriraju njihove zadovoljavajuće kapacitete za apsorpciju potencijalnih gubitaka, ali vidno oslabljene u odnosu na prijašnje iteracije vježbi ispitivanja otpornosti, što upućuje na oprez. Projicirana kapitaliziranost sustava prosječno iznosi 13%. Manji broj institucija ipak pokazuje određene slabosti i upućuje na potrebu pojačanog nadzora, a u perspektivi i pooštavanja kapitalnih zahtjeva. Naime, u ovako zamišljenim stresnim uvjetima stopa redovnog osnovnoga kapitala kontrahirala bi ispod graničnih vrijednosti (6,5%) kod ukupno osam kreditnih institucija. Na razini sustava oni su generirali manjak kapitala u iznosu od samo 0,22% do kraja dvogodišnjega simulacijskog horizonta, ali unutar te grupe banaka njih čak četiri pokazuje potrebu za dokapitalizacijom (u odnosu na testne vrijednosti) za više od 3%.

Spomenuta izdašna kratkoročna likvidnost sustava, iako smanjena, i nadalje je visoka te je pomogla smanjiti osjetljivost na šokove, pa LCR na razini sustava krajem 2016. iznosi čak 257%³². Stoga su unatoč relativno većem gubitku likvidnosnih zaštita zbog snažnijih inicijalnih likvidnosnih šokova (posebno revalorizacije raspoloživog portfelja državnih vrijednosnih papira), snažnijeg stupnja poremećaja na financijskim tržištima (Slika 96. pod c) te izraženih sekundarnih učinaka³³ u odnosu na prethodno ispitivanje otpornosti, samo dvije institucije imale

nezadovoljavajuće likvidnosne profile (LCR manji od 100%). U 2017. godini čak ni projicirani odljevi depozita zbog kapitalnih gubitaka nisu znatno ugrozili likvidnost sustava (LCR = 240%), iako su tim šokom likvidnosne zaštite iscrpljene kod još jedne kreditne institucije (sredinom 2017. ukupno su tri kreditne institucije imale LCR manji od 100%). Tako agregatni manjak likvidnih zaštita krajem simuliranoga stresnog horizonta iznosi samo 2,5% simuliranih neto likvidnih odljeva, iako bi pojedine kreditne institucije mogle imati problema u saniranju svojih likvidnosnih profila posebno u slučaju izrazitijih poremećaja na financijskim tržištima, što upućuje na potencijalne slabosti u njihovim trenutnim politikama upravljanja rizikom likvidnosti.

Rezultati integriranih testova otpornosti jasno pokazuju kako banke prebacivanjem kreditne aktivnosti s privatnog na državni sektor nisu uspjele smanjiti rizike, već su samo promijenile izvor te odgodile njegovu moguću materijalizaciju. Ipak, domaći je bankovni sustav još uvijek, i nakon sedam godina krize, ipak sposoban podnijeti udare koji bi ugrožavali kontinuitet poslovanja pojedinačnih kreditnih institucija. Zaključno, aktualne su regulatorne mjere zaštite od rizika općenito dostatne, mada su neke podskupine institucija očito vrlo ranjive. Stoga je uvijek potreban oprez i određeni odmak od jednoznačnih tumačenja standardnih parametara solventnosti i likvidnosti. Primjerice, viškove kapitala potrebno je kritički evaluirati kroz prizmu vjerojatnosti njihova povlačenja. Istodobno, kumulirani viškovi likvidnosne pokrivenosti upućuju na to da likvidne banke ne moraju nužno biti i solventne, za što je pružila primjer i kreditna institucija nad kojom je provedena sanacija krajem prethodne godine.

32 Korištene informacije i pretpostavke o koeficijentu likvidnosti i osjetljivosti likvidnosnih parametara preliminarna su prirode.

33 Indirektni rizik zaraze i idiosinkratski reputacijski rizik (vidi više u Okviru 5. Novi metodološki pristup testiranju otpornosti na stres, Financijska stabilnost broj 14).

Popis slika i tablica

Dijagram financijske stabilnosti	7	Tablica 3. Procijenjeni intenzitet mjera makroprudencijalnoga karaktera u državama članicama EU-a i Norveškoj	19
Slika 1. Mapa rizika	8	Slika 2. Kreditni jaz u državama članicama EU-a	19
Tablica 1. Gospodarski rast, izvoz i industrijska proizvodnja u odabranim razvijenim zemljama i zemljama s tržištima u nastajanju	10	Slika 3. Intenzitet mjera makroprudencijalnoga karaktera u odnosu na početnu kapitaliziranost bankovnog sustava i kreditni jaz	19
Slika 2. Kretanje indeksa ekonomskog raspoloženja i poslovnog pouzdanja	10	Slika 24. Dug opće države	21
Slika 3. Ključne kamatne stope glavnih središnjih banaka i vodeće tržišne kamatne stope	10	Slika 25. Usporedno kretanje manjka opće države	21
Tablica 2. Fiskalna bilanca i saldo tekućeg računa u odabranim razvijenim zemljama i zemljama s tržištima u nastajanju	11	Slika 26. Usporedno kretanje javnog duga	22
Slika 4. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za petogodišnje obveznice odabranih zemalja europskoga područja	11	Slika 27. Ročna struktura javnog duga	22
Slika 5. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za petogodišnje obveznice odabranih banaka	11	Slika 28. Valutna struktura javnog duga	22
Slika 6. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za petogodišnje obveznice odabranih zemalja s tržištima u nastajanju	11	Tablica 4. Referentne razine pokazatelja za rizik fiskalne održivosti	22
Slika 7. Prinosi na hrvatsku i usporedivu njemačku obveznicu s dospijecem 2018. i njihova razlika	12	Slika 29. Prinos na hrvatske vrijednosne papire u eurima i s valutnom klauzulom u eurima	23
Slika 8. Kretanje omjera cijena i zarada za vodeće svjetske burzovne indekse	12	Slika 30. Manjak opće države	23
Slika 9. Priljev inozemnoga kapitala i rast BDP-a u Hrvatskoj	12	Slika 31. Potrebe za financiranjem	23
Tablica 3. Javni i inozemni dug u odabranim europskim zemljama s tržištima u nastajanju	12	Slika 32. Različiti scenariji projekcije javnog duga	23
Slika 10. Obrazac rasta BDP-a (doprinosi rastu)	13	Slika 33. Stopa rasta javnog duga (2009. – 2015.)	24
Slika 11. Štednja i investicije, ukupno i po sektorima	13	Slika 34. Prosječno preostalo dospeljeće duga opće države	24
Slika 12. Kretanje inozemnog duga po domaćim institucionalnim sektorima	13	Slika 35. Rashodi za kamate opće države	24
Slika 13. Ukupni inozemni dug vjerovnicima	14	Okvir 2.	
Slika 14. Kratkoročni inozemni dug	14	Slika 1. Struktura imovine hrvatskoga financijskog sustava, na kraju lipnja 2015.	26
Slika 15. Odabrani pokazatelji vanjske ranjivosti	14	Slika 2. Stupanj ročne neusklađenosti i stupanj upotrebe financijske poluge, prema vrsti nebankovnih financijskih institucija, na kraju lipnja 2015.	26
Slika 16. Projekcija otplata glavnice inozemnog duga u 2016. prema sektorima	14	Prikazi 1. i 2. Međusobna potraživanja i obveze banaka i nebankovnih financijskih institucija	27
Slika 17. Krivulje prinosa za hrvatske obveznice izdane na domaćem i stranom tržištu po valutama	14	Slike 3. i 4. Izloženosti nebankovnih financijskih institucija prema bankama i ročna struktura tih izloženosti (potraživanja nebankovnih financijskih institucija od banaka), na kraju lipnja 2015.	27
Slika 18. Optimalne međunarodne pričuve, doprinosi učinaka pojedinih sastavnica	14	Slike 5. i 6. Izloženost banaka od nebankovnih financijskih institucijama (potraživanja banaka od nebankovnih financijskih institucija), na kraju lipnja 2015.	27
Slika 19. Realni tečaj kune prema euru	15	Tablica 1. Matrica međusobnih izloženosti pojedinih sektora unutar financijskog sustava, na kraju lipnja 2015.	28
Slika 20. Jedinični trošak rada	15	Slike 7. i 8. Izloženosti nebankovnih financijskih institucija prema državi i ročna struktura tih izloženosti (potraživanja nebankovnih institucija od države)	28
Slika 21. Ukupna zaduženost po sektorima	15	Slike 9. i 10. Oslanjanje nebankovnih financijskih institucija na inozemne izvore financiranja i ročna struktura tih izvora	29
Slika 22. Tečaj kune prema euru i švicarskom franku i prekončna kamatna stopa	15	Slika 36. Promjena i stanje duga kućanstava	30
Slika 23. Promjene u zaposlenosti registrirane u Hrvatskom zavodu za zapošljavanje (HZZ)	15	Slika 37. Promjena i stanje financijske imovine kućanstava	30
Okvir 1.		Slika 38. Financijska imovina kućanstava	31
Tablica 1. Broj mjera makroprudencijalnoga karaktera u državama članicama EU-a i Norveškoj 19. listopada 2015.	17	Slika 39. Neto financijska imovina kućanstava u zemljama Srednje i Istočne Europe	31
Slika 1. Broj uvedenih mjera u pojedinoj državi	18	Slika 40. Krediti kućanstvima prema namjeni	31
Tablica 2. Udio mjera posrednih ciljeva i instrumenata makroprudencijalne politike	18	Slika 41. Godišnje stope promjene duga i kredita	32
		Slika 42. Ročna struktura novoodobrenih kredita kućanstvima	32

Slika 43. Novoodobreni dugoročni krediti kućanstvima prema namjeni	32	Okvir 4.	
Slika 44. Promjena standarda odobravanja kredita kućanstvima u posljednja tri mjeseca	32	Slika 1. Strukturni prikaz koncepta troška kapitala	46
Slika 45. Kretanje zaposlenosti i plaća (bez sezonskih učinaka)	32	Slika 2. Kretanje distribucije premije za rizik banaka u Europi	47
Slika 46. Valutna struktura kredita kućanstvima	32	Slika 3. Komponente troška glavnice banaka u zemljama europodručja	47
Slika 47. Krediti kućanstvima prema promjenjivosti kamatne stope	33	Slika 4. Komponente troška glavnice banaka u Hrvatskoj	47
Slika 48. Zaduženost kućanstava i teret otplate duga	33	Slika 5. Prikaz troška pribavljanja pojedinih izvora sredstava	47
Slika 49. Indikatori ranjivosti kućanstava	33	Slika 72. Odabrana kretanja u bankarskom sektoru	49
Okvir 3.		Slika 73. Godišnji porast najvažnijih stavki bilance bankarskog sektora	49
Tablica 1. Deskriptivna statistika depozita stanovništva na dan 31. ožujka 2014.	35	Slika 74. Struktura i cijena obveza bankarskog sektora	50
Slika 1. Lorenzova krivulja – štednja fizičkih osoba u RH na dan 31. ožujka 2014.	35	Slika 75. Imovina bankarskog sektora	50
Slika 2. Shematski prikaz broja deponenata i iznosa depozita ovisno o vrsti depozita na dan 31. ožujka 2014.	36	Slika 76. Neto financijska pozicija banaka prema stranim vlasnicima	50
Slika 3. Ginijev koeficijent koncentracije po bankama	36	Slika 77. Pokazatelji likvidnosti	50
Slika 50. Godišnja promjena duga sektora nekretnina	38	Slika 78. Izloženost banaka izravnim rizicima	50
Slika 51. Zaduženost kućanstava, stopa nezaposlenosti te kretanje potrošačkog optimizma i očekivanja na tržištu nekretnina	38	Slika 79. Kamatni rizik banaka	51
Slika 52. Stambeni krediti i indeks cijena stambenih nekretnina, na tromjesečnoj razini	39	Slika 80. Udio nezaštićenih u ukupnim kreditima izloženima VIKR-u	51
Slika 53. Usporedba kamatnih stopa na novoodobrene stambene kredite u Hrvatskoj i u europodručju	39	Slika 81. Promjena odabranih kategorija poslovnog rezultata	52
Slika 54. Financijska dostupnost stambenih nekretnina	39	Slika 82. Pokazatelji profitabilnosti	52
Slika 55. Zaduženost sektora nefinancijskih poduzeća	40	Slika 83. Dekompozicija promjene profitabilnosti imovine	52
Slika 56. Promjena zaduženosti nefinancijskih poduzeća	40	Slika 84. Odabrane kamatne stope (tromjesečni prosjek mjesečnih stopa)	53
Slika 57. Godišnje stope rasta duga nefinancijskih poduzeća	41	Slika 85. Promjene profitabilnosti banaka u različitim segmentima financiranja u razdoblju krize	53
Slika 58. Godišnje stope rasta inozemnog duga i kredita domaćih banaka po djelatnostima u razdoblju od 30. rujna 2014. do 30. rujna 2015.	41	Slika 86. Udio neprihodonosnih u ukupnim kreditima i njihova pokrivenost po sektorima	53
Slika 59. Usporedne prosječne cijene financiranja vanjskog i domaćeg duga nefinancijskih poduzeća (novoodobreni krediti)	41	Slika 87. Distribucija udjela neprihodonosnih u ukupnim kreditima po bankama	53
Slika 60. Promjena potražnje i standarda odobravanja kredita poduzećima	42	Slika 88. Kretanje distribucije promjene udjela neprihodonosnih u ukupnim kreditima po bankama	54
Slika 61. Novoodobreni krediti banaka i apsolutna promjena stanja bruto kredita	42	Slika 89. Rješavanje pitanja neprihodonosnih plasmana banaka	54
Slika 62. Ročna i valutna struktura novoodobrenih kredita nefinancijskim poduzećima	42	Slika 90. Procjena uspješnosti prakse rješavanja pitanja nesolventnosti, kao postotak prosjeka SIE-a	54
Slika 63. Udio ukupnog duga poduzeća u stranoj valuti u ukupnim kreditima (ovisno o ročnosti)	43	Slika 91. Međunarodna usporedba kvalitete kredita i uspješnosti prakse rješavanja pitanja nesolventnosti	54
Slika 64. Udio ukupnog duga poduzeća u stranoj valuti u ukupnim kreditima (ovisno o podsektoru i djelatnosti)	43	Slika 92. Pokazatelji adekvatnosti kapitala	55
Slika 65. Struktura bankovnih kredita nefinancijskim poduzećima prema mogućnosti promjene kamatne stope	43	Slika 93. Doprinosi promjeni stope adekvatnosti kapitala	55
Slika 66. Kamatne stope na dugoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u europodručju	43	Slika 94. Struktura i distribucija Z-indeksa	55
Slika 67. Kamatne stope na kratkoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u europodručju	43	Slika 95. Prosječan broj i udio imovine banaka s oslabljenom solventnošću u posljednjih godinu dana	55
Slika 68. Indikatori ranjivosti sektora nefinancijskih poduzeća	44	Okvir 5.	
Slika 69. Usporedba zaduženosti po zemljama EU-28	45	Slika 1. Profitabilnost imovine i kapitala banaka	57
Slika 70. Agregatni pokazatelji po zemljama EU-28	45	Slika 2. Pokazatelji materijalizacije kreditnog rizika	57
Slika 71. Udio materijalne imovine u ukupnoj imovini i prosječna stopa amortizacije i vrijednosnog usklađenja materijalne imovine po zemljama EU-28	45	Slika 3. Pokazatelji kapitaliziranosti	58
		Slika 4. Kretanje implicitnih stopa banaka	58
		Slika 5. Neto kamatna marža i udio kredita u imovini	58
		Tablica 5. Makroekonomski scenariji	59
		Slika 96. Vjerojatnost stresnog scenarija	60
		Slika 97. Solventnost i likvidnost kreditnih institucija u temeljnom i stresnom scenariju	61

Kratice i znakovi

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

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

Dvoslovne oznake za zemlje

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

Znakovi

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

