



BROJ

4

Godina 3
II 2010.



FINANCIJSKA STABILNOST

HRVATSKA NARODNA BANKA

HRVATSKA NARODNA BANKA

Financijska stabilnost

Broj 4, Zagreb, veljača 2010.

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

<http://www.hnb.hr>

Molimo korisnike ove publikacije da prilikom korištenja podataka obvezno navedu izvor.

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

Tiskano u 600 primjeraka

ISSN 1846-9256

Sadržaj

Uvodne napomene	5
Opća ocjena glavnih rizika i izazova za politiku finansijske stabilnosti	7
Makroekonomsko okružje	10
Okvir 1. Svjetska finansijska kriza i priljevi kapitala u zemlje Srednje i Jugoistočne Europe	19
Okvir 2. Devizno tržište i okvir monetarne politike u Hrvatskoj	23
Okvir 3. Međusektorski finansijski računi za Hrvatsku	26
Sektor kućanstava	28
Okvir 4. Otpornost kućanstava na finansijske i makroekonomiske šokove	31
Sektor nekretnina	34
Sektor nefinansijskih poduzeća	36
Bankarski sektor	40
Okvir 5. Unapredjenje tehnike ispitivanja otpornosti bankarskog sektora	49
Popis slika i tablica	54

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 finansijska stabilnost, zbog toga što se temelji na povjerenju sudionika na finansijskim tržišta, znatno ovisi o cikličkim kolebanjima u njihovim očekivanjima i ponašanju. Budući da finansijske krize rezultiraju velikim ekonomskim i socijalnim troškovima, očuvanje finansijske stabilnosti ima karakter javnog dobra te je važan cilj ekonomske politike.

Finansijska stabilnost očituje se u nesmetanom funkcioniranju svih segmenta finansijskog 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 finansijskog sustava, te osiguranje stabilnosti funkcioniranja sustava platnog prometa. Monetarna i finansijska 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 finansijsku stabilnost. Istodobno, finansijska stabilnost pridonosi očuvanju monetarne, odnosno makroekonomske stabilnosti olakšavajući djelotvorno provođenje monetarne politike.

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

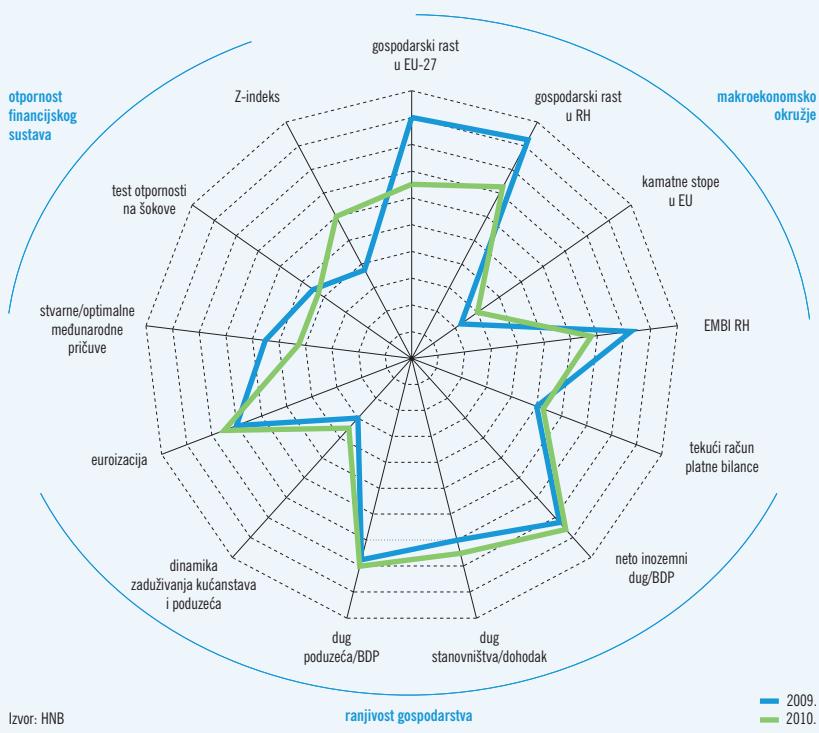
zor finansijskih usluga, koji su nadležni za regulaciju i nadzor nebankarskih finansijskih institucija. Osim s njima, zbog visokog stupnja internacionalizacije bankovnog sustava, koja se ogleda u inozemnom vlasništvu najvećih banaka, HNB surađuje i s regulatornim tijelima i središnjim bankama domicilnih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

Publikacija "Finansijska stabilnost" analizira glavne rizike za stabilnost bankovnog sustava koji proizlaze iz makroekonomskog okružja 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 finansijskog sustava. Analiza je usmjerena na bankarski sektor zbog njegove dominantne uloge u financiranju gospodarstva.

Svrha je objavljivanja ove publikacije sustavno informiranje sudionika finansijskih tržišta, drugih institucija i šire javnosti o ranjivostima i rizicima koji prijete stabilnosti finansijskog 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 usmjerrenom na smanjenje glavnih ranjivosti i rizika te na jačanje otpornosti finansijskog 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 finansijsku stabilnost. Sve to zajedno trebalo bi pridonijeti očuvanju povjerenja u finansijski sustav, a time i njegovoj stabilnosti.

Opća ocjena glavnih rizika i izazova za politiku financijske stabilnosti

Slika 1. Dijagram financijske stabilnosti



Glavni pokazatelji financijske stabilnosti u Hrvatskoj sažeti su na Slici 1. Dijagram financijske stabilnosti prikazuje promjene glavnih pokazatelja mogućnosti nastupanja rizika koji se odnose na domaće i međunarodno makroekonomsko okružje te na 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 odabralih pokazatelja i njihove vrijednosti za

Stabiliziranje financijskih tržišta i postupan gospodarski oporavak u okružju koji je započeo u 2009. nastaviti će se i tijekom 2010., što će ublažiti rizike za financijski sustav. Kombinacija ublaženih šokova iz makroekonomskog okružja i ojačanih amortizera trebala bi bankama omogućiti lakše hvatanje ukoštac s učincima financijske krize u obliku nastavka rasta loših kredita i blagog povećanja ranjivosti sustava, pa bi stabilnost financijskog sektora trebala ostati zadovoljavajuća.

razdoblje s kojim se uspoređuju, odnosno za prethodnu godinu. Povećanje udaljenosti od središta dijagonala 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 dijagonala pokazuje da se rizici za financijsku stabilnost sustava povećavaju, dok smanjenje površine upućuje na njihovo smanjenje.

Iznimno snažni monetarni i fiskalni poticaji uvedeni krajem 2008. i početkom 2009. u najvećim svjetskim gospodarstvima vrlo su brzo dali rezultate pa već u drugom tromjesečju 2009. u tim zemljama započinje postupni oporavak i izlazak iz recesije. Premda su se projekcije pada gospodarske aktivnosti u Hrvatskoj i većini država članica EU, koje su za 2009. izrađivale različite agencije, kontinuirano pogoršavale, te su i posljednje procjene nešto nepovoljnije od projekcija iz prvog polugodišta 2009., pokrenuti je oporavak doveo do očekivanja blagog rasta tih gospodarstava u 2010. godini. Uz to, za države članice EU već je započeo i ciklus razmjerno optimističnih revizija projekcija gospodarske aktivnosti, pa mogućnost dalnjeg podizanja stopa projiciranoga rasta postaje realnom. Gospodarski oporavak u Hrvatskoj kasni u odnosu na onaj u EU pod utjecajem još uvek izraženih vanjskih ranjivosti i domaćih institucionalnih slabosti koje otežavaju realokaciju resursa u profitabilne djelatnosti. Budući da gospodarska aktivnost i dalje stagnira na niskoj razini s početka 2009. godine, u 2010. očekuje se tek blagi porast gospodarske aktivnosti, a povoljne revizije takve projekcije za sada su manje vjerojatne.

Spomenuti monetarni i fiskalni poticaji, kao i regulatorne intervencije u najvećim gospodarstvima provedene radi jačanja likvidnosti i solventnosti finansijskih posrednika, ujedno su obnovili povjerenje sudionika na finansijskim tržištima, odnosno ublažili njihovu averziju prema riziku, koja je početkom 2009. kulminirala. Time je potaknut i oporavak međunarodnih tokova kapitala nakon njihova kolapsa potkraj 2008. godine, dok se premije za rizik zemalja s tržištima u nastajanju lagano spuštaju prema razinama koje su prevladavale prije kulminacije krize. Blagi rast svjetskih kamatnih stopa, koji se očekuje do druge polovine 2010., stoga ne bi trebao domaćim sektorima povećati trošak inozemnoga kapitala. Oporavak tokova na globalnoj razini vjerojatno ipak neće znatnije povećati raspoloživost inozemnoga kapitala s obzirom na još uvek razmjerno izražene vanjske ranjivosti hrvatskoga gospodarstva (vidi Okvir 1. Svjetska finansijska kriza i priljevi kapitala u zemlje Srednje i Jugoistočne Europe). Iz svega navedenoga slijedi da bi se makroekonomsko okružje u 2010. godini trebalo nastaviti blago popravljati i time ublažavati rizike za finansijsku stabilnost.

Premda je prilagodba hrvatskoga gospodarstva zastoju u priljevima kapitala u određenoj mjeri ublažila njegove ranjivosti, to je smanjenje bilo sporadično i u cjelini prilično blagoga intenziteta. U 2009. je godini zabilježeno snažno usporavanje zaduživanja privatnog sektora, u čemu su prednjačila kućanstva, koja su znatno smanjila svoju zaduženost. Dok se privatni sektor snažno prilagodio slabijoj raspoloživosti međunarodnoga kapitala, povećavši štednju i smanjivši investicije, država je svoj manjak povećala zbog pada proračunskih prihoda. Fiskalna je ekspanzija anulirala porast štednje privatnog sektora i održala ukupnu razinu domaće štednje u 2009. godini nepromijenjenom, te je ujedno apsorbirala značajan dio priljeva inozemne štednje. Time je, uz intervenciju monetarnih vlasti koja je krajem 2008. i osobito početkom 2009. godine povećala deviznu likvidnost finansijskog sustava, ublažen pad gospodarske aktivnosti u

2009. No, provedena fiskalna ekspanzija ujedno je i vanjske ranjivosti održala razmjerno izraženima. Istodobno je tijekom 2009. godine, zbog povećane neizvjesnosti, porasla izloženost domaćih sektora valutnom i kamatnom riziku te likvidnosnom riziku zbog blagog skraćenja ročnosti kredita. Uz očekivani, premda blagi, porast zaduženosti u 2010. godini, stanovništvo i poduzeća bi se, nakon što je u 2009. zabilježen snažan porast udjela loših u ukupnim kreditima tim sektorima, mogli suočiti s još većim poteškoćama pri servisiranju kreditnih obveza. Na to bi mogli utjecati odgođeni učinci recesije na tržište rada, koji će umanjiti raspoloživi dohodak kućanstava, razmjerno visoki kamatni troškovi i još uvek smanjena profitabilnost poduzeća. Provedeno ispitivanje otpornosti ipak pokazuje da različite kombinacije makroekonomskih šokova ne bi trebale značajnije narušiti sposobnost kućanstava da redovito otplaćuju svoje dugove (vidi Okvir 4. Otpornost kućanstava na finansijske i makroekonomске šokove).

Pošto je u prvoj polovini 2009. otpornost hrvatskoga finansijskog sustava bila stavljena na ozbiljnu kušnju, amortizeri raspoloživi za ublažavanje šokova ponovno su do kraja godine jačali. Oporavak priljeva kapitala omogućio je porast relativne razine inozemnih pričuve monetarnog sustava u odnosu na njihovu optimalnu razinu. HNB je tako vlastite pričuve, nakon što ih je blago smanjio početkom godine, ponovno povećao pa su one krajem 2009. premašile razinu s kraja prethodne godine, što je još povoljniji pokazatelj ima li se na umu da je inozemni dug koji dospijeva tijekom 2010. nešto niži u usporedbi s onim u 2009. Istodobno su poslovne banke gotovo u potpunosti obnovile razinu vlastite inozemne imovine, koja je u situaciji narušene likvidnosti krajem 2008. i početkom 2009. bila djelomično iskorištena za stabilizaciju poslovanja, što su omogućile mјere središnje banke.

Dobit koju je u 2009. ostvario bankarski sektor, premda nešto manja nego prethodnih godina, blago je ojačala njegovu kapitalnu adekvatnost i bez značajnih dokapitalizacija. Kombinacija više razine kapitaliziranosti i blažih očekivanih šokova u 2010. godini rezultira nešto povoljnijim ishodima ispitivanja otpornosti bankarskog sektora nego što su to bili prethodni. Ipak, bez zamjetnijeg oporavka gospodarske aktivnosti tijekom 2010. ne može se očekivati ni poboljšanje kvalitete bankovnog portfelja, pogotovo zato što će učinci snažne kontrakcije gospodarske aktivnosti početkom 2009. i njezine stagnacije na niskoj razini na kvalitetu bankovnih plasmana biti vidljivi tek krajem 2009. i tijekom 2010. godine. Na pojačan rizik insolventnosti banaka upućuje i Z-indeks bankarskog sektora, koji odražava nižu razinu dobiti i njezinu veću kolebljivost.

Uz optimističnije projekcije gospodarske aktivnosti za 2010. godinu, ublažena je vjerojatnost nastupanja iznimno nepovoljnih događaja koji bi ugrozili ostvarenje temeljnog scenarija, što je poboljšalo i distribuciju rizika u odnosu na one koji su prevladavali u prvoj polovini 2009. Budući da se izrazita neizvjesnost pokazala glavnom prijetnjom tečaju u razdoblju priličnih deprecacijskih pritisaka potkraj 2008. i početkom 2009. go-

dine (vidi Okvir 2. Devizno tržište i okvir monetarne politike u Hrvatskoj) u takvim bi uvjetima i HNB trebao lakše postizati operativni cilj – stabilan tečaj, koji je glavni preduvjet održavanja finansijske stabilnosti, na što upućuju i rezultati ispitivanja otpornosti bankovnog sustava.

Glavni izvor neizvjesnosti glede ostvarenja očekivanog scenarija u 2010. godini iz međunarodnog okružja odnosi se na provedbu tzv. izlazne strategije povlačenja iznimnih monetarnih i fiskalnih poticaja u najvećim svjetskim gospodarstvima. Prerano ili prenaglo povlačenje poticaja moglo bi narušiti kreditnu aktivnost banaka i/ili dovesti do rasta kamatnih stopa i time ugroziti nastavak gospodarskog oporavka. Nadalje, pojedine države u regiji Srednje i Istočne Europe osobito su teško bile pogođene finansijskom krizom. Najače pogodenim zemljama pruženi su paketi međunarodne pomoći te su se našle pod pojačanom paskom međunarodnih finansijskih institucija. To je pomoglo ublažiti pretjeranu percepciju rizičnosti tih zemalja za ulaganje, ali eventualna ponovna eskalacija problema u njihovim finansijskim sustavima mogla bi aktualizirati rizik zaraze i opet pojačati percepciju rizika u cijeloj regiji.

Što se tiče domaće sfere, produženo razdoblje nepovoljnih okolnosti u makroekonomskom okružju moglo bi kod pojedinih domaćih banaka, koje su na poteškoće s naplatom potraživanja inicijalno reagirale produljenjem rokova otplate i reprogramira-

njem kredita, dovesti do kumuliranja značajnih kreditnih rizika, čiji razmjeri nisu sasvim vidljivi u njihovim bilancama. Rizici za domaće banke, osim uz poteškoće pri naplati potraživanja od rizičnijih segmenta stanovništva i nefinansijskih poduzeća, vezani su i uz sektor građevinarstva, koji ima znatne zalihe neprodanih stanova koji služe kao zalog za zajmove. Očekivani nastavak pada cijena stambenih nekretnina, koje su do sada tek blago smanjene, mogao bi dodatno narušiti stupanj naplativosti tih kredita. U tom smislu ohrabruju naznake da su banke sve manje voljne refinancirati svoje kredite sektoru nekretnina, što će ubrzati stvaranje slike o realnom stanju u tom segmentu kreditnog portfelja banaka.

Konačno, određeni rizik za finansijsku stabilnost mogao bi proizaći i iz mogućih pogrešaka ekonomske politike, koje bi potaknule rast domaće potražnje i tako osujetile promjenu obrasca rasta nužnu za smanjenje vanjske neravnoteže, koja ostaje glavna prepostavka dugoročno održivog rasta.

Navedeni potencijalni rizici u 2010. godini ne bi trebali aktivirati sistemski rizik u bankovnom sustavu, već bi eventualno mogli dovesti do razmjerno blage potkapitaliziranosti skupina manjih banaka, na što upućuju simulacije učinaka nepovoljnijeg scenarija pri ispitivanju otpornosti bankovnog sustava, što bi moglo prouzročiti novi val kapitalnog jačanja i konsolidacije bankarskog sektora.

Makroekonomsko okružje

Smirivanje finansijske krize i oporavak rasta svjetskoga gospodarstva stvaraju povoljnije uvjete za postupno jačanje gospodarske aktivnosti u zemlji. Pritom ekomska politika mora ograničiti rast domaće potražnje, što bi s restriktivnom politikom plaća i niskom inflacijom trebalo poboljšati međunarodnu konkurentnost domaćega gospodarstva i potaknuti promjenu obrasca rasta tako da se oslanja na jačanje izvoza. Dinamiziranje gospodarskog rasta uz takav obrazac potražnje i uz nastavak fiskalne konsolidacije osiguralo bi fiskalnu održivost i vanjsku solventnost zemlje, a time i povjerenje finansijskih tržišta.

Kulminacija svjetske finansijske krize tijekom posljednjeg tromjesečja 2008. i prvog tromjesečja 2009. godine, kada je presahnuće likvidnosti na finansijskim tržištima zakočilo kreditiranje realnog sektora, prouzročila je snažan pad svjetske gospodarske aktivnosti (tablice 1., 2. i 3.).

Iznimno snažna i brza reakcija monetarnih i fiskalnih vlasti glavnih svjetskih gospodarstava u obliku koordinirane monetarne i fiskalne ekspanzije uspjela je stabilizirati finansijska tržišta pa je već početkom drugog tromjesečja 2009. stvorila prepostavke za postupno normaliziranje financiranja realnog sektora gospodarstva (Tablica 2. i Slika 2.). To je rezultiralo stabiliziranjem domaće potražnje u tim zemljama i oporavkom međunarodne trgovine te izlaskom iz recesije glavnine svjetskoga gospodarstva u drugom odnosno trećem tromjesečju 2009.

Time je stvorena osnova za očekivanja da će se glavne svjetske regije, u kojima je tijekom krize značajno opala gospodarska aktivnost, a porasla nezaposlenost, vratiti na putanju gospodarskog rasta tijekom 2010. godine (Tablica 1. i Slika 3.).

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

	Godišnja stopa promjene BDP-a		Tromjesečna stopa promjene BDP-a, $\Delta Q_t/Q_{t-1}$		Godišnja stopa promjene izvoza robe i usluga		Godišnja stopa promjene industrijske proizvodnje (sezonski prilagođena)	
	2009. ^a	2010. ^b	2. tr. 2009.	3. tr. 2009.	2. tr. 2009.	3. tr. 2009.	2. tr. 2009.	3. tr. 2009.
SAD	-2,5	2,2	-0,2	0,7	-9,9	-13,3	-13,2	-9,5
Japan	-5,9	1,1	0,7	0,3	-22,4	-25,3	-27,1	-19,9
EU	-4,1	0,7	-0,3	0,3	....	....	-16,8	-13,8
Njemačka	-5,0	1,2	0,4	0,7	-23,6	-18,8	-20,5	-16,6
Italija	-4,7	0,7	-0,5	0,6	-23,3	-18,0	-22,9	-16,0
Slovenija	-7,4	1,3	0,6	1,0	-22,8	-19,5	-23,7	-17,9
Slovačka	-5,8	1,9	1,1	1,6	-24,5	-18,9	-21,7	-11,4
Češka	-4,8	0,8	0,1	0,8	-22,0	-16,7	-16,8	-12,2
Poljska	1,2	1,8	0,5	0,5	-23,1	-20,1	-6,4	-3,2
Madžarska	-6,5	-0,5	-2,0	-1,8	-22,0	-16,8	-22,0	-18,0
Estonija	-13,7	-0,1	-3,4	-3,0	-22,0	-21,5	-32,0	-27,6
Letonija	-18,0	-4,0	-0,8	-4,0	-23,6	-22,2	-18,5	-15,1
Litva	-18,1	-3,9	-7,7	6,1	-33,8	-31,3	-20,4	-15,8
Bugarska	-6,0	-5,9	....	....	-27,2	-17,8	-19,3	-18,4
Rumunjska	-6,2	-8,0	-1,1	-0,6	-21,1	-15,1	-8,8	-5,3
Hrvatska	-6,1	0,3	0,4	0,3	-21,8	-22,8	-8,3	-9,5

^aOcjena; ^bPrognoza

Izvori: Eurostat; DZS; HNB; Bloomberg; OECD

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

	Fiskalna bilanca,% BDP-a (ESA 95)			Bilanca tekućeg računa, % BDP-a		
	2008.	2009. ^a	2010. ^b	2008.	2009.	2010. ^a
SAD	-6,4	-11,3	-13,0	-4,9	-2,6	-2,2
Japan	-3,8	-8,0	-8,9	3,2	1,9	2,0
EU	-2,3	-6,9	-7,5	-1,1	-0,8	-0,5
Njemačka	0,0	-3,4	-5,0	6,4	2,9	3,6
Italija	-2,7	-5,3	-5,3	-3,4	-2,5	-2,3
Slovenija	-1,8	-6,3	-7,0	-5,5	-3,0	-4,7
Slovačka	-2,3	-6,3	-6,0	-6,5	-8,0	-7,8
Češka	-2,1	-6,6	-5,5	-3,1	-2,1	-2,2
Poljska	-3,6	-6,4	-7,5	-5,5	-2,2	-3,1
Madžarska	-3,8	-4,1	-4,2	-8,4	-3,0	-3,3
Estonija	-2,7	-3,0	-3,2	-9,3	1,9	2,0
Letonija	-4,1	-9,0	-12,3	-12,6	4,5	6,4
Litva	-3,2	-9,8	-9,2	-11,6	1,0	0,5
Bugarska	1,8	-0,8	-1,2	-25,5	-11,4	-8,3
Rumunjska	-5,5	-7,8	-6,8	-12,4	-5,5	-5,6
Hrvatska	-1,4	-3,7	-3,0	-9,2	-5,7	-6,0

^aOcjena; ^bPrognoza

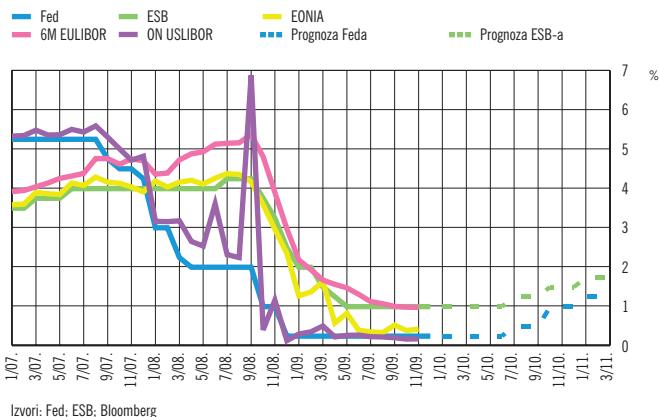
Izvori: Evropska komisija, *Economic Forecast*, jesen 2009.; MMF, *World Economic Outlook Database*, listopad 2009.; HNB

Iako je nesklonost sudionika na finansijskim tržišima riziku znatno smanjena nakon vrhunca krize, finansijske institucije još su suočene s velikom neizvjesnosti. Ona je rezultat dinamičnih strukturalnih promjena u realnom sektoru i povratnih negativnih učinaka recesije na njihove gubitke, čiji su ukupni razmjeri i raspodjela i nadalje nejasni, kao i još uvijek nedefiniranih obriša promjena regulatornog okvira. Svi navedeni činitelji najvjerojatnije će i u doglednoj budućnosti nastaviti poticati proces razduživanja banaka.

U takvim su uvjetima banke i dalje prilično suzdržane u kreditiranju realnog sektora pa su povećale ulaganja u državne vrijednosne papire, a pričuve likvidnosti održavaju na visokoj razini. Smanjenu ponudu kredita poduzećima tek djelomično kompenziraju povećanim financiranjem na tržištu kapitala. Jače dinamiziranje finansijskih tokova djelomično je ograničeno još uvijek sporim oporavkom sekuritizacije kredita.

U tom kontekstu najveći rizik za održivi oporavak glavnih svjetskih gospodarstava u 2010. godini proizlazi iz provedbe tzv. izlazne strategije, u sklopu koje bi središnje banke trebale smanjiti enormnu likvidnost kreiranu u fazi stabiliziranja finansijskog sustava, dok bi fiskalne vlasti trebale početi poduzimati privremene fiskalne mjere i time stabilizirati nabujale javne dugove. Prekasno smanjenje pretjerane likvidnosti i neuspjeh u stabiliziranju razine javnih dugova u najvećim bi gospodarstvima mogli povećati strah od buduće inflacije i utjecati na rast dugoročnih prinosa na tržištu kapitala. Prerano i prenaglo povlačenje likvidnosti iz finansijskog sustava i fiskalnih poticaja moglo bi, međutim, ugroziti oporavak kredita i domaće

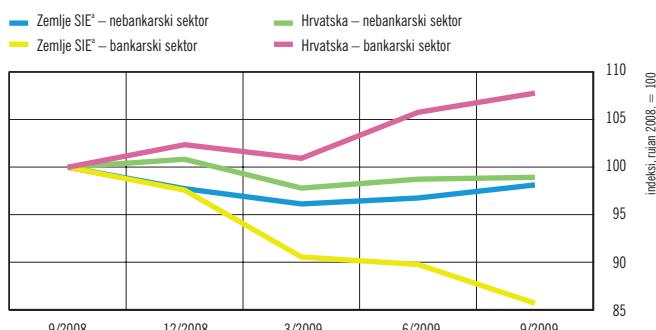
Slika 2. Ključne kamatne stope glavnih središnjih banaka i vodeće tržišne kamatne stope



Slika 3. Kretanje indeksa poslovnog i potrošačkog pouzdanja



Slika 4. Promjene potraživanja banaka iz izvještajnih zemalja BIS-a od zemalja Srednje i Istočne Europe^a korigirane za tečaj, prema sektorima



^a Bugarska, Češka, Madžarska, Poljska, Rumunjska, Slovačka i Slovenija

Izvor: BIS

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

	Javni dug, % BDP-a		Vanjski dug, % BDP-a	
	2007.	2008.	2008.	2. tr. 2009.
Slovenija	23,3	22,5	104	105
Slovačka	29,3	27,7	57	70
Češka	29,0	30,0	38	40
Poljska	45,0	47,2	47	54
Madžarska	65,9	72,9	78	89
Estonija	3,8	4,6	118	122
Letonija	9,0	19,5	128	133
Litva	16,9	15,6	71	77
Bugarska	18,2	14,1	106	107
Rumunjska	12,6	13,6	53	59
Hrvatska	33,1	35,1	83	88

Izvor: Eurostat; Svjetska banka, *Quarterly External Debt Statistics*

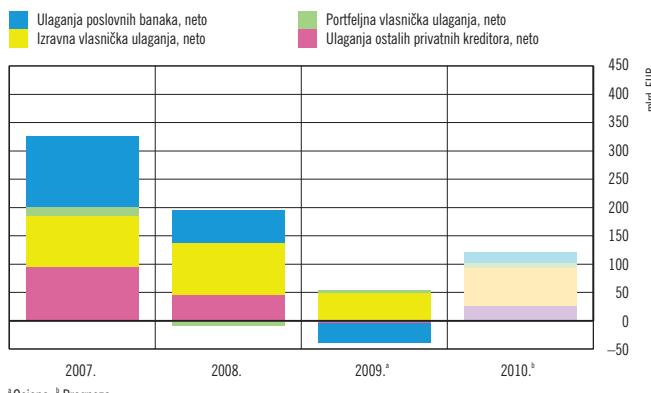
potražnje i time zaustaviti ozdravljanje realnog sektora. Obje bi pogreške mogle pojačati zabrinutost tržišta za solventnost država koje su značajno napregnule javne financije tijekom recesije i tako potaknuti rasprodaju njihovih obveznica, što bi dodatno ugrozilo gospodarski oporavak. Ta je opasnost osobito izražena u onim zemljama čiji bankovi sustavi imaju slabije bilance te se pri financiranju snažnije oslanjaju na središnje banke, zbog čega bi ih prenaglo ograničavanje likvidnosti moglo destabilizirati.

Takvi potresi na tržištu državnih obveznica mogli bi pogoditi i zemlje s tržišta u nastajanju koje su ovisnije o financiranju na međunarodnim tržištima, posebno one sa slabijim gospodarskim temeljima.

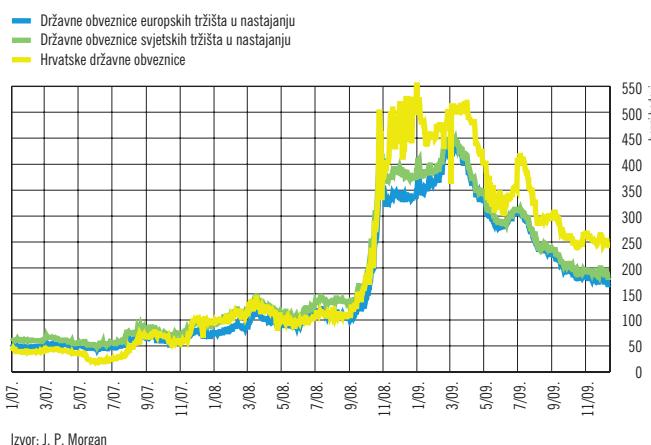
Među zemljama s tržišta u nastajanju proširivanjem finansijske krize krajem 2008. i početkom 2009. godine najsnažnije su bile pogođene one čiji je gospodarski rast bio utemeljen na snažnoj trgovinskoj integraciji i izvoznoj potražnji kao i zemlje u kojima je rast bio zasnovan na jačanju domaće potražnje financirane izdašnim priljevima inozemnoga kapitala. U prvom slučaju kolaps svjetske trgovine rezultirao je snažnim padom inozemne potražnje, a u drugom je zbog zastoja u priljevima inozemnoga kapitala kolabirala domaća potražnja. Pad gospodarske aktivnosti bio je osobito izražen u zemljama koje su zbog izrazito slabe fiskalne pozicije, vanjske prezaduženosti ili slaboga bankovnog sustava, odnosno kombinacije tih činitelja, bile izložene odljevu kapitala u inozemstvo i snažnijim pritiscima na deprecijaciju deviznog tečaja (Tablica 1. te Slike 4. i 5.).

Koordinirana međunarodna potpora najranjivijim državama spriječila je izbjeganje valutnih i bankarskih kriza u njima, kao i prelijevanje krize na cijele regije. Ujedno je vraćeno povjerenje ulagača pa su premije za rizik snižene na umjerenu razinu, što je potaknulo i priljeve inozemnoga kapitala odnosno domaću

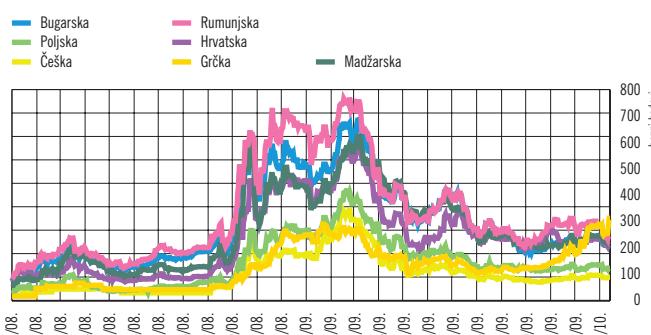
Slika 5. Priljev kapitala u europske zemlje s tržistima u nastajanju



Slika 6. Razlike prinosa na osnovi indeksa EMBI



Slika 7. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS^a) za petogodišnje obveznice odabranih zemalja



^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

potražnju. Poboljšanje prilika u glavnim svjetskim gospodarstvima tijekom drugog i trećeg tromjesečja potaknulo je pak izvoznu potražnju otvorenijih zemalja s tržistima u nastajanju, čime je stimuliralo i njihovu gospodarsku aktivnost. U skladu s navedenim dio tih gospodarstava također je izišao iz recesije sredinom 2009. godine (Tablica 1. te slike 4., 5., 6., 7. i 8.).

Postupni oporavak gospodarstava zemalja s tržistima u nastajanju pridonio je i postupnom snaženju valuta u zemljama s relativno solidnim fundamentima i fleksibilnim tečajem, koje su u procesu prilagodbe vanjskim šokovima izazvanima krizom bile zabilježile relativno veće deprecijacije. Isto se dogodilo i u nekim zemljama sa slabijim fundamentima, koje su morale provesti snažniju fiskalnu prilagodbu, čime su priskrbile međunarodnu finansijsku potporu, odnosno obnovile povjerenje finansijskih tržista. U zemljama s lošijim fundamentima tečaj se nakon inicijalnog slabljenja zadržao na nižoj razini i time pridonio nastavku realne prilagodbe i poboljšanju fundamenata (slike 9. i 10.).

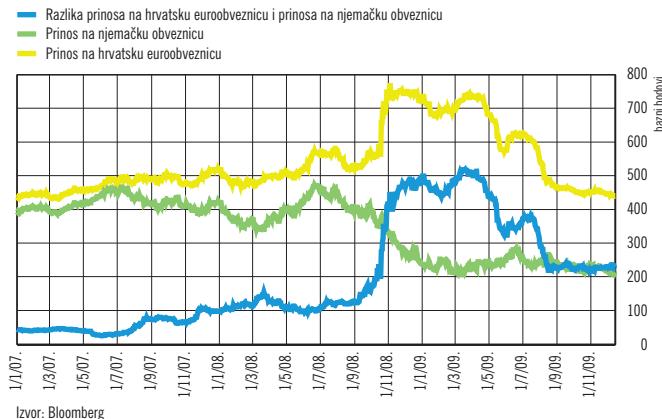
Zemlje koje, uglavnom zbog strukturnih razloga, imaju režime fiksne devizne vrijednosti, vanjskim se šokovima prilagođuju mijenjajući relativne cijene ili tzv. internom deprecijacijom. U tim se zemljama realokacija resursa zasniva na promjeni relativnih cijena, odnosno omjera plaća i profitabilnosti u različitim djelatnostima, što potiče selidbu rada i kapitala u djelatnosti proizvodnje međunarodno razmjenjivih dobara i smanjuje njihovu vanjsku neravnotežu.

Taj proces, zajedno s neizbjegljivom fiskalnom prilagodbom, u zemljama s izrazito velikim vanjskim neravnotežama i fiksnim tečajnim režimima dovodi do zamjetnog pada gospodarske aktivnosti i ukupne zaposlenosti, gdjegod i dramatičnog, što je često praćeno povećanjem političkom nestabilnošću.

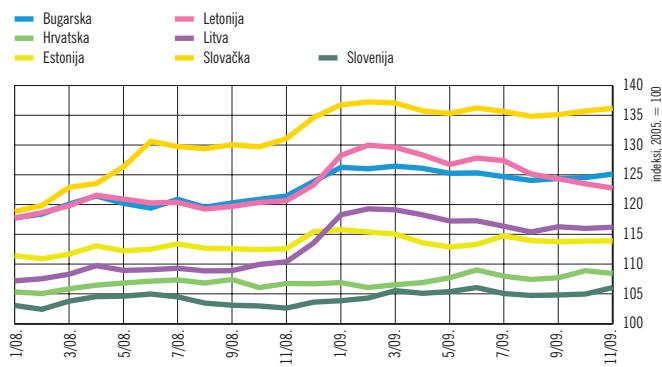
U tim zemljama gospodarski oporavak uglavnom još nije nastupio, a rizici su za finansijsku stabilnost znatni. Takve okolnosti tvore i rizik za eventualno ponovno razbuktanje svjetske krize prenošenjem „zaraze“, odnosno širenjem nestabilnosti na druge zemlje u regiji. No, taj je rizik sada znatno smanjen, djelomično i zbog identifikacije najranjivijih zemalja, u kojima se očekuje dodatno produbljivanje već ionako izraženih učinaka krize pa su zbog toga stavljene pod pojačanu pasku međunarodnih finansijskih institucija.

Hrvatska je finansijski šok zbog znatno smanjenog priljeva inozemnoga kapitala krajem 2008. i početkom 2009. ublažila korištenjem dijela međunarodnih pričuva monetarnog sustava, čime je omogućeno refinanciranje dospjelih inozemnih dugova države na domaćem tržistu, odnosno premoščivanje razdoblja do novih inozemnih izdanja državnih obveznica u lipnju i u studenome 2009. To je, zajedno s povećanjem finansijskom podrškom banaka majki domaćim bankama, poduprlo stabilnost tečaja, koji je tek blago oslabio, te ujedno očuvalo finansijsku i monetarnu stabilnost (slike 4. i 11.). Ipak, značajno smanjenje priljeva inozemnoga kapitala, porast premije za rizik i zastoj u odobravanju kredita domaćih banaka u uvjetima povećane neizvjesnosti glede prikupljanja izvora sredstava i rizičnosti plasmana, što se odrazilo i na povećanje aktivnih i pasivnih ka-

Slika 8. Prinosi na hrvatsku i usporedivo njemačku obveznicu s dospijećem 2014.



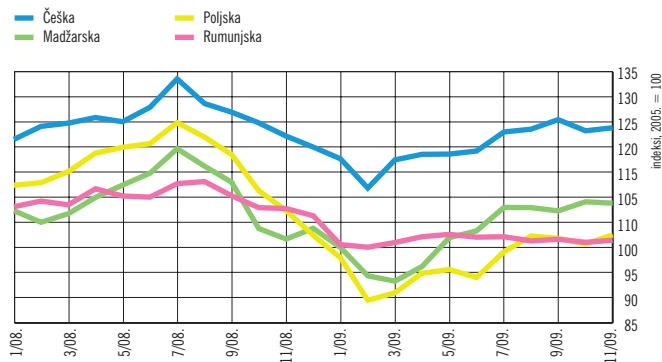
Slika 9. Realni efektivni tečajevi deflacionirani potrošačkim cijenama



Napomena: Rast indeksa upućuje na realnu efektivnu aprecijaciju.

Izvor: BIS

Slika 10. Realni efektivni tečajevi deflacionirani potrošačkim cijenama – fleksibilni



Napomena: Rast indeksa upućuje na realnu efektivnu aprecijaciju.

Izvor: BIS

matnih stopa (slike 11. i 12.) te na pooštravanje necjenovnih uvjeta kreditiranja, doveli su do velikog pada ukupne likvidnosti i domaće potražnje. Zajedno s izrazitim smanjenjem izvozne potražnje to je već u drugom polugodištu 2008., a osobito u prvom tromjesečju 2009., rezultiralo i snažnim padom domaće gospodarske aktivnosti (Slika 13.).

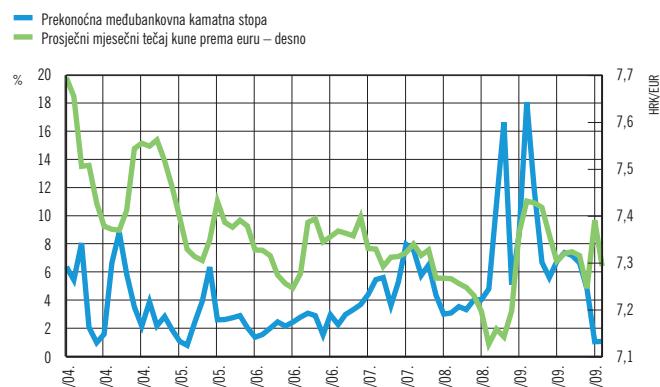
Postupno jačanje priljeva inozemnoga kapitala u drugom i trećem tromjesečju 2009. godine, uglavnom na osnovi povećanoga inozemnog zaduživanja poduzeća i države, rezultiralo je zaustavljanjem daljnje kontrakcije agregatne gospodarske aktivnosti. No, tek blago poboljšanje u međunarodnom okružju još nije pružilo dovoljan poticaj za primjetniji oporavak pa gospodarska aktivnost zasada stagnira na relativno niskoj razini (Tablica 1. i Slika 4.).

Naime, izvozna potražnja još je slaba i vjerojatno će s pomakom reagirati na gospodarski oporavak u okružju, posebno na glavnim izvoznim tržištima u EU.

Domaća je potražnja, osim padom raspoloživog dohotka kućanstava i profita poduzeća, i dalje ograničena zastojem u kreditiranju. Smanjena ponuda kredita pod utjecajem je još uvijek znatne neizvjesnosti glede solventnosti poduzeća i kućanstava u recesiskim uvjetima. Kako bi izbjegle pretjerano izlaganje kreditnom riziku, banke uz nešto više kamatne stope pribjegavaju i racioniraju ponude kredita, odnosno orientacijom prema najkvalitetnijim dužnicima (na što upućuje smanjena razlika između kamatnih stopa na kredite poduzećima i na plasmane državi). Istodobno se smanjila i potražnja za kreditima, što je reakcija na pooštrene uvjete kreditiranja, ali i na neizvjesnost generiranu padom zaposlenosti te odgodom investiranja sektora poduzeća zbog znatnih neiskorištenih kapaciteta kao i neizvjesnih budućih priloga na ulaganje u svjetlu povećane cijene kapitala (Slika 12.).

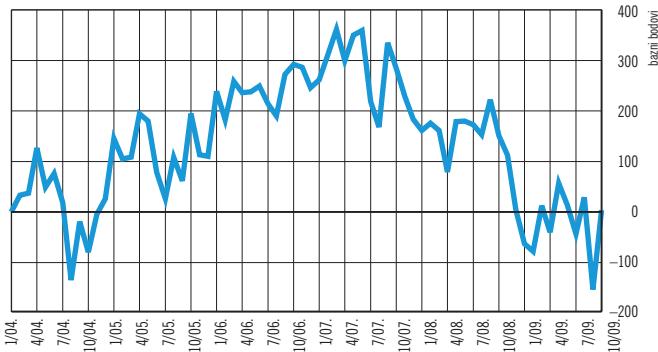
Pad izvozne i domaće potražnje u 2009. doveo je i do snažnog smanjenja uvoza (gotovo za četvrtinu) pa je, uz pad BDP-a

Slika 11. Tečaj kune prema euru i prekonoćna kamatna stopa



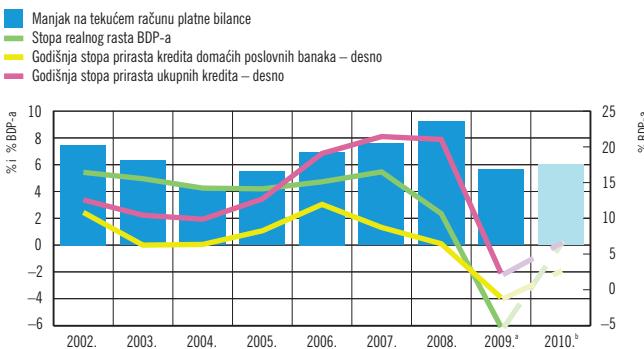
Izvor: HNB

Slika 12. Razlika između kamatnih stopa na kunske kredite s valutnom klauzulom trgovačkim društvima s dospijećem između jedne i dvije godine i onih na jednogodišnje TZ MF-a



Izvori: HNB; MF

Slika 13. Priljev inozemnoga kapitala i rast BDP-a u Hrvatskoj

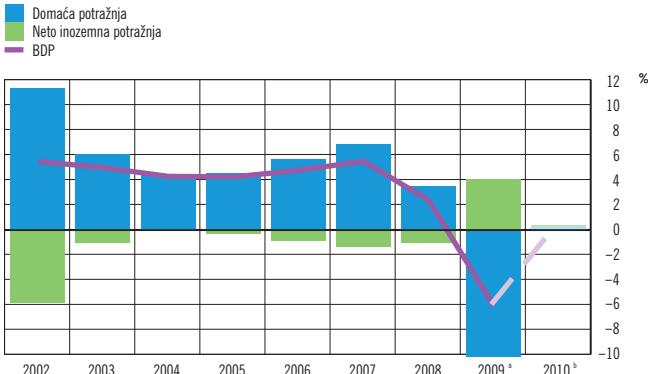


^a Ocjena; ^b Prognoza

Napomena: Iz izravnih ulaganja u obliku kredita isključena su kružna ulaganja. Detaljnije o kružnim ulaganjima vidi u Biltenu HNB-a, br. 154, Okvir 4. Kružna izravna ulaganja i njihov utjecaj na hrvatske statističke podatke.

Izvori: HNB; DZS

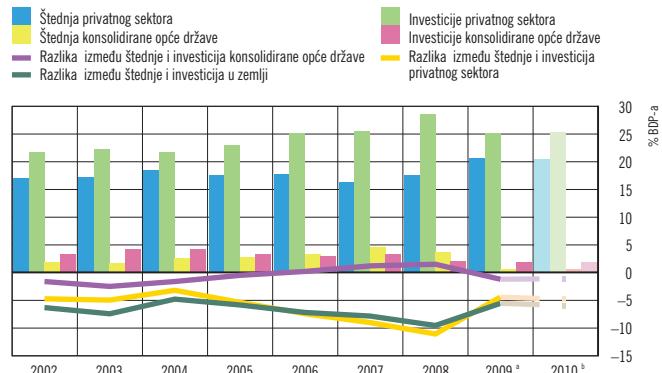
Slika 14. Obrazac rasta BDP-a (doprinosi rastu)



^a Ocjena; ^b Prognoza

Izvor: DZS

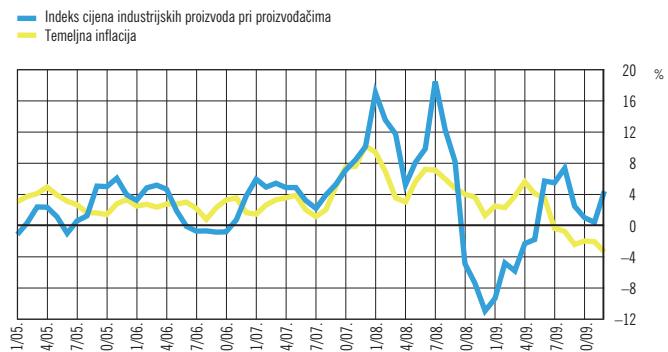
Slika 15. Štednja i investicije – ukupno i po sektorima



^a Ocjena; ^b Prognoza

Izvori: MF; HNB (procjena)

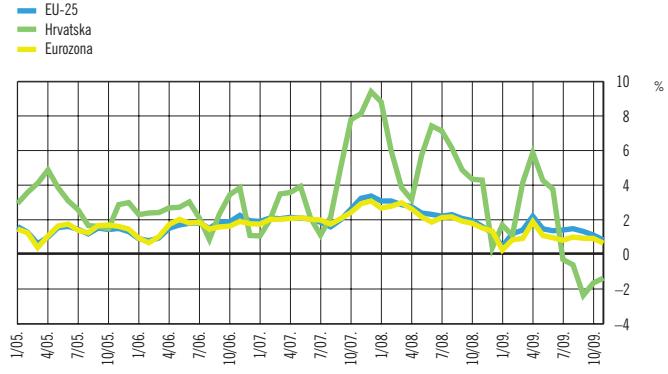
Slika 16. Usporedba inflacije međunarodno razmjenjivih i nerazmjenjivih dobara



Napomena: Stope promjene na godišnjoj razini izvedene su iz mjesecnih promjena tromjesečnoga pomicnog prosjeka sezonski prilagođenih baznih indeksa cijena.

Izvori: DZS; izračun HNB-a

Slika 17. Usporedba temeljne inflacije

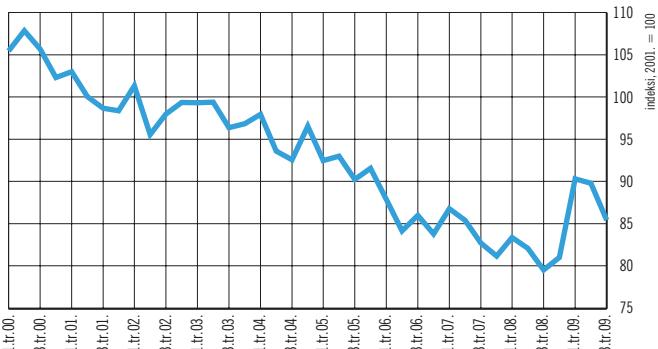


Napomena: Stope promjene na godišnjoj razini izvedene su iz mjesecnih promjena tromjesečnoga pomicnog prosjeka sezonski prilagođenih baznih indeksa cijena.

Izvori: Eurostat; DZS; izračun HNB-a

Slika 18. Realni tečaj kune prema euru

Indeks realnog tečaja kune prema euru deflacioniran jediničnim troškom rada u industriji



Napomena: Pad indeksa upućuje na realno jačanje kune prema euru.

Izvori: DZS; HNB; izračun HNB-a

Slika 19. Jedinični trošak rada

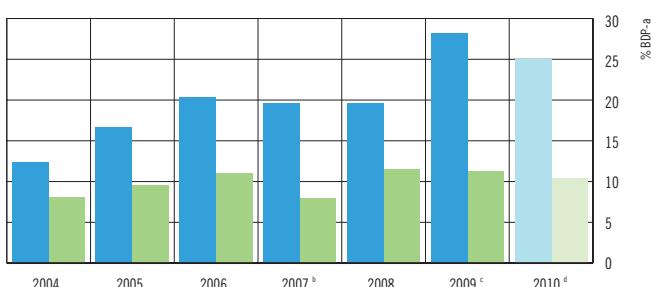
Industrija
Građevinarstvo
Trgovina



Izvori: DZS; HNB; izračun HNB-a

Slika 20. Kratkoročni inozemni dug^a

Kratkoročni inozemni dug prema preostalom dospjeću
Kratkoročni inozemni dug prema izvornom dospjeću



^a Kratkoročni inozemni dug prema preostalom dospjeću na kraju tekuće godine jest zbroj dugoročnog duga koji na naplatu dospjeva tijekom te godine i stanja kratkoročnog duga na kraju prethodne godine. ^b Od kraja 2007. inozemni se dug izračunava po novoj metodologiji. ^c Ocjena; ^d Prognoza

Izvor: HNB

od oko 6%, zamjetno smanjena vanjska neravnoteža u obliku manjka na tekućem računu platne bilance u 2009.: za više od 40%, odnosno s 9,2% na 5,7% BDP-a (slike 13. i 14. te tablice 1. i 2.).

Budući da su u takvim uvjetima snažno smanjeni prihodi sektora opće države, što je uz relativno rigidne rashode rezultiralo značajnim padom štednje i porastom manjka u tom sektoru, glavni teret agregatne prilagodbe u 2009. podnio je privatni sektor, koji je značajno povećao štednju i smanjio investicije (Slika 15).

Proces prilagodbe vanjskim šokovima na mikrorazini ogleda se u postupnom snižavanju relativnih cijena nerazmjerenih dobara i usluga u odnosu na razmjerenive, tj. u relativnom usporavanju temeljne inflacije u Hrvatskoj prema EU, što je praćeno i sukladnim promjenama u relativnoj dinamici plaća i produktivnosti, odnosno jediničnih troškova rada unutar domaćega gospodarstva te u odnosu na EU (slike 16., 17., 18. i 19.).

Taj bi proces tekao znatno brže kad ne bi bilo institucionalnih rigidnosti koje pridonose niskoj fleksibilnosti tržišta rada, relativno velikoga i neefikasnoga javnog sektora te slabe zaštite vjerovnika, što je vidljivo iz intenzivnog rasta dospjelih neplaćenih obveza.

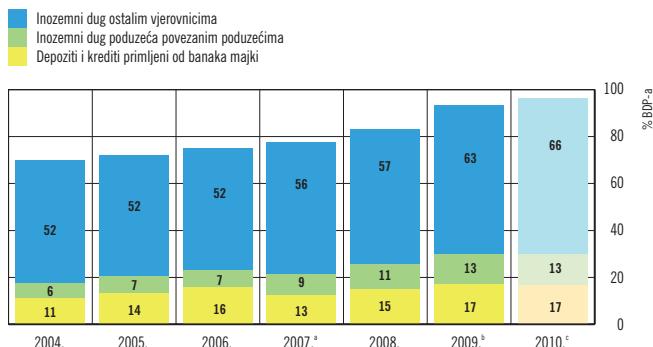
Rastuća nelikvidnost poduzeća indikator je i sporog prilagođavanja sektora poduzeća padu potražnje, a to uz spomenute institucionalne slabosti upućuje i na loše upravljanje, osobito u državnim poduzećima.

Prognoze rasta hrvatskoga gospodarstva u 2010. vrlo su neizvjesne, što se ogleda u relativno velikom rasponu od +1,5% do -2%, u kojem se kreću službene i privatne prognoze. Neizvjesnost su djelomično prouzročile i sumnje glede brzine otklanjanja opisanih institucionalnih slabosti koje bi stvorilo pretpostavke za brži oporavak zdravih dijelova gospodarstva. Prema osnovnoj projekciji HNB-a očekuje se vrlo blagi rast BDP-a, od oko 0,3% i manji pad zaposlenosti, uglavnom u djelatnostima u kojima je pad potražnje trajnijeg karaktera (građevinarstvo) i koje se intenzivnije restrukturiraju pod utjecajem globalnih trendova.

Iako postupni oporavak priljeva inozemnoga kapitala stvara uvjete za povećanje kreditne aktivnosti i ukupne domaće likvidnosti, banke se, premda relativno dobro kapitalizirane i likvidne, zbog još uvijek povećane nesklonosti riziku i povratnog učinka loših kredita na njihove bilance, suzdržavaju od povećanja kreditiranja.

U takvim su okolnostima mogućnosti monetarne politike pri stimuliranju gospodarstva ograničene monetarnim okvirom u kojem se politika održavanja stabilnosti cijena i financijske stabilnosti provodi čuvanjem stabilnosti deviznog tečaja. Kako je u takvom režimu kreditna ekspanzija u osnovi određena vanjskim financijskim ograničenjem, sam oporavak tokova inozemnoga kapitala stvara uvjete za postupno ublažavanje uvjeta kreditiranja i povećanje kredita u 2010. godini.

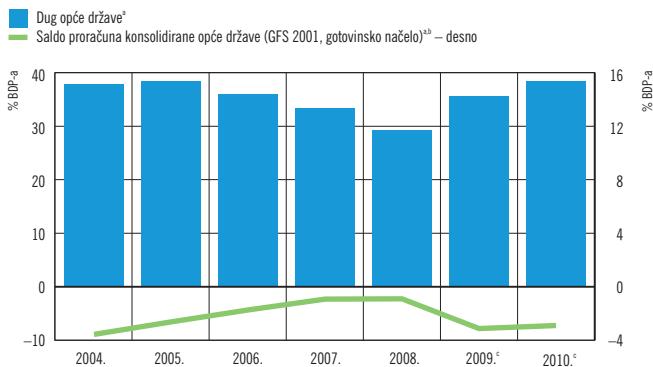
Slika 21. Ukupni inozemni dug prema vjerovnicima



^a Od kraja 2007. inozemni se dug izračunava po novoj metodologiji. ^b Ocjena; ^c Prognoza
Napomena: Iz inozemnog duga povezanim poduzećima isključena su kružna ulaganja. Vidi napomenu ispod Slike 13.

Izvor: HNB

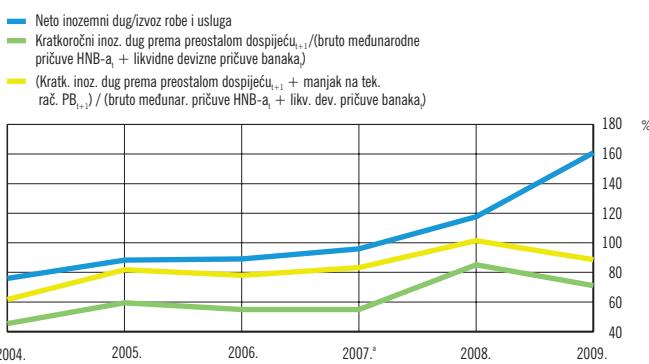
Slika 22. Fiskalna pozicija opće države



^a HAC je isključen iz obuhvata opće države od 2008.^b Za razdoblje od 2004. do 2008. podaci su korigirani za promjenu dosjednih neplaćenih obveza. ^c Projekcija HNB-a

Izvor: MF; HNB

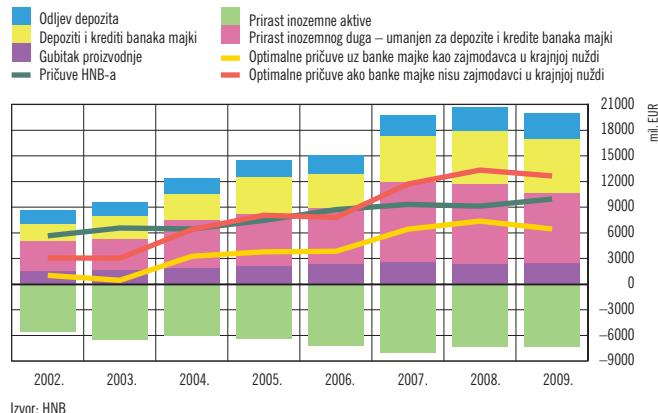
Slika 23. Odabrani pokazatelji vanjske ranjivosti



^a Od kraja 2007. inozemni se dug izračunava po novoj metodologiji.

Izvor: HNB

Slika 24. Doprinosi učinaka komponenata optimalnih međunarodnih pričuva



Izvor: HNB

Fiskalna politika fundamentalno je ograničena činjenicom da bi daljnje povećavanje proračunskog manjka u odnosu na procijenjenu ovogodišnju razinu od oko 3% BDP-a moglo narušiti povjerenje finansijskih tržišta i ugroziti normalno refinanciranje dospjelog inozemnog duga i financiranje manjka na tekućem računu platne bilance, koji se u 2010. procjenjuju na približno 25% i 6% BDP-a (slike 20. i 21.). Naime, održiva razina proračunskog manjka i javnog duga, uz stabilan bankovni sustav, ključna je za održavanje povjerenja finansijskih tržišta (Slika 22.). Stoga bi ubuduće razborita fiskalna politika trebala u fazi ubrzanoga gospodarskog rasta težiti svođenju ukupnog manjka na što nižu razinu, odnosno povećanju primarnog viška, i tako stvarati pretpostavke za protucikličku fiskalnu politiku u silaznoj fazi ciklusa ili u novoj krizi te istodobno osigurati dugoročnu stabilnost javnih financija.

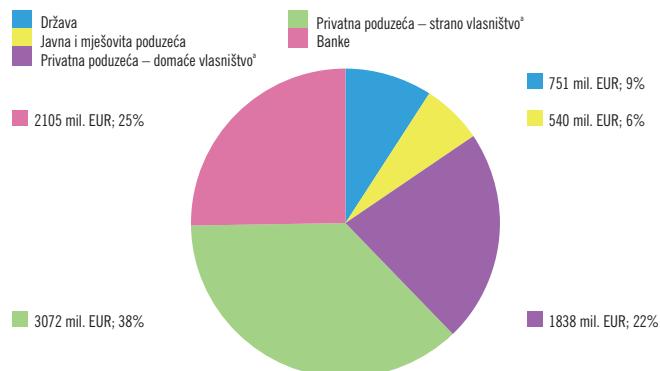
Općoj vjerodostojnosti ekonomске politike i ukupnoga institucionalnog okvira snažan doprinos daje i napredak u pregovorima o pristupu EU, koji se očekuje 2012. godine.

U takvim će okolnostima u 2010. glavni impuls rastu dolaziti od očekivanog porasta izvoza od oko 3% pod utjecajem oporavka rasta na glavnim izvoznim tržištima u EU, dok će domaća finalna potražnja uglavnom stagnirati.

Na opisani obrazac gospodarskog rasta, podržan i alokacijom kredita, utjecat će nastavak porasta relativnih cijena razmjenjivih dobara, odnosno tržišne realokacije ekonomskih resursa u taj sektor. To bi trebalo rezultirati nešto sporijom dinamikom rasta, ali ujedno će u srednjem roku pridonijeti smanjenju vanjske neravnoteže, koja je glavno strukturno ograničenje hrvatskoga gospodarstva, odnosno postizanju održivog rasta.

U 2010. vanjska neravnoteža mjerena manjkom na tekućem računu platne bilance zadržat će se na razini ostvarenoj u prethodnoj godini, od oko 6% BDP-a. Rizici za financiranje vanjskog manjka i refinanciranje dospjelog duga u uvjetima očekivanog nastavka oporavka priljeva kapitala u zemlje s tržištima u nastajanju u 2010. se smanjuju. Tome pridonose i povećane

Slika 25. Projekcija otplata inozemnog duga u 2010.
prema sektorima



^a Uključene su i nebankarske finansijske institucije.

Izvor: HNB

rezerve vanjske likvidnosti hrvatskoga monetarnog sustava i čijenica da se oko dvije trećine dospjeloga inozemnog duga odnos na poduzeća i banke u inozemnom vlasništvu, što olakšava dostupnost inozemnih finansijskih tržišta (slike 23., 24. i 25.).

Okvir 1. Svjetska finansijska kriza i priljevi kapitala u zemlje Srednje i Jugoistočne Europe

Većinu europskih rastućih tržišta protekli su godina obilježili snažni priljevi inozemnoga kapitala. Usporavanje odnosno nagli zastoj priljeva ili, u najnepovoljnijem slučaju, odljev inozemnih sredstava znatno povećava vjerojatnost nastupanja finansijske krize u zemljama koje su tijekom duljeg razdoblja ovisile o inozemnom financiranju. Prema su okidači finansijskih kriza obično povezani s vanjskim šokovima, ranjivosti pojedine zemlje u obliku vanjske neravnoteže te slabih makroekonomskih i finansijskih pokazatelja povećavaju vjerojatnost nastupanja te dubinu i trajanje takvih epizoda. Pritom se učinci zastoja u priljevu kapitala u zemljama s tržišta u nastajanju najčešće pojavljuju kao pojačani pritisci na slabljenje tečaja domaće valute i slabljenje gospodarske aktivnosti.

Radi utvrđivanja činitelja koji određuju ranjivost zemlje s obzirom na nagle zastoje u priljevima inozemnoga kapitala te uspješno predvidaju nastanak tog rizika, provedeno je istraživanje na skupini od 12 europskih zemalja s tržišta u nastajanju¹ u razdoblju od prvog tromjesečja 1996. do drugog tromjesečja 2009. Na temelju algoritma uobičajenog u literaturi² u promatranim su zemljama određena razdoblja zastoja u priljevima kapitala te je ocijenjen logit model kod kojeg zavisna varijabla poprima vrijednost 1 u kriznom razdoblju, a 0 u ostalim razdobljima (Tablica 1.). Predviđena vrijednost zavisne varijable predstavlja vjerojatnost krizne epizode za pojedinu zemlju u određenom tromjesečju. Od ukupno 429 opservacija koje model obuhvaća njih 52, odnosno 12% definirano je kao krizna epizoda.

Među 30-ak nezavisnih varijabli koje odražavaju domaća makroekonomski i finansijska kretanja, vanjske ranjivosti i stanje svjetskoga gospodarstva odabrano je njih šest čija se kombinacija pokazala najboljom u predviđanju kriznih razdoblja, pri čemu je utvrđeno da pomak varijabli za dvije godine rezultira najboljom ocjenom modela. To omogućava i modelsko predviđanje vjerojatnosti zastoja u priljevima kapitala u idućem dvogodišnjem razdoblju (slike 1. – 12.).

Ocijenjeni model pokazuje da su manifestacije snažnih priljeva inozemnoga kapitala u obliku rastućih manjkova na njihovim tekućim računima i pogoršanja međunarodne likvidnosti povezane s većom vjerojatnosti nastupanja krizne epizode. Posljedice takvih kretanja ujedno su i ubrzanje gospodarskog rasta u odnosu na potencijalni i aprecijacija realnog tečaja u odnosu na trend, što također povećava ranjivost zemlje

¹ Bugarska, Češka, Estonija, Hrvatska, Letonija, Litva, Madžarska, Poljska, Rumunjska, Slovenija, Slovačka i Turska

² U postupku određivanja epizoda zastoja inozemnih priljeva primjenjeni su pomicni godišnji kumulativni neto priljeva na finansijskom računu platne bilance u odnosu na BDP. Da bi neko razdoblje bilo identificirano kao krizna epizoda, morala su biti zadovoljena barem dva od tri postavljena kriterija: pad neto priljeva u odnosu na isto razdoblje prethodne godine veći od 5% BDP-a ili barem za 1,5 standardnu devijaciju te godišnji neto priljev u određenom tromjesečju barem za 1,5 standardnu devijaciju manji od prosječnoga godišnjeg neto priljeva u cijelom promatranom razdoblju. Početak su krizne epizode tromjesečja koja prethode opisanim vrhuncima kriznih epizoda u kojima je zabilježen pad neto priljeva za najmanje 1% BDP-a u odnosu na prethodno tromjeseče, dok je kraj krize definiran porastom neto priljeva od najmanje 1% BDP-a u odnosu na prethodno tromjeseče. Slično vidi u radovima: G. A. Calvo, A. Izquierdo i J. F. Meija (2003.): *On the Empirics of Sudden Stops: The Relevance of Balance Sheet Effects*, Inter-American Development Bank, WP br. 509 i P. E. Guidotti, F. Sturzenegger i A. Villar (2004.): *On the Consequences of Sudden Stops*, *Economia*, vol. 4, br. 2, str. 171 – 214

s obzirom na mogući zastoj inozemnih priljeva. To utječe i na rast lokalnih dioničkih indeksa, koji je u određenom razdoblju obilježio većinu promatranih zemalja i rezultirao neodrživo visokim razinama pokazatelja poput odnosa cijena dionica i zarada po dionici. Rast cijena dionica i aprecijacija tečaja domaće valute uvelike su rezultat snažnih priljeva kapitala, koji je u potrazi za višim prinosima pristazio u promatrane zemlje, te je na plitkim finansijskim tržištima s ograničenom ponudom vršio pritisak na rast cijena finansijske imovine i tako izazivao "balone" na tim tržištima. Povećanje glavnih svjetskih kamatnih stopa u razdoblju prije izbijanja krize također pojačava ranjivost zemalja ovisnih o inozemnom financiranju jer ono postaje skuplje, dok istodobno smanjuje relativnu privlačnost ulaganja u tržišta u nastajanju u odnosu na razvijene zemlje, što s određenim vremenskim pomakom može potaknuti odljev kapitala.

Među zemljama iz uzorka recentna se svjetska kriza najsnažnije očitovala u baltičkim zemljama, odnosno u Estoniji, Letoniji i Litvi, gdje je i ocijenjeni pokazatelj vjerojatnosti nastupanja zastoja u priljevima kapitala uoči izbijanja svjetske finansijske krize bio najviši. Taj je zastoj, u kombinaciji s padom izvoza, rezultirao iznimno snažnom prilagodbom na tekućem računu platne bilance, na kojem se nakon dugog razdoblja velikih manjkova tijekom 2009. u promatranim zemljama bilježi višak te značajnim padom BDP-a, a slična kretanja očekuju se i u 2010. Opisana prilagodba pokazuje iznimno brzo oticanje vanjskih ranjivosti koje su potencirale krizu pa se i pokazatelj vjerojatnosti krize u idućem razdoblju ubrzano smanjio, stoga bi već u prvom tromjesečju 2010. mogao započeti postupni oporavak priljeva kapitala u te zemlje (slike 1., 2. i 3.).

Za razliku od prve skupine zemalja Češka, Poljska i Slovačka krajem 2008. odnosno u prvom polugodištu 2009. gotovo da nisu osjetile značajnije usporavanje priljeva kapitala. Te su zemlje proteklih godina imale solidnije makroekonomski pokazatelje, pogotovo kada su u pitanju vanjske ranjivosti, te je u njihovom slučaju pad gospodarske aktivnosti pretežno bio posljedica kolapsa izvozne potražnje. Kod te se skupine zemalja u 2010. očekuje relativno brži oporavak pod utjecajem povećanja izvozne potražnje te znatnih monetarnih i fiskalnih poticaja. Indikator

Tablica 1. Rezultati modela

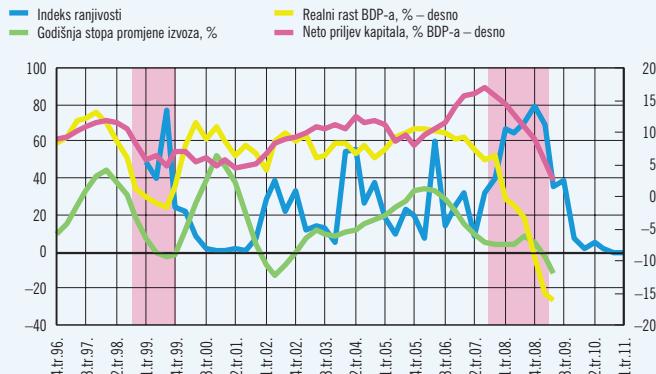
Nezavisna varijabla ^a	Koeficijent
Jaz BDP-a	0,11
Omjer međunarodnih pričuva i kratkoročnih obveza prema inozemstvu	-0,88
Promjena 6M EURIBOR-a	1,29
Promjena omjera manjka na tekućem računu platne bilance i BDP-a	0,86
Postotna promjena dioničkog indeksa	2,84
Odstupanje realnog tečaja od trenda	-0,12
Konstantni član	-1,20
McFadden R ²	0,30

^a Sve nezavisne varijable pomaknute su za dvije godine te su signifikantne na 5%.

Uz prag indikatora ranjivosti od 12,0% model uspješno predviđa 75,3% ukupnog broja razdoblja u kojima nije zabilježena krizna epizoda i 76,9% kriznih razdoblja.

Izvor: Izračun HNB-a

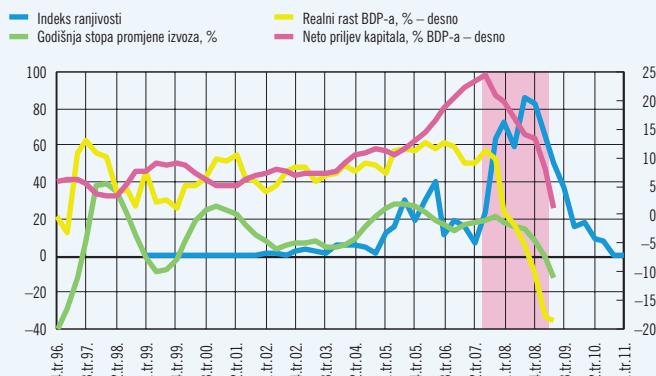
Slika 1. Estonija



Napomena: Osjenčani prozori pokrivaju identificirane epizode zastoja u priljevu kapitala.

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

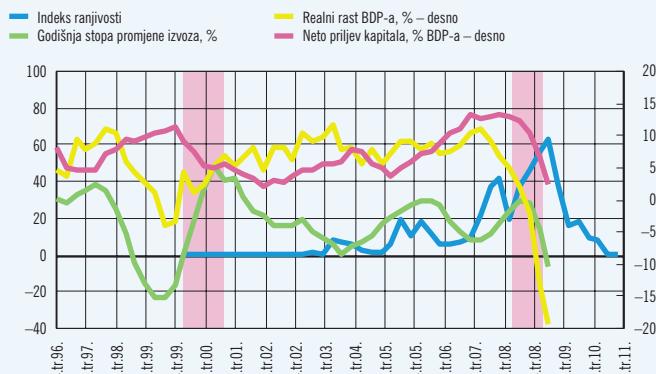
Slika 2. Letonija



Napomena: Osjenčani prozori pokrivaju identificirane epizode zastoja u priljevu kapitala.

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

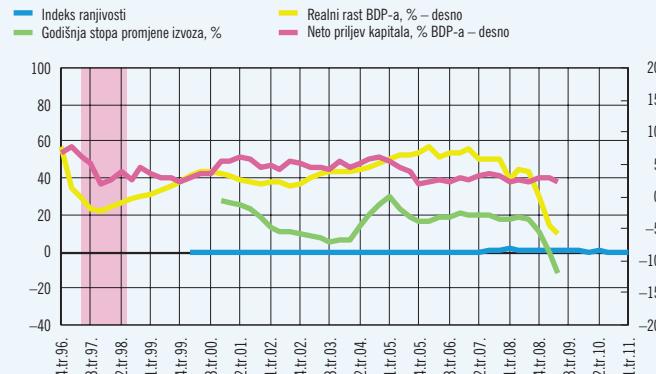
Slika 3. Litva



Napomena: Osjenčani prozori pokrivaju identificirane epizode zastoja u priljevu kapitala.

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

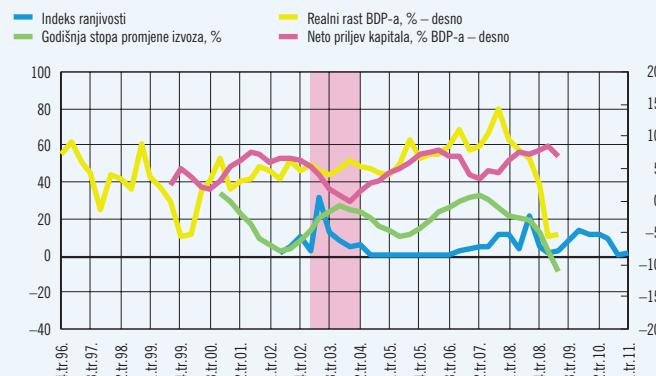
Slika 4. Češka



Napomena: Osjenčani prozori pokrivaju identificirane epizode zastoja u priljevu kapitala.

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

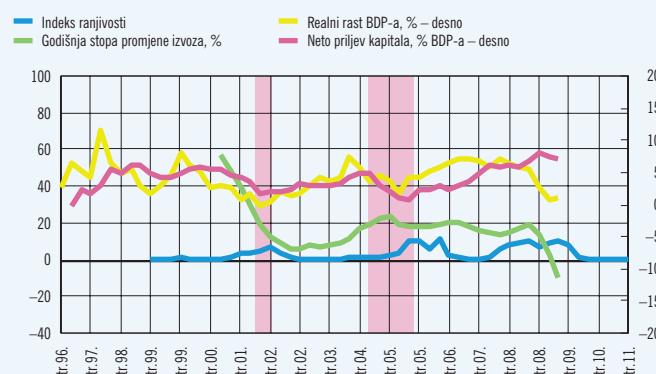
Slika 5. Slovačka



Napomena: Osjenčani prozori pokrivaju identificirane epizode zastoja u priljevu kapitala.

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

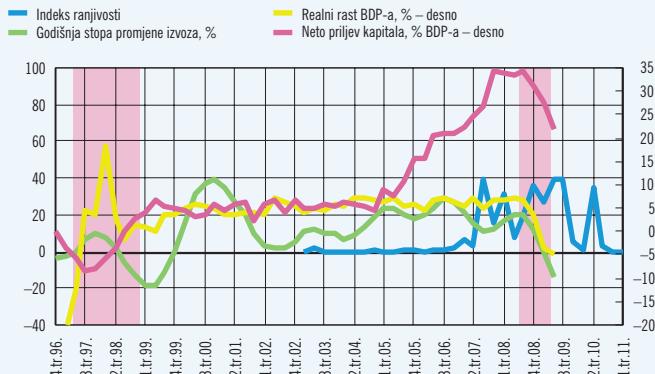
Slika 6. Poljska



Napomena: Osjenčani prozori pokrivaju identificirane epizode zastoja u priljevu kapitala.

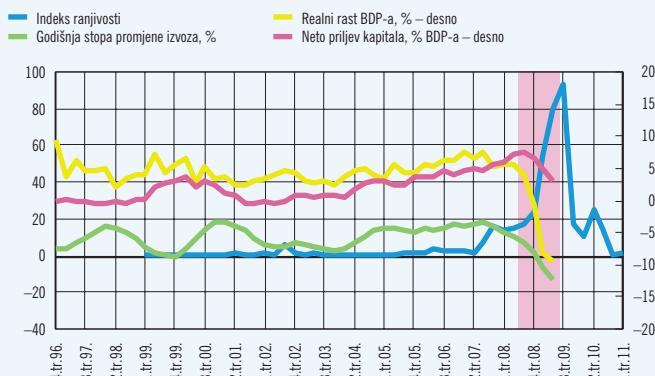
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 7. Bugarska



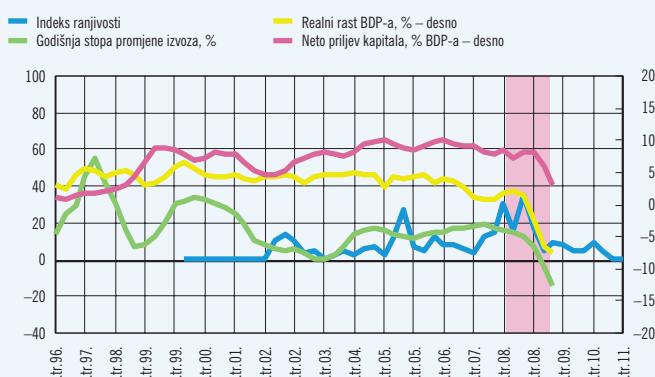
Napomena: Osjenčani prozori pokrivaju identificirane epizode zastoja u priljevu kapitala.
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 8. Slovenija



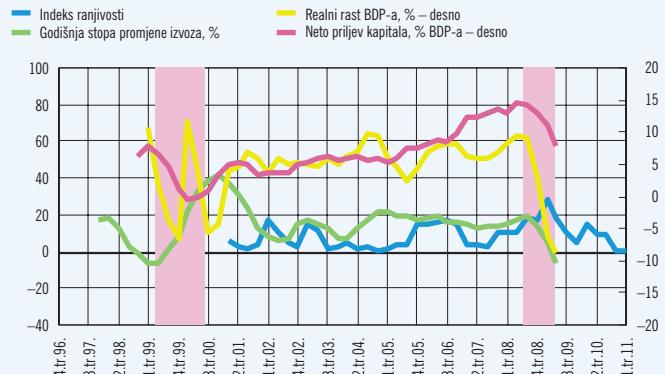
Napomena: Osjenčani prozori pokrivaju identificirane epizode zastoja u priljevu kapitala.
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 9. Madžarska



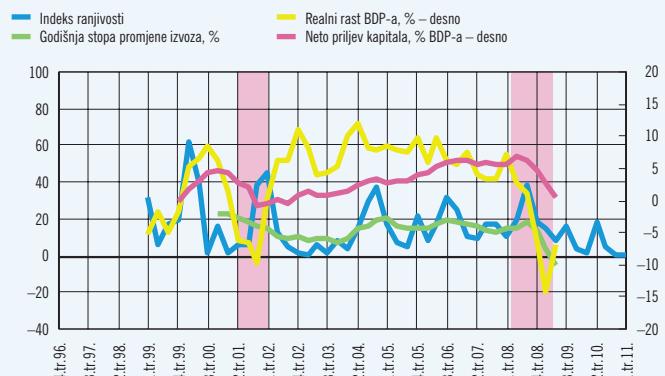
Napomena: Osjenčani prozori pokrivaju identificirane epizode zastoja u priljevu kapitala.
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 10. Rumunjska



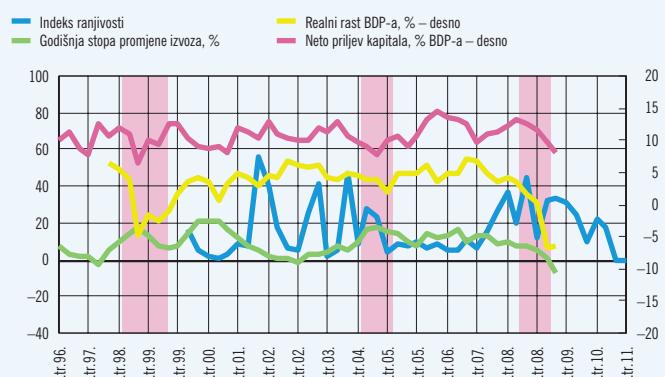
Napomena: Osjenčani prozori pokrivaju identificirane epizode zastoja u priljevu kapitala.
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 11. Turska



Napomena: Osjenčani prozori pokrivaju identificirane epizode zastoja u priljevu kapitala.
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 12. Hrvatska



Napomena: Osjenčani prozori pokrivaju identificirane epizode zastoja u priljevu kapitala.
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Slika 13. Neto priljev inozemnoga kapitala u Hrvatsku



Izvor: HNB

ranjivosti za Poljsku i Slovačku upućuje tek na blago povećanje rizika od zastoja u priljevu kapitala u iduće dvije godine, dok je kod Češke mogućnost nastupanja takvog šoka i dalje iznimno niska (slike 4., 5. i 6.).

Preostale promatrane zemlje nalaze se između ta dva ekstrema. Slovenija i Bugarska bilježe razmjerno blage epizode zastoja priljeva kapitala s obzirom na razine dosegнуте uoči izbijanja finansijske krize, dok Hrvatska, Madžarska, Rumunjska i Turska bilježe umjerene epizode zastoja priljeva inozemnoga kapitala. Padu gospodarske aktivnosti pridonio je i velik pad izvoza iz svih zemalja ove skupine. Prema rezultatima modela priljevi kapitala u ove zemlje trebali bi se oporaviti početkom ili sredinom 2010. (slike 7., 8., 9., 10., 11. i 12.).

Pritom se kod Hrvatske može zapaziti da je izraženiji pad neto priljeva izbjegnut zahvaljujući oslobođanju prethodno akumuliranih rezervi monetarnog sustava (Slika 13.). Na taj su način ublažene posljedice krize, ali je vanjska prilagodba u Hrvatskoj bila relativno slabijeg intenziteta nego u drugim zemljama iz skupine, na što upućuje i ocijenjeni indikator ranjivosti, prema kojem bi oporavak priljeva inozemnoga kapitala mogao biti relativno sporiji (Tablice 2. i 3. iz poglavlja Makroekonomsko okružje te Slika 12.).

Okvir 2. Devizno tržište i okvir monetarne politike u Hrvatskoj

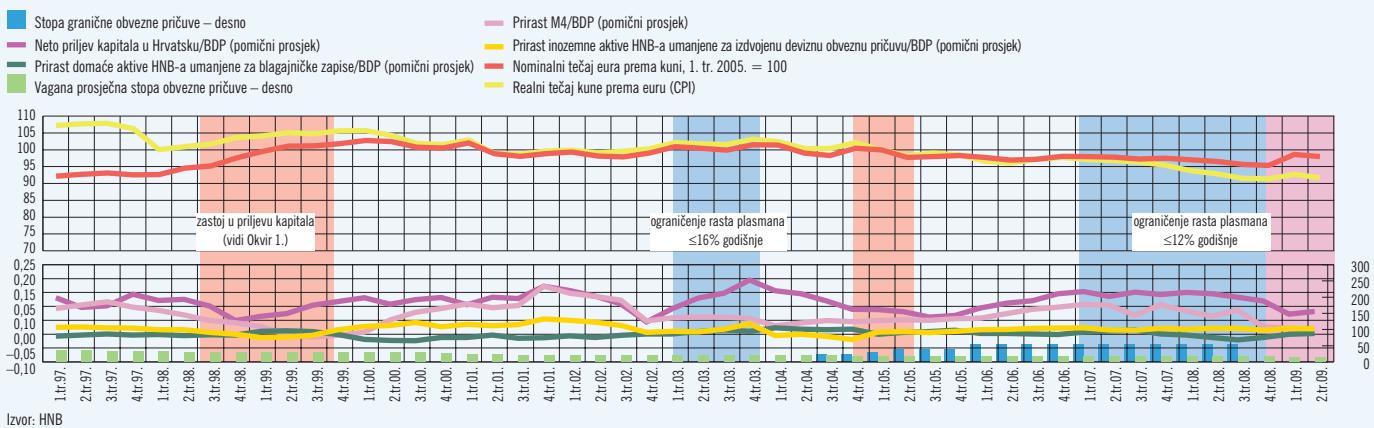
S obzirom na otvorenost i visoku euroiziranost hrvatskoga gospodarstva održavanje relativne stabilnosti deviznog tečaja ključno je HNB-ovo sredstvo za očuvanje ukupne makroekonomiske stabilnosti. Stoga središnja banka neposredno, intervencijama na deviznom tržištu, te posredno, administrativnim i prudencijskim mjerama djelujući na poslovanje banaka, nastoji smanjiti prevelike oscilacije nominalnog tečaja. Time se donekle ublažavaju i oscilacije domaćih monetarnih i kreditnih agregata, čije je kretanje u takvom monetarnom okviru u osnovi određeno priljevom inozemnoga kapitala (Slika 1.).

Osim trgovanja na deviznom tržištu, koje je odraz fundamentalnih činitelja i načina na koji ih interpretiraju tržišni sudionici, na kretanje tečaja u kratkom roku utječu i očekivanja koja se tiču kretanja tečaja u budućnosti, a pod utjecajem su drugih dostupnih informacija. Budući da ta očekivanja mogu generirati značajnu kolebljivost pa i špekulativni napad na tečaj, što može rezultirati i tečajnom krizom, bitno je istražiti proces formiranja tečaja kune na deviznom tržištu radi jačanja djelotvornosti politike stabilnog tečaja.

Za objašnjenje dnevnoga kretanja tečaja kune prema euru upotrijebljeno je nekoliko skupina varijabli. Prvo, u model su uvršteni dnevni podaci o promptnom i terminskom trgovaju domaćim banaka s domaćim sektorima i stranim bankama, intervencije HNB-a te devizna pozicija banaka, kao indikator ukupne raspoloživosti deviza u bankovnom sustavu. Na kretanje tečaja utječe i stanje na novčanom tržištu kroz relativan kamatni prinos kune prema euru i dostupnost kunske likvidnosti pa su i te varijable uključene u model.

Rezultati modela potvrđuju očekivanja glede učinaka pojedinih uvrštenih varijabli (Tablica 1.). Povećana neto prodaja deviza posredovanjem promptne i terminske devizne trgovine pridonosi aprecijaciji kune. Na isti način djeluje i povećanje kamatne razlike, a obratno djeluje povećanje rizika, mjereno kolebljivošću tečaja. Međutim, vrlo nizak koeficijent determinacije odnosno udio modelom objašnjene varijacije tečaja u ukupnoj varijaciji upućuje na važnost spomenutih očekivanja na temelju ostalih informacija koje se ne mogu uvrstiti u model.

Slika 1. Kretanje tečaja eura prema kuni, priljev kapitala i monetarni agregati



Tablica 1. Rezultati ocjene modela

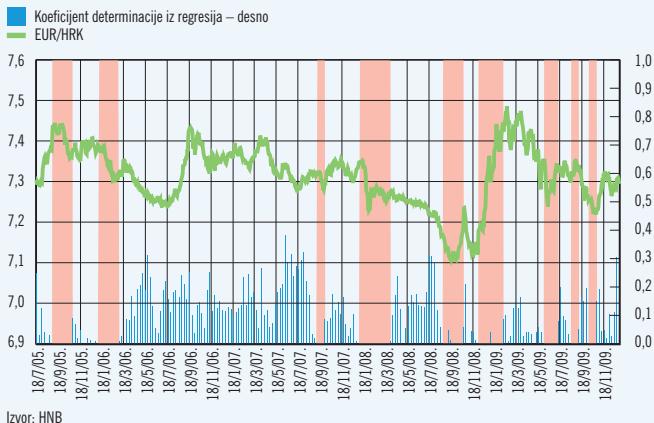
Nezavisna varijabla	Koeficijent
Konstantni član	-0,024286 ^a
Uvjjetna standardna devijacija tečaja	0,290049 ^a
Razlika prinosa na međubankovnom tržištu u Hrvatskoj i eurozoni ($t - 1$)	-0,002900 ^a
Dnevni višak likvidnosti ($t - 1$)	0,005198 ^b
Neto trgovina stanovništva s domaćim bankama ($t - 1$)	-0,0126 ^a
Neto trgovina stranih banaka s domaćim bankama ($t - 1$)	-0,00401 ^a
Neto trgovina pravnih osoba s domaćim bankama ($t - 1$)	-0,002 ^a
Ukupna duga – kratka pozicija bankarskog sektora ($t - 1$)	-0,00138 ^a
Neto terminska trgovina domaćih banaka ($t - 2$)	-0,00207 ^a
Iznos intervencije HNB-a ($t - 1$)	-0,00048 ^a
Iznos intervencije HNB-a ($t - 2$)	-0,0018 ^a
Iznos intervencije HNB-a ($t - 3$)	-0,0025 ^a
Iznos intervencije HNB-a ($t - 4$)	-0,0026 ^a
Iznos intervencije HNB-a ($t - 5$)	-0,0022 ^a
Iznos intervencije HNB-a ($t - 6$)	-0,0012 ^a
AR(1)	0,411742 ^a
AR(2)	-0,221718
MA(1)	-0,378585 ^a
MA(2)	0,387127 ^a
Jednadžba varijance	
Konstantni član	0,000195
Kvadrat odstupanja ($t - 1$)	0,099750 ^a
Varijanca ($t - 1$)	0,891827 ^a
Korigirani R2	0,084975

^a Varijabla signifikantna na 5%

^b Varijabla signifikantna na 10%

Izvor: HNB

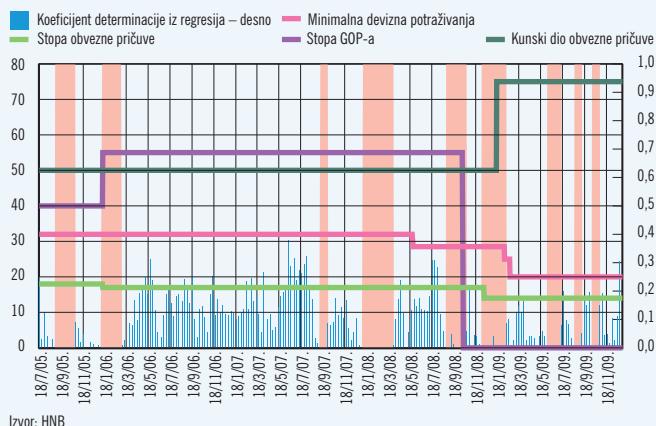
Slika 2. Kretanje tečaja kune prema euru i koeficijent determinacije iz modela ocijenjenih na klizećem uzorku



Radi identifikacije razdoblja u kojima su te informacije imale dominantan utjecaj na formiranje tečaja, model je uz manje modifikacije (bez uključenih deviznih intervencija HNB-a i uvjetne standardne devijacije tečaja) ocijenjen na kraćim vremenskim intervalima pomoću pomoćnog prozora za odabir „klizećeg“ uzorka te je dobivena vremenska serija koeficijenta determinacije. Epizode u kojima tečaj ne ovisi o transakcijama na deviznom tržištu i ostalim varijablama uključenima u model na Slici 2. osjenčane su, a na slikama 3., 4. i 5. prikazani su i važni događaji koji bi mogli objasniti ova podrazdoblja.

Epizoda niske objašnjavajuće snage modela koja obuhvaća kraj 2008. i početak 2009. može se povezati s prelijevanjem svjetske finansijske krize na Hrvatsku te zabrinutošću za refinanciranja inozemnog duga, što je očito utjecalo na percepciju budućega kretanja tečaja. Istodobno je HNB reagirao intervencijama na deviznom tržištu i provođenjem skupa mjera radi povećanja devizne likvidnosti bankovnog sustava i ublažavanja deprecacijskih pritisaka (ukidanje granične obvezne pričuve, smanjenje obvezne pričuve, smanjenje stope minimalno potrebnih deviznih potraživanja, povećanje kunkog dijela obvezne pričuve), što je prikazano na Slici 3.

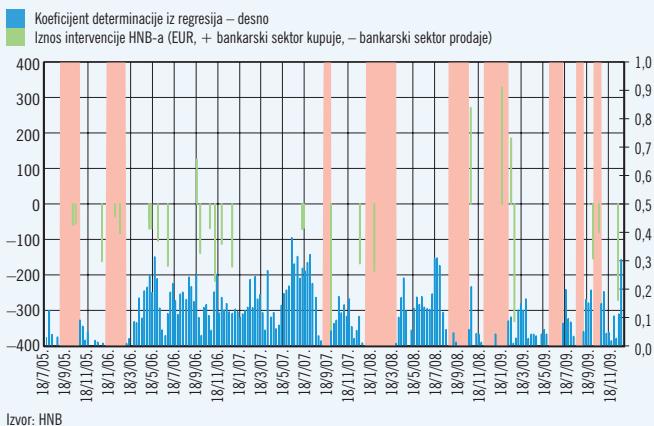
Slika 3. Prudencijalne i administrativne mjere HNB-a i koeficijent determinacije iz modela ocijenjenih na klizećem uzorku



U nekim episodama vidljiva je slabija veza između promjene tečaja i objašnjavajućih varijabli u danima prije devizne intervencije (Slika 4.). Potezi središnje banke stoga se mogu objasniti promjenama u reakcijama deviznog tržišta, a ponašanje modela pokazuje da HNB, osim što izravno utječe na tečaj preko vlastitih deviznih transakcija i djeluje na raspoloživost deviza, mijenja i očekivanja tržišnih sudionika. Također je moguće da postoji interakcija između očekivanja tržišnih sudionika glede deviznih intervencija i ponašanja središnje banke, koja ima utjecaj na kretanje tečaja.

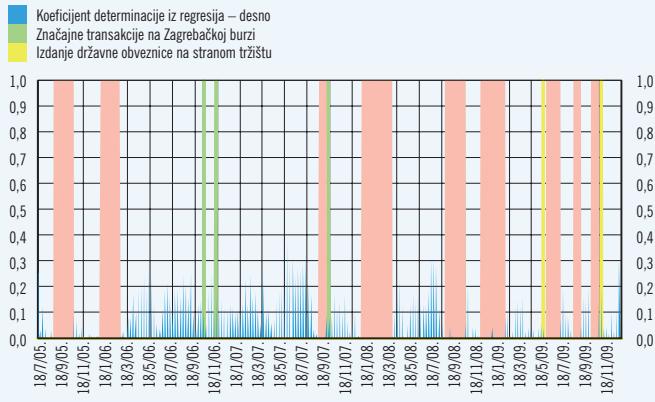
Neke prijašnje epizode (u 2007. godini) mogu se objasniti relativno velikim jednokratnim transakcijama kao što su izdavanje obveznica na stranom tržištu, preuzimanje velikih kompanija poput Ine ili Plive te sudjelovanje stranih i domaćih ulagača na javnim ponudama (Slika 5.). Takve transakcije uključuju konverziju stranih sredstava plaćanja, bilo zbog priljeva kapitala ili promjene oblika štednje građana, a zbog svoje veličine kod tržišnih sudionika stvaraju očekivanja značajnijeg priljeva deviza na tržište pa slabe povezanost tečaja s varijablama koje ga inače objašnjavaju. Slično je i s izdanjima državnih obveznica na stranom tržištu. Neizvjesnost zbog iznosa potencijalnih priljeva i načina promjene deviza u domaću valutu mijenja obrazac ponašanja na deviznom tržištu pa koeficijent determinacije u klizećim regresijama pada.

Slika 4. Intervencije HNB-a i koeficijent determinacije iz modela ocijenjenih na klizećem uzorku



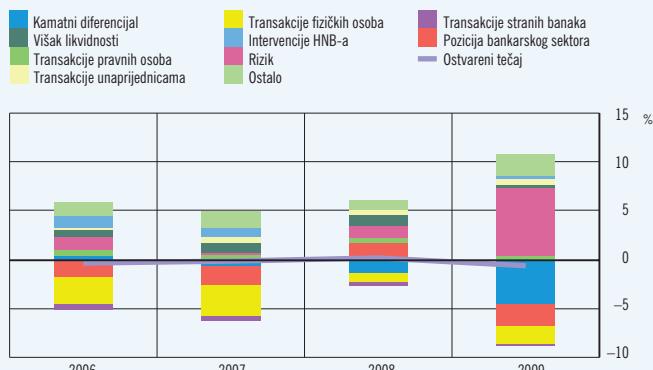
U svrhu utvrđivanja mjer u kojoj su pojedine determinante tečaja mogle pridonijeti njegovoj promjeni, odnosno koliko bi utjecale na tečaj kada bi se on kontinuirano formirao na temelju opisanog modela, izračunati su doprinosi najvažnijih varijabli promjenama modeliranog tečaja tijekom proteklih nekoliko godina (Slika 6.). Priljev deviza iz transakcija s fizičkim osobama neprekidno pridonosi aprecijaciji tečaja, što je prije svega posljedica turističkih priljeva i doznaka iz inozemstva. Međutim, taj se doprinos jačanju tečaja smanjio u 2008. i djelomično u 2009. godini, a to je povezano s povećanjem euroizacijom u svjetskoj finansijskoj krizi. Transakcije stranih banaka donekle su utjecale na aprecijaciju tečaja u 2006. i 2007. godini, a u 2008. i 2009. njihov je utjecaj bio gotovo zanemariv. Neto prodaja deviza pravnim osobama, koja im

Slika 5. Značajne transakcije na Zagrebačkoj burzi i koeficijent determinacije iz modela ocijenjenih na klizećem uzorku



Izvor: HNB

Slika 6. Doprinosi glavnih varijabli modeliranoj godišnjoj promjeni tečaja



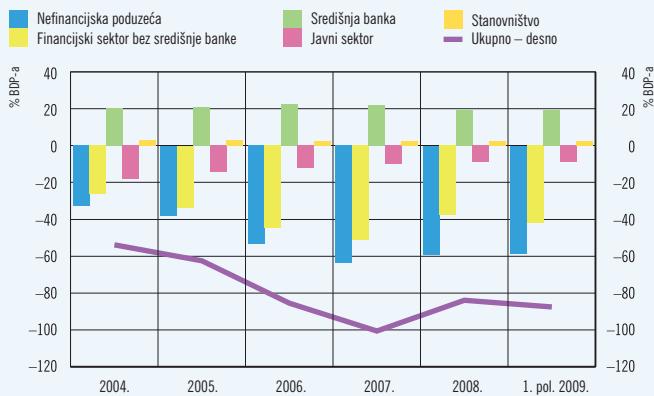
Izvor: HNB

je u promatranom razdoblju ponajviše koristila za servisiranje dugova izraženih u stranim valutama i plaćanje uvoza, djelovala je na deprecijaciju tečaja, a njezin je utjecaj u 2009. smanjen zbog pada robnog uvoza. Slabija aktivnost sektora stranih banaka i poduzeća vidljiva je i u segmentu terminskog trgovanja, gdje ova dva sektora čine glavninu prometa. Većina navedenih doprinosova nije se značajno mijenjala u 2008. i 2009. godini, osim utjecaja transakcija stanovništva i poduzeća, čije su se promjene ipak donekle međusobno potirale (manja prodaja deviza od strane stanovništva i manje kupovine od strane poduzeća) tako da je najveći doprinos deprecijaciji predviđenog tečaja u 2009. dao porast rizika, u čemu se ogledaju znatne promjene očekivanja tržišnih sudionika.

Mjere središnje banke tek u 2009. godini, s jačanjem pritisaka na slabljenje tečaja, značajnije utječe na promjenu tečaja. Budući da je povećani rizik, odnosno kolebljivost tečaja najviše pridonijela deprecacijskim pritiscima, politika stabilizacije tečaja pokazala se opravданom radi zaustavljanja povratne sprege između veće kolebljivosti tečaja i daljnog jačanja deprecacijskih pritiska. Ocjjenjeni model pokazuje da je rast kamatnog diferencijala relativno najviše utjecao na ograničavanje deprecacijskih pritiska. Na rast kamatnog diferencijala, uz pad kamatnih stopa u inozemstvu, utjecao je rast kamatnih stopa na domaćem tržištu novca uzrokovana zastojem u priljevu kapitala.

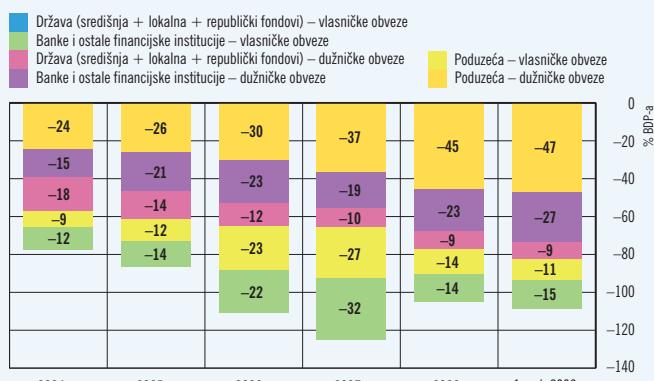
Prikazana analiza potvrđuje da bi i u budućnosti valjalo deviznim intervencijama nastaviti ograničavati prekomjerna kolebanja tečaja kako se ne bi aktivirala njihova negativna sprega s deprecacijskim pritiscima. Nadalje, pokazuje se da je, s obzirom na znatan utjecaj velikih deviznih priljeva iz inozemstva na proces formiranja tečaja na tržištu, bitno koordinirati očekivanja glavnih tržišnih sudionika glede reakcije HNB-a na velike kapitalne priljeve. Također, velik utjecaj očekivanja tržišnih sudionika na kretanje tečaja upozorava na to da je potrebno jačati transparentnost i kredibilnost ekonomski politike. Sve navedeno postaje sve važnije s potpunom liberalizacijom deviznih transakcija i skorašnjim prihvaćanjem mehanizma deviznih tečajeva (ERM II), što će promijeniti regulatorno okružje i povećati ranjivost s obzirom na špekulativne napade.

Slika 1. Neto financijska pozicija domaćih sektora prema inozemstvu



Izvor: HNB

Slika 2. Neto financijska pozicija odabranih domaćih sektora prema inozemstvu po vlasničkim i dužničkim instrumentima



Izvor: HNB

Okvir 3. Međusektorski finansijski računi za Hrvatsku

Finansijski računi pokazuju finansijske odnose između pojedinih institucionalnih sektora domaćeg gospodarstva i njihove veze sa sektorom inozemstva. Osim što prikazuju ukupna međusektorska potraživanja i obveze pojedinih sektora te njihovu neto finansijsku poziciju iz koje je vidljivo koji su sektori izvor finansijskih viškova, a koji finansijskih manjkova, finansijski računi pružaju uvid i u finansijske instrumente putem kojih se odvijaju međusektorske finansijske transakcije te njihovu valutnu i ročnu strukturu. Te su informacije iznimno važne u ekonomskoj analizi za potrebe nosilaca ekonomske i poslovne politike, odnosno javnog i privatnog sektora. U nastavku prikazujemo neke aspekte međusektorskih finansijskih odnosa u višegodišnjoj dinamici koji su posebno zanimljivi kada je riječ o analizi stabilnosti finansijskog sustava.

Ukupna neto finansijska pozicija svih sektora prema inozemstvu u razdoblju od kraja 2008. do kraja prvog polugodišta 2009. godine blago se pogoršala. Poslovne banke nastavile su povećavati neto dužničke obveze povlačeći depozite iz inozemnih banaka nakon ublažavanja monetarnih mjera, a istodobno su povećale i obveze prema inozemstvu na osnovi depozita. U prvoj polovini 2009. povećale su se i kreditne obveze ostalih finansijskih institucija prema inozemstvu. Neto pozicija nefinansijskih poduzeća prema inozemstvu nije se promjenila jer je pad vlasničkih obveza poništen porastom dužničkih obveza zbog nastavka inozemnog zaduživanja poduzeća (Tablica 1. te slike 1. i 2.).

Tablica 1. Međusektorske obveze i potraživanja na kraju 2008. i prvog polugodišta 2009.

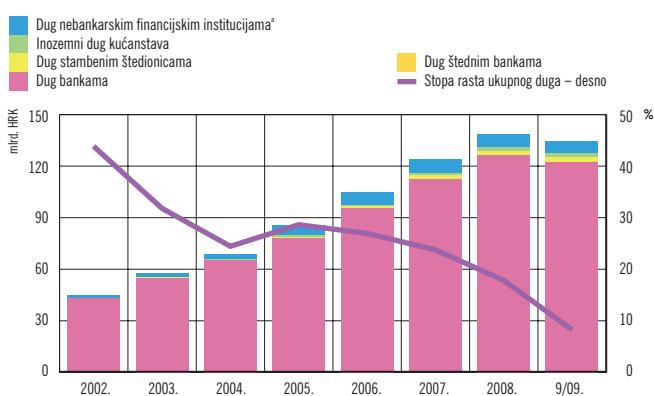
u postocima BDP-a

Obveze	Potraživanja												Ukupne obveze			
	Domaći sektori															
	Poduzeća		Finansijski sektor		Opća država		Stanovništvo		Ukupno							
	2008.	1. pol. 2009.	2008.	1. pol. 2009.	2008.	1. pol. 2009.	2008.	1. pol. 2009.	2008.	1. pol. 2009.	2008.	1. pol. 2009.	2008.	1. pol. 2009.		
Poduzeća	Monetarno zlato i SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Valuta i depoziti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	2	2	0	0	0	0	2	2	1	1	3		
	Krediti	0	0	38	39	0	0	0	0	38	39	38	40	75		
	Dionice i vlasnički kapital	34	34	3	3	27	28	17	17	81	81	19	18	100		
	Tehničke rezerve osiguranja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Ostala potraživanja/obveze	31	31	1	1	5	5	2	2	39	40	11	11	50		
	Ukupno	65	65	43	44	33	33	19	19	160	161	68	70	228		
Finansijski sektor	Monetarno zlato i SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Valuta i depoziti	15	13	17	18	2	2	48	49	82	82	11	13	93		
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	3	3	3		
	Krediti	0	0	6	7	0	0	0	0	6	7	24	24	30		
	Dionice i vlasnički kapital	2	2	2	2	7	7	3	4	14	14	16	17	30		
	Tehničke rezerve osiguranja	1	1	1	1	0	0	11	12	13	13	0	0	13		
	Ostala potraživanja/obveze	1	1	1	1	0	0	1	1	3	3	1	1	4		
	Ukupno	19	17	26	28	9	9	64	65	118	120	55	57	173		
Opća država	Monetarno zlato i SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Valuta i depoziti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	16	16	0	0	0	0	16	16	5	5	21		
	Krediti	0	0	6	8	0	0	0	0	6	8	3	4	9		
	Dionice i vlasnički kapital	0	0	0	0	29	29	0	0	29	29	0	0	29		
	Tehničke rezerve osiguranja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Ostala potraživanja/obveze	4	4	0	0	0	0	2	2	6	6	0	0	6		
	Ukupno	4	4	22	25	29	29	2	2	57	60	9	9	65		
Stanovništvo	Monetarno zlato i SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Valuta i depoziti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Krediti	0	0	39	38	0	0	0	0	39	38	1	1	39		
	Dionice i vlasnički kapital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Tehničke rezerve osiguranja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Ostala potraživanja/obveze	0	0	1	1	0	0	0	0	1	1	0	0	1		
	Ukupno	0	0	40	40	0	0	0	0	40	40	1	1	41		
Inozemstvo	Monetarno zlato i SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Valuta i depoziti	0	0	15	13	0	0	3	3	18	16	0	0	18		
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	19	19	0	0	0	0	19	19	0	0	19		
	Krediti	0	0	1	1	0	0	0	0	1	1	0	0	1		
	Dionice i vlasnički kapital	5	7	1	2	0	0	0	0	6	9	0	0	6		
	Tehničke rezerve osiguranja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Ostala potraživanja/obveze	4	4	0	0	0	0	0	0	4	4	0	0	4		
	Ukupno	9	11	37	34	0	0	3	3	49	49	0	0	49		
Ukupno	Monetarno zlato i SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Valuta i depoziti	15	13	32	32	2	2	51	52	100	98	11	13	111		
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	37	37	0	0	0	0	37	37	9	9	46		
	Krediti	0	0	89	93	0	0	0	0	89	93	66	67	155		
	Dionice i vlasnički kapital	41	43	6	6	63	64	20	20	130	133	35	35	165		
	Tehničke rezerve osiguranja	1	1	1	1	0	0	11	12	13	14	0	0	13		
	Ostala potraživanja/obveze	40	40	3	4	6	6	6	6	54	55	12	12	66		
	Ukupna potraživanja	97	97	168	172	71	72	88	89	423	430	133	136	556		

Izvor: HNB

Sektor kućanstava

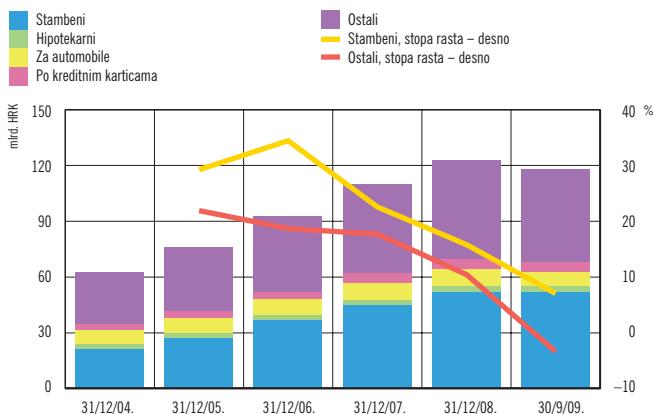
Slika 26. Dug kućanstava



^aDug je kućanstava društvima za lizing i društvima za osiguranje procijenjen.

Izvor: HNB; Hanfa

Slika 27. Krediti kućanstvima prema namjeni



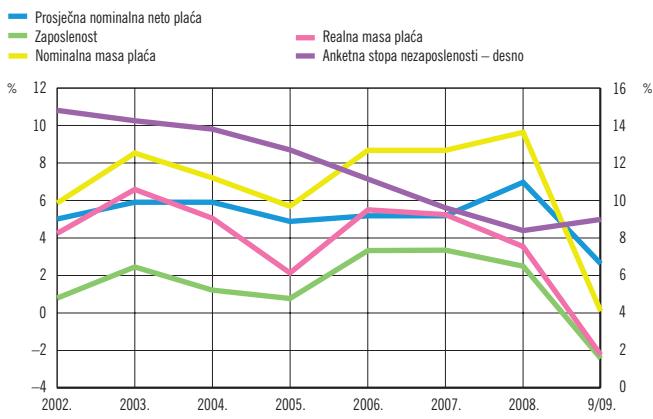
Izvor: HNB

Nepovoljna kretanja na tržištu rada i pogoršani uvjeti kreditiranja tijekom prvih devet mjeseci 2009. zaustavili su rast duga i smanjili zaduženost kućanstava. Premda se u 2010. ne očekuje značajniji rast obveza kućanstava, zbog povećanja tečajne i kamatne izloženosti te posebno rizika nezaposlenosti broj kućanstava koja će imati poteškoće u servisiranju preuzetih kreditnih obveza trebao bi nastaviti rasti.

Pogoršanje makroekonomskog okružja u 2009. prekinulo je višegodišnji trend snažnog rasta duga kućanstava, koji je tijekom prvih devet mjeseci 2009. smanjen za 3,9 milijarde kuna, odnosno 2,8%. To je na godišnjoj razini rezultiralo stagnacijom duga (-0,2%), za usporedbu, u 2008. rast je iznosio 11,4% (Slika 26.). Smanjenje potražnje kućanstava za kreditima uvelike je posljedica negativnih kretanja na domaćem tržištu rada u prošloj godini. U prva tri tromjesečja 2009. broj zaposlenih smanjen je u odnosu na isto razdoblje 2008. za 2,4% pod utjecajem prilagodbe privatnog sektora gospodarstva recesiskim uvjetima (Slika 28.), dok je prosječna realna plaća stagnirala. Takva, nepovoljna kretanja na tržištu rada i povećanje poreznog opterećenja u drugom polugodištu 2009. dovela su do stagnacije realnoga raspoloživog dohotka na razini cijele godine.

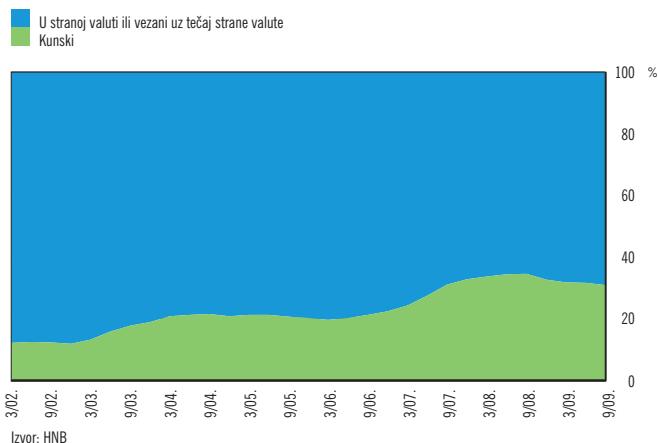
Na smanjenje zaduživanja kućanstava tijekom 2009. utjecali su također rast aktivnih kamatnih stopa banaka kao i pooštravanje nekamatnih uvjeta kreditiranja. Tako je tijekom prvih devet mjeseci 2009. stanje svih vrsta bankovnih kredita smanjeno, a najviše stanje kredita za kupnju automobila i kredita po kreditnim karticama. To je dovelo do godišnjeg pada svih vrsta kredita osim stambenih, čiji se porast u odnosu na prethodnu godinu znatno usporio (Slika 27.). Nastavak negativnih kretanja na tržištu rada, koji se očekuje u prvom polugodištu 2010., utjecat će na daljnje slabljenje potražnje za kreditima. Ako na raspoloživi dohodak kućanstava gospodarski oporavak bude

Slika 28. Nezaposlenost, zaposlenost i plaće



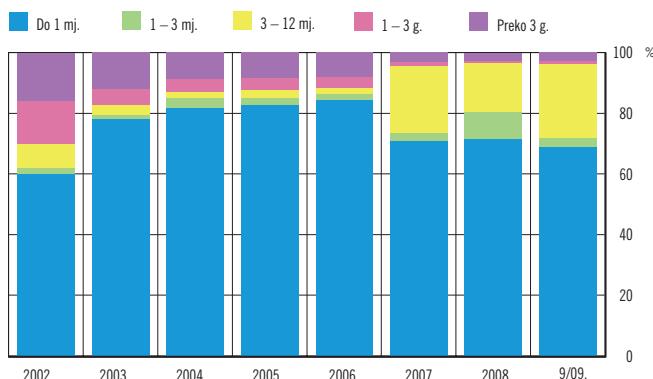
Izvor: DZS

Slika 29. Valutna struktura kredita kućanstvima



Izvor: HNB

Slika 30. Krediti kućanstvima prema promjenjivosti kamatne stope



Izvor: HNB

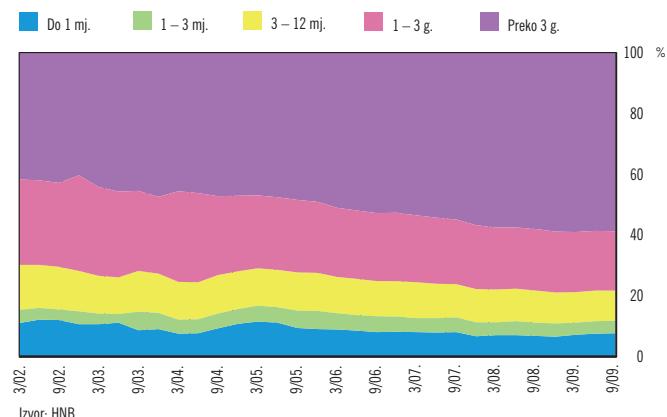
pozitivno utjecao, uz istodobno smanjenje kamatnih stopa, blago povećanje potražnje moglo bi se osjetiti tek u drugoj polovini 2010. godine.

Smanjivanje udjela odobrenih kunskih kredita u ukupnim kreditima, koje je započelo krajem 2008., nastavilo se tijekom prva tri tromjesečja 2009. pa su krajem rujna krediti odobreni u stranoj valuti ili vezani uz tečaj strane valute činili 69,2% ukupnih kredita odobrenih kućanstvima, najviše u posljednje dvije godine (Slika 29.). Tijekom prva tri tromjesečja 2009. zbog stagnacije stambenih kredita, koji su pretežito vezani uz tečaj strane valute, te istodobnog pada svih ostalih oblika kreditiranja kućanstava povećao se udio stambenih u ukupnim odobrenim kreditima, a poslijedično i izloženost kućanstava riziku slabljenja kune. Usto su banke ostale kredite, npr. gotovinske ili nemamjenske kredite kućanstvima, sve više odobravale u stranoj valuti ili vezano uz tečaj strane valute.

Struktura kredita odobrenih kućanstvima s obzirom na promjenjivost kamatne stope na kraju rujna 2009. ostala je uglavnom nepromjenjena u usporedbi s krajem prethodne godine (Slika 30.). Gotovo isključivim odobravanjem kredita s kamatnom stopom promjenjivom unutar jedne godine (96,4% svih kredita) banke su rizik promjene kamatnih stopa u potpunosti prenijele na sektor kućanstava. Stoga je izloženost kućanstava riziku porasta tereta otplate zbog promjene kamatnih stopa u 2009. ostala velika unatoč dugoročnom dospjeću najvećeg dijela odobrenih kredita (Slika 31.). Također, tijekom prvih devet mjeseci 2009. ročnost ukupnih kredita odobrenih kućanstvima blago se skratila, što je odraz trenda rasta udjela kratkoročnih kredita u ukupnom iznosu novoodobrenih kredita (Slika 32.). Zbog porasta udjela kratkoročnih kredita, koji su ujedno skuplji, u novoodobrenim kreditima povećali su se troškovi servisiranja kreditnih obveza kućanstava.

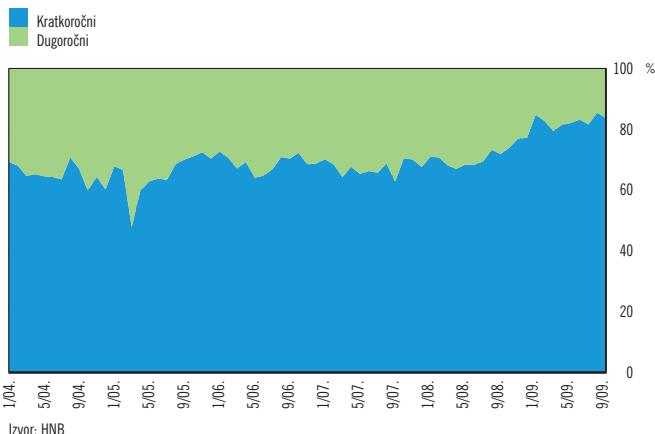
Malo smanjenje duga kućanstava utjecalo je na poboljšanje većine pokazatelja njihove zaduženosti tijekom prvih devet mjeseci

Slika 31. Ročna struktura kredita kućanstvima prema preostalom dospjeću



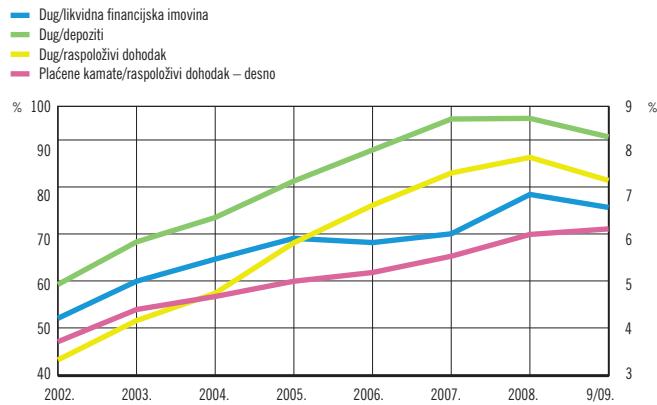
Izvor: HNB

Slika 32. Ročna struktura novoodobrenih kredita kućanstavima



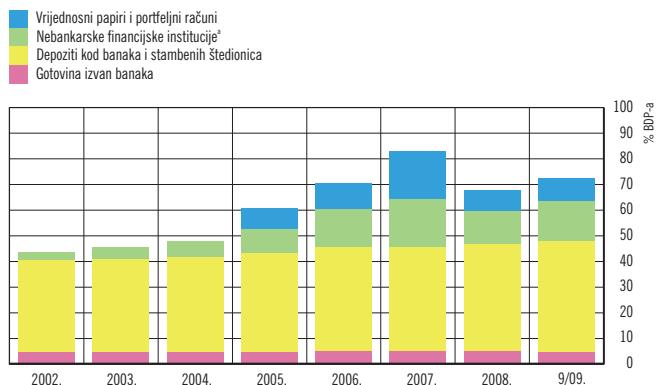
Izvor: HNB

Slika 33. Zaduženost kućanstava i teret otplate duga



Izvori: HNB; Hanfa; SKDD

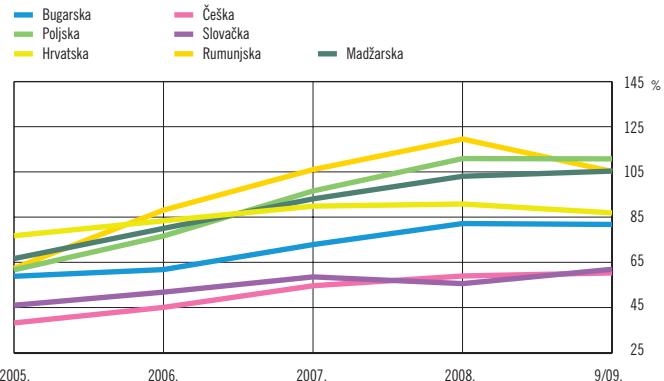
Slika 34. Financijska imovina kućanstava



* Potraživanja kućanstava od otvorenih i zatvorenih investicijskih fondova procijenjena su.

Izvori: HNB; Hanfa; SKDD

Slika 35. Omjer bankovnih kredita i depozita kućanstava u odabranim zemljama Srednje i Istočne Europe



Izvori: HNB; srednje banke promatranih zemalja (BNB, NBR, NBP, CNB, NBS i MNB)

ci 2009. u usporedbi s krajem 2008. (Slika 33.). Kućanstva su u promatranom razdoblju nastavila povećavati svoju štednju u bankama, premda znatno sporije nego prethodnih godina, što je poboljšalo omjer bankovnih kredita kućanstvima i njihovih depozita (Slika 35.).

Istodobno je oporavak domaćeg tržišta kapitala povećao vrijednost imovine kućanstava uložene u vrijednosnice i investicijske fondove (Slika 34.). Stoga se udio duga u likvidnoj financijskoj imovini¹, depozitima i raspoloživom dohotku kućanstava na kraju rujna 2009. osjetno smanjio u odnosu na kraj 2008. No, u istom se razdoblju pogoršao omjer iznosa plaćenih kamata i raspoloživog dohotka kućanstva jer se tendencija rasta aktivnih kamatnih stopa banaka koja je započela krajem prethodne godine nastavila i u većem dijelu 2009.

Tijekom 2010. može se očekivati usporavanje trenda pada broja zaposlenih, uz blago smanjenje prosječnih nominalnih neto plaća, što će rezultirati padom raspoloživog dohotka kućanstava. Takva dinamika raspoloživog dohotka potaknut će kućanstva na dodatno smanjivanje potrošnje i odgađanje kupnje trajnih dobara, posebno u segmentu stanogradnje. Mogli bi se pogoršati i pokazatelji zaduženosti i tereta otplate kućanstava, unatoč očekivanju da će iznosi novog zaduživanja biti niži i da će se zaustaviti rast kamatnih stopa. Takvi i nadalje nepovoljni pokazatelji tržišta rada u 2010. će godini, zajedno s otprilje prisutnim rizicima promjene kamatnih stopa i deviznog tečaja, još više наруšiti sposobnost uredne otplate dugova kućanstava te povećati udio loših kredita u ukupnim plasmanima banaka tom sektoru (vidi Okvir 4. Otpornost kućanstava na finansijske i makroekonomske šokove).

¹ U finansijsku imovinu kućanstava nisu uključeni efektivni strani novac i depoziti u inozemnim bankama jer se njihova razina ne može precizno procijeniti.

Okvir 4. Otpornost kućanstava na finansijske i makroekonomske šokove

Relativni pokazatelji zaduženosti hrvatskih kućanstava još su uvjek razmjerno povoljni, unatoč višegodišnjem snažnom rastu njihova duga te znatnom tečajnom i kamatnom riziku. No, agregirani podaci skrivaju informacije o ranjivim segmentima kućanstava i osobito o potencijalnom utjecaju makroekonomskih šokova na njihovu ranjivost. Stoga je bitno poznavati raspodjelu dohotka i tereta duga među kućanstvima, odnosno koncentraciju duga kod tzv. potencijalno ranjivih kućanstava. Kako bi se stekla predodžba o kretanju broja ranjivih kućanstava, tj. potencijalnim učincima finansijske krize na loše kredite kućanstvima, u nastavku se razmatraju pokazatelji ranjivosti¹ kućanstava utemeljeni na mikropodacima o zaduženosti ovog sektora iz Ankete o potrošnji kućanstava². Ujedno je provedena i analiza njihove ranjivosti s obzirom na materijalizaciju različitih nepovoljnih makroekonomskih scenarija.

Kućanstva s najmanjim raspoloživim dohotkom po članu kućanstva obično su najranjivija među zaduženim kućanstvima. Analiza podataka iz APK pokazuje da je u razdoblju između 2005. i 2008. relativno malen i opadajući udio kućanstva iz najnižih i time najrizičnijih dohodovnih razreda³ bio zadužen. Istodobno je smanjen i udio ukupnoga duga kojeg drže kućanstava iz tri najniža dohodovna razreda. Finansijska granica⁴, odnosno raspoloživi dohodak preostao nakon odbitka godišnjeg iznosa otplate kredita i praga rizika od siromaštva, također je koristan instrument identifikacije potencijalno ranjivih kućanstava. Prema tom je konceptu na kraju 2008. godine 15,9% svih zaduženih kućanstava bilo je ranjivo. Dug ranjivih kućanstava istodobno je činio 14,3% ukupnog duga tog sektora, što je nešto niže nego prethodnih godina, s tim da je vidljivo usporavanje tendencije smanjivanja tog udjela. Smanjivanje izloženosti banaka rizičnim kućanstvima u promatranom je razdoblju razmjerno dobro korespondiralo s dinamikom loših kredita odobrenih tom sektoru.

Preljevanje svjetske finansijske krize na hrvatski realni sektor krajem 2008. i početkom 2009. povećalo je finansijske i makroekonomske rizike čija materijalizacija već narušava sposobnost kućanstava da uredno servisiraju svoje dugove. Može se očekivati da će se zbog negativnih

1 "Analizu kreditnog rizika kućanstava na osnovi Ankete o potrošnji kućanstava" (2009.) izradili su Ekonomski institut Zagreb i Hrvatska narodna banka.

2 Anketu o potrošnji kućanstava (APK) jednom godišnje provodi Državni zavod za statistiku i njome prikuplja podatke o pojedinim oblicima dohotka, imovine i potrošnje kućanstava.

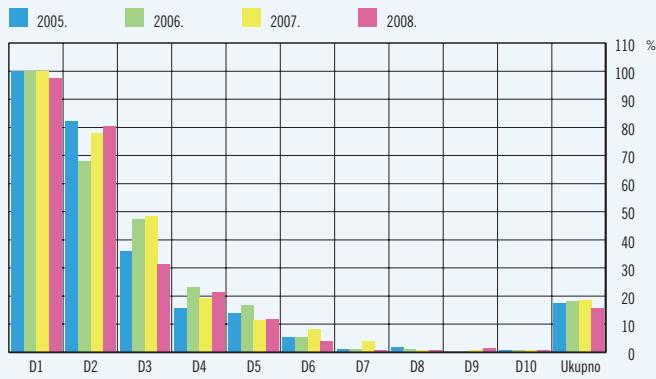
3 Ukupan broj anketiranih kućanstava podijeljen je na deset jednakih brojnih skupina prema razini raspoloživog dohotka po članu kućanstva.

4 Finansijska granica (FG_i) jest dohodovna rezerva koja kućanstvu ostaje nakon što se od iznosa njegovog godišnjega raspoloživog dohotka (RDK_i) odbije prag rizika od siromaštva za kućanstvo s odgovarajućim brojem članova (PRS_i) i godišnji iznos otplate preuzetih kredita (OK_i). Pritom je prag rizika od siromaštva utvrđen za svako promatrano kućanstvo množenjem iznosa praga rizika od siromaštva za samačko kućanstvo koji objavljuje DZS za svaku promatrano godinu s ekvivalentnom veličinom kućanstva prema kojoj se nositelju kućanstva dodjeljuje koeficijent 1, svakoj drugoj odrasloj osobi u kućanstvu od 15 godina i starijoj koeficijent 0,5, a djeci mlađoj od 15 godina koeficijent 0,3. Negativna finansijska granica upozorava na to da kućanstvo s postojćim raspoloživim dohotkom teško servisira svoje dugove pa vjerotrostnost neispunjena kreditnih obveza (p_i^d) za takvo kućanstvo iznosi 1.

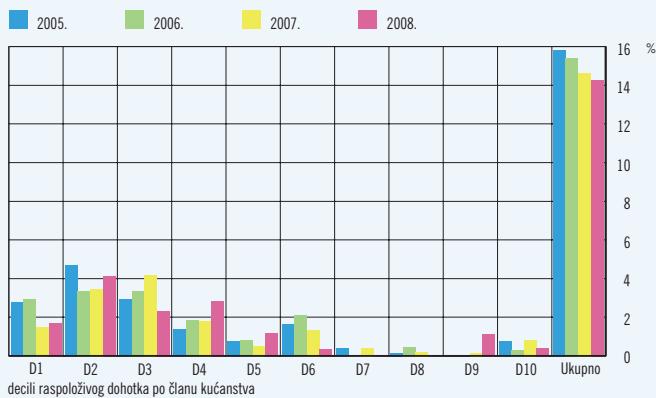
$$FG_i = RDK_i - PRS_i - OK_i$$

$$p_i^d = \begin{cases} 1 & \text{if } FG_i < 0 \\ 0 & \text{if } FG_i \geq 0 \end{cases}$$

Slika 1. Udio kućanstava s negativnom finansijskom granicom u ukupnom broju zaduženih kućanstava po dohodovnim decilima



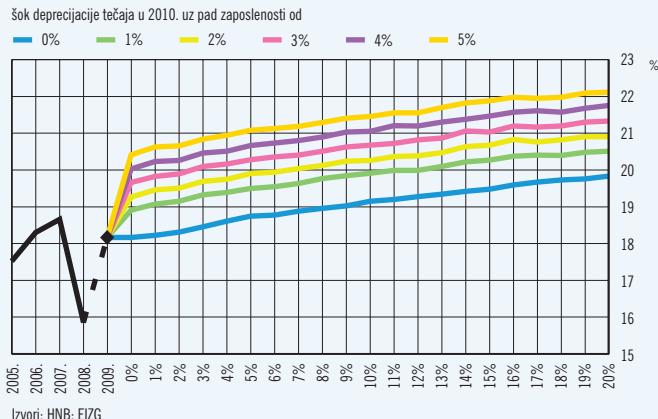
Slika 2. Potencijalni gubici bankarskoga sektora na temelju izloženosti banaka rizičnim kućanstvima po dohodovnim decilima



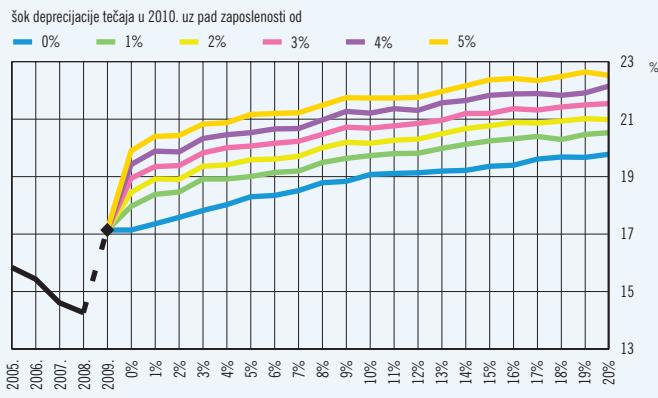
trendova zabilježenih na tržištu rada već tijekom 2009. godine uz istodobno jačanje valutne i kamatne izloženosti kućanstava povećati broj ranjivih kućanstava kao i udio njihova duga u ukupnom dugu sektora. Kako bi se ocijenila moguća dinamika izloženosti banaka ranjivim kućanstvima, u sklopu ispitivanja otpornosti sektora kućanstava provedene su simulacije šokova smanjenja zaposlenosti, promjene tečaja i kamatnih stopa, kao i njihovih kombinacija. U pojedinim su scenarijima radi preglednosti i jasnijeg ocrtavanja izbora za ekonomsku politiku kombinirana po dva šoka (zaposlenosti i tečaja ili zaposlenosti i kamatnih stopa), premda u stvarnosti obično nastupa kombinacija svih triju šokova, kao što je to bilo i u 2009. godini. Utjecaj pojedinog šoka na sposobnost uredne otplate preuzetih dugova i udio loših bankovnih kredita odobrenih sektoru kućanstava aproksimiran je brojem kućanstava čija je finansijska granica nakon simuliranog šoka negativna i udjela njihova duga u ukupnom dugu kućanstava prema bankarskom sektoru (EAD, engl. *Exposure at Default*).

Šok na tržištu rada na finansijsku se granicu kućanstva odražava kao pad godišnjega raspoloživog dohotka kućanstva, dok šok deprecijacije tečaja, odnosno rasta kamatnih stopa finansijsku granicu zaduženih kuć-

Slika 3. Udio ranjivih u ukupnom broju zaduženih kućanstava nakon utjecaja kombinacije šoka zaposlenosti i šoka tečaja



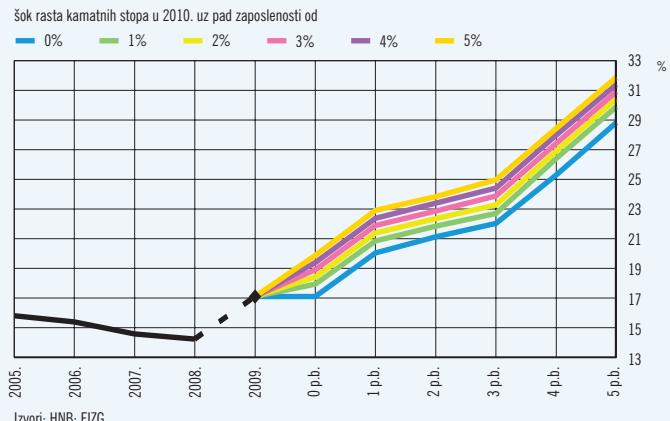
Slika 4. Udio duga ranjivih kućanstava u ukupnom dugu sektora nakon utjecaja kombinacije šoka zaposlenosti i šoka tečaja



Slika 5. Udio ranjivih u ukupnom broju zaduženih kućanstava nakon utjecaja kombinacije šoka zaposlenosti i šoka kamatnih stopa



Slika 6. Udio duga ranjivih kućanstava u ukupnom dugu sektora nakon utjecaja kombinacije šoka zaposlenosti i šoka kamatnih stopa



čanstava umanjuje zbog porasta godišnjeg iznosa otplate kredita. Na temelju podataka iz APK o dohotku i kreditima kućanstava u 2008. simulirani su utjecaji navedenih šokova na potencijalne gubitke bankarskog sektora za iduće dvije godine⁵. Vodilo se također računa o neizvjesnosti glede raspodjele tereta nezaposlenosti, deprecijacije tečaja i povećanja kamatnih stopa unutar sektora kućanstava. Stoga je za svaki scenarij proveden velik broj simulacija⁶, u kojima je porast tereta raspoređen slučajno među kućanstvima te na temelju kojih je izračunat prosječni utjecaj svakoga simuliranog šoka ili njihove kombinacije.

Provredene simulacije pokazuju da se u 2009. udio kućanstava s negativnom finansijskom granicom mogao povećati na nešto više od 18% svih zaduženih kućanstava, što je gotovo na razini iz 2007. godine. Istdobro je udio njihova duga u ukupnome mogao skočiti na više od 17%, a to je iznad razine oko koje se taj udio kretao prethodnih godina. Nadalje, simulacije za 2010. upućuju na mogućnost dodatnog pogoršanja ranjivosti zaduženih kućanstava, čiji će intenzitet ovisiti o konkretnoj kombinaciji šokova. Pritom do povećanja udjela duga kod ranjivih kućanstava za 1 postotni bod može dovesti pad zaposlenosti od približno 2%, deprecijacija kune otprilike za 5% ili rast kamatnih stopa od približno 0,5 postotnih bodova⁷. Valja imati na umu da učinak

⁵ Pretpostavljeni intenziteti šokova simuliranih za 2009. godinu kalibrirani su prema HNB-ovoj procjeni dinamike korištenih varijabli u 2009., odnosno prema posljednjim dostupnim podacima o kamatnim stopama na novodobrene kredite banaka, dok je za 2010. simulirano više intenziteta pojedinog šoka, od kojih su neki malo vjerojatni, no ipak mogući.

⁶ 1000 i više

⁷ Relativan utjecaj pojedinog šoka na broj ranjivih kućanstava i udio njihova duga u ukupnom dugu sektora ovisi, osim o pretpostavljenoj veličini simuliranog šoka, i o početnoj izloženosti kućanstava pojedinom riziku (oko 74% kućanstava u provedenim simulacijama izloženo je tečajnom riziku, dok su sva zadužena kućanstva izložena kamatnom riziku).

nije linearan i osobito da ovisi o konkretnoj kombinaciji triju šokova. Promatraju li se oscilacije tih makroekonomskih varijabli za prošla razdoblja, jasno je da su porast kamatnih stopa, koji je u 2009. u odnosu na 2008. iznosi 0,4 postotna boda, i pad zaposlenosti, koji je u istom tom razdoblju iznosiо otprilike 2%, podjednako utjecali na povećanje udjela duga kod ranjivih kućanstava u toj godini.

U skladu s nalazima utjecaja pojedinačnih šokova, simulirane kombinacije istodobnog pada zaposlenosti i rasta iznosa otplate kredita zbog deprecijacije tečaja imaju nešto blaži utjecaj na sposobnost zaduženih kućanstava da uredno vraćaju bankovne kredite od kombinacije pada zaposlenosti i rasta kamatnih stopa. U slučaju najgorih ispitanih scenarija⁸ kod prve bi kombinacije šokova otprilike 22% duga bilo kod ranjivih kućanstava, dok bi kod druge taj udio dosegnuo gotovo 32%.

Provđena je analiza pokazala da simulirani finansijski i makroekonomski šokovi unatoč znatnoj zaduženosti kućanstava imaju relativno umjeren utjecaj na njihovu sposobnost da uredno vraćaju preuzete kredite. Simulirani porast udjela duga kod ranjivih kućanstava u 2009. godini nešto je blaži od porasta koji se u istom razdoblju odnosio na udio loših

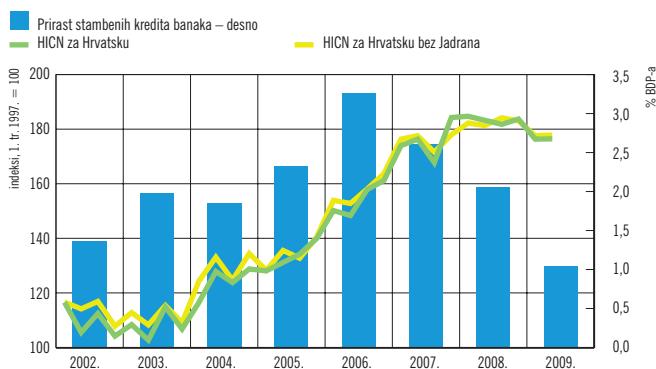
kredita odobrenih tom sektoru. Stoga prikazane rezultate valja uzeti s određenim oprezom jer postoji mogućnosti da kućanstva zbog teškog prilagođavanja smanjenju dohotka počnu kasniti s plaćanjem dugova i prije nego im finansijska granica postane negativna, kao i zbog potencijalnih pristranosti u podacima iz APK i eventualnih pogrešaka do kojih mogu dovesti implicitne prepostavke primijenjene u simulacijama.

Budući da se u 2010. godini ne očekuje nastavak tendencije rasta aktivnih kamatnih stopa banaka, kao ni znatna deprecijacija deviznog tečaja, pritisci na rast iznosa otplate kredita kućanstvima trebali bi se smanjiti. Istodobno će glavni rizik za kreditnu sposobnost kućanstava proizlaziti iz mogućeg pada raspoloživog dohotka kućanstava zbog smanjenja zaposlenosti i realnih plaća, koji bi trebalo biti blaži nego u 2009. godini pa bi se stoga i rast udjela duga kod ranjivih kućanstava mogao usporiti. Premda bi trend rasta već ionako znatne kamatne i valutne izloženosti sektora kućanstava u kombinaciji s nepovoljnim kretanjem raspoloživog dohotka kućanstava mogao narušiti kvalitetu kreditnog portfelja banaka u tom segmentu poslovanja, provedena analiza pokazuje kako su potrebni ekstremni šokovi da bi to pogoršanje znatnije utjecalo na finansijsku poziciju banaka.

⁸ Pad zaposlenosti od 5% uz istodobni rast godišnjeg iznosa otplate kredita od 20% zbog deprecijacije deviznog tečaja, odnosno zbog rasta kamatnih stopa od 5 postotnih bodova

Sektor nekretnina

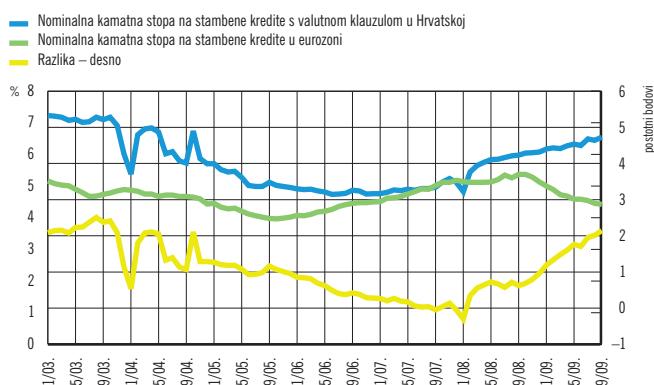
Slika 36. Stambeni krediti i hedonistički indeks cijena stambenih nekretnina^a na tromjesečnoj razini



^a Hedonistički indeks uzima u obzir kvalitativne fakture pri standardiziranju stambenih jedinica.

Izvor: Izračun HNB-a

Slika 37. Usporedba kamatnih stopa na stambene kredite u Hrvatskoj i u eurozoni



Izvor: HNB; ESB

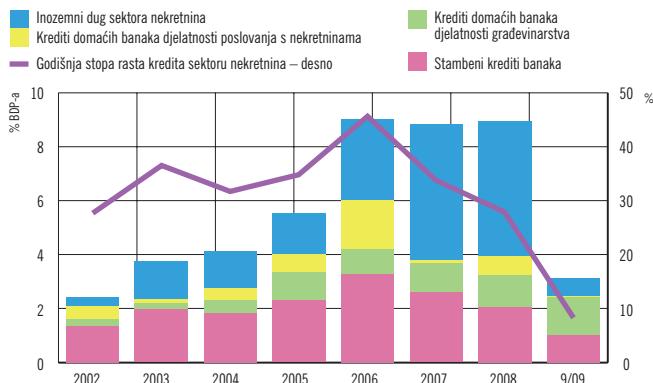
Povećanje rizika nezaposlenosti i pad dohodaka, te povišena razina realnih kamatnih stopa, djelovali su na pad potražnje kućanstava za stambenim nekretninama, što se odrazilo i na sniženje njihovih cijena. Trend pada tržišnih cijena stambenih nekretnina mogao bi se nastaviti i u 2010. u uvjetima otežanog poslovanja sektora nekretnina.

Smanjivanje prometa i pad cijena na tržištu stambenih nekretnina, vidljivi od kraja 2008., dodatno su se pojačali početkom 2009. Posebno snažan godišnji pad cijena stambenih nekretnina (-4,6%) zabilježen je u prvom tromjesečju 2009. godine (Slika 36.), kada su cijene snižene na razinu na kojoj su stagnirale i tijekom iduća tri mjeseca. Nakon što su tijekom prethodne godine cijene nekretnina na Jadranu bile stabilnije, u prvom je polugodištu 2009. smanjenje njihovih cijena bilo snažnije nego u ostaku Hrvatske pa je i godišnji pad cijena nekretnina iz kojih su isključene nekretnine u obalnom području u drugom tromjesečju bio nešto niži (-2,0%).

Pad cijena stambenih nekretnina u prvoj polovini 2009. posljedica je kretanja fundamentalnih činitelja u tom razdoblju. Zbog negativnih se trendova na tržištu rada tijekom 2009. već do sredine godine smanjio raspoloživi dohodak kućanstava, dok su kamatne stope na stambene kredite u istom razdoblju realno osjetno porasle pa se rast stambenih kredita znatno usporio (slike 36. i 37.). Očekivani nastavak nepovoljnijih kretanja na tržištu rada u 2010. i zadržavanje nominalnih kamatnih stopa na relativno visokoj razini uz očekivano razmjerno nisku inflaciju u ovoj će godini vršiti pritisak na pad tržišnih cijena stambenih nekretnina na njihovu ravnotežnu razinu.

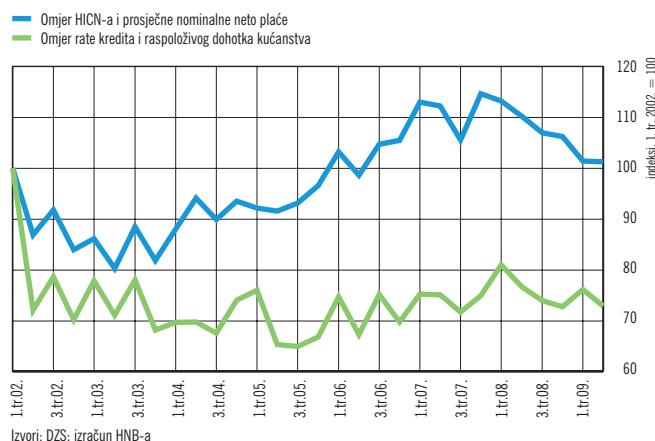
Mogućnosti refinanciranja i reprogramiranja postojećih kreditnih aranžmana koje su posebno tijekom prvog tromjesečja 2009. domaće banke omogućile svojim klijentima iz djelatnosti građevinarstva, odgodile su značajniji pad tržišnih cijena stam-

Slika 38. Prirast domaćih i inozemnih kredita sektoru nekretnina



Izvor: Izračun HNB-a

Slika 39. Finansijska dostupnost stambenih nekretnina



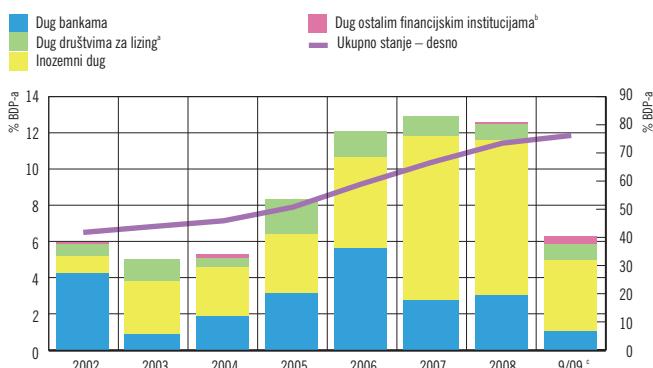
Izvor: DZS; izračun HNB-a

benih nekretnina u uvjetima znatnog smanjenja potražnje. Međutim, do kraja rujna 2009. kreditiranje djelatnosti građevinarstva od strane domaćih banaka znatno se usporilo. Istodobno se snažno usporio i prirast inozemnog duga sektora nekretnina, a nešto se blaže usporilo financiranje djelatnosti poslovanja s nekretninama i stambeno kreditiranje iz domaćih izvora. Stoga se do kraja trećeg tromjesečja 2009. prirast ukupnih kredita sektoru nekretnina u odnosu na kraj 2008. znatno smanjio pa je njegova godišnja stopa na kraju rujna 2009. iznosila 8,3% (Slika 38.). Otežan pristup finansijskim sredstvima i iz domaćih i iz inozemnih izvora, s kojim se taj segment nefinansijskih poduzeća već sada susreće, uz pad poslovnih prihoda jer je neprodan stambeni fond znatan, pogoršat će sposobnost podmirenja finansijskih obveza i tako potaknuti nastavak rasta njegovih loših kredita, koji su već u prvih devet mjeseci 2009. godine porasli gotovo za 45%. Navedeno bi ujedno moglo dodatno pojačati pritisak na pad cijena stanova u uvjetima ograničene potražnje.

Tijekom prvog polugodišta 2009. stambene su nekretnine kućanstvima bile finansijski dostupnije nego što su to bile krajem 2008. (Slika 39.). To je posljedica pada cijena stambenih nekretnina u promatranom razdoblju i relativno sporije prilagodbe tržišta rada. Međutim, nepovoljna kretanja zabilježena na tržištu rada u drugoj polovini 2009., kao i očekivanja da će se ona nastaviti u prvom polugodištu 2010. (premda nešto blažom dinamikom), neće pridonijeti poboljšanju finansijske dostupnosti nekretnina i tako će ograničiti eventualni pozitivan cjenovni poticaj potražnji unatoč očekivanom, dalnjem smanjenju cijena stambenih nekretnina. Pad poslovnih prihoda djelatnosti građevinarstva i upravljanja nekretninama zbog jačanja pritisaka na smanjenje tržišnih cijena stambenih nekretnina, uz istodobno oskudnije i relativno skupe izvore financiranja te rastuću nelikvidnost, odgodit će nove investicijske aktivnosti tog sektora te povećati rizik nemogućnosti refinanciranja i podmirivanja postojećih kreditnih obveza.

Sektor nefinancijskih poduzeća

Slika 40. Promjena i stanje duga nefinancijskih poduzeća

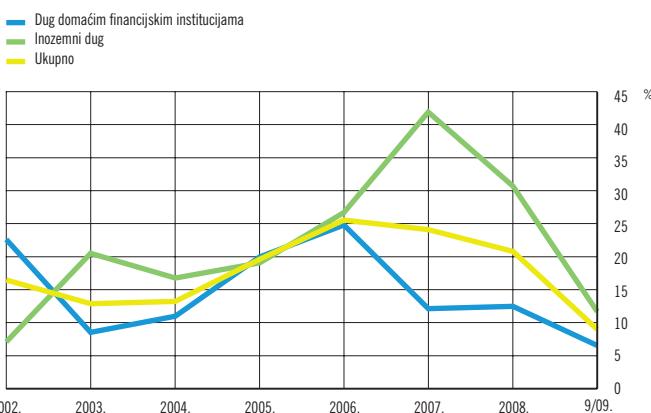


^a Procjena; ^b Dug prema osiguravajućim društvima u rujnu 2009. aproksimiran kreditima (uključene kamate).

^c Godišnji pristat duga na kraju rujna 2009.

Izvor: HNB; Hanfa

Slika 41. Godišnje stope rasta duga nefinancijskih poduzeća



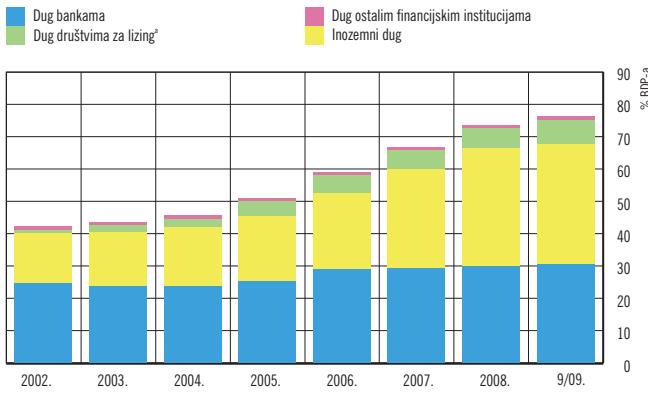
Izvor: HNB; Hanfa

Znatno sporije zaduživanje nefinancijskih poduzeća na domaćem i inozemnom tržištu u prvih devet mjeseci 2009. odvija se uz sektorsk realokaciju resursa i promjene kreditnih politika, koje, zajedno sa započetim restrukturiranjima u korporativnom sektoru, općenito potpomažu gospodarski oporavak. Pritom i dalje raste izloženost poduzeća valutnom i kreditnom riziku, što se osobito odnosi na poduzeća iz sektora međunarodno nerazmjenjivih dobara. Rastuća nelikvidnost i potisnuta tržišna očekivanja, praćeni povećanim teretom otplate duga poduzeća, ograničavaju gospodarski oporavak.

Kulminacija finansijske krize početkom 2009. oštro je usporila zaduživanje nefinancijskih poduzeća, koja su se i u ostatku godine sve umjereno zaduživala i tako nastavila trendove iz prethodne godine. To je rezultiralo smanjenjem godišnje stope rasta njihova duga u rujnu 2009. na razinu nižu od 10%. Na sporiji rast zaduženosti korporativnog sektora utjecala je slabija potražnja poduzeća za kreditima zbog smanjenja ukupne gospodarske aktivnosti, ali i otežana dostupnost te poskupljenje domaćih i inozemnih izvora financiranja.

Istodobno se također nastavlja mijenjati struktura financiranja nefinancijskih poduzeća pa se uz osjetno usporavanje njihova zaduživanja na domaćem tržištu tijekom prvih devet mjeseci 2009. godine bilježi i iznimno snažno usporavanje inozemnog zaduživanja. Među domaćim se izvorima osobito usporilo kreditiranje preko banaka, koje, između ostalog, odražava njihove strože kreditne politike zbog povećanja kreditnog rizika. Rast korporativnog duga društвima za lizing i ostalim finansijskim institucijama nastavio se razmjerno stabilnom dinamikom u tom razdoblju, a iznimka su investicijski fondovi, koji već treći

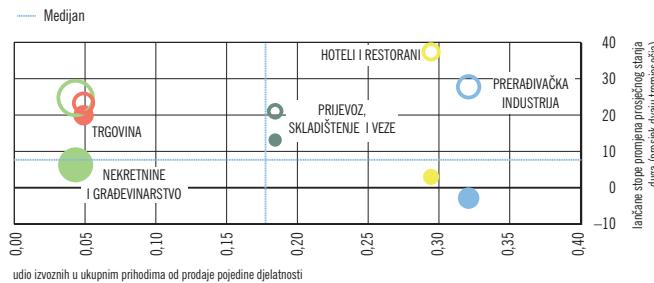
Slika 42. Dug nefinansijskih poduzeća



* Dug je poduzeća društva za lizing procijenjen.

Izvori: HNB; Hanifa

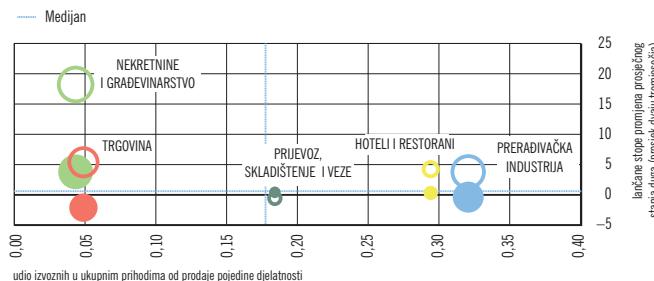
Slika 43. Alokacija inozemnog duga po sektorima za razdoblje od ožujka do rujna 2009.



Napomena: Puni krug označuje dinamiku duga u posljednja dva promatrana tromjesečja (prosječno stanje duga na kraju lipnja i rujna 2009. u odnosu na prosječno stanje duga na kraju prosinca 2008. i ožujka 2009). Prazni krug označuje istovrsnu promjenu stanja duga iz prethodnog razdoblja (prosječno stanje duga na kraju prosinca 2008. i ožujka 2009. u odnosu na prosječno stanje duga na kraju lipnja i rujna 2008.). Veličina kruga pokazuje značenje udjela pojedine djelatnosti u ukupnom dugu nefinansijskih poduzeća prema inozemstvu, pri čemu je kao pokazatelj uzet dug krajem rujna 2009. Djelatnosti s razmjerno malim udjelom u dugu nisu prikazane.

Izvori: HNB (za inozemni dug); Fina (za izvozne i ukupne prihode)

Slika 44. Alokacija kredita domaćih banaka po sektorima za razdoblje od ožujka do rujna 2009.



Napomena: Puni krug označuje dinamiku duga u posljednja dva promatrana tromjesečja (prosječno stanje duga na kraju lipnja i rujna 2009. u odnosu na prosječno stanje duga na kraju prosinca 2008. i ožujka 2009). Prazni krug označuje istovrsnu promjenu stanja duga iz prethodnog razdoblja (prosječno stanje duga na kraju prosinca 2008. i ožujka 2009. u odnosu na prosječno stanje duga na kraju lipnja i rujna 2008.). Veličina kruga pokazuje značenje udjela pojedine djelatnosti u ukupnom dugu nefinansijskih poduzeća prema domaćim bankama. Djelatnosti s razmjerno malim udjelom u dugu nisu prikazane.

Izvori: HNB (za kredite po djelatnostima); Fina (za izvozne i ukupne prihode)

godinu zaredom smanjuju svoju izloženost poduzećima (Slika 40.). Slična kretanja na domaćem tržištu mogu se očekivati i u 2010. godini, uz nešto veći prirast inozemnog duga poduzeća u odnosu na 2009.

Premda su početak gospodarskog oporavka na stranim tržištima i smanjenje premije za rizik zemlje još u prvom polugodištu 2009. olakšali pristup inozemnim izvorima, to se nije odrazilo na dinamiku inozemnog zaduživanja nefinansijskih poduzeća, koja se u 2009. snažno usporila pa se godišnja stopa rasta inozemnog duga smanjila na razinu nešto višu od 10% i prekinuta je višegodišnja dominacija tog izvora financiranja poduzeća (Slika 41.). Zaduženost sektora poduzeća, mjerena omjerom njihova duga i BDP-a, neprekidno se povećava, čemu je pridonjelo i smanjenje BDP-a (Slika 42.).

Krediti domaćih banaka stagnirali su tijekom drugog i trećeg tromjesečja, s iznimkom poduzeća iz građevinskog sektora, koja su se dodatno zaduživala premda se rast plasmana tim poduzećima najsnažnije usporio. Slični trendovi mogu se uočiti kod inozemnog zaduživanja po djelatnostima, gdje je još uvijek vidljiva dominacija poduzeća iz sektora međunarodno nerazmjenjivih dobara (slike 43. i 44.). Navedeno se djelomično može objasniti značajnim udjelom stranog vlasništva u tim poduzećima, posebno u djelatnosti trgovine. Proces smanjivanja zaliha, koji je u promatranom razdoblju započeo u djelatnosti prerađivačke industrije, također je mogao utjecati na relativno smanjenje potražnje za kreditima.

U situaciji povećane neizvjesnosti, u kojoj je kvarenje kvalitete portfelja kredita poduzećima sve vjerojatnije, banke su se, osim spomenutim sektorskim preusmjeravanjem kreditnih potencijala, od kreditnog i valutnog rizika štitile i odobravanjem relativno više kredita na kraći rok i uz valutnu klauzulu (Slika 45.). Te promjene valutne strukture pokušaj su banaka da uravnoteže valutnu poziciju u okolnostima u kojima udio deviznih izvora sredstava raste. Zato je udio duga nefinansijskih poduzeća nominiranog u stranoj valuti krajem rujna 2009. dosegnuo 85% i dodatno povećao valutni rizik sektora u odnosu na početak godine (Slika 46.).

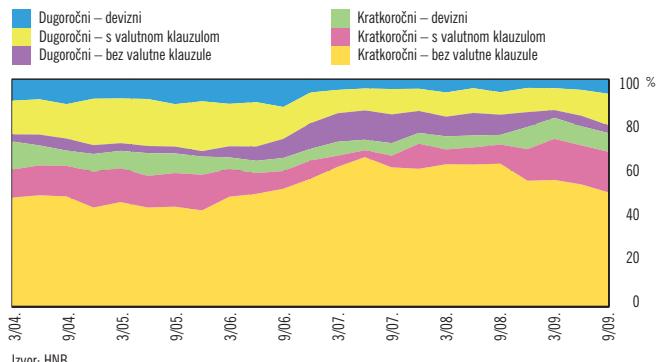
Tako se valutni rizik povećao i kod poduzeća u djelatnostima međunarodno nerazmjenjivih dobara, koja su se u posljednjih šest mjeseci zaduživala u inozemstvu sporije nego prije, ali i dalje snažnije od onih iz ostalih djelatnosti.

Budući da se intenzivnije zadužuju u stranoj valuti, a ne generiraju znatne devizne prihode, deprecijacija domaće valute još bi snažnije pogodila poduzeća iz tog sektora nego početkom 2009. godine (Slika 47.). Premda je i za poduzeća iz djelatnosti međunarodno razmjenjivih dobara valutni rizik porastao, ona i dalje uspijevaju taj rizik držati na nižoj razini jer ostvaruju značajne devizne prihode, koji su prirodno osiguranje od preuzetoga valutnog rizika.

Osjetljivost nefinansijskih poduzeća na kamatni rizik ostala je izrazita, unatoč tome što se blago povećao udio kredita kod kojih je kamatna stopa unutar godine dana nepromjenjiva. Naime, oko 70% domaćih bankovnih kredita ugovoreno je uz moguć-

Sektor nefinancijskih poduzeća

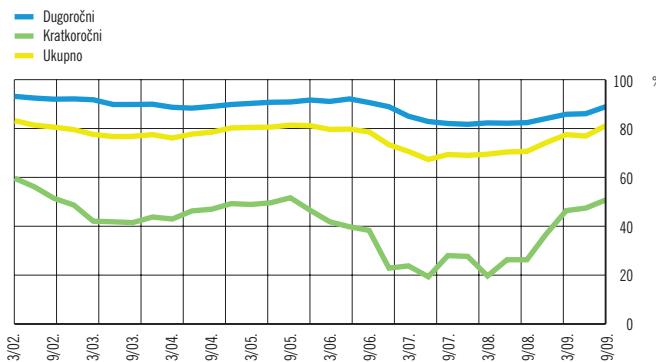
Slika 45. Ročna i valutna struktura novoodobrenih kredita nefinancijskim poduzećima



Izvor: HNB

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

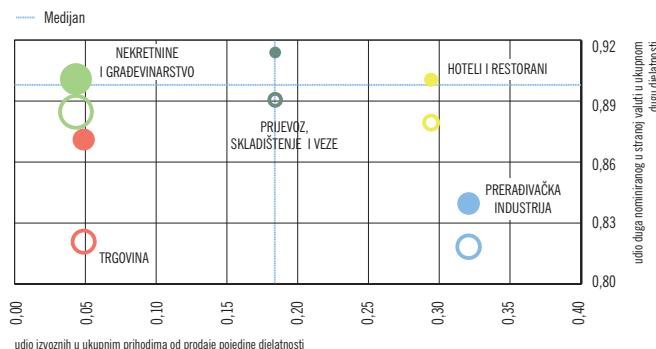
Slika 46. Udio duga poduzeća^a u stranoj valuti u ukupnim kreditima



^a Pretpostavlja se da je šav inozemni dug u stranoj valuti.

Izvor: HNB

Slika 47. Valutna izloženost

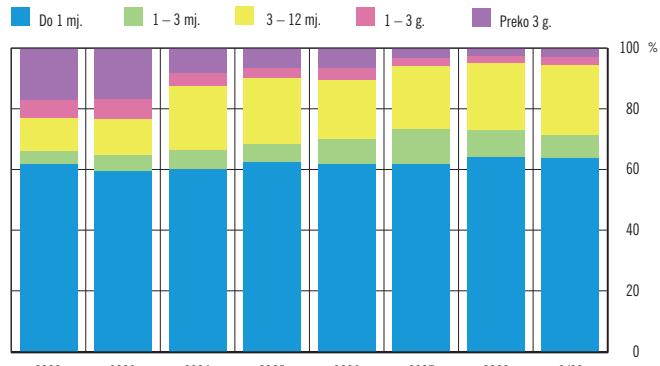


Izvor: HNB (za kredite po djelatnostima); Finu (za izvozne i ukupne prihode)

Napomena: Puni (prazni) krug označuje udio duga u stranoj valuti u rujnu (ožujku) 2009. Veličina kruga pokazuje udio pojedine djelatnosti u ukupnom dugu nefinancijskih poduzeća. Djelatnosti s razmjerno malim udjelom u dugu nisu prikazane.

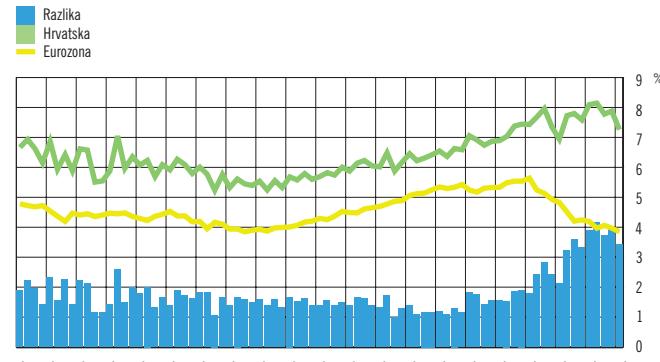
Izvor: HNB (za kredite po djelatnostima); Finu (za izvozne i ukupne prihode)

Slika 48. Struktura bankovnih kredita nefinancijskim poduzećima prema mogućnosti promjene kamatne stope



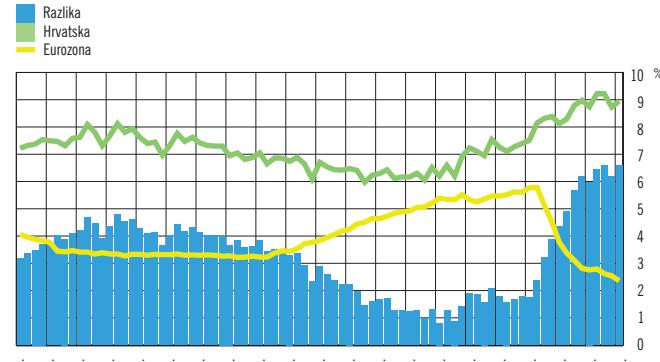
Izvor: HNB

Slika 49. Kamatne stope na dugoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u eurozoni



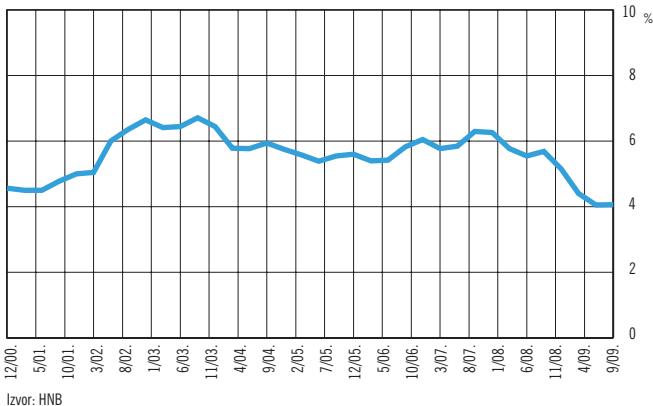
Izvor: HNB; ESB

Slika 50. Kamatne stope na kratkoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u eurozoni

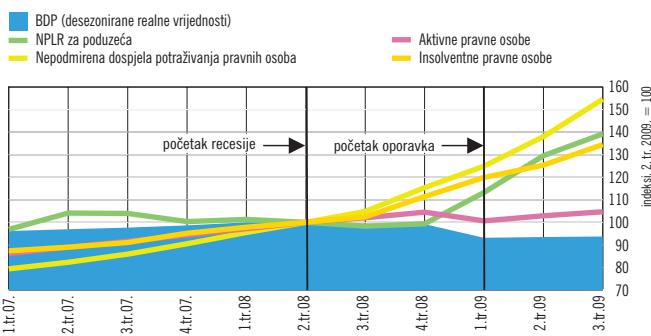


Izvor: HNB; ESB

Slika 51. Odnos depozita na transakcijskim računima nefinansijskih poduzeća i bruto dodane vrijednosti



Slika 52. Obilježja razvoja finansijske krize (prijenos šoka na kvalitetu kredita trgovačkim društvima)



Napomena: U statistici nepodmirenih potraživanja i insolventnih pravnih osoba došlo je do loma u seriji u 2. tromjesečju 2008. zbog zatvaranja određenog broja blokiranih računa u jednoj poslovnoj banci. Radi točnijeg prikaza dinamike ovih varijabli izvršena je korekcija (linearnom ekstrapolacijom) navedenog učinka.

Izvor: DZS; HNB; HGK

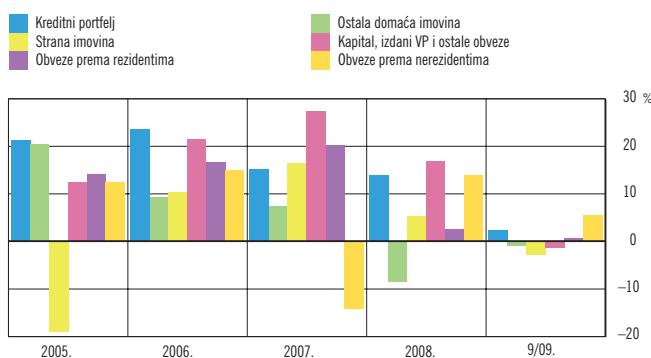
nost promjene kamatne stope u roku kraćem od tri mjeseca, a gotovo 95% kredita u roku kraćem od godine (Slika 48.). Kamatni rizik uvećava i činjenica da je najveći dio inozemnih kredita također ugovoren uz promjenjivu kamatnu stopu.

Trend rasta kamatnih stopa na kredite poduzećima u Hrvatskoj se zaustavio sredinom 2009. godine, zbog smanjenja premije za rizik zemlje, veće dostupnosti izvora sredstava i opreza banaka da visokim razinama kamatnog tereta ne ugroze platnu sposobnost nefinansijskih poduzeća, posebno u recesiskim uvjetima poslovanja. Kamatne stope na kratkoročne kredite, i to uglavnom na novoodobrene kunske kredite, koje su snažnije porasle zbog relativne oskudnosti kunske izvora za banke te činjenice da su rizičnijim poduzećima jedina mogućnost zaduživanja, do sredine 2009. također su se stabilizirale. Kod dugoročnog kreditiranja poduzeća trend snižavanja kamatnih stopa banaka još je zamjetniji, što se djelomično može povezati i s vjerojatno boljim bonitetom tvrtki koje se u sadašnjim uvjetima mogu dugoročno zadužiti. Kamatne stope na kredite poduzećima u eurozoni još su uvijek na izrazito niskim razinama, a izravna su posljedica sniženja ključnih, referentnih stopa Europske središnje banke. Tako je nakon jednogodišnjeg razilaženja u kretanju kamatnih stopa na kredite poduzećima u Hrvatskoj i u eurozoni, sredinom 2009. bila primjetna stabilizacija razlike između tih kamatnih stopa, premda na iznimno visokim razinama (slike 49. i 50.). Uzmu li se u obzir naznake daljnog smanjivanja kamatnih stopa na domaće kredite poduzećima početkom 2010. i očekivanje da će kamatne stope u eurozoni u tom razdoblju biti stabilne ili neznatno više, opisani kamatni diferencijal trebao bi se početi smanjivati.

S obzirom na skuplje izvore financiranja poduzeća, smanjene prihode od poslovanja te rastuću nelikvidnost, koja usporava proces preusmjeravanja resursa u profitabilnije djelatnosti i poslijedično dinamiku gospodarskog oporavka, likvidna sredstva poduzeća i dalje su na niskoj razini (Slika 51.). Pritisci na likvidnost poduzeća vjerojatno neće iščeznuti odmah čim počne gospodarski oporavak, pa bi rizik neuredne otplate kredita još neko vrijeme mogao jačati. Učinci makroekonomskog šoka na strukturu gospodarstva tako djeluju s odgodom te, uz još uvijek visoku razinu tereta otplate duga, potiču rast broja blokiranih računa odnosno nelikvidnih gospodarskih subjekata, usporavaju proces otvaranja novih tvrtki i pogoršavaju kvalitetu kreditnog portfelja banaka (Slika 52.). Kod domaćih je banaka rast udjela loših u ukupnim kreditima poduzećima prema tome započeo punih godinu dana nakon početka pada realne aktivnosti gospodarstva. Njihov se rast nastavlja i u početnoj fazi gospodarskog oporavka, a preokret tih trendova ne može se očekivati ni početkom 2010. godine.

Bankarski sektor

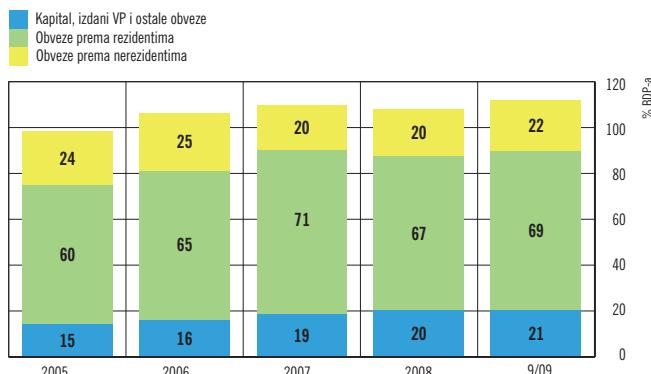
Slika 53. Godišnji porast najvažnijih stavki bilance bankarskog sektora^a



^a Porast stavki bilance na kraju rujna 2009. izračunat je u odnosu na kraj 2008.

Izvor: HNB

Slika 54. Pasiva bankarskog sektora^a



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

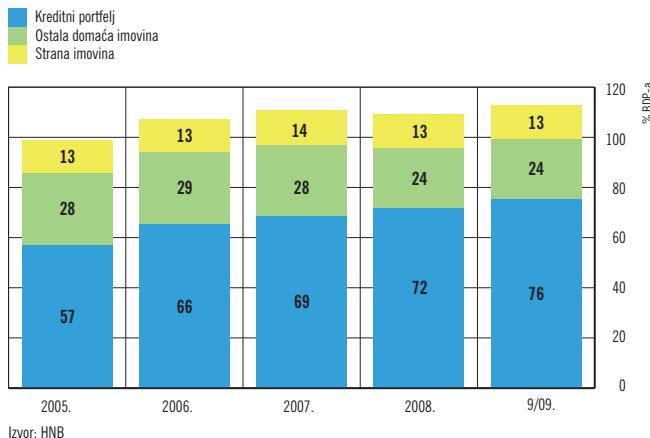
Izvor: HNB

Makroekonomski šok rezultirao je snažnim porastom troškova ispravaka vrijednosti, što je dovelo do značajnog pada zarada banaka. Banke su reagirale ugrađivanjem očekivanih gubitaka po kreditnom portfelju u kamatnu razliku, strožom kontrolom troškova i opreznijom kreditnom politikom. Simulacije otpornosti banaka na vanjske šokove pokazuju da će bankarski sektor u idućem razdoblju ostati stabilan. No, kako su regulatorne rezerve i zarade banaka u znatnoj mjeri smanjene, neke bi banke mogle biti primorane na dokapitalizaciju.

Bilančne ranjivosti

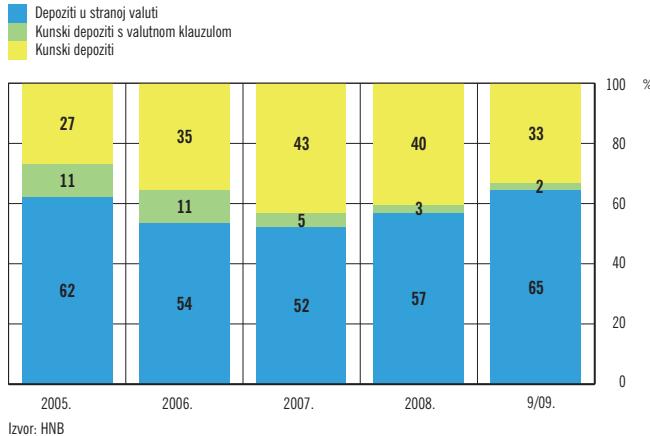
Tijekom prvih devet mjeseci 2009. banke su se nastavile oslanjati na inozemne izvore, u prvom redu na depozite svojih vlasnika, kako bi nadoknadle depozite rezidenata, čije je prikupljanje bilo otežano, a rast usporen nakon krize povjerenja i kratkotrajnog odljeva zabilježenog početkom listopada 2008. godine. Jačanje potpore vlasnika u obliku depozita, blagi oporavak depozita rezidenata i oslanjanje na prethodno akumulirane rezerve likvidnosti bankama su stvorili uvjete za nastavak kreditiranja i tijekom 2009. godine. U okviru porasta ukupne imovine od samo 1% u prvih devet mjeseci 2009. prostor za ukupni kreditni rast od 2% banke su stvorile smanjivši inozemnu imovinu za 3% i istodobno neznatno smanjivši ostalu domaću imovinu. No, banke su rezerve inozemne likvidnosti ipak nastavile održavati na bitno višoj razini od novoga, nižega regulatornog minimuma, pokazujući pojačan oprez pri odobravanju kredita (Slika 53.).

Slika 55. Aktiva bankarskog sektora



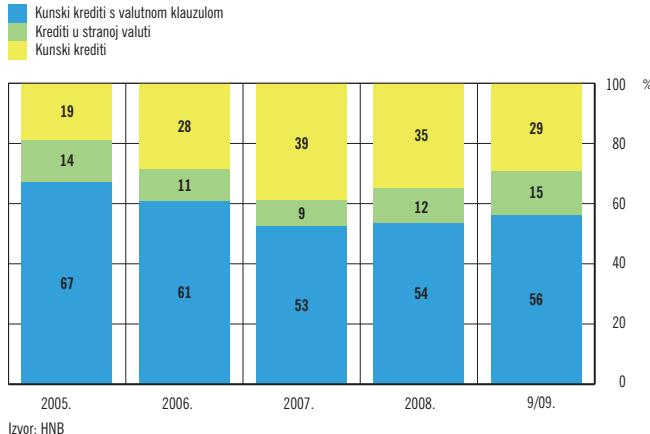
Izvor: HNB

Slika 56. Valutna struktura depozita



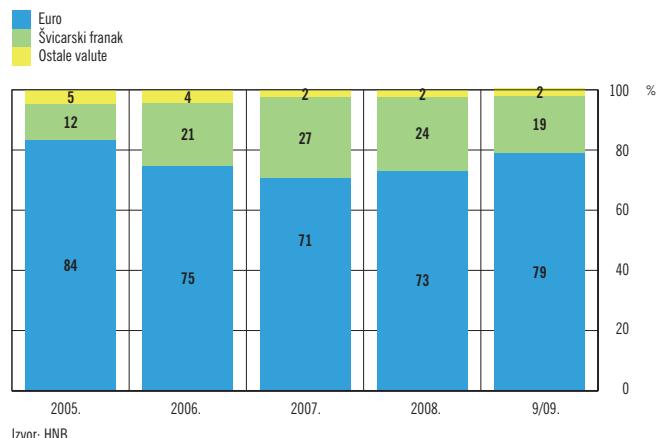
Izvor: HNB

Slika 57. Valutna struktura kredita



Izvor: HNB

Slika 58. Valutna struktura nekunskih kredita



Izvor: HNB

Opisane promjene dodatno su pojačale dominaciju kreditnog portfelja u imovini banaka². Kako je porast ukupne imovine banaka bio neznatan, a pad BDP-a snažan, omjer imovine bankarskog sektora i BDP-a povećao se za četiri postotna boda te je na kraju rujna dosegnuo 113% (slike 53., 54. i 55.).

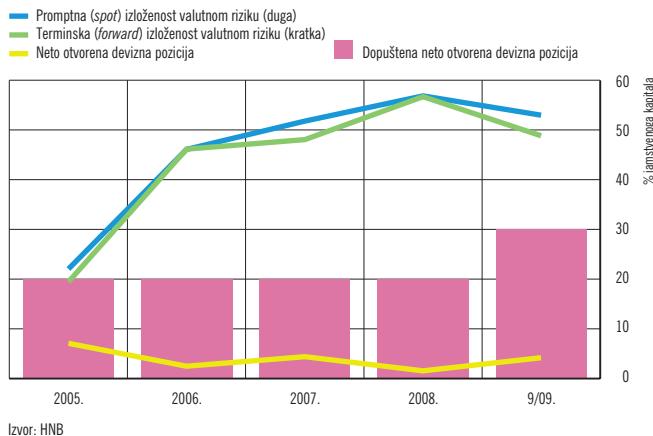
Budući da se navedeni prirast kredita u cijelosti može objasniti intenzivnim kreditiranjem države, osobito početkom 2009. godine, krediti stanovništvu i trgovackim društvima u prvih devet mjeseci 2009. smanjeni su za 2%. U uvjetima pada gospodarske aktivnosti to se smanjenje vjerojatno jednako može objasniti činiteljima na strani potražnje kao i na strani ponude. Naime, slabljenje potražnje poduzeća i stanovništva za kreditima praćeno je otežanim pronalaženjem kvalitetnih klijenata.

Nakon što su banke dio likvidnosti koji je središnja banka oslobođila početkom 2009. iskoristile kako bi stabilizirale poslovanje i olakšale državi refinanciranje inozemnog duga, u nastavku godine opreznim su kreditiranjem uvelike obnovile inozemnu likvidnu imovinu i nastavile je održavati na razini višoj od propisane, pretežno u obliku depozita kod stranih banaka. To je rezultiralo porastom inozemne imovine u drugom i trećem tro-mjesecu 2009. godine pa je njezino smanjenje u odnosu na razinu s kraja 2008. bilo tek neznatno (slike 53. i 55.).

Kapital banaka blago se povećao u prvih devet mjeseci 2009. godine pod utjecajem ostvarenih zarada, dok su značajnije do-kapitalizacije banaka u razdoblju svjetske finansijske krize izo-

² U izvješćima banaka vrijednost kredita izražava se po neto načelu, odnosno kao vrijednost odobrenih kredita umanjena za iznos ispravaka vrijednosti za te kredite. Tako su krediti odobreni poduzećima i stanovništvu u prvih devet mjeseci 2009. smanjeni za 1,7%, no njihova je neto vrijednost smanjena za 2,5%. Također, iznos kredita i depozita izražava se u kunama, što znači da promjena tečaja može smanjiti ili povećati nekunске stavke. U odnosu na kraj 2008. na kraju rujna 2009. tečaj kune prema euru bio je gotovo nepromijenjen (kuna je aprecirala oko 0,5%), dok je kuna ojačala prema švicarskom franku otprilike za 1,8%. To znači da u promatranoj razdoblju tečaj nije značajnije utjecao na nominalni rast kredita. Na agregatne pokazatelje o bankarskom sektoru utjecala je jedna velika banka koja je isplatiла izdane obveznice, čime se prepolovio iznos izdanih vrijednosnih papira (slike 1. i 2.).

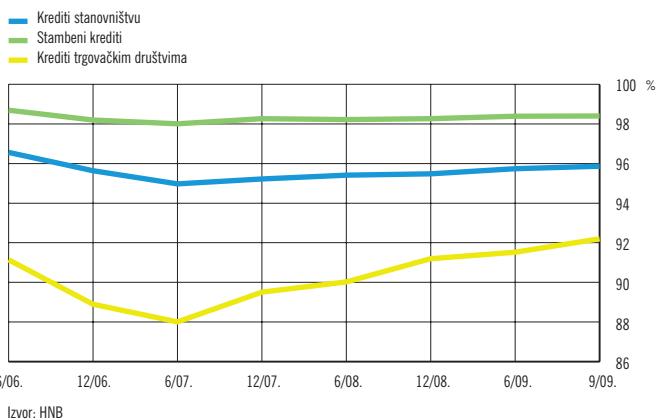
Slika 59. Izloženost banaka valutnom riziku



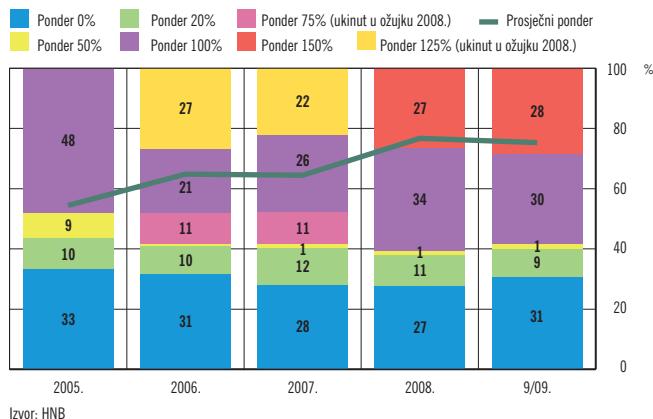
stale. Početak primjene Basela 2 neće znatno utjecati na potrebe banaka za kapitalom jer će viša minimalna stopa adekvatnosti kapitala od 12% (sadašnja iznosi 10%) biti neutralizirana blžim pravilima za izračun izloženosti rizicima. No, pojedine bi banke mogle imati potrebu za dodatnim kapitalom zbog gubitaka koje će prouzročiti rastući troškovi ispravaka vrijednosti. Ti troškovi, čiji porast obično kasni za usporavanjem gospodarske aktivnosti, vršit će pritisak na zarade banaka, pa će najslabije kapitalizirane banke morati prikupiti dodatni kapital ili smanjiti izloženost rizicima.

Odgodeno djelovanje nepovoljnih makroekonomskih kretanja iz prethodne godine na porast troškova ispravaka vrijednosti i nastavak usporenog prirasta depozita rezidenata nepovoljno će se odraziti na sposobnost banaka da kreditima podupru oporavak gospodarske aktivnosti u 2010. No, njihova razmjerno solidna likvidna pozicija i nastavak pritjecanja inozemnoga kapitala trebali bi ipak posještiti postupnu normalizaciju kreditnih tokova u ovoj godini.

Slika 60. Udio nezaštićenih u ukupnim kreditima izloženima VIKR-u



Slika 61. Distribucija imovine banaka po ponderima koji se na nju primjenjuju i prosječni ponder

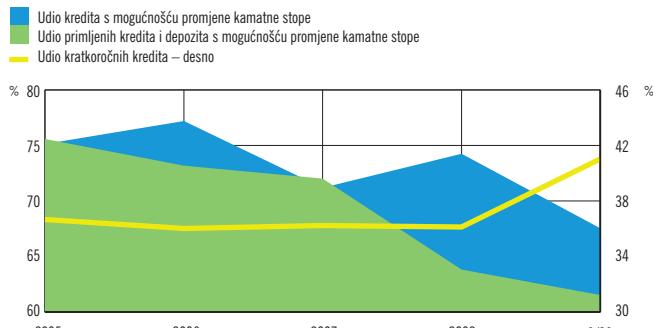


U razdoblju recesijskih pritisaka i pojačane neizvjesnosti došlo je do sektorskog i valutnog restrukturiranja obveza banaka, zbog kojeg se povećao udio njihove devizne komponente. Snajan pad kunske depozita trgovackih društava, koji je proizšao iz njihova otežanog poslovanja, banke su nadomjestile deviznim depozitima stranih finansijskih institucija, ponajprije vlasnika. U prvih devet mjeseci 2009. smanjio se apsolutni iznos depozita rezidenata u odnosu na razdoblje prije početka krize (rujan 2008. godine) te je stanovništvo nastavilo pojačano zamjenjivati kunske depozite deviznim (Slika 56.).

Porast neizvjesnosti koji je djelovao na rast deviznog dijela passiva banaka ujedno je potaknuo banke na povećanje deviznog dijela aktive. Tako je intenziviranje krize potkraj 2008. preokrenulo višegodišnji trend rasta udjela kunske kredita pa je do konca rujna 2009. udio kunske kredita smanjen na 29% (Slika 57.). Porast udjela kredita s valutnom klauzulom i deviznih kredita u ukupnim bio je praćen smanjenjem udjela kredita vezanih uz švicarski franak u nekunskim kreditima na manje od 20% u rujnu 2009. godine, odnosno na razinu na kojoj su se nalazili prije 2006. Udio kredita vezanih uz euro istodobno je nastavio rasti pa je dosegnuo gotovo 80% (Slika 58.). Slabljenju interesa za kredite vezane uz švicarski franak pridonijelo je povećanje tereta otplate do kojega je nedavno došlo zbog aprecijacije tečaja te valute. Tome je pridonijela i razmjerno jednostavna valutna konverzija postojećih kredita vezanih uz švicarski franak, koju su banke omogućile jer im oni otežavaju upravljanje deviznom pozicijom zbog neraspaganja izvorima sredstava u toj valuti.

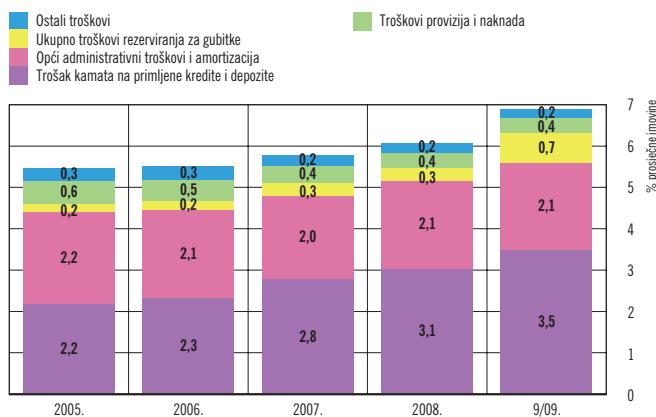
Jačanje dominacije deviznih kredita i kredita uz valutnu klauzulu, kao i obnavljanje razine inozemne imovine nakon njezina pada početkom 2009., uzroci su porasta neto otvorenih deviznih pozicija na oko 5% jamstvenoga kapitala u rujnu 2009. godine, što je i dalje značajno niže od maksimalno dopuštenih 30% (Slika 59.). Izloženost banaka valutno induciranim kreditnim rizikom (VIKR-u) također je porasla premda su banke pojačale kreditiranje izvoznih sektora, koji su se prije intenzivnije zaduživali u inozemstvu. Tako je ipak prevladao utjecaj pada izvo-

Slika 62. Udio (bruto) kredita i obveza banaka s mogućnošću promjene kamatne stope u roku do tri mjeseca i udio kredita s preostalim dospijećem kraćim od godinu dana u ukupnim bruto kreditima i obvezama banaka



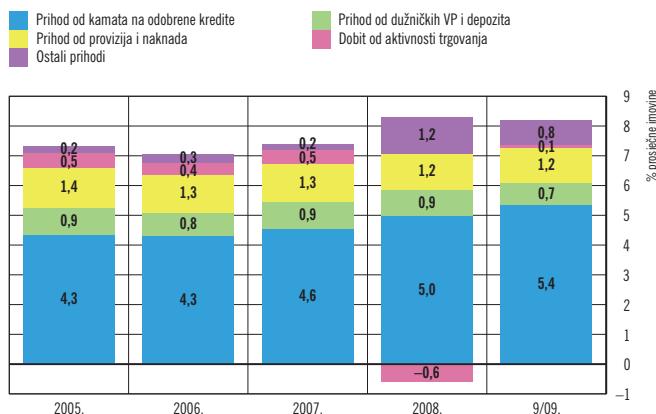
Izvor: HNB

Slika 63. Struktura ukupnih troškova



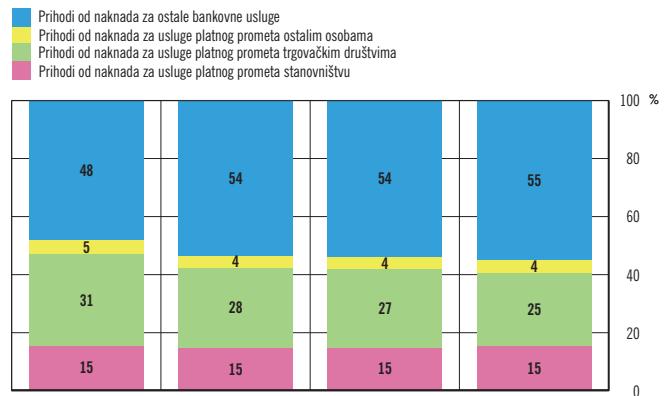
Izvor: HNB

Slika 64. Struktura ukupnih prihoda



Izvor: HNB

Slika 65. Struktura prihoda od provizija i naknada



Izvor: HNB

znih prihoda i pojačanog zaduživanja poduzeća u stranoj valuti ili uz valutnu klauzulu na porast VIKR-a (Slika 60.).

Snažan rast kreditiranja države početkom godine, koje ima ponder rizičnosti od 0%, i istodobna stagnacija stambenih kredita, koji zbog izloženosti kućanstava valutnom riziku nose najveći koeficijent rizičnosti (150%), u prvih devet mjeseci 2009. godine doveli su do blagog smanjenja prosječnoga koeficijenta rizičnosti koji se primjenjuje na imovinu banaka, što je povoljno utjecalo na kapitalnu adekvatnost (Slika 61.).

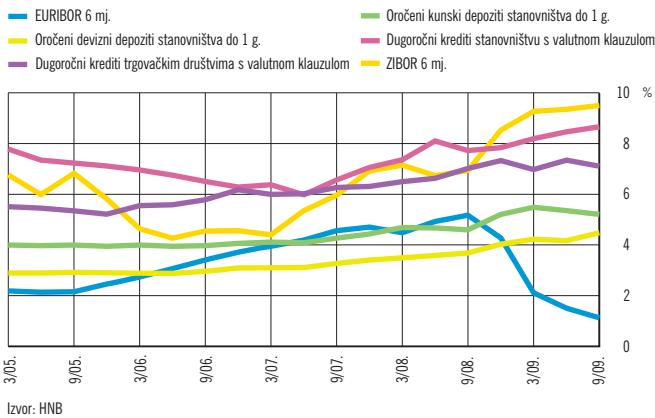
Nepovoljna makroekonomска klima i turbulencije na finansijskim tržištima potaknule su banke da krajem 2008. godine osim valutnog rizika na klijente u većoj mjeri počnu prebacivati i kamatni rizik jačanjem kreditiranja uz promjenjivu kamatnu stopu. Također, tijekom 2009. godine banke su i rizik likvidnosti nastojale držati pod kontrolom povećavajući udio kratkoročnih kredita, čime na klijente prenose i rizik refinanciranja. Tako je udio bruto kredita s preostalim dospijećem kraćim od godinu dana porastao s 36% koliko je iznosio koncem 2008., na 41% u rujnu 2009. godine (Slika 62.).

Strateški rizici³

Tijekom prvih devet mjeseci 2009. banke su zabilježile snažno povećanje troškova ispravaka vrijednosti, što je rezultat pogoršanja makroekonomskih kretanja koje je započelo sredinom 2008. godine. Istodobno su pod utjecajem zadržavanja premije za rizik na razmjerno visokoj razini porasli kamatni troškovi, a to je bankama znatno povećalo i trošak inozemnih izvora unatoč padu referentnih kamatnih stopa u eurozoni i unatoč smanjenju regulatornog tereta (Slika 63.). U skladu s tim nastavilo

³ Stavke iz računa dobiti i gubitki za treće tromjesečje 2009. svedene su na godišnju razinu kako bi se mogle uspoređivati s prethodnim cijelogodišnjim razdobljima. To je učinjeno zbrajanjem poslovnih rezultata banaka u posljednjem tromjesečju 2008. i prva tri tromjesečja 2009.

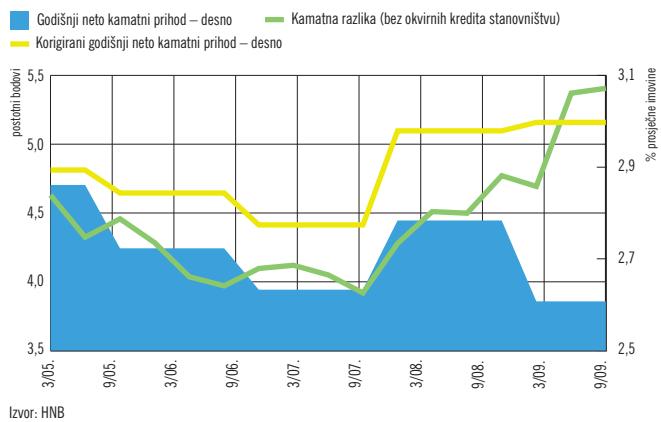
Slika 66. Odabране kamatne stope (tromjesečni prosjek mjesecnih stopa)



Slika 67. Udio kratkoročnih u ukupnim novoodobrenim kreditima (tromjesečni prosjek mjesecnih kredita)



Slika 68. Kamatna razlika (tromjesečni prosjek mjesecnih stopa) i godišnji neto kamatni prihod



se različito kretanje domaćih i referentnih stranih kamatnih stope (Slika 66.). Budući da banke na domaćem tržištu sve više ulažu napore kako bi prikupile depozite rezidenata, rastu i kamatni troškovi na domaće izvore.

Da bi ublažile utjecaj rastućih ispravaka vrijednosti i kamatnih troškova na neto prihod, banke su u prvih devet mjeseci 2009. godine povećale kamatne stope na kredite i prilagodile poslovanje smanjujući opće administrativne troškove i amortizaciju (Slike 63. i 66.). Porast aktivnih kamatnih stope i istodobni rast udjela kredita u ukupnoj imovini doveli su do porasta relativne važnosti kamatnog prihoda banaka (Slika 64.).

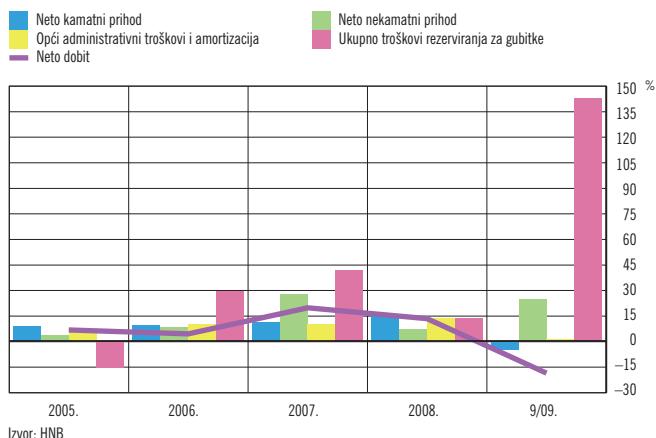
Dobit banaka od aktivnosti trgovanja u cijelogodišnjem razdoblju bila je zanemariva, no u pojedinim tromjesečjima ovi su prihodi bili znatni, posebice u segmentu trgovanja izvedenicama, što je rezultat kratkoročnih oscilacija tečaja i kamatnih stopa jer banke pomoću izvedenica smanjuju izravnu izloženost valutnom i kamatnom riziku (slike 59. i 64.). Unatoč znatnom povisivanju iznosa bankovnih provizija i naknada relativno značenje ovog izvora prihoda nije se povećalo zbog pada obujma usluga na koje se one naplaćuju, što se pogotovo odnosi na prihode od platnog prometa trgovackih društava (slike 64. i 65.).

Porast aktivnih kamatnih stope odnosio se prije svega na sektor stanovništva, kod kojeg je vidljiv porast kamatnih stopa na sve kredite, dok je trend rasta kamatnih stopa na kredite trgovackim društvima zaustavljen sredinom 2009. godine (Slika 66.). Trgovacka društva već su znatno opterećena visokim troškovima financiranja, a recesijski pritisci snažno su se odrazili na porast loših kredita tog sektora pa bi banke daljnjam povećanjem kamatnog tereta dodatno narušile njegovu sposobnost otplaćivanja dugova. Stabiliziranje kamatnih stopa na kredite trgovackim društvima može biti povezano i s nekamatnim uvjetima kreditiranja, koji su postroženi radi pridobivanja kvalitetnijih klijenata. Također, udio skupljih, kratkoročnih kredita i dalje je znatno viši nego prethodnih godina, iako se blago smanjio u drugom i trećem tromjesečju 2009. godine (Slika 67.).

Opisano kretanje kamatnih stopa odražava i očekivanja banaka glede budućih gospodarskih kretanja. Pesimistična očekivanja za iduću godinu što se tiče izloženosti banaka izravnom i neizravnom kreditnom riziku, kao i opreznije upravljanje likvidnošću, prouzročili su brži rast aktivnih od pasivnih kamatnih stopa i skraćivanje ročnosti kreditnog portfelja. Time banke pokušavaju dio potencijalnih gubitaka po kreditnom portfelju ugraditi u kamatnu razliku⁴, koja je tijekom 2009. snažno porasla (Slika 68.). Kretanje kamatne marže, mjerene omjerom godišnjeg neto kamatnog prihoda i prosječne imovine, u prvih se devet mjeseci 2009. razilazilo s kretanjem kamatne razlike: kamatna je razlika porasla za cijeli postotni bod u odnosu na kraj 2008., dok se kamatna marža smanjila. Osim što se pri

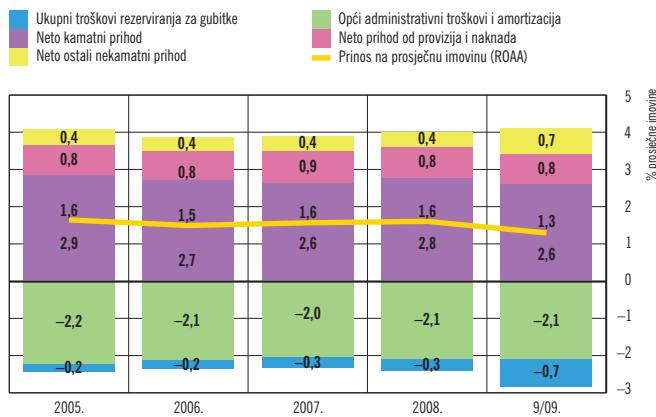
⁴ Kamatna razlika izračunata je kao razlika između kamatne stope na ukupne kredite i kamatne stope na ukupne depozite, s time da su iz kredita isključeni okvirni krediti stanovništva. Naime, ti se krediti u statistici kamatnih stopa vode kao novoodobreni u svakom mjesecu, čime se njihov udio u ukupnim kreditima preveličava, što u kombinaciji s njihovim visokim nominalnim kamatnim stopama umjetno podiže kamatnu razliku otprilike za dva postotna boda.

Slika 69. Promjena odabranih kategorija poslovnog rezultata



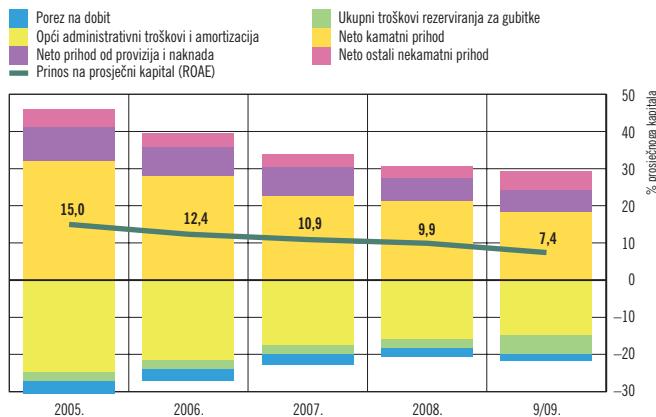
Izvor: HNB

Slika 70. Doprinosi elemenata prinosa na prosječnu imovinu



Izvor: HNB

Slika 71. Doprinosi elemenata prinosa na prosječni kapital



Izvor: HNB

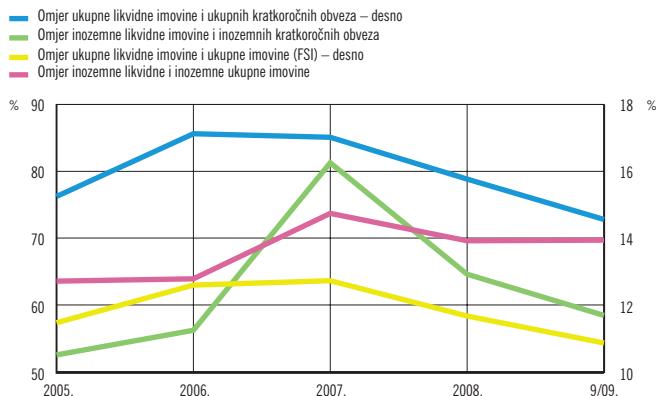
izračunu kamatne razlike ne uzima u obzir iznos odobrenih kredita, objašnjenje ove neuobičajene pojave može se naći i u snažnom porastu kamatnih troškova nekoliko velikih banaka za inozemne obveze (ponajprije troška kunksih izvora vezanih uz ZIBOR) u prvih devet mjeseci 2009. godine. Ti troškovi smanjuju neto kamatni prihod banaka, ali ne ulaze u izračun kamatne razlike, koja obuhvaća isključivo ugovorene aktivne i pasivne poslove s rezidentima (slike 66. i 68.). Kako se banke koriste instrumentima za osiguranje od kamatnog rizika kod navedenih depozita nerezidenata, taj se dodatni trošak ne odražava na njihovu ukupnu dobit, ali iskrivilje kamatnu maržu.

Opisani je iskriviljeni pokazatelj fiktivno smanjio neto kamatni prihod, koji bi trebalo korigirati za dobit od trgovanja izvedenicama, kojim su banke nadoknadle porast kamatnih troškova na osnovi depozita vlasnika i obračunate tečajne razlike (Slika 68.). Banke su ograničile rast općih administrativnih troškova i amortizacije koliko je to bilo moguće u kratkom roku pa je neto prihod banaka prije oduzimanja troškova ispravaka vrijednosti porastao. Ipak, snažan porast troškova ispravaka vrijednosti, od 143%, bio je uzrok pada neto dobiti banaka od oko 19% (Slika 69.).

Slabiji poslovni rezultati banaka te istodobni blag porast kapitala i imovine zamjetno su smanjili prinos na prosječnu imovinu (s 1,6% na 1,3%) i prinos na prosječni kapital (s 9,9% na 7,4%) na kraju rujna 2009. godine (slike 70. i 71.).

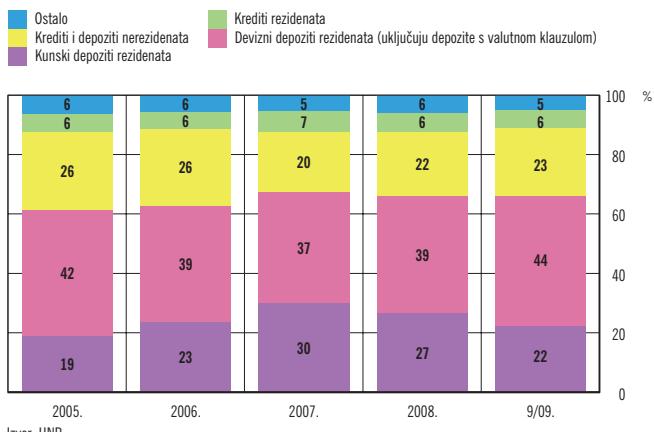
Bez obzira na primjetan pad zarada banaka tijekom 2009. godine, one za sada dobro ispunjavaju ulogu prvog amortizera šokova, što je osobito bilo važno u razdoblju u kojem nije bilo značajnije dokapitalizacije banaka. Budući da troškovi ispravaka vrijednosti na makroekonomski poremećaje reagiraju s određenim vremenskim odmakom, pritisak makroekonomskih kretanja na klijente banaka, a time i trošak ispravaka vrijednosti, zadržat će se na visokoj razini i u 2010. godini. Stoga se teško može očekivati znatnije smanjenje kamatnih stopa, iako će se troškovi financiranja banaka vjerojatno smanjivati. Procjene zarada banaka za cijeli sektor u 2009. na temelju internog modela pokazuju da će one biti zamjetno smanjene u usporedbi s 2008. godinom (za nešto manje od 20%), no i dalje dovoljne da zaštite kapital većine banaka. Tijekom 2010. vjerojatno će započeti intenzivnije kreditiranje poduzeća i stanovništva, ali materijalizacija kreditnog rizika još će neko vrijeme opterećivati poslovanje banaka pa se snažniji oporavak zarada banaka ne može očekivati prije 2011. godine.

Slika 72. Pokazatelji likvidnosti



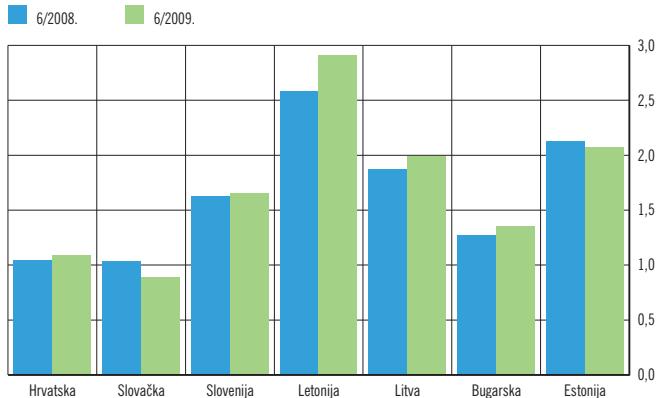
Izvor: HNB

Slika 73. Struktura obveza



Izvor: HNB

Slika 74. Omjer kredita i depozita za privatni sektor u odabranim zemljama



Izvor: MMF, International Financial Statistics, studeni 2009.

Likvidnosni rizik

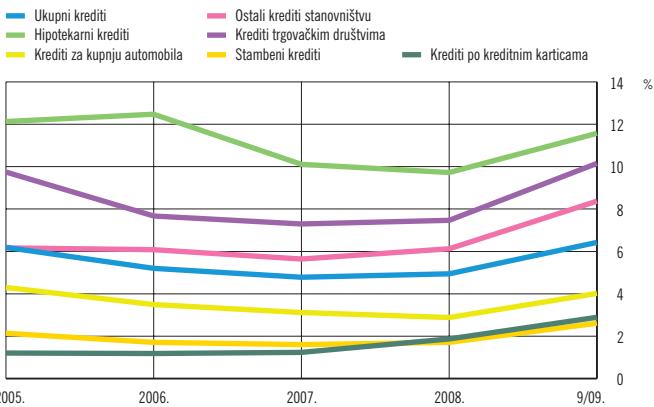
Korištenje dijela oslobođenih likvidnih inozemnih sredstava banaka i domaćih pričuva kao i intenzivnije oslanjanje na inozemne izvore za financiranje kredita, kojima je nadomješteno smanjenje domaćih depozita krajem 2008., pogoršalo je većinu pokazatelja likvidnosti u prvih devet mjeseci 2009. godine (slike 72. i 73.).

Banke su tijekom drugog i trećeg tromjesečja 2009. prilično obnovile ukupnu likvidnu imovinu, međutim ne do razine s kraja 2008. godine pa su pokazatelji ukupne likvidnosti ipak smanjeni. Stoga je omjer likvidne i ukupne imovine pao u odnosu na njegovu razinu s kraja 2008. Nešto niži iznos ukupne likvidne imovine i nastavak rasta kratkoročnih obveza uzrokovali su i pad omjera ukupne likvidne imovine i kratkoročnih obveza.

Pokazatelji inozemne likvidnosti znatno su manje pali u odnosu na 2008. godinu ili su stagnirali, za što je zaslužno djelomično obnavljanje strane likvidne imovine u drugom i trećem tromjesečju 2009. Omjer inozemne likvidne imovine i inozemnih kratkoročnih obveza nastavio se smanjivati, iako slabijim intenzitetom u odnosu na 2008. godinu. Na takvo kretanje najveći je utjecaj imao snažan porast depozita nerezidenata, koji se u izračunu pokazatelja smatraju kratkoročnom obvezom (bili oni oročeni ili ne). Budući da je inozemna likvidna imovina smanjena podjednako kao i inozemna ukupna imovina, njihov se omjer zadržao na istoj razini.

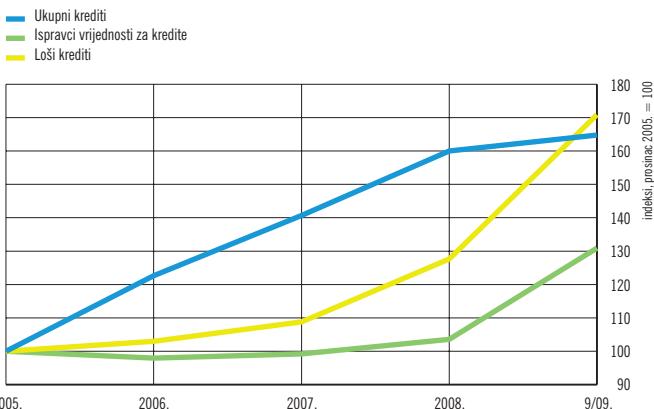
Zbog porasta udjela kratkoročnih obveza prema nerezidentima (depozita) smanjili su se pokazatelji inozemne likvidnosti, no inozemni su se vlasnici tijekom finansijske krize pokazali kao stabilan izvor stoga bi se moglo zaključiti da je likvidnosna pozicija banaka u Republici Hrvatskoj i dalje razmjerno povoljna. Takvoj njihovoј poziciji znatno pridonosi i visoka pokrivenost kredita depozitima, koja osigurava manju ovisnost bankarskog sektora o inozemnom financiranju, a time i manji rizik refinanciranja. Tako je omjer kredita i depozita u Hrvatskoj razmjerno nizak u usporedbi s bankarskim sektorima drugih odabranih država Srednje i Istočne Europe, a u promatranom se razdoblju (od lipnja 2008. do lipnja 2009.) nije značajno promjenio. U ostalim zemljama taj je omjer mahom zamjetno viši i dodatno se povećao u promatranih godinu dana zbog pada depozita i istodobne stagnacije kredita (Slika 74.).

Slika 75. Udio loših u ukupnim kreditima



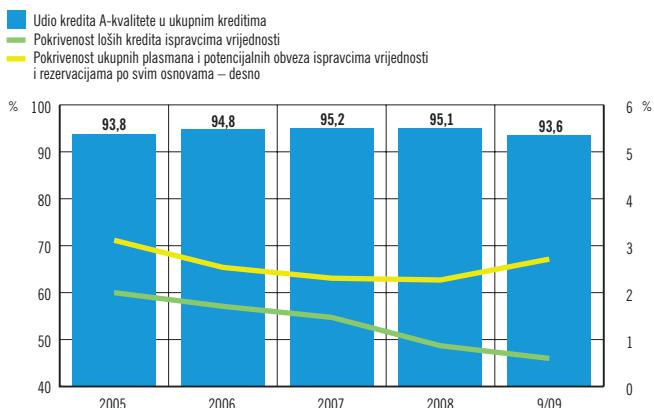
Izvor: HNB

Slika 76. Rast kredita, loših kredita i ispravaka vrijednosti



Izvor: HNB

Slika 77. Kvaliteta kredita i pokrivenost kredita i plasmana



Izvor: HNB

Kreditni rizik i kapitaliziranost banaka

Nakon blagog porasta tijekom 2008. iznos loših kredita puno je snažnije porastao u prva tri tromjesečja 2009. godine, u čemu se ogleda prelijevanje nepovoljnijih makroekonomskih kretanja s poslovanja njihovih klijenata na bilance banaka. Na kraju rujna 2009. udio loših u ukupnim kreditima iznosio je 6,4%, odnosno približno za 30% više nego krajem 2008. godine (Slika 75.). Porast udjela loših u ukupnim kreditima zabilježen je kod svih sektora, pri čemu je rast bio nešto snažniji u segmentu kredita trgovačkim društvima. Pogoršala se kvaliteta svih kategorija kredita stanovništvu, a najveće je relativno pogoršanje bilo ono stambenih kredita koji su do sada bili najmanje rizični i kredita po kreditnim karticama.

Osim makroekonomskih kretanja, koja su se odrazila na bonitet klijenata, na dinamiku udjela loših kredita utjecala je i promjena strukture kreditnog portfelja banaka. Zbog zaustavljanja kreditnog rasta, odnosno smanjenja iznosa novoodobrenih kredita, prosječna dob kreditnog portfelja nastavila je rasti, što također pridonosi porastu udjela loših kredita. Pad kvalitete kreditnog portfelja nešto je ublažilo intenzivno kreditiranje države krajem 2008. i početkom 2009. godine, dok su se krediti dani privatnom sektoru neprestano smanjivali.

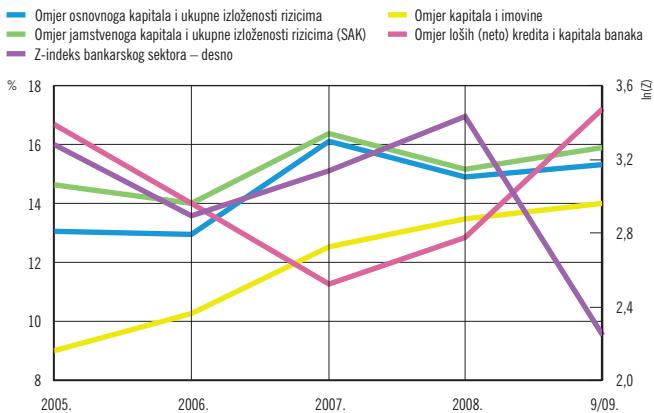
Ispravci vrijednosti kredita također su primjetno porasli, no ipak znatno sporije od loših kredita pa se nastavio višegodišnji trend pada pokrivenosti loših kredita ispravcima vrijednosti (slike 76. i 77.) te je taj pokazatelj bitno niži od desetogodišnjeg prosjeka (46% prema 62%). Stoga je moguće da će dodatni ispravci vrijednosti za loše kredite dodatno opteretiti zarade i kapital banaka u 2010. godini. Takva dinamika pokrivenosti loših kredita rezultat je toga što je dio plasmana tek nedavno reklassificiran u loše plasmane, a oni mogu lako naponsljetku bankama donijeti veći gubitak od onog koji je trenutačno pokriven ispravcima vrijednosti za te kredite. S druge je strane pokrivenost ukupnih plasmana i potencijalnih obveza ispravcima vrijednosti i rezervacijama po svim osnovama porasla. To je posljedica blagog rasta ispravaka vrijednosti za kredite i smanjenja ukupnih plasmana (Slika 77.).

Dobit ostvarena u prvih devet mjeseci 2009. godine blago je povećala kapital banaka, što je pozitivno utjecalo na pokazatelje kapitaliziranosti. U istom je smjeru djelovalo i smanjenje izloženosti rizicima do kojega je došlo zbog pada plasmana i promjene njihove strukture na osnovi porasta udjela plasmana državnog sektoru. No, ubrzao se rast omjera vrijednosti loših kredita nakon ispravaka vrijednosti i kapitala banaka, koji je započeo nakon 2007. godine, a na nepovoljna kretanja upućuje i Z-indeks bankarskog sektora.⁵ Naime, porast kapitaliziranosti nije bio dovoljan da nadoknadi pad zarada banaka, dok je kolebljivost zarada istodobno porasla, pa je ovaj indeks smanjen, što upozorava na povećanje rizika insolventnosti banaka.

Za ocjenu mjere u kojoj trenutačna razina ispravaka vrijednosti pokriva potencijalne gubitke po tim kreditima, a time i razi-

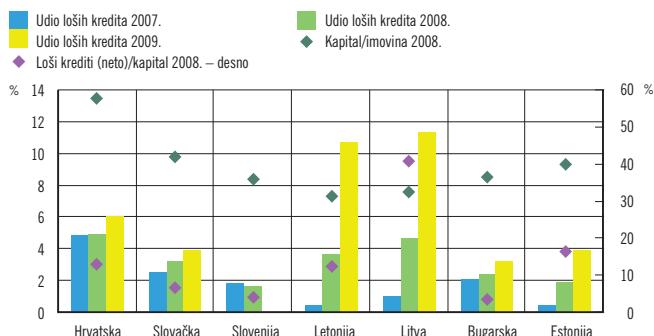
⁵ Detaljniji opis Z-indeksa bankarskog sektora vidi u Okviru 5. Ocjena stabilnosti bankarskog sektora mjerena Z-indeksom, Financijska stabilnost, br. 1, lipanj 2008.

Slika 78. Pokazatelji adekvatnosti kapitala



Izvor: HNB

ne kapitaliziranosti hrvatskoga bankarskog sektora, korisno je promotriti podatke po zemljama o dinamici loših kredita i ispravaka vrijednosti. Podaci za Hrvatsku i zemlje Srednje i Istočne Europe pokazuju da je rast udjela loših kredita u Hrvatskoj bio nešto sporiji nego u promatranim zemljama, što navodi na mogući zaključak da su hrvatske banke prolongiranjem otplate i reprogramiranjem kredita odgađale iskazivanje poteškoća koje su njihovi klijenti imali s urednom otplatom kredita. Također, iako podaci o pokrivenosti loših kredita nisu dostupni za većinu usporedivih zemalja, iz omjera neto vrijednosti loših kredita i kapitala banaka proizlazi da je ona nešto niža u Hrvatskoj, što upućuje na optimizam banaka glede naplativosti loših kredita. Stoga se i u ovoj godini može očekivati nastavak porasta ispravaka vrijednosti plasmana banaka pa nešto višu kapitaliziranost banaka u Hrvatskoj treba uzeti s oprezom (Slika 79.).

Slika 79. Kretanje udjela loših kredita i pokrivenost loših kredita ispravcima vrijednosti^a po zemljama

^aPodaci za 2009. odnose se na posljednji raspoloživi podatak, što znači da se podatak ne odnosi nužno na isti mjesec za sve zemlje.

Izvori: MMF, *International Financial Statistics*, studeni 2009. i *Financial Soundness Indicators* (fsi.imf.org)

Okvir 5. Unapređenje tehnike ispitivanja otpornosti bankarskog sektora

Ispitivanje otpornosti bankarskog sektora na temelju makroekonomskog modela kreditnog rizika do sada se kontinuirano unapređivalo. To se osobito odnosi na početnu, statičnu metodologiju, koja je dopunjena tako da je u obzir uzeta dinamika budućih tekućih zarada banaka, koje služe kao prvi amortizer šokova u razdoblju materijalizacije nepovoljnog scenarija, a banke su grupirane na temelju njihova poslovnog modela, koji utječe na način manifestiranja makroekonomskih šokova.¹

Kako bi se ispitivanje otpornosti u što većoj mjeri uskladilo s HNB-ovim makroekonomskim prognozama, pri provođenju ispitivanja otpornosti počelo se voditi računa i o projekcijama dinamike kreditiranja, koje uz dodatne pretpostavke o kretanju kamatnih marža i nekamatnih prihoda omogućuju projekciju neto zarada banaka i drugih elemenata potrebnih da bi se ispitivanje otpornosti dodatno dinamiziralo. Naime, premda je uključivanjem ostvarenih zarada ispitivanje otpornosti već otprije u određenoj mjeri dinamizirano, ono je i dalje uvelike bilo staticno jer se stanje u polaznom razdoblju uspoređivalo s projiciranim stanjem nakon šoka, koje se odnosilo na jednogodišnji horizont. Snažnije oslanjanje na tromjesečne projekcije omogućuje preciznije ocjenjivanje unutargodišnje dinamike loših kredita i kapitaliziranosti, a time i mogućih preokreta u postojećim tendencijama, kao i eventualnih snažnijih šokova unutar promatranih horizonta u odnosu na završna stanja prikazivana do sada.

Neto prihod iz poslovanja, koji služi kao prvi amortizer u slučaju porasta troškova ispravaka vrijednosti, projiciran je na temelju pojedinačnih prognoza njegovih komponenata te neto kamatnog i neto nekamatnog prihoda banaka, od čega se oduzimaju opći administrativni troškovi i amortizacija. Kretanje neto kamatnog prihoda aproksimirano je recentnim kretanjem implicitnih marža i očekivanjima glede njihove dinamike u idućem razdoblju, kao i očekivanim budućim obujmom kredita i depozita. Očekivano zadržavanje kamatnih stopa na relativno visokoj razini u idućem razdoblju pomoći će da se neto kamatni prihod zadrži na dosegnutoj razini, dok će slabija naplata kredita izravno smanjivati i kamatni prihod. Neto nekamatni prihod projiciran je na temelju očekivane dinamike gospodarske aktivnosti i kreditnog rasta. Banke mogu utjecati i na opće administrativne troškove i amortizaciju, čime su još u 2009. godini pokušale poduprijeti svoje zarade pa se tijekom projekcijskog horizonta očekuje njihovo ograničavanje, koje će biti to intenzivnije što više budu slabjeli prihodi banaka (slike 2. i 3.).

Formalno zapisano, projekcija dinamike adekvatnosti kapitala u promatranom horizontu formira se na sljedeći način.

Stopa adekvatnosti kapitala na početku projekcijskog razdoblja jednaka je:

$$SAK_T = \frac{JK_T}{UIR_T}$$

SAK_T = stopa adekvatnosti kapitala u početnom razdoblju

JK_T = jamstveni kapital u početnom razdoblju

UIR_T = ukupna izloženost rizicima u početnom razdoblju.

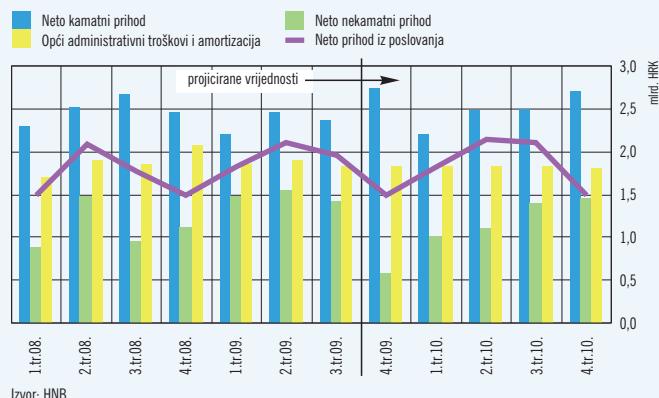
¹ Makroekonomski model kreditnog rizika i njegova dosadašnja unapređivanja opisani su u Okviru 4., Finansijska stabilnost, br. 1, lipanj 2008., Okviru 4., Finansijska stabilnost, br. 2, veljača 2009. i Okviru 6., Finansijska stabilnost, br. 3, lipanj 2009.

Slika 1. Pojednostavljeni prikaz metodologije ispitivanja otpornosti^a



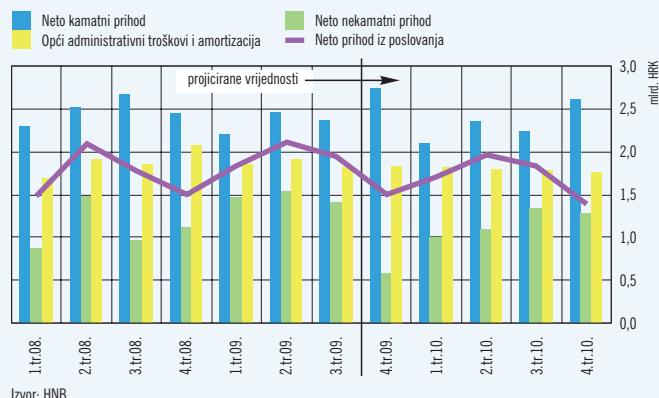
^a Plave strelice označuju ekonomske međuviznosti, a zelene intuiciju na kojoj počiva ispitivanje otpornosti.
Izvor: HNB

Slika 2. Projicirano kretanje poslovnih rezultata banaka (temeljni scenarij)



Izvor: HNB

Slika 3. Projicirano kretanje poslovnih rezultata banaka (šok-scenarij)



Izvor: HNB

Stopa adekvatnosti kapitala na kraju tromjesečja za koje se izrađuje projekcija jednaka je:

$$SAK_{T+1} = \frac{JK_T + \Delta JK_{T+1}}{UIR_T - U_{T+1} + F_{T+1}}$$

gdje je:

ΔJK_T = promjena jamstvenoga kapitala unutar nekog projekcijskog horizonta, izračunata kao ostvareni gubitak (ako su troškovi ispravaka veći od neto prihoda iz poslovanja) ili kao neto zarade (ako su troškovi ispravaka vrijednosti manji od neto prihoda, umanjeno za porez), pri čemu se sve neto zarade ostvarene tijekom tromjesečja pripisuju kapitalu, dok se ostvareni gubitak otpisuje na teret kapitala

U_T = udar na jamstveni kapital i ukupnu izloženost rizicima koji se izračunava kao umnožak iznosa trenutačnih ispravaka vrijednosti i promjene omjera loših i ukupnih kredita:

$$U_T = SP_{TO} x \Delta NPLR_T$$

gdje je:

$NPLR$ = odnos loših (engl. *non-performing*) kredita i ukupnih kredita

SP_{TO} = sadašnje provizije (iznosi ispravaka vrijednosti koji proizlaze iz kvalitete kredita odnosno ukupne izloženosti rizicima u polaznom razdoblju za ispitivanje otpornosti):

$$SP_{TO} = (UK_{B1} x \%PR_{B1} + UK_{B2} x \%PR_{B2} + UK_c x \%PR_c)T$$

UK_x = ukupni krediti određene kvalitetne skupine

PR_x = omjer ispravaka vrijednosti za kredite određene skupine i ukupnih kredita te skupine

F = tečajni učinak na adekvatnost kapitala koji se računa kao:

$$F_T = D_T \times W_T \times UIR_T$$

pri čemu je:

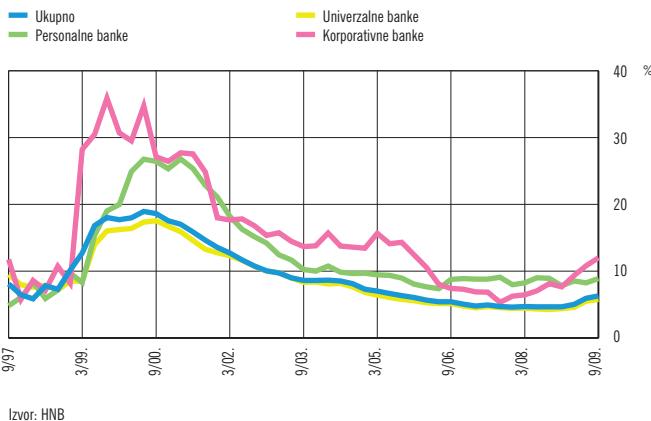
D_T = stopa promjene tečaja kune

W_T = udio UIR izložen valutnoj promjeni.

Navedeni se postupak ponavlja za svako tromjesečje, sve dok se ne dosegne kraj projekcijskog horizonta.

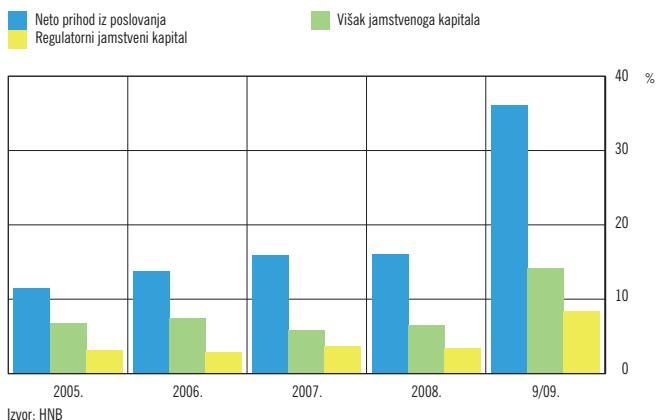
Tehnika ispitivanja otpornosti i ubuduće će se usavršavati, prije svega u segmentima modeliranja zarada banaka i uvođenja povratnih sprega između makroekonomskog okružja i poslovanja banaka. Usprendno se razvijaju i dodatne tehnike za ispitivanje otpornosti pojedinih sektora koje služe za verifikaciju rezultata makroekonomskog modela, s obzirom na njegove slabosti u obliku oslonca na povijesne podatke za procjenu ključnih elastičnosti. Konačno, početak primjene Basela II donijet će nove zahtjeve za unapređenje metode ispitivanja otpornosti, odnosno dat će dodatni poticaj za razvoj novih metoda.

Slika 80. Kretanje udjela loših kredita u ukupnima po skupinama banaka



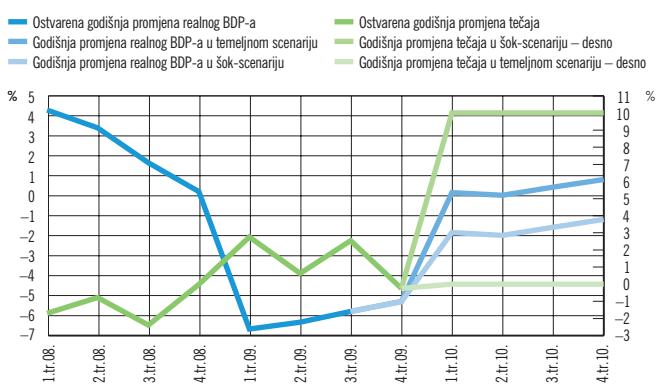
Izvor: HNB

Slika 81. Omjer troškova ispravaka vrijednosti i amortizera tih troškova



Izvor: HNB

Slika 82. Projekcije makroekonomskih varijabli u različitim scenarijima



Izvor: HNB

Otpornost bankarskog sektora

Nepovoljna makroekonomска кретања, због којих се током 2009. године знатно погоршила квалитета кредитног портфела и повећао трошак исправака vrijednosti, хрватски банкарски сектор за сада је успјешно amortizirao. Tome су увелike pridonijele ostvarene, још увјек solidne, зараде, па је ukupan kapital на razini sustava blago porastao, premda nije bilo značajnijih doka-pitalizacija banaka. Snažan porast udjela loših kredita tijekom 2009. godine zabilježile su skupine univerzalnih i korporativnih banaka, dok je kod personalnih banaka taj udio još od 2006. stabilan na razini nešto nižoj od 10% (Slika 80.). Таква су кретања u складу s rezultatima prijašnjih испитivanja otpornosti, што подупира nastavak примјене исте темелјне tehnike.⁶

Banke u Hrvatskoj raspolagale су na почетку krize znatnim viškom jamstvenoga kapitala, koji je uz neto prihod iz poslovanja чинио dodatni amortizer za nepredviđene troškove ispravaka vrijednosti. Snažan porast tih troškova tijekom 2009. godine apsorbiran je upravo tim amortizerima. Tako su troškovi ispravaka vrijednosti u prva tri tromjesečja 2009. godine iznosili oko 36% neto prihoda iz poslovanja banaka ostvarenog u istom razdoblju, односно 14% viška jamstvenoga kapitala ili 8% regulatornoga jamstvenog kapitala s konca rujna te godine (Slika 81.). No, iako сектор u cjelini dobro podnosi šok, број banaka који је u прва три tromjesečja 2009. zabilježio gubitak, popeo се на осам (за usporedbu, u 2008. bile су три).

Na temelju makroekonomskog modela kreditnog rizika i pretpostavki o kretanju makroekonomskih varijabli, projicirana je dinamika loših plasmana tijekom projekcijskoga horizonta, koji obuhvaća posljednje tromjeseče 2009. i cijelu 2010. godinu. U temeljnem se scenariju primjenjuje HNB-ova procjena dinamike gospodarske aktivnosti koja na godišnjoj razini predviđa stopu pada BDP-a od 6% u 2009. i tek blagi porast od 0,3% u 2010., uz pretpostavku o stabilnom tečaju na razini s kraja 2009. U šok-scenariju tijekom 2010. godine pretpostavljaju se nešto nepovoljnija kretanja, s padom gospodarske aktivnosti od 2% i deprecijacijom tečaja kune od 10% (Slika 82.).

Projekcija dinamike udjela loših kredita za posljednje tromjeseče 2009. godine upućuje na ubrzavanje njegova rasta па bi taj omjer na kraju 2009. mogao dosegnuti razinu od 7,7%, što je za 57% više nego na kraju 2008. U temeljnem bi se scenariju tijekom 2010. godine rast udjela loših kredita mogao značajno usporiti u odnosu na njegovu dinamiku ostvarenu tijekom 2009. zbog zaustavljanja pada ekonomске aktivnosti još u drugom tromjesečju 2009. Таква dinamika gospodarske aktivnosti s vremenskim pomakom djeluje na udio loših kredita, који bi do kraja 2010. mogao porasti još za 20% i dosegnuti razinu od oko 9%. Istodobno bi se u šok-scenariju mogao очekivati porast udjela loših kredita otprilike za 130% tijekom 2010., односно na razinu nešto nižu od 17%, što ih ukupno povećava за два i pol puta u odnosu na razinu iz trećeg tromjesečja 2009. godine (Slika 83.).

6 Grupiranje banaka i очekivanja daljnjih kretanja po grupama banaka objašnjeni su u Okviru 6., Finansijska stabilnost, br. 3, lipanj 2009.

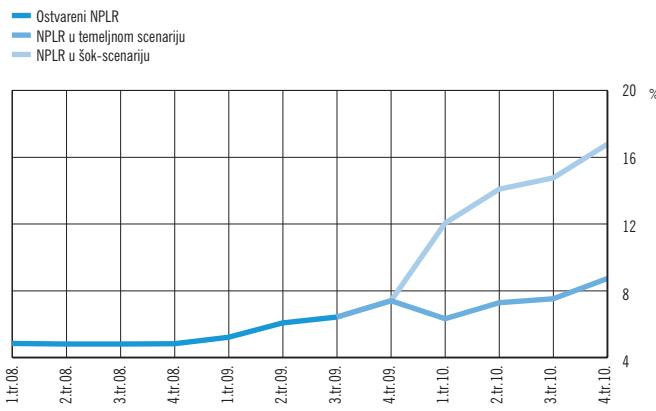
Tablica 4. Dinamika udjela loših kredita i stope adekvatnosti kapitala nakon šokova po grupama banaka uz primjenu agregatnog modela kreditnog rizika^a

	2009.		2010.		
			Temeljni scenarij		Šok-scenarij
	Stanje SAK-a (%)	Stanje SAK-a (%)	Promjena SAK-a u odnosu na 2009. (p. b.)	Stanje SAK-a (%)	Promjena SAK-a u odnosu na 2009. (p. b.)
Bankarski sektor	16,8	18,3	1,5	13,6	-3,2
Univerzalne banke	17,2	18,9	1,6	14,4	-2,8
Personalne banke	15,0	14,9	-0,1	7,1	-7,9
Korporativne banke	11,9	11,7	-0,2	5,7	-6,2

^a Oba scenarija uključuju učinak neto prihoda iz poslovanja, a šok-scenarij i neposredan učinak tečaja.

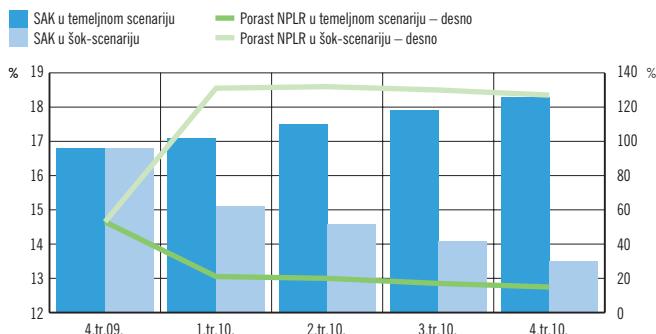
Izvor: HNB

Slika 83. Projekcije udjela loših kredita u različitim scenarijima



Izvor: HNB

Slika 84. Dinamika udjela loših kredita i stope adekvatnosti kapitala bankarskog sektora uz primjenu agregatnog modela kreditnog rizika^a



^a Oba scenarija uključuju učinak neto prihoda iz poslovanja, a šok-scenarij i neposredan učinak tečaja.

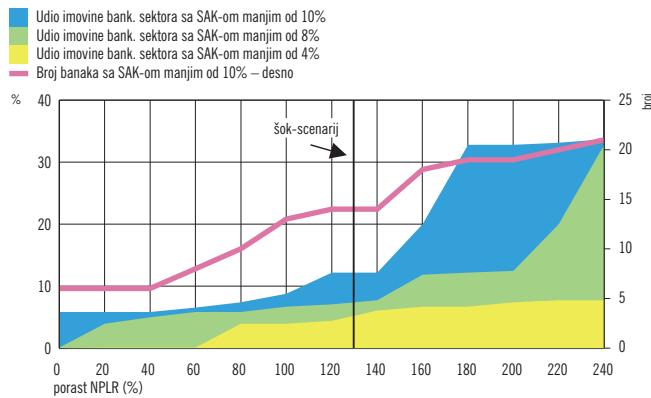
Izvor: HNB

Na temelju navedenih elemenata moguće je dinamički prikazati kretanje adekvatnosti kapitala. Vidljivo je kako je u temelnjom scenariju neto prihod banaka dovoljan za apsorpciju cijelokupnog šoka, pa se tendencija rasta adekvatnosti kapitala nastavlja sličnom dinamikom kao i u 2009. godini. Porast udjela loših kredita do kojega bi došlo u šok-scenariju uz nešto nepovoljniju dinamiku zarada banaka dovodi do smanjenja stope adekvatnosti kapitala bankarskog sektora. Ukupno smanjenje stope adekvatnosti kapitala u tom scenariju tijekom 2010. godine, uključujući i izravan učinak promjene tečaja na stopu adekvatnosti kapitala koji se javlja u samom trenutku deprecijacije, iznosi 3,2 postotna boda. No, cijelokupan bi sektor krajem 2010. godine i prema tom scenariju ostao dobro kapitaliziran sa stopom adekvatnosti od 13,6% (Slika 84.).

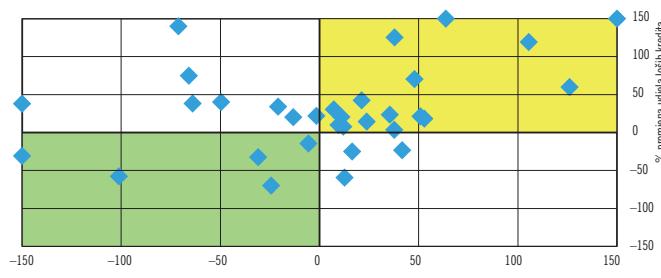
Promatraju li se skupine banaka, u temelnjom scenariju neto prihod iz poslovanja univerzalnih banaka i više je nego dovoljan za apsorpciju novonastalih troškova ispravaka vrijednosti, a ako bi banke svu ostvarenu neto dobit zadržale, do kraja 2010. godine njihova stopa adekvatnosti kapitala porasla bi za 1,6 postotnih bodova. Kod skupine personalnih i korporativnih banaka već u temelnjom scenariju dolazi do blagog pada stope adekvatnosti kapitala. U slučaju šok-scenarija tijekom 2010. godine, u prvom redu pod utjecajem izravnog i neizravnog utjecaja deprecijacije tečaja kune, dolazi do znatnog smanjenja adekvatnosti kapitala, koji bi u skupini univerzalnih banaka, zahvaljujući razmjerno solidnim poslovnim rezultatima i većoj otpornosti na makroekonomski šokove, bio bitno niži nego u drugim skupinama i iznosio bi 2,8 postotnih bodova. Nasuprot tome, adekvatnost kapitala personalnih banaka smanjila bi se za 7,9 postotnih bodova, a korporativnih za 6,2 postotna boda (Tablica 4.).

Razlozi velike osjetljivosti korporativnih banaka prema ovim simulacijama uvelike proizlaze iz slabih poslovnih rezultata u 2008. i 2009. godini. Za razliku od univerzalnih banaka, ti rezultati ne podupiru, nego već sada opterećuju kapital. U korporativnim se bankama ni tijekom idućeg razdoblja ne očekuje oporavak zarada. Personalne banke, zbog orijentiranosti prema

Slika 85. Imovina i broj banaka nakon šoka uz primjenu agregatnog modela kreditnog rizika za 2010.



Slika 86. Promjena zarada banaka i udjela loših kredita u prva tri tromjesečja 2009. u odnosu na prosjek u prethodne tri godine^a



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

rizičnijem segmentu kreditiranja stanovništva inicijalno imaju najveću pokrivenost loših kredita ispravcima vrijednosti, što dovodi do velike osjetljivosti na postotni porast tih ispravaka vrijednosti koji proizlazi iz primijenjenog modela kreditnog rizika.

Unatoč značajnom smanjenju adekvatnosti kapitala pojedinih banaka cijelokupni bi sektor i u slučaju nastupanja šok-scenarija ostao dovoljno kapitaliziran. Ipak, do kraja 2010. godine stopu adekvatnosti kapitala nižu od 10% moglo bi imati 14 banaka, koje raspolažu s 12% imovine sektora. Istodobno bi pet banaka, koje raspolažu sa 6% imovine banaka, imalo stopu adekvatnosti kapitala nižu od 4% (Slika 85.). Ove procjene temelje se na pretpostavci da se banke ne bi dokapitalizirale, što u praksi ipak nije bio slučaj u prošlosti pa bi se u šok-scenariju moglo očekivati jačanje kapitala i/ili spajanje banaka.

Osim navedenih pretpostavka, na kojima počivaju rezultati ispitivanja otpornosti, na umu valja imati i da polazna razina loših kredita i ispravaka vrijednosti koje iskazuju pojedine banke može odstupati od stvarnog stupnja rizičnosti njihova portfelja. Naime, ako se ostvare slabe zarade, pojedine bi banke mogle biti motivirane da produlje rokove otplate i reprogramiraju dio kredita kako bi izbjegle smanjenje računovodstvene zarade i razine kapitaliziranosti. Promotre li se podaci po bankama, vidljivo je da banke s bržim rastom zarada u proteklih nekoliko godina ujedno iskazuju i veći porast udjela loših u ukupnim kreditima (Slika 86.). Također, neke banke kojima neto prihod iz poslovanja pada tijekom kriznog razdoblja, procjenjuju da im je kvaliteta kreditnog portfelja sve bolja. U budućnosti će se pri provođenju ispitivanja otpornosti različitim metodama nastojati procijeniti i stvarna razina rizičnosti portfelja banaka čije prakse najviše odstupaju od uobičajenih standarda, što bi ujedno moglo donekle pogoršati dobivene rezultate.

Popis slika i tablica

Slika 1. Dijagram finansijske stabilnosti	7	Slika 3. Litva	20
Tablica 1. Gospodarski rast, izvoz i industrijska proizvodnja u odabranim razvijenim zemljama i zemljama s tržištim u nastajanju	11	Slika 4. Češka	20
Tablica 2. Fiskalna balanca i saldo tekućeg računa u odabranim razvijenim zemljama i zemljama s tržištim u nastajanju	11	Slika 5. Slovačka	20
Tablica 3. Javni i inozemni dug u odabranim europskim zemljama s tržištim u nastajanju	12	Slika 6. Poljska	20
Slika 2. Ključne kamatne stope glavnih središnjih banaka i vodeće tržišne kamatne stope	12	Slika 7. Bugarska	21
Slika 3. Kretanje indeksa poslovnog i potrošačkog pouzdanja	12	Slika 8. Slovenija	21
Slika 4. Promjene potraživanja banaka iz izvještajnih zemalja BIS-a od zemalja Srednje i Istočne Europea korigirane za tečaj, prema sektorima	12	Slika 9. Madžarska	21
Slika 5. Priljev kapitala u europske zemlje s tržištim u nastajanju	13	Slika 10. Rumunjska	21
Slika 6. Razlike prinosa na osnovi indeksa EMBI	13	Slika 11. Turska	21
Slika 7. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za petogodišnje obveznice odabranih zemalja	13	Slika 12. Hrvatska	22
Slika 8. Prinosi na hrvatsku i usporedivu njemačku obveznicu s dospijećem 2014.	14	Slika 13. Neto priljev inozemnoga kapitala u Hrvatsku	22
Slika 9. Realni efektivni tečajevi deflacionirani potrošačkim cijenama	14	Okvir 2.	
Slika 10. Realni efektivni tečajevi deflacionirani potrošačkim cijenama – fleksibilni	14	Slika 1. Kretanje tečaja eura prema kuni, priljev kapitala i monetarni agregati	23
Slika 11. Tečaj kune prema euru i prekonoćna kamatna stopa	14	Tablica 1. Rezultati ocjene modela	23
Slika 12. Razlika između kamatnih stopa na kunske kredite s valutnom klauzulom trgovačkim društвima s dospijećem između jedne i dvije godine i onih na jednogodišnje TZ MF-a	15	Slika 2. Kretanje tečaja kune prema euru i koeficijent determinacije iz modela ocijenjenih na klizećem uzorku	24
Slika 13. Priljev inozemnoga kapitala i rast BDP-a u Hrvatskoj	15	Slika 3. Prudencijalne i administrativne mjere HNB-a i koeficijent determinacije iz modela ocijenjenih na klizećem uzorku	24
Slika 14. Obrazac rasta BDP-a (doprinosi rastu)	15	Slika 4. Intervencije HNB-a i koeficijent determinacije iz modela ocijenjenih na klizećem uzorku	24
Slika 15. Štendna i investicije – ukupno i po sektorima	15	Slika 5. Značajne transakcije na Zagrebačkoj burzi i koeficijent determinacije iz modela ocijenjenih na klizećem uzorku	25
Slika 16. Usporedba inflacije međunarodno razmjenjivih i nerazmjenjivih dobara	15	Slika 6. Doprinosi glavnih varijabli modeliranoj godišnjoj promjeni tečaja	25
Slika 17. Usporedba temeljne inflacije	15	Okvir 3.	
Slika 18. Realni tečaj kune prema euru	16	Slika 1. Neto finansijska pozicija domaćih sektora prema inozemstvu	26
Slika 19. Jedinični trošak rada	16	Slika 2. Neto finansijska pozicija odabranih domaćih sektora prema inozemstvu po vlasničkim i dužničkim instrumentima	26
Slika 20. Kratkoročni inozemni dug	16	Tablica 1. Medusektorske obveze i potraživanja na kraju 2008. i prvog polugodišta 2009.	27
Slika 21. Ukupni inozemni dug prema vjerovnicima	17	Slika 26. Dug kućanstava	28
Slika 22. Fiskalna pozicija opće države	17	Slika 27. Krediti kućanstvima prema namjeni	28
Slika 23. Odabrani pokazatelji vanjske ranjivosti	17	Slika 28. Nezaposlenost, zaposlenost i plaće	29
Slika 24. Doprinosi učinaka komponenata optimalnih međunarodnih pričuva	17	Slika 29. Valutna struktura kredita kućanstvima	29
Slika 25. Projekcija otpłata inozemnog duga u 2010. prema sektorima	18	Slika 30. Krediti kućanstvima prema promjenjivosti kamatne stope	29
Okvir 1.		Slika 31. Ročna struktura kredita kućanstvima prema preostalom dospjeću	29
Tablica 1. Rezultati modela	19	Slika 32. Ročna struktura novoodobrenih kredita kućanstvima	30
Slika 1. Estonija	20	Slika 33. Zaduženost kućanstava i teret otpłate duga	30
Slika 2. Letonija	20	Slika 34. Finansijska imovina kućanstava	30
		Slika 35. Omjer bankovnih kredita i depozita kućanstava u odabranim zemljama Srednje i Istočne Europe	30
		Okvir 4.	

Slika 1. Udio kućanstava s negativnom financijskom granicom u ukupnom broju zaduženih kućanstava po dohodovnim decilima	31	Slika 61. Distribucija imovine banaka po ponderima koji se na nju primjenjuju i prosječni ponder	42
Slika 2. Potencijalni gubici bankarskog sektora na temelju izloženosti banaka rizičnim kućanstvima po dohodovnim decilima	31	Slika 62. Udio (bruto) kredita i obveza banaka s mogućnošću promjene kamatne stope u roku do tri mjeseca i udio kredita s preostalim dospijećem kraćim od godinu dana u ukupnim bruto kreditima i obvezama banaka	43
Slika 3. Udio ranjivih u ukupnom broju zaduženih kućanstava nakon utjecaja kombinacije šoka zaposlenosti i šoka tečaja	32	Slika 63. Struktura ukupnih troškova	43
Slika 4. Udio duga ranjivih kućanstava u ukupnom dugu sektora nakon utjecaja kombinacije šoka zaposlenosti i šoka tečaja	32	Slika 64. Struktura ukupnih prihoda	43
Slika 5. Udio ranjivih u ukupnom broju zaduženih kućanstava nakon utjecaja kombinacije šoka zaposlenosti i šoka kamatnih stopa	32	Slika 65. Struktura prihoda od provizija i naknada	43
Slika 6. Udio duga ranjivih kućanstva u ukupnom dugu sektora nakon utjecaja kombinacije šoka zaposlenosti i šoka kamatnih stopa	32	Slika 66. Odabранe kamatne stope (tromjesečni prosjek mjesecnih stopa)	44
Slika 36. Stambeni krediti i hedonistički indeks cijena stambenih nekretnina na tromjesečnoj razini	34	Slika 67. Udio kratkoročnih u ukupnim novoodobrenim kreditima (tromjesečni prosjek mjesecnih kredita)	44
Slika 37. Usporedba kamatnih stopa na stambene kredite u Hrvatskoj i u eurozoni	34	Slika 68. Kamatna razlika (tromjesečni prosjek mjesecnih stopa) i godišnji neto kamatni prihod	44
Slika 38. Prirast domaćih i inozemnih kredita sektoru nekretnina	35	Slika 69. Promjena odabranih kategorija poslovnog rezultata	45
Slika 39. Financijska dostupnost stambenih nekretnina	35	Slika 70. Doprinosi elemenata prinosa na prosječnu imovinu	45
Slika 40. Promjena i stanje duga nefinancijskih poduzeća	36	Slika 71. Doprinosi elemenata prinosa na prosječni kapital	45
Slika 41. Godišnje stope rasta duga nefinancijskih poduzeća	36	Slika 72. Pokazatelji likvidnosti	46
Slika 42. Dug nefinancijskih poduzeća	37	Slika 73. Struktura obveza	46
Slika 43. Alokacija inozemnog duga po sektorima za razdoblje od ožujka do rujna 2009.	37	Slika 74. Omjer kredita i depozita za privatni sektor u odabranim zemljama	46
Slika 44. Alokacija kredita domaćih banaka po sektorima za razdoblje od ožujka do rujna 2009.	37	Slika 75. Udio loših u ukupnim kreditima	47
Slika 45. Ročna i valutna struktura novoodobrenih kredita nefinancijskim poduzećima	38	Slika 76. Rast kredita, loših kredita i ispravaka vrijednosti	47
Slika 46. Udio duga poduzeća u stranoj valuti u ukupnim kreditima	38	Slika 77. Kvaliteta kredita i pokrivenost kredita i plasmana	47
Slika 47. Valutna izloženost	38	Slika 78. Pokazatelji adekvatnosti kapitala	48
Slika 48. Struktura bankovnih kredita nefinancijskim poduzećima prema mogućnosti promjene kamatne stope	38	Slika 79. Kretanje udjela loših kredita i pokrivenost loših kredita ispravcima vrijednosti po zemljama	48
Slika 49. Kamatne stope na dugoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u eurozoni	38	Okvir 5.	
Slika 50. Kamatne stope na kratkoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u eurozoni	38	Slika 1. Pojednostavljeni prikaz metodologije ispitivanja otpornosti	49
Slika 51. Odnos depozita na transakcijskim računima nefinancijskih poduzeća i bruto dodane vrijednosti	39	Slika 2. Projicirano kretanje poslovnih rezultata banaka (temeljni scenarij)	49
Slika 52. Obilježja razvoja financijske krize (prijenos šoka na kvalitetu kredita trgovачkim društvima)	39	Slika 3. Projicirano kretanje poslovnih rezultata banaka (šok-scenarij)	49
Slika 53. Godišnji porast najvažnijih stavki bilance bankarskog sektora	40	Slika 80. Kretanje udjela loših kredita u ukupnima po skupinama banaka	51
Slika 54. Pasiva bankarskog sektora	40	Slika 81. Omjer troškova ispravaka vrijednosti i amortizera tih troškova	51
Slika 55. Aktiva bankarskog sektora	41	Slika 82. Projekcije makroekonomskih varijabli u različitim scenarijima	51
Slika 56. Valutna struktura depozita	41	Slika 83. Projekcije udjela loših kredita u različitim scenarijima	52
Slika 57. Valutna struktura kredita	41	Slika 84. Dinamika udjela loših kredita i stope adekvatnosti kapitala bankarskog sektora uz primjenu agregatnog modela kreditnog rizika	52
Slika 58. Valutna struktura nekunskih kredita	41	Tablica 4. Dinamika udjela loših kredita i stope adekvatnosti kapitala nakon šokova po grupama banaka uz primjenu agregatnog modela kreditnog rizika	52
Slika 59. Izloženost banaka valutnom riziku	42	Slika 85. Imovina i broj banaka nakon šoka uz primjenu agregatnog modela kreditnog rizika za 2010.	53
Slika 60. Udio nezaštićenih u ukupnim kreditima izloženima VIKR-u	42	Slika 86. Promjena zarada banaka i udjela loših kredita u prva tri tromjesečja 2009. u odnosu na prosjeke u prethodne tri godine	53

Kratice i znakovi

AK	– adekvatnost kapitala	mlrd.	– miliarda
BDP	– bruto domaći proizvod	MMF	– Međunarodni monetarni fond
BDV	– bruto dodana vrijednost	NPLR	– udio loših u ukupnim kreditima (engl. <i>ratio of non-performing loans to total loans</i>)
BIS	– Banka za međunarodne namire	OECD	– Organizacija za gospodarsku suradnju i razvoj
CDS	– premija osiguranja od kreditnog rizika (engl. <i>credit default swap</i>)	p.b.	– postotni bod
CPI	– indeks potrošačkih cijena (engl. <i>Consumer Price Index</i>)	RH	– Republika Hrvatska
DZS	– Državni zavod za statistiku	ROAA	– prinos na prosječnu imovinu (engl. <i>return on average assets</i>)
EIZG	– Ekonomski institut Zagreb	ROAE	– prinos na prosječni kapital (engl. <i>return on average equity</i>)
EMBI	– indeks obveznica tržišta u nastajanju (engl. <i>Emerging Market Bond Index</i>)	SAD	– Sjedinjene Američke Države
ESB	– Europska središnja banka	SAK	– stopa adekvatnosti kapitala
EU	– Europska unija	SKDD	– Središnje klirinško depozitarno društvo
EUR	– euro	SDR	– posebna prava vučenja
Fed	– američka središnja banka (<i>Federal Reserve System</i>)	T-HT	– HT – Hrvatske telekomunikacije d.d.
Fina	– Financijska agencija	tr.	– tromjesečje
FSI	– pokazatelji finansijskog zdravlja (engl. <i>financial soundness indicators</i>)	TZ	– trezorski zapisi
g.	– godina	VIKR	– valutno inducirani kreditni rizik
GOP	– granična obvezna pričuva	VP	– vrijednosni papiri
HAC	– Hrvatske autoceste		
Hanfa	– Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga		
HGK	– Hrvatska gospodarska komora		
HICN	– hedonistički indeks cijena stambenih nekretnina		
HNB	– Hrvatska narodna banka		
HRK	– hrvatska kuna		
ind.	– industrija		
MF	– Ministarstvo financija		
mil.	– milijun		
mj.	– mjesec		

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 provjerjen podatak



ISSN 1846-9256