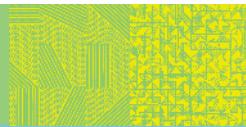




BROJ

11

Godina 6
VII 2013.



FINANCIJSKA STABILNOST

HRVATSKA NARODNA BANKA

HRVATSKA NARODNA BANKA

Financijska stabilnost

Broj 11, Zagreb, srpanj 2013.

IZDAVAČ

Hrvatska narodna banka

Direkcija za izdavačku djelatnost

Trg hrvatskih velikana 3, 10002 Zagreb

Telefon centrale: 01/4564-555

Telefon: 01/4565-006

Telefaks: 01/4564-687

WEB-ADRESA

www.hnb.hr

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

ISSN 1846-940X (online)

Sadržaj

Uvodne napomene	5
Opća ocjena glavnih rizika i izazova za politiku finansijske stabilnosti	7
Makroekonomsko okružje	9
Okvir 1. Pokazatelji sistemskog rizika	18
Sektor države	21
Sektor kućanstava	25
Sektor nekretnina	28
Sektor nefinansijskih poduzeća	30
Okvir 2. Modeli bankovnog financiranja u korporativnom sektoru	34
Bankarski sektor	38
Okvir 3. Tržišna moć i stabilnost banaka u zemljama Srednje i Istočne Europe	45

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 tržištima, 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 segmenata 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. Finansijska stabilnost pridonosi i 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-

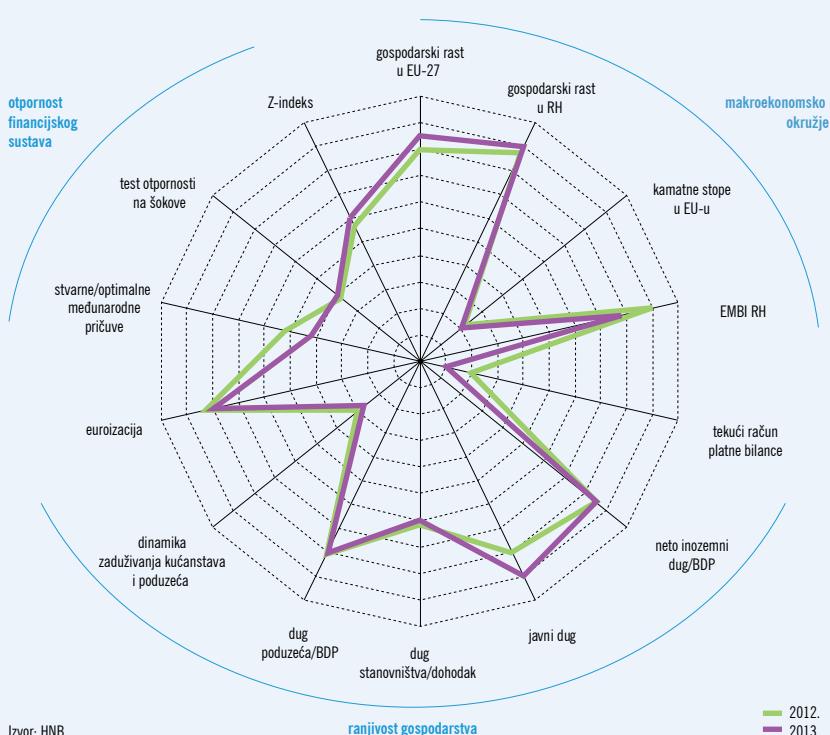
zor finansijskih usluga, koji su nadležni za regulaciju i nadzor nebankarskih finansijskih institucija. Osim s njima, zbog visokog stupnja internacionalizacije bankovnog sustava, koja se ogleda u inozemnom vlasništvu najvećih banaka, HNB surađuje i s regulatornim tijelima i središnjim bankama domicilnih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

Slika 1. Dijagram finansijske stabilnosti



Glavni pokazatelji finansijske stabilnosti u Hrvatskoj sažeti su na Slici 1. Dijagram finansijske stabilnosti prikazuje promjene glavnih pokazatelja mogućnosti nastupanja rizika koji se odnose na domaće i međunarodno makroekonomsko okružje te ranjivost domaćega gospodarstva, kao i pokazatelja otpornosti finansijskog sustava koja može otkloniti ili smanjiti troškove u slučaju materijalizacije tih rizika. Prikazana su posljednja ostvarenja ili projekcije odabranih pokazatelja i njihove vrijednosti za

Rizici za finansijsku stabilnost iz međunarodnoga finansijskog sustava smanjili su se, a slabosti u realnom sektoru djelovale su na povećanje rizika. Bankovni sustav je visoko kapitaliziran i sposoban izdržati i snažne, ali malo vjerovatne šokove, a razina međunarodnih pričuva dosta je za amortiziranje mogućih vanjskih šokova.

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 dijagrama pokazuje da se rizici za finansijsku stabilnost sustava povećavaju, dok smanjenje površine upućuje na njihovo slabljenje.

Otpornost finansijskog sustava i nadalje je na visokoj razini. Rizici za finansijsku stabilnost iz međunarodnoga finansijskog sustava smanjili su se, a slabosti u realnom sektoru djelovale su na povećanje rizika. Očekivane stope rasta u Hrvatskoj i zemljama glavnim trgovačkim partnerima u 2013. smanjene su, a postupni se oporavak očekuje tek krajem godine. S druge strane, pad premije za rizik na međunarodnim finansijskim tržištima i vrlo niske referentne kamate stope omogućuju zaduživanje Hrvatske po relativno prihvatljivim stopama.

Ipak, bitno je naglasiti kako se relativna pozicija Hrvatske pogoršala u odnosu na slične države te usporedba premija za rizik pokazuje da tržišta Hrvatsku doživljavaju rizičnjom nego većinu država iz Srednje i Istočne Europe. To je ponajprije uzrokovano relativno slabijim performansama gospodarstva u proteklom nekoliko godina, što otežava provedbu fiskalne prilagodbe te dovodi do rasta javnog duga. Javni dug u proteklom nekoliko godina ubrzano raste te se približio razini od 60% BDP-a, na koliko je ograničen Zakonom o proračunu, što je ujedno i jedan od kriterija za pristupanje eurozoni. Izazov za nositelje ekonomske politike tako i nadalje ostaje provođenje reformi koje će omogućiti povećanje srednjoročne stope rasta, a time i zadražavanje javnog duga na održivoj razini, pri čemu treba izbjegići negativne efekte fiskalne prilagodbe u kratkom roku. Takva će ekonomska politika utjecati i na smanjenje premije za rizik, a pozitivne efekte tog smanjenja osjetit će svi domaći sektori jer će se smanjiti i trošak zaduživanja.

Za održive veće stope rasta potrebno je povećati izvoz jer u uvjetima relativno visoke vanjske zaduženosti nije realno zasnovati rast gospodarstva na domaćoj potrošnji. Neodrživo visok manjak na tekućem računu platne bilance iz pretkriznog razdoblja eliminiran je pod utjecajem pada uvoza zbog smanjenja dohotka i porasta štednje privatnog sektora. Time je zaustavljen prirast vanjskog duga te su ograničeni inozemni rizici. Nužnost održavanja manjka na tekućem računu platne bilance na znatno nižoj razini od pretkriznih tako implicira da se rast izvoza mora pretvoriti u glavni generator budućega gospodarskog rasta.

Kontrakcija domaće potražnje, nakon razdoblja dugoročno neodrživog rasta vanjske zaduženosti i kredita u razdoblju prije krize, utječe na smanjenje potražnje za kreditima banaka. U uvjetima povećane neizvjesnosti na tržištu rada sektor kućanstava se razdužuje. Iako se smanjenje optimizma potrošača zaustavilo, razduživanje će se vjerojatno nastaviti sve dok na tržištu rada ne budu vidljiva poboljšanja.

Blagu osnovu za optimizam pružaju privatna nefinansijska poduzeća, koja u ovoj godini ostvaruju postupan porast zaduživanja. Zasad je ovaj trend u većoj mjeri koncentriran na poduzeća koja imaju strane vlasnike, koji su najpoželjniji izvor financiranja u razdoblju pooštrenih kreditnih standarda i relativno visoke cijene kredita domaćih banaka. Ipak, bitno je naglasiti kako su za znatan rast optimizma poduzeća i s time povezan rast potražnje za kreditima, koja je trenutačno i nadalje slaba, potrebne jasnije naznake oporavaka potražnje za njihovim proizvodima i uslugama na domaćem i inozemnom tržištu.

U bankarskom se sektoru nastavio proces postupnog smanjivanja inozemnih obveza u uvjetima smanjene potražnje i povećanih rizika na domaćem tržištu kao i visoke razine likvidnosti te postupnog uvođenja modela financiranja domaćim depozitim u podružnicama velikih europskih banaka koje posljuju u Srednjoj i Istočnoj Europi. Ipak, dinamika tog procesa uvelike se ublažila u 2013. godini. Taj proces utječe i na smanjenje vjerojatnosti obnavljanja financiranja dugoročno insolventnih dužnika (koje samo uporno obnavljanje kredita banaka spašava od insolventnosti).

Na negativne posljedice ovakvog financiranja upozoravali smo već u ovoj publikaciji (Okvir 4. Obrasci kreditiranja poduzeća u kriznim uvjetima, Finansijska stabilnost, broj 6, siječanj 2011.), a promjene u tim odnosima pratimo i dalje (Okvir 2. Modeli bankovnog financiranja u korporativnom sektoru). Na proces priznavanja i naplate loših kredita nepovoljno djeluju još uvijek relativno dugi i skupi sudski procesi. S druge strane, aktualni procesi predstecajnih nagodba i promjene regulative o klasifikaciji plasmana, kao i očekivano skraćivanje sudskih postupaka po ulasku u EU, ubrzat će u nadolazećem razdoblju priznavanje i naplatu loših kredita. Prekidanje prakse obnavljanja kredita lošim dužnicima trebalo bi rezultirati seljenjem kapitala u nove, profitabilne projekte, srednjoročno ublažiti problem loših kredita i pozitivno djelovati na stvaranje dodane vrijednosti u gospodarstvu. Iako je ovaj proces kratkoročno bolan za banke, zbog smanjenja trenutačne profitabilnosti, u srednjem roku on će rezultirati stabilnijim i profitabilnijim bankovnim sustavom.

Sa stajališta finansijske stabilnosti, važno je naglasiti kako su profitabilnost i kapitalna adekvatnost bankovnog sustava, koja je pravodobno akumulirana u razdoblju prije krize, dostačne za postupno provođenje opisanog procesa, a ispitivanja otpornosti pokazuju kako je bankarski sektor otporan i na moguće, ali malo vjerojatne snažne makroekonomske šokove.

Makroekonomsko okružje

Unatoč određenom poboljšanju na finansijskim tržištima i u bankarstvu, produženje recesije u eurozoni glavni je izvor rizika za finansijsku stabilnost i istodobno ograničenje za oporavak domaćega gospodarstva zasnovan na izvozu.

Izostanak gospodarskog oporavka u eurozoni glavni je izvor rizika za finansijsku stabilnost. Aktivnosti ESB-a usmjerenе na stabiliziranje tržišta državnih obveznica te na uspostavu bankovne unije smirili su finansijska tržišta (slike 4., 5., 6. i 7.), no unatoč tome rizici za finansijsku stabilnost u eurozoni i nadalje su veliki i uglavnom proizlaze iz produljenja recesije, koja stvara rizik od dodatnih gubitaka u bilancama banaka i otežava fiskalnu konsolidaciju (tablice 1. i 2.).

Dodatna neizvjesnost proizlazi iz poteškoća pri formiranju sustava razrješavanja problematičnih banaka i problema u provođenju reformskih politika u zemljama periferije zbog rastućih socijalnih i političkih napetosti. Prisutni su i prociklički učinci uvođenja Basela III i sidrenja tržišnih sudionika oko novih standarda, koji potiču banke na povećavanje kapitalne adekvatnosti u nepovoljnijim tržišnim uvjetima. Navedena zbivanja pojačavaju proces razduživanja banaka, što negativno djeluje na kreditiranje i gospodarski oporavak.

Oporavak gospodarstva eurozone od tzv. bilančne recesije tipične za razdoblje nakon finansijske krize iznimno je težak i dugotrajan. Proces otežava istodobno razduživanje privatnog sektora i nužnost fiskalne konsolidacije u perifernim zemljama, koje zbog nedostatka fiskalnog prostora moraju voditi procikličku fiskalnu politiku, kao i nepostojanje koordinacijskog mehanizma ekonomskih politika koji bi osigurao fiskalnu ekspanziju u zemljama eurozone koje imaju fiskalnog prostora za to (tablice 1., 2. i 3.).

U takvim uvjetima jedini impuls oporavku eurozone u realnoj sferi može doći od poboljšanja vanjskih bilanci, što nije do-

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

	Godišnja stopa rasta BDP-a			Tromjesečna stopa rasta BDP-a, $\Delta Q/Q_{t-1}$	Godišnja stopa promjene izvoza robe		Godišnja stopa promjene industrijske proizvodnje, sezonski prilagođena		
	2011.	2012.	2013. ^a		4. tr. 2012.	1. tr. 2013.	4. tr. 2012.	1. tr. 2013.	4. tr. 2012.
SAD	1,8	2,2	1,9	0,1	0,6	2,0	0,9	1,9	1,7
EU	1,6	-0,3	-0,1	-0,6	-0,2	1,6	-0,8	-3,1	-1,9
Njemačka	3,0	0,7	0,4	-0,7	0,1	1,1	-1,7	-2,1	-2,0
Italija	0,4	-2,4	-1,3	-0,9	-0,6	2,6	-0,9	-7,0	-4,3
Slovenija	0,6	-2,3	-2,0	-1,0	-0,7	-0,6	1,1	-2,3	-0,8
Slovačka	3,2	2,0	1,0	0,1	0,2	6,3	4,8	4,7	2,0
Češka	1,9	-1,3	-0,4	-0,3	-1,1	3,4	-4,1	-5,2	-2,7
Poljska	4,5	1,9	1,1	0,0	0,1	4,1	2,4	-1,8	-0,9
Madžarska	1,6	-1,7	0,2	-0,4	0,7	0,7	0,7	-4,8	-0,9
Estonija	8,3	3,2	3,0	0,6	-1,0	9,4	7,7	1,7	4,9
Letonija	5,5	5,6	3,8	1,4	1,4	13,5	3,6	5,7	-1,0
Litva	5,9	3,6	3,1	0,7	1,3	21,4	16,7	8,6	6,4
Bugarska	1,8	0,8	0,9	0,1	0,1	-2,3	12,2	1,1	2,5
Rumunjska	2,2	0,7	1,6	1,0	0,7	-5,7	4,8	3,3	6,0
Hrvatska ^b	0,0	-2,0	-1,0	-0,7	-0,5	7,4	-7,8	-5,2	1,3

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

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

voljno za snažniji oporavak zbog znatnih neravnoteža unutar eurozone i agregatnog viška na tekućem računu platne bilance eurozone. Također, taj se proces dosad uglavnom odvijao putem kontrakcije uvoza perifernih europskih zemalja, dok se potencijalni rast može ojačati isključivo ekspanzijom njihova izvoza (Tablica 2.). Osim nedovoljnih strukturnih reformi koje bi ojačale konkurentnost, posebice u necjenovnom segmentu, sporijem rastu izvoza pridonosi i slabljenje gospodarskog rasta u Kini, Rusiji i drugim velikim gospodarstvima.

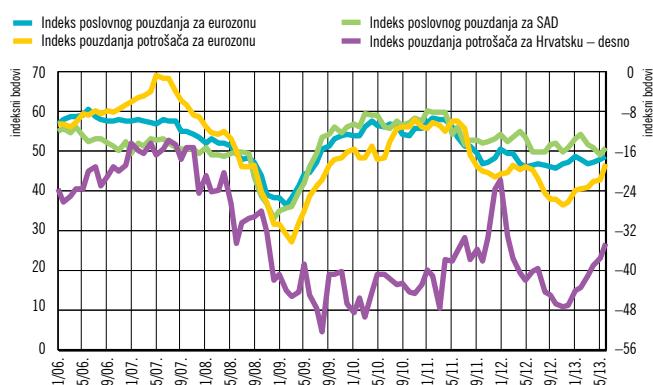
Dugoročno rješenje krize zahtijeva znatno višu razinu gospodarske i političke integracije. Ublažavanje politike štednje u prezaduženim zemljama, koje se djelomice i provodi produljenjem rokova fiskalne konsolidacije, moglo bi eventualno imati kratkoročne pozitivne učinke na potražnju i rast. No, za održiv dugoročan rast bit će potrebno staviti pod nadzor dug prezaduženih zemalja.

Ekspanzija bilanci glavnih središnjih banaka pomaže oporavku, ali i povećava rizik od budućih finansijskih kriza. Agresivno ublažavanje politike koje provode monetarne vlasti u SAD-u i Japanu djeluje pozitivno na realnu gospodarsku aktivnost u tim zemljama. No, istodobno raste zabrinutost da takva politika može utjecati na pregrijavanje finansijskih tržišta i rezultirati jazom između cijena imovine i ekonomskih fundamenata, što posljedično može povećati vjerojatnost izbjivanja nove finansijske krize (Tablica 1., Slika 3.).

U nastojanju da pomogne izlasku iz recesije ESB, usto što nudi programe širenja bilance, smanjuje svoju ključnu kamatu

stopu, no ne uspijeva ponovo uspostaviti funkcioniranje transmisivskog mehanizma, pa finansijska tržišta u eurozoni ostaju fragmentirana, što koči oporavak (Slika 3.). Najava mogućnosti uvođenja izravnih monetarnih transakcija, premda nisu doista bile provedene, potpomognuta odlukom o uspostavi bankovne unije, uspjela je uvjeriti tržišta da je ulaganje u obveznice perifernih zemalja manje rizično. To je rezultiralo padom premija za rizik i prinosa na državne obveznice i manjom kratkotraj-

Slika 2. Kretanje indeksa poslovnog i potrošačkog pouzdanja



Izvor: Bloomberg; HNB

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

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

^a Prognoza

Izvori: Evropska komisija, *European Economic Forecast*, proljeće 2013.; HNB (za Hrvatsku)

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

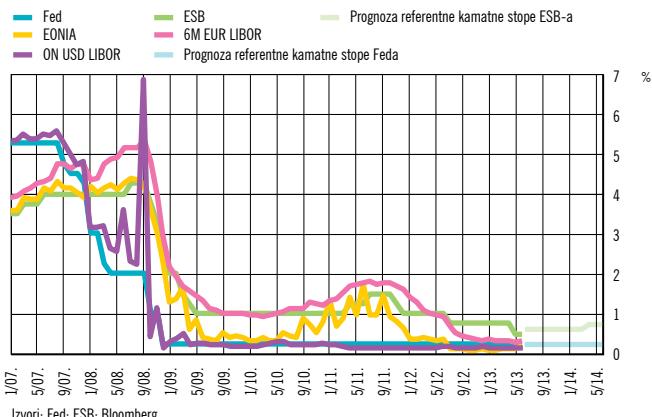
u postocima BDP-a

	Javni dug			Vanjski dug		
	2011.	2012.	2013. ^a	2010.	2011.	2012.
Italija	120,8	127,0	131,4	118,3	115,0	122,9
Portugal	108,3	123,6	123,0	230,6	217,9	237,3
Irska	106,4	117,6	123,3	1110,9	1062,2	1021,0
Grčka	170,3	156,9	175,2	184,5	177,4	229,8
Španjolska	69,3	84,2	91,3	164,8	164,9	170,0
Slovenija	46,9	54,0	59,0	115,2	111,3	117,3
Slovačka	43,3	51,7	54,3	76,0	76,7	73,9
Češka	40,8	45,1	46,9	48,0	46,8	51,6
Poljska	56,4	55,5	55,8	67,4	67,0	73,8
Madžarska	81,4	78,4	77,1	161,5	161,6	159,6
Estonija	6,1	10,1	11,1	115,9	97,2	99,8
Letonija	42,2	41,9	44,3	164,6	145,5	138,1
Litva	38,5	41,6	40,8	83,0	77,8	77,1
Bugarska	16,3	19,5	18,1	105,5	95,0	98,4
Rumunjska	33,4	34,6	34,8	75,8	76,1	77,4
Hrvatska	47,2	53,7	58,9	103,6	101,8	102,7

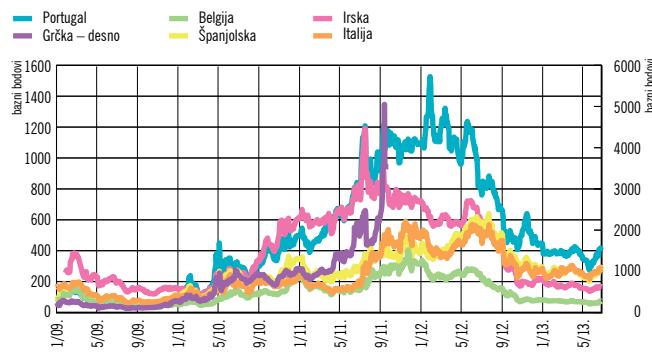
^a Prognoza

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

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



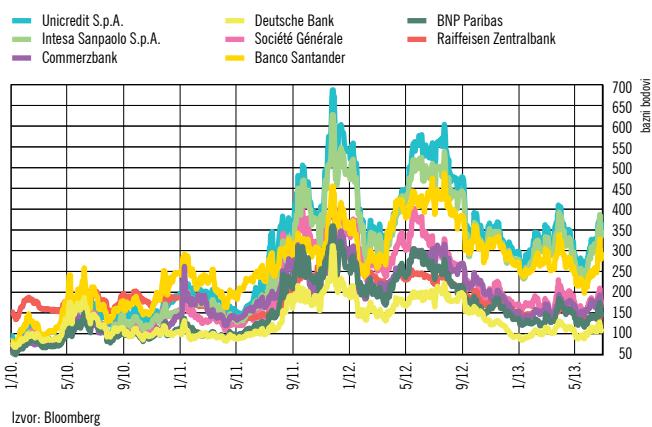
Slika 4. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS^a) za petogodišnje obveznice odabranih zemalja eurozone



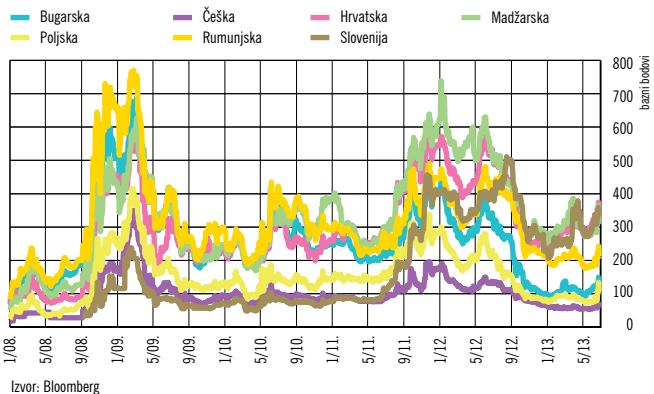
^a Razlika prinosu na premiju osiguranja od kreditnog rizika jest godišnji iznos premije koju kupac CDS-a plaća kako bi se zaštito od kreditnog rizika povezanog s izdavačem nekog instrumenta.

Izvor: Bloomberg

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

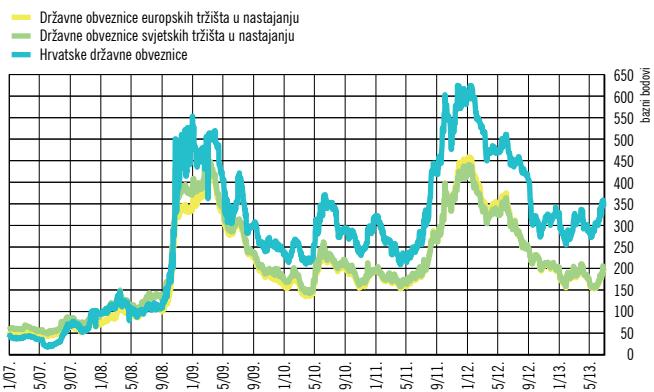


Slika 6. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za petogodišnje obveznice odabralih zemalja s tržištima u nastajanju



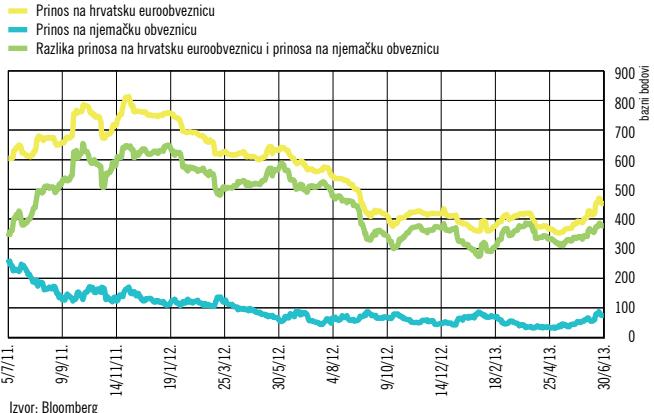
Izvor: Bloomberg

Slika 7. Razlike prinosa na osnovi indeksa EMBI



Izvor: J. P. Morgan

Slika 8. Prinosi na hrvatsku i usporedivo njemačku obveznicu s dospijećem 2018. i njihova razlika



Izvor: Bloomberg

nom oscilacijom povezanom s krizom ciparskoga bankarskog sektora (slike 4. i 5.). Tome pridonosi i uravnoteženje vanjskih bilanci perifernih zemalja, što pokazuje da bi se proračunski manjkovi, ako nema kapitalnih odljeva, mogli financirati na račun viškova domaćih sektora a da se pritom ne poseže za znatnim neto financiranjem iz inozemstva (Tablica 2.).

Opisana kretanja rezultirala su i padom troškova financiranja velikih kompanija, no kamatne stope na kredite malim i srednjim poduzećima u perifernim zemljama i nadalje su visoke. Stoga ESB nastoji pronaći nove modele kojima bi potaknuo tijek kredita prema tom sektoru i tako pokrenuo oporavak aktivnosti i zaposlenosti. U tom smjeru idu i recentne inicijative za usmjeravanje znatnih sredstava u obliku povoljnijih kredita EIB-a malim poduzećima i zapošljavanje mladih.

Na slabu kreditnu aktivnost utječe i činjenica da je znatan dio bankarskog sektora u eurozoni još opterećen lošim kreditima, koji zbog recesije i nadalje rastu, što banke obeshrabruje u ublažavanju uvjeta kreditiranja. Tome pridonosi i zahtjev regulatora da se poveća kapitalizacija banaka uz istodobno slabu ponudu dugoročnoga kapitala, što potiče razduživanje banaka. Na slabu ponudu dugoročnog financiranja banaka djelomično utječe i model rješavanja ciparske bankarske krize, koji je u pokriće gubitaka, uz dioničare i ulagače u obveznice, uveo i neosigurane depozite kako bi se zadržala dugoročna održivost javnog duga. Takav način rješavanja bankarske krize tržišta su protumačila kao vjerojatnu najavu oblika budućeg mehanizma rješavanja bankovnih kriza na razini EU-a.

Stoga će za daljnje smirivanje finansijske i gospodarske krize u eurozoni od velike važnosti biti rješenje koje će do sredine 2013. upotpuniti prijedlog rezolucijskog mehanizma za banke u poteškoćama. Ono bi trebalo pružiti jasniju sliku o tome tko će snositi teret rješavanja insolventnosti banaka, a time i odrediti vezu između bankovnog sustava i javnih finansija pojedinih zemalja. Kompromisni prijedlog ide u smjeru snažnog oslanjanja na uključivanje dioničara i kreditora (tzv. *bail-in*), uz zaštitu depozita te, ako je potrebno, financiranje iz zajedničkog fonda. Čini se da su, uz pravne probleme, najveće prepreke za pronašanje rješenja političkoga karaktera, koje uz dnevnapolitičke činitelje odražavaju i još ujvek neriješene probleme dugoročne vizije eurozone i EU-a te nesuglasice oko razine fiskalne i političke integracije do koje su zemlje članice spremne nacionalni suverenitet prenijeti na zajedničke europske institucije.

U takvim uvjetima, banke iz eurozone ostaju suzdržane u financiranju potreba europskih zemalja s tržištima u nastajanju. Stoga je za blagi porast priljeva kapitala uglavnom zaslužan povećani priljev portfeljnih ulaganja globalnih ulagača u potrazi za većim prinosima u uvjetima poplave likvidnosti na glavnim svjetskim tržištima (Slika 9.).

Pritom banke mijenjaju svoje modele poslovanja u regiji Jugoistočne Europe u smjeru jačeg oslanjanja svojih banaka kćeri na domaće financiranje. To rezultira postupnim smanjivanjem izloženosti banaka majki iz eurozone prema podružnicama, uglavnom smanjivanjem kredita i depozita, a samo u rijetkim

slučajevima i povlačenjem kapitala. U uvjetima smanjene potražnje za kreditima to trenutačno nema znatnijih negativnih učinaka na ponudu kredita.

Taj se proces koordinira u okviru inicijative Vienna 2, a s uspostavom jedinstvenog nadzora od strane ESB-a, jedinstvenoga rezolucijskog mehanizma i sustava osiguranja depozita kao glavnih stupova bankarske unije, kojoj mogu pristupiti i članice EU-a izvan eurozone, stvorit će se još čvršći okvir, koji će smanjiti mogućnost stvaranja pretjeranih ranjivosti, a time i iznenadnih poremećaja u prekograničnim međubankovnim tijekovima kapitala.

Procesi karakteristični za periferne zemlje eurozone prisutni su i u Hrvatskoj. Zbog visoke finansijske integriranosti preko banaka majki i realne povezanosti preko poslovnog ciklusa, s obzirom na to da su glavna izvozna tržišta zemlje eurozone, Hrvatska praktično dijeli probleme i sudbinu zemalja članica eurozone bez velikog manevarskog prostora za autonomnu makroekonomsku politiku.

Tako su negativan rast hrvatskoga gospodarstva u posljednjem tromjesečju prošle i prvom tromjesečju ove godine povezani s nepovoljnim kretanjima u eurozoni (Tablica 1., Slika 10.). Slabost inozemne potražnje dodatna je smetnja oporavku u uvjetima kada domaća potražnja, zbog relativno visoke zaduženosti svih domaćih sektora te intenzivnog uvoza, odnosno ograničenih mogućnosti povećavanja domaće i vanjske zaduženosti, ne može pružiti impuls održivom rastu (slike 11., 13. i 21.).

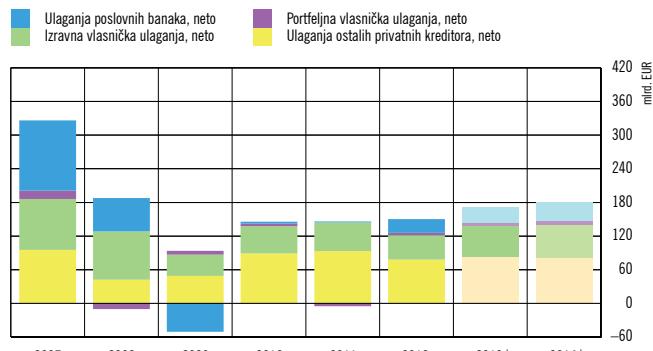
Takva kretanja rezultirala su ukupnim padom BDP-a u 2012. od 2%, a prenesena niska razina s kraja godine, unatoč sporijem padu u prvom tromjesečju te očekivanom postupnom oporavku u drugoj polovini godine, utjecat će i na godišnji pad BDP-a u 2013., za koji se ocjenjuje da će iznositi oko -1,0% (slike 10. i 11.). U takvim uvjetima nastavljaju se pad zaposlenosti te rast nezaposlenosti i ukupnoga neaktivnog stanovništva (Slika 25.).

Prostor za fiskalni poticaj oporavku skučen je zbog relativno visokog rizika održivosti javnog duga (Tablica 3.). U uvjetima općeg poboljšanja uvjeta na finansijskim tržištima, odnosno pada globalne nesklonosti prema riziku povezane sa spomenutim pothvatima glavnih središnjih banaka te smirivanjem dužničke krize u eurozoni nakon poteza ESB-a, država je uspjela znatan dio ovogodišnjih potreba za zaduživanjem realizirati izdanjem obveznica na američkom tržištu.

Tome je pomogao i rebalans proračuna, prema kojemu se planirani manjak opće države s prvotnog iznosa od 13,8 mlrd. kuna smanjio na 12,1 mlrd. kuna, zbog čega se smanjila i potreba za zaduživanjem. No traženi prinos na obveznicu pri izdavanju od 5,625%, iako znatno povoljniji u odnosu na onaj ostvaren pri prethodnom zaduživanju u 2012., još uvjek upućuje na relativno visoku premiju za rizik, koju tržišta zahtijevaju (Slika 6.).

To je prije svega odraz zabrinutosti za održivost duga s obzirom na negativne stope gospodarskog rasta, pa, u nedostatu fiskalnog prostora, dinamiziranje rasta povećavanjem konkurentno-

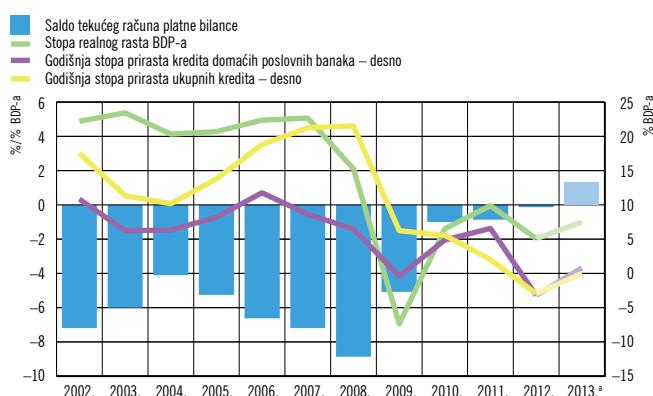
Slika 9. Priljev kapitala u europske zemlje s tržištim u nastajanju



^a Ocjena; ^b Prognoza

Izvor: International Institute of Finance, *Capital Flows to Emerging Market Economies*, siječanj 2013.

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



^a Prognoza

Izvor: DZS; HNB

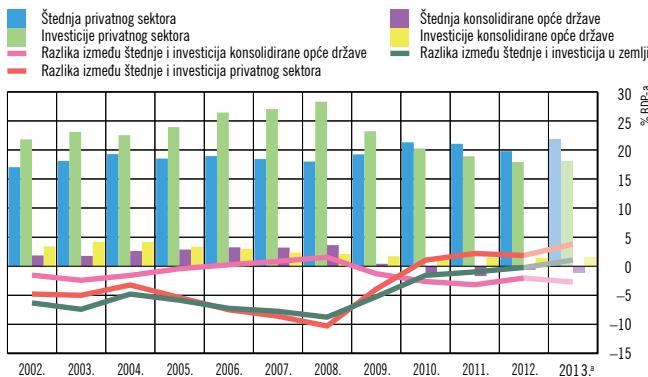
Slika 11. Obrazac rasta BDP-a (doprinosi rastu)



^a Prognoza

Izvor: DZS

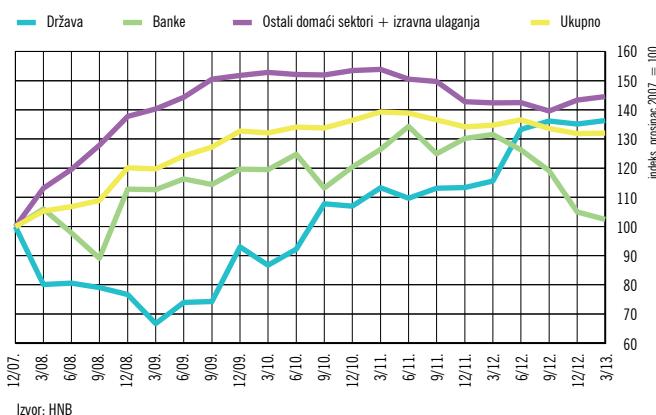
Slika 12. Štednja i investicije, ukupno i po sektorima



^a Prognoza

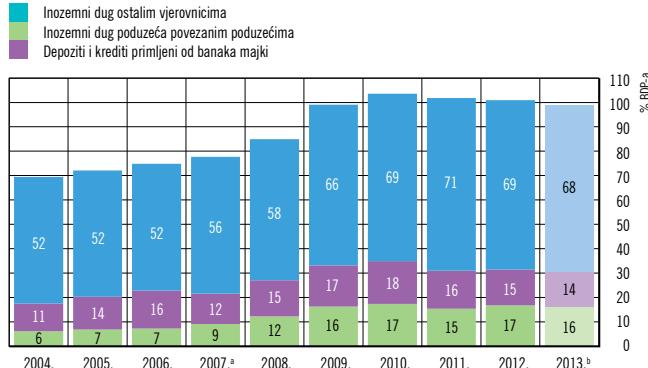
Izvor: MF; HNB (procjena)

Slika 13. Kretanje inozemnog duga po domaćim institucionalnim sektorima



Izvor: HNB

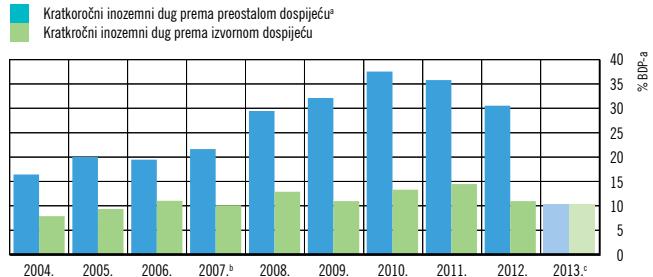
Slika 14. Ukupni inozemni dug vjerovnicima



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

Izvor: HNB

Slika 15. Kratkoročni inozemni dug

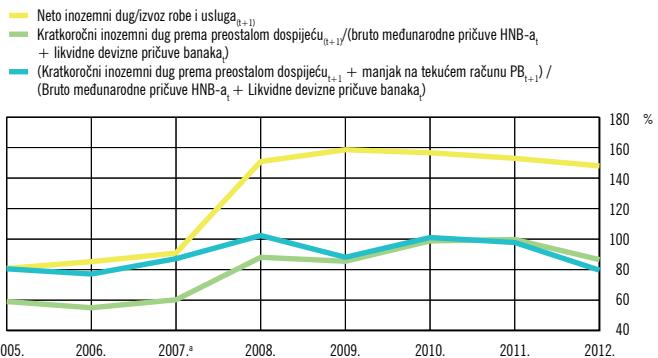


^a Kratkoročni inozemni dug prema preostalom dospjeću na kraju tekuće godine jest iznos duga koji dospjeva u promatranoj godini, a dobiven je zbrajanjem stanja kratkoročnog duga na kraju prethodne godine i dugoročnog duga koji na naplatu dospjeva tijekom promatrane godine; ^b Od kraja 2007. inozemni se dug izračunava po novoj metodologiji; ^c Prognoza

Napomena: U kratkoročni dug prema preostalom dospjeću od 2008. godine uključena su i kružna ulaganja koja čine računovodstvenu stavku koja se u stvarnosti ne efektira. Detaljnije o kružnim ulaganjima vidjeti u Biltenu HNB-a, br. 154, Okvir 4. Kružna izravna ulaganja i njihov utjecaj na hrvatske statističke podatke.

Izvor: HNB

Slika 16. Odabrani pokazatelji vanjske ranjivosti

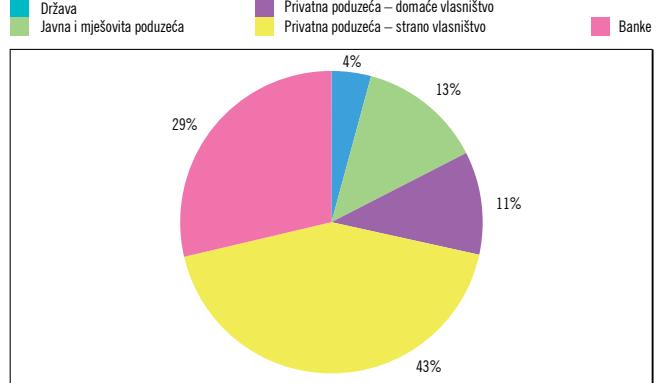


^a Od kraja 2007. inozemni se dug izračunava po novoj metodologiji.

Napomena: Neto inozemni dug izračunat je kao razlika bruto inozemnog duga i, s druge strane, bruto međunarodnih pričuve i inozemne aktive banaka.

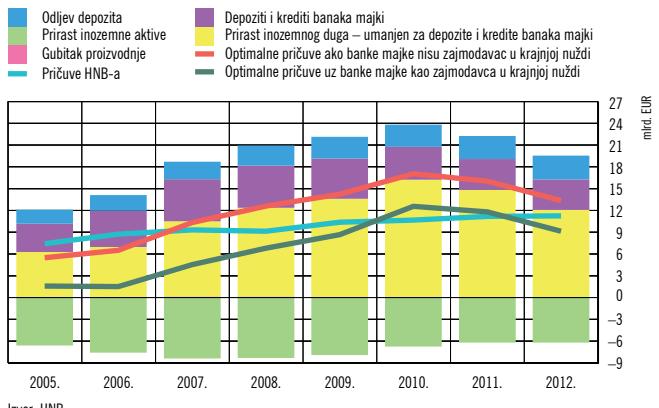
Izvor: HNB

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



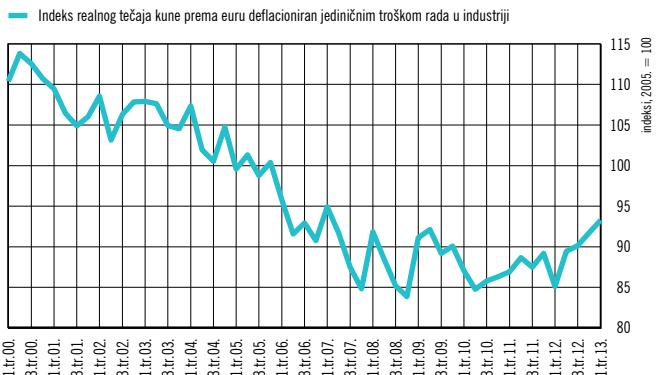
Izvor: HNB

Slika 18. Optimalne međunarodne pričuve, doprinosi učinaka pojedinih sastavnica



Izvor: HNB

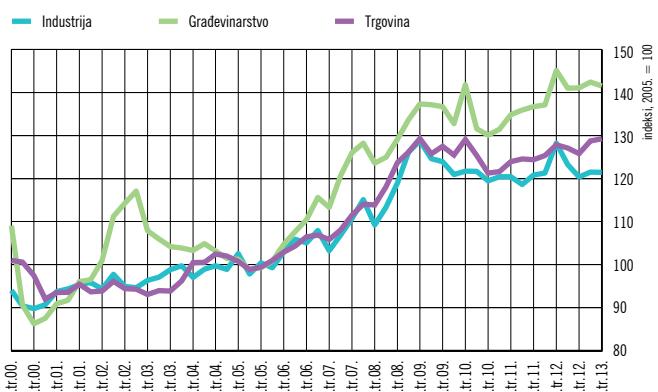
Slika 19. Realni tečaj kune prema euru



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

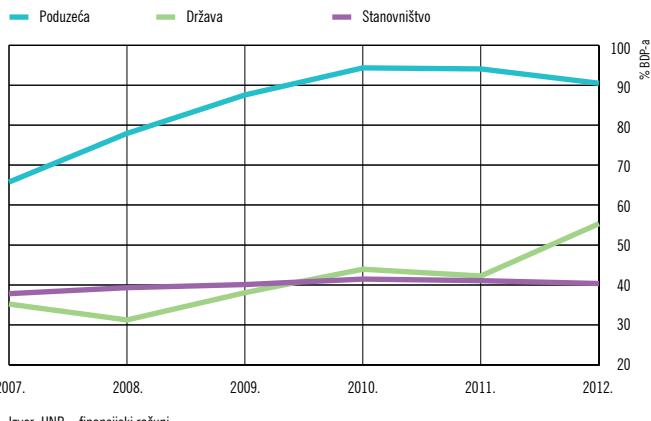
Izvor: DZS; HNR; izračun HNR-a

Slika 20. Jedinični trošak rada



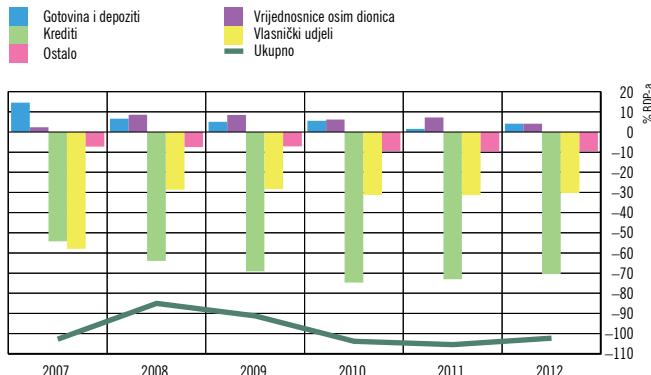
Izveri DZS izrađuju HNR-a

Slika 21. Ukupna zaduženost po sektorima



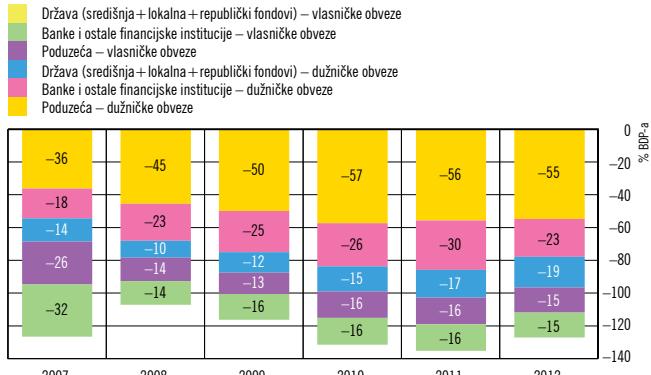
Izvor: HNB – finansijski računi

Slika 22. Neto pozicija domaćih sektora prema inozemstvu po instrumentima



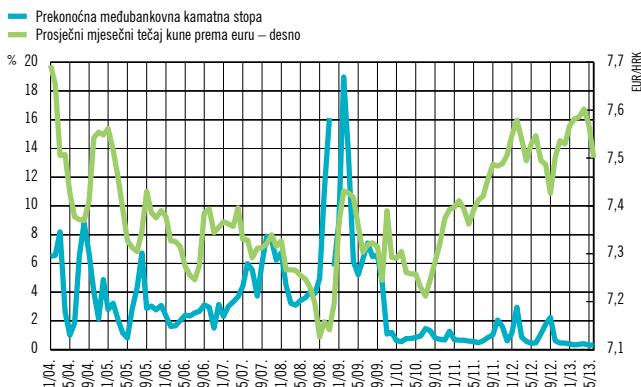
Izvor: HNB – finansijski računi

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



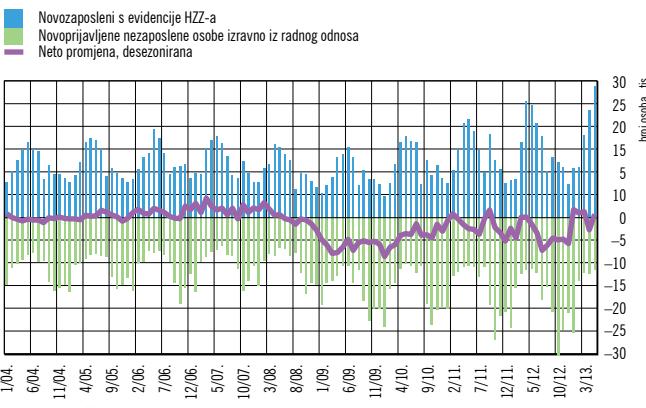
Izvor: HNB – finansijski računi

Slika 24. Tečaj kune prema euru i prekonoćna kamatna stopa



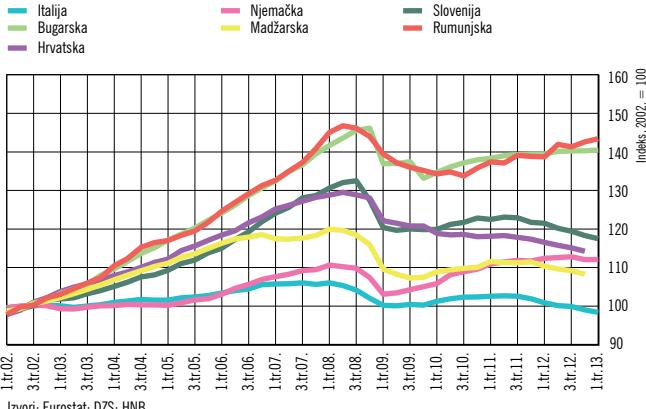
Izvor: HNB

Slika 25. Promjene u zaposlenosti registrirane na Hrvatskom zavodu za zapošljavanje (HZZ)



Izvor: HZZ; izračun HNB-a

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



Izvor: Eurostat; DZS; HNB

sti i poboljšavanjem investicijske klime ostaje glavno usmjerenje gospodarske politike.

Povoljna platnobilančna kretanja olakšavaju provedbu monetarne strategije stabilnog tečaja usmjerenе na očuvanje niske inflacije i finansijske stabilnosti. Zatvaranje manjka na tekućem računu platne bilance u 2012. i u 2013., koje je uglavnom cikličkoga karaktera, te nešto manje dospjele finansijske obveze smanjili su potrebu za vanjskim financiranjem i stvorili prostor za blago smanjenje inozemnog duga (slike 10., 13., 14. i 15.).

Takva kretanja u platnoj bilanci i inozemnim obvezama poboljšala su pokazatelje vanjske likvidnosti i zadržala visinu međunarodnih pričuva na razini koja može amortizirati potencijalne šokove na deviznu likvidnost zemlje (slike 16. i 18.).

To je osiguralo i uspješnu provedbu monetarne strategije očuvanja stabilnosti tečaja kune prema euru, usmjerenе na održavanje relativno niske inflacije (oko 3% u 2012. i, prema očekivanjima, 2,4% u 2013.) i stabilnosti finansijskog sustava, koji je zbog visokog stupnja euroizacije ranjiv na znatniju promjenu tečaja (Slika 24.).

Iako dobro kapitalizirane, banke su zbog dugotrajne recesije opterećene visokom i rastućom razinom loših kredita, pa pokazuju veliku nesklonost prema riziku i suzdržane su u kreditiranju, osobito manjih poduzeća. Važnim izazovom za nositelje gospodarske politike stoga ostaje pronaalaženje učinkovitih modela, na tragu već postojećih koji idu preko HBOR-a, u kojima bi država podijelila rizik s bankama i tako potaknula rast kreditiranja onih poduzeća čija aktivnost može imati pozitivne učinke na platnu bilancu.

Tablica 4. Međusektorski finansijski računi za Hrvatsku
u postocima BDP-a

Obveze		Potraživanja												Ukupne obveze			
		Domaći sektori										Inozemstvo					
		Poduzeća		Finansijski sektor		Opća država		Stanovništvo		Ukupno							
		2011.	2012.	2011.	2012.	2011.	2012.	2011.	2012.	2011.	2012.	2011.	2012.	2011.	2012.		
Poduzeća	Monetarno zlato i SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Valuta i depoziti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	2	2	0	0	0	0	2	2	4	3	6			
	Krediti	0	0	44	41	0	0	0	0	44	41	45	43	91	84		
	Dionice i vlasnički kapital	25	28	3	3	31	30	17	16	76	78	23	22	112	100		
	Tehničke rezerve osiguranja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Ostala potraživanja/obveze	32	33	1	1	0	0	2	2	36	37	12	12	49	49		
	Ukupno	69	61	50	48	32	30	20	19	171	158	84	82	255	239		
Finansijski sektor	Monetarno zlato i SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Valuta i depoziti	13	12	20	21	3	2	57	58	93	94	17	12	105	107		
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1	2	1	3	2		
	Krediti	0	0	7	8	0	0	0	0	7	8	23	22	30	30		
	Dionice i vlasnički kapital	1	1	3	3	10	10	3	3	17	17	18	18	36	35		
	Tehničke rezerve osiguranja	1	1	1	1	0	0	18	22	20	23	0	0	18	23		
	Ostala potraživanja/obveze	1	1	0	0	1	1	2	1	4	3	1	1	4	4		
	Ukupno	18	16	29	33	13	13	76	85	137	147	60	54	197	201		
Opća država	Monetarno zlato i SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Valuta i depoziti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	23	25	0	0	0	0	23	25	12	14	31	39		
	Krediti	0	0	12	12	0	0	0	0	12	12	5	5	12	17		
	Dionice i vlasnički kapital	2	2	0	0	27	26	0	0	29	28	0	0	30	28		
	Tehničke rezerve osiguranja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Ostala potraživanja/obveze	6	7	0	0	0	0	0	0	6	7	0	0	4	7		
	Ukupno	4	9	28	36	30	26	0	0	62	72	15	19	76	91		
Stanovništvo	Monetarno zlato i SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Valuta i depoziti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Krediti	0	0	41	40	0	0	0	0	41	40	0	0	41	40		
	Dionice i vlasnički kapital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Tehničke rezerve osiguranja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Ostala potraživanja/obveze	0	0	1	1	0	0	0	0	1	1	0	0	1	1		
	Ukupno	0	0	42	41	0	0	0	0	42	41	0	0	42	41		
Inozemstvo	Monetarno zlato i SDR	0	0	1	1	0	0	0	0	1	1	0	0	1	1		
	Valuta i depoziti	0	0	14	12	0	0	3	3	18	15	0	0	19	15		
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	22	24	0	0	0	0	22	24	0	0	21	24		
	Krediti	0	0	1	1	0	0	0	0	1	1	0	0	1	1		
	Dionice i vlasnički kapital	7	7	3	3	0	0	0	0	10	10	0	0	14	10		
	Tehničke rezerve osiguranja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0		
	Ostala potraživanja/obveze	3	3	0	0	0	0	0	0	3	3	0	0	4	3		
	Ukupno	14	10	42	41	0	0	3	3	59	54	0	0	59	54		
Ukupno	Monetarno zlato i SDR	0	0	1	1	0	0	0	0	1	1	0	0	1	1		
	Valuta i depoziti	15	12	35	34	3	2	57	62	110	110	15	12	124	122		
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	43	51	0	0	0	0	43	51	15	20	57	71		
	Krediti	0	0	99	101	0	0	0	0	100	102	75	70	175	172		
	Dionice i vlasnički kapital	52	38	9	9	66	67	22	19	149	133	44	40	193	173		
	Tehničke rezerve osiguranja	1	1	1	1	0	0	17	22	19	24	0	0	19	24		
	Ostala potraživanja/obveze	37	44	3	3	6	1	4	4	50	52	11	13	61	64		
	Ukupna potraživanja	105	96	191	199	75	70	99	107	470	472	159	155	630	627		

Izvor: HNB

Okvir 1. Pokazatelji sistemskog rizika

Velika je vjerojatnost da će se tijekom vremena u finansijskom sustavu akumulirati određena razina rizika koji ga mogu ugroziti i narušiti njegovu stabilnost te onemogućiti nesmetan proces finansijskog posredovanja. Materijalizacija takvog rizika naziva se *sistemskim događajem*¹, a on se definira kao akutna epizoda finansijske nestabilnosti, dok *sistemski rizik* jest rizik nastupanja sistemskog događaja. Premda sistemski događaji nastupaju relativno rijetko, njihove posljedice obično se ogledaju u iznimno visokim troškovima za cijelokupno društvo. Stoga razumijevanje sistemskog rizika ima ključno mjesto u promišljanju o finansijskoj stabilnosti, odnosno pri donošenju odluka o mjerama i instrumentima kojima bi se ona očuvala i ojačala.

Jedan od osnovnih ciljeva analize i praćenja sistemskog rizika jest pravodobno prepoznavanje pojave finansijskih ranjivosti povezanih s određenom vrstom instrumenta, finansijskih tržišta i finansijskih institucija² te ocjenjivanje vjerojatnosti nastupanja sistemskog događaja i njegove posljedice na finansijski i realni sektor. Iz perspektive nositelja makrobonitetne politike važno je istaknuti da rano uočavanje akumulacije sistemskog rizika može biti ključno za prevenciju buduće krizne epizode jer osigurava i regulatorima i finansijskom sektoru dovoljno vremena da adekvatnim mjerama i instrumentima preventivno djeluju na gomilanje rizika te da povećaju otpornost sustava i osiguraju dosta dne kapitalne i likvidnosne amortizere koji se mogu primijeniti ako nastupe šokovi.³

Odabir adekvatnih pokazatelja koji će pravodobno upozoriti na pojavu ili gomiljanje sistemskog rizika u sustavu stoga čini jedan od najvećih izazova makrobonitetne politike. Problem u procesu analize finansijske stabilnosti, odnosno potencijalnih izvora sistemskog rizika i otpornosti finansijskog sustava na moguće krizne epizode postojanje je velikog broja varijabli koje mogu biti potencijalno važne za finansijsku stabilnost i kretanje u realnom sektoru. Iz tog razloga u literaturi se često rabe kompozitni indeksi koji sažimaju brojne informacije dobivene na osnovi pojedinačnih makroekonomskih, finansijskih i drugih pokazatelja. Takvi pokazatelji odražavaju stanje finansijske stabilnosti ili sistemskog rizika i mogu nositeljima ekonomske politike, ali i tržišnim sudionicicima, olakšati praćenje i razumijevanje stupnja finansijske stabilnosti u sustavu te im omogućiti lakše predviđanje mogućih izvora i okidača finansijskog stresa i kriznih epizoda.⁴ Ovakvi pokazatelji također mogu biti koristan alat u komunikaciji nositelja ekonomske politike s javnošću pri obrazlaganju odluka o upotrebi mjera usmjerenih na jačanje i očuvanje otpornosti finansijskog sustava na rizike.

Varijable koje će se rabiti pri izračunu kompozitnog indeksa moraju odražavati strukturu finansijskog sustava i makroekonomskih specifič-

1 Models and tools for macroprudential analysis, Working Paper br. 21, svibanj, BIS

2 L. Schou-Zibell, J. R. Albert i L. L. Song, A Macroprudential Framework for Monitoring and Examining Financial Soundness, Discussion paper series No. 2012-22, 2012., Philippine Institute for Development Studies

3 Global Financial Stability Report: Grappling With Crisis Legacy, poglavje 3., Toward Operationalizing Macroprudential Policies: when to act, World Economic and Financial Surveys, MMF, rujan 2011.

4 B. Gadanecz i K. Jayaram, 2009., Measures of financial stability – a review, BIS, Proceedings of the IFC Conference on “Measuring financial innovation and its impact”, Basel, 26. – 27. kolovoza 2008., vol. 31, str. 365-380.

nosti pojedine zemlje. Da bi se izbjeglo korištenje arbitarnih metoda određivanja varijabli koje će biti uključene u analizu sistemskog rizika te da bi se iz velikog broja varijabli dobio jedinstven pokazatelj, odnosno kompozitni indeks ili činitelj, u literaturi se često primjenjuje metoda analize glavnih komponenata (engl. *principal component analysis*). Tom metodom podaci se transformiraju na način da se u malom broju konstruiranih serija sačuva što više informacija iz početnog skupa varijabli. Također, na taj se način može odrediti relativna važnost pojedinih varijabli koje utječu na finansijsku stabilnost na kretanje glavnog činitelja dobivenog ovom metodom.

Kako bi se dobila informacija o finansijskoj stabilnosti u Hrvatskoj, pokazatelji rizika podijeljeni su na pokazatelje koji sadržavaju informacije o procesu akumulacije sistemskog rizika u sustavu te na pokazatelje koji upućuju na materijalizaciju prethodno akumuliranih rizika. Protucikličko djelovanje makrobonitetne politike podrazumijevalo bi da se prevenira i uspori proces akumulacije rizika te da se u razdobljima kada se rizici akumuliraju, a prije nego što se materijaliziraju, provodi politika usmjerenja na jačanje otpornosti sustava na moguće šokove koji bi se iskoristili za stabilizaciju sustava kada ili ako dođe do materijalizacije rizika.

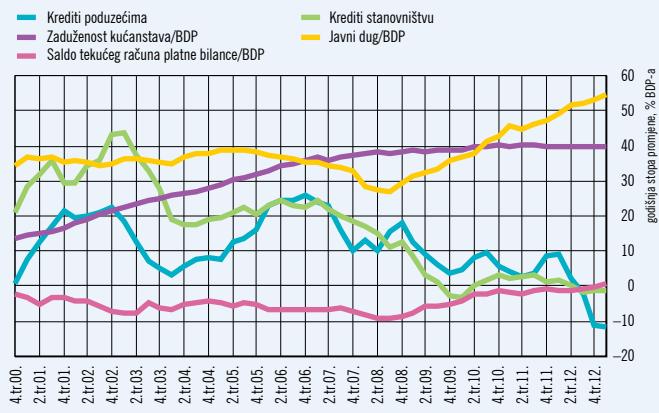
Kompozitni indeks akumulacije rizika (*IAR*) sastavljen je od 14 varijabli (Tablica 1.), a indeks materijalizacije rizika (*IMR*) sastoji se od sedam varijabli (Tablica 2.). Za izračun su uzeti tromjesečni podaci za razdoblje od prvog tromjesečja 2002. do prvog tromjesečja 2013. Oba su indeksa određena kao prva glavna komponenta dobivena metodom analize glavnih komponenata:

$$\begin{aligned} IAR_t &= \mathbf{x}_t \alpha \\ IMR_t &= \mathbf{y}_t \alpha, \end{aligned}$$

gdje je α vektor pondera dimenzije 14×1 (odnosno 7×1), a \mathbf{x}_t (odnosno \mathbf{y}_t) je 1×14 (odnosno 1×7) vektor vrijednosti pokazatelja na temelju kojih su indeksi procijenjeni (tablice 1. i 2.). Ponderi odražavaju doprinos pojedinog pokazatelja u objašnjavanju zajedničkoga kretanja svih pokazatelja uključenih u izračun pojedinog indeksa konstruiranog na osnovi prve glavne komponente.

Pokazatelj procesa akumulacije rizika u sustavu upućuje na to da je najviše rizika u sustavu akumulirano u razdoblju prije recentne finansijske

Slika 1. Sastavnice pokazatelja akumulacije rizika



Izvor: HNB; Hanifa; MF; DZS

Slika 2. Pokazatelj akumulacije rizika



Izvor: Izračun autoru

Tablica 1. Pokazatelji koji upućuju na akumulaciju ili smanjenje sistemskog rizika u sustavu

Izvori akumulacije sistemskog rizika	Pokazatelji
Struktura aktive s obzirom na mogućnost promjene kamatne stope	Krediti s mogućnošću promjene kamatne stope u roku do 1 godine/ukupni krediti
Valutna struktura aktive i pasive	Krediti vezani uz stranu valutu/ukupni krediti Devizni depoziti/ukupni depoziti
Poduzeća	Zaduženost poduzeća/BDP Stopa promjene kredita poduzećima
Kućanstva	Zaduženost kućanstava/BDP Dug kućanstava/raspoloživi dohodak Stopa promjene kredita stanovništvu
Nekretnine	Hedonistički indeks cijena nekretnina
Makroekonomска kretanja	Inozemni dug/BDP Javni dug/BDP Saldo tekućeg računa platne bilance/BDP
Finansijska tržišta	Cijene dionica

Izvor: HNB

krize (Slika 2.). Na temelju „loadings“ parametara može se zaključiti da su na proces akumulacije rizika u sustavu najveći utjecaj imale stope promjene kredita privatnom sektoru, ukupna zaduženost sektora kućanstava, stupanj euroizacije i kretanje javnog duga.

Akumulacija rizika u sustavu počela je već 2002. godine, a usporavanje tog procesa tijekom 2003. ponajprije je povezano s tadašnjom regulativom HNB-a usmjerenom na usporavanje kreditne ekspanzije i inozemnog zaduzivanja banaka. Naime, HNB je početkom 2003. poštrio mjeru monetarne politike i uveo sankcije za rast domaćih plasmana poslovnih banaka veći od 16% godišnje, odnosno 4% tromjesečno, što je rezultiralo znatnim usporavanjem brzine kreditne aktivnosti u odnosu na razdoblje prije toga.

U razdoblju od sredine 2004. do sredine 2007. godine glavni generator procesa akumulacije rizika u sustavu bile su visoke stope rasta kredita

poduzećima i privatnom sektoru te snažno povećanje njihove ukupne zaduženosti mjereno u odnosu na BDP. Visok manjak na tekućem računu platne bilance također je pridonio gomiljanju rizika u promatranom razdoblju. Smanjenje stupnja euroizacije mjereno udjelom deviznih depozita u ukupnim depozitima i udjelom kredita vezanih uz strane valute u ukupnim kreditima koje je obilježilo veći dio pretkriznog razdoblja djelovalo je u suprotnom smjeru.

Proces akumulacije rizika počeo se usporavati s prvim znacima svjetske finansijske krize koji su se pojavili sredinom 2007., a u razdoblju nakon eskalacije krize u posljednjem tromjesečju 2008. u načelu stagnira. Pritom je važno pri tumačenju Slike 2. voditi računa o tome da niska razina akumulacije rizika ne mora nužno značiti smanjenje ukupne razine rizika, što postaje jasnije promatranjem pojedinačnih sastavnica indeksa, na osnovi čega se može zaključiti da ukupna dosegnuta razina većine njih (javni dug, ukupna zaduženost poduzeća i stanovništva, inozemni dug) upućuje na povećani rizik, koji se tek u nekim segmentima blago smanjio, dok se stupanj euroizacije povećao.

Pritom treba naglasiti da je HNB tijekom cijelog tog razdoblja provodio različite monetarne i makrobonitetne mjeru i instrumente kojima je, s jedne strane, povećana otpornost sustava na šokove, a s druge strane ublažen proces akumulacije rizika, koji bi bez njih bio još izrazitiji. Osim ograničenja kreditnog rasta iz 2003., među najvažnijim mjerama i instrumentima u tom kontekstu treba izdvajati visoku razinu opće obvezne pričuve, odluku o obvezi održavanja minimalno potrebnih deviznih potraživanja, odluku o obvezi izdvajanja granične obvezne pričuve na povećanje inozemnih obveza banaka, uvođenje posebne obvezne pričuve, uvođenje i povećanje kapitalnih zahtjeva za valutno inducirani kreditni rizik, povećanje zahtijevane stope adekvatnosti kapitala, devizne intervencije uglavnom usmjerene na ublažavanje pritisaka na jačanje domaće valute koje su rezultirale povećanjem međunarodnih pričuva te uvođenje najveće dopuštene nepenalizirane stope kreditnog rasta od 12%.⁵

Osim procesa akumulacije rizika, za stvaranje potpunije slike o finansijskoj stabilnosti potrebno je promatrati i pokazatelje materijalizacije

Tablica 2. Pokazatelji koji upućuju na materijalizaciju prethodno akumuliranih rizika

Izvori materijalizacije sistemskog rizika	Pokazatelji
Poduzeća	Udio loših kredita u ukupnim kreditima – poduzeća
Kućanstva	Udio loših kredita u ukupnim kreditima – stanovništvo Kamate kućanstava/dohodak
Makroekonomска kretanja	Anketna stopa nezaposlenosti Inflacija Ponderirani tečaj prema strukturi aktive poslovnih banaka
Finansijska tržišta	Premija za rizik za Hrvatsku – EMBI razlika prinosa

Izvor: HNB

5 Detaljnije o mjerama i instrumentima monetarne i makrobonitetne politike vidi u godišnjim izvješćima HNB-a.

rizika. Pokazatelji materijalizacije rizika obuhvaćaju pokazatelje kvalitete aktive poslovnih banaka, makroekonomksa kretanja i kretanja na finansijskim tržištima.

U razdoblju do eskalacije finansijske krize većina se promatranih pokazatelja znatno poboljšala. Udio loših u ukupnim kreditima smanjio se i za sektor poduzeća i za sektor kućanstava, anketna stopa nezaposlenosti također je kontinuirano padala, inflacija je bila niska, tečaj ponderiran prema strukturi aktive poslovnih banaka (uključeni su krediti u kunama, eurima i švicarskim francima) uglavnom je blago aprecirao, a premija za rizik za zemlju o kojoj ovisi cijena inozemnog zaduživanja imala je najnižu zabilježenu razinu. Premda je bila riječ o naizgled stabilnom razdoblju obilježenom pozitivnim kretanjima i relativno snažnim gospodarskim rastom, Slika 5. pokazuje da je upravo tada akumulirana glavnina neravnoteža i sistemskog rizika, koji se počeo materijalizirati sredinom 2007. i s jačanjem svjetske finansijske krize.

Rezultati analize upućuju na to da je glavnina materijaliziranog rizika vezana uz rizike u bilancama banaka koji su se manifestirali u snažnom porastu loših u ukupnim plasmanima za poduzeća, a u nešto manjoj mjeri i za stanovništvo, uz kretanje tečaja ponderiranog struktrom aktive poslovnih banaka te uz snažno povećanje premije za rizik za zemlju, koja je rezultirala znatnim porastom troškova zaduživanja i u zemljama i u inozemstvu.

Iz svega navedenog može se zaključiti da je proces akumulacije rizika u Hrvatskoj u najvećoj mjeri bio povezan sa snažnim zaduživanjem privatnog sektora i državnih jedinica, što je u skladu s nalazima većine autora koji se bave kriznim epizodama. Naime, u brojnim su istraživanjima upravo prekomjeran kreditni rast i pretjerani optimizam u kreditnoj aktivnosti identificirani kao ključna obilježja finansijskih i bankovnih kriza.⁶ Snažna kreditna aktivnost u pretkriznom razdoblju može znatno pojačati učinak širenja krize s finansijskih posrednika na realni sektor i obrnuto⁷, a tipičan obrazac akumulacije rizika na toj osnovi podrazumijeva da snažan rast kredita privatnom sektoru stimulira relativno snažniji rast agregatne potražnje u odnosu na potencijalni rast, što dovodi do pregrijavanja ekonomije i rasta makroekonomskih neravnoteža jer bankovni krediti često rezultiraju rastom potrošnje i uvoza, odnosno povećanjem manjka (ili smanjenjem viška) na tekućem računu platne bilance, inflatornim pritiscima i pritiscima na stabilnost domaće valute.⁸ U slučajevima zemalja s tržištima u nastajanju to najčešće uključuje i financiranje iz inozemstva i povećanje inozemne zaduženosti. Također, valja naglasiti kako je snažno jačanje kreditne aktivnosti u pravilu povezano i s rastom finansijske ranjivosti sustava jer podrazumijeva lošiju kvalitetu odobrenih kredita i pojačano preuzimanje rizika. Ti se rizici u pravilu materijaliziraju tek kasnije, najčešće nakon nastupanja neke vrste šoka, kada je u pravilu kasno za poduzimanje mjer i uvođenje instrumenata koji bi mogli ojačati otpornost sustava. Sve to zajedno do-

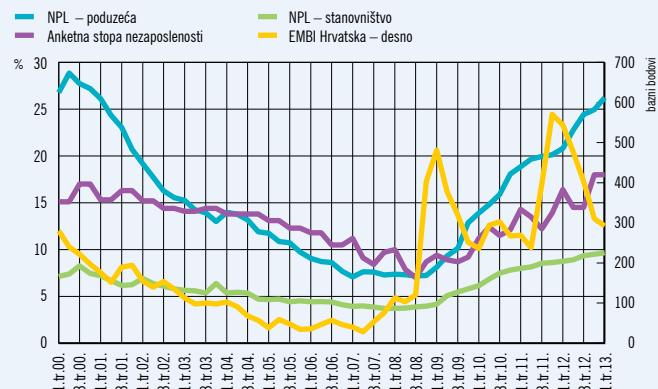
6 The role of macroprudential policy, Bank of England Discussion Paper, studeni 2009., Bank of England; G. Kaminsky i C. M. Reinhart, *The Twin Crises: The Causes of Banking and Balance-of-Payments*, American Economic Review, 1999.

7 Global Financial Stability Report: Grappling With Crisis Legacy, poglavje 3. Toward Operationalizing Macroprudential Policies: when to act, World Economic and Financial Surveys, rujan 2011., MMF

8 P. Hilbers, I. Otter-Robe, C. Pazarbasioglu i G. Johnsen, *Assessing and managing rapid credit growth and the role of supervisory and prudential policies*, IMF Working Papers, br. 5/151, srpanj 2005.

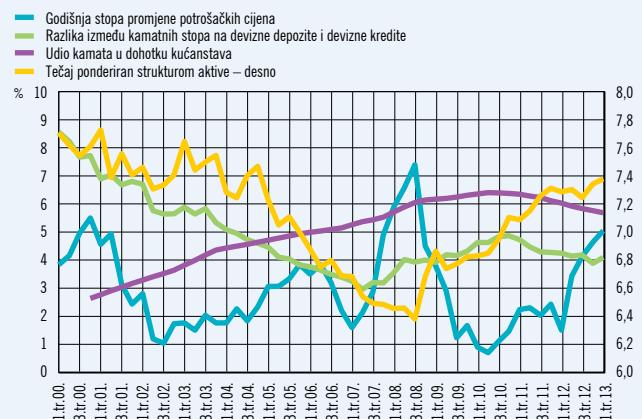
datno naglašava važnost pravodobne primjene makrobonitetnih mjera i instrumenata usmjerenih na sprječavanje i usporavanje procesa akumulacije rizika i jačanje otpornosti finansijskog sustava.

Slika 3. Sastavnice pokazatelja materijalizacije rizika



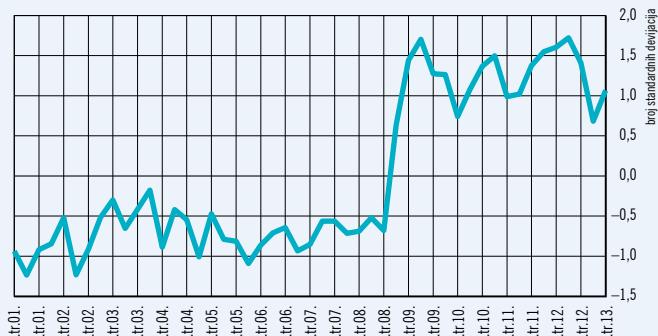
Izvor: HNB; DZS

Slika 4. Sastavnice pokazatelja materijalizacije rizika



Izvor: HNB; DZS; Bloomberg

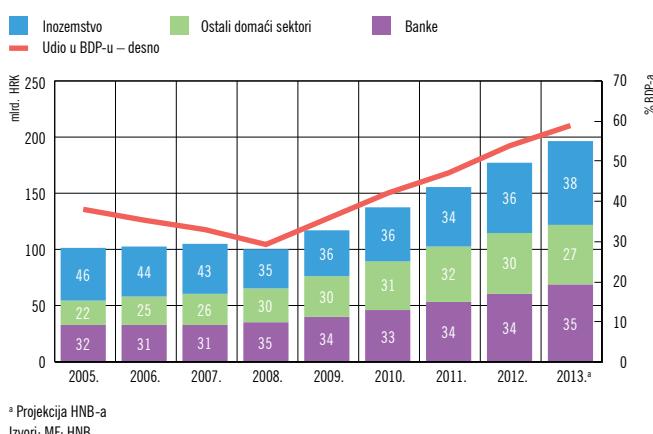
Slika 5. Pokazatelj materijalizacije rizika



Izvor: HNB

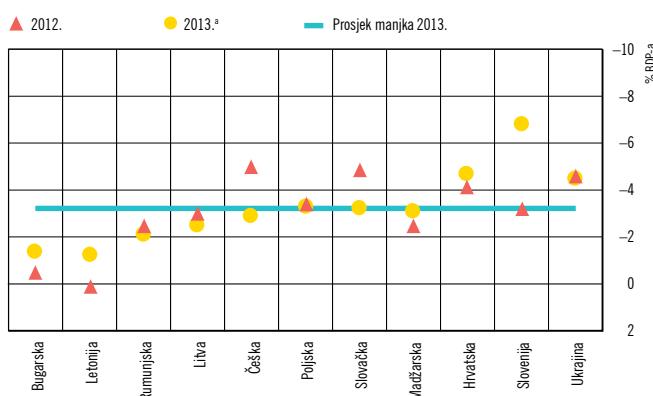
Sektor države

Slika 27. Dug opće države



* Projekcija HNB-a
Izvor: MF; HNB

Slika 28. Usporedno kretanje manjka opće države



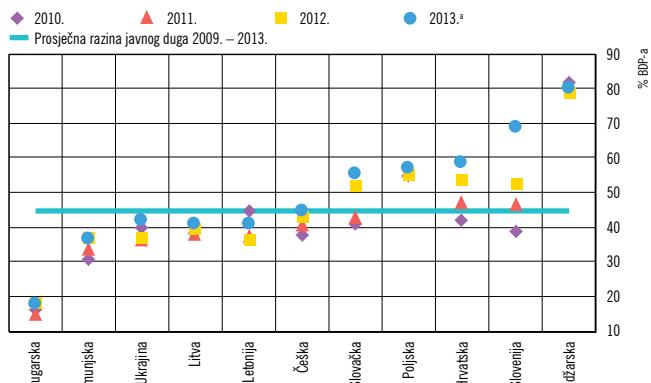
* Projekcija HNB-a i MMF-a
Izvor: MMF, World Economic Outlook 2013

Javne su financije pod velikim opterećenjem već petu godinu recesije, koja otežava fiskalnu konsolidaciju. U 2012. godini tehnički je ispunjeno fiskalno pravilo tako što su rashodi smanjeni za 2,1% BDP-a, nakon što su u 2011. godini prema standardu ESA 95 povećani za aktivirana jamstva brodogradnji. Proračun za 2013. izmijenjen je već na samom početku godine zbog smanjenja projicirane stope gospodarskog rasta. Tijekom prve polovine godine već je ostvarena većina planiranog financiranja, a u posljednjem tromjesečju očekuju se još neizvjesni prihodi od privatizacije.

Fiskalno pravilo koje se provodi prvi put u povijesti hrvatskih javnih finansija tehnički je ispunjeno u 2012. godini. Njegova provedba zasniva se na Zakonu o fiskalnoj odgovornosti, koji previđa smanjenje rashoda kao udjela u BDP-u za jedan postotni bod. Kako je ovo fiskalno pravilo prociklično, vrlo ga je teško ispuniti u godinama pada gospodarske aktivnosti, kao što je bila 2012. godina, u kojoj je nominalni BDP ostao gotovo nepromijenjen u odnosu na 2011. Ispunjene fiskalne pravila, praćeno na osnovi statističkog standarda ESA 95, u 2012. godini olakšano je činjenicom da je u 2011. godini došlo do preuzimanja ostatka jamčenog duga na osnovi ponovljenog aktiviranja jamstva u tri godine u iznosu od 6,6 milijardi kuna, za koliko su povećani rashodi u 2011. Rashodi u 2012. u odnosu na tako povećane rashode u 2011. smanjili su se za 2,1% udjela u BDP-u, dok je fiskalno pravilo nalagalo smanjenje od 1% udjela u BDP-u.

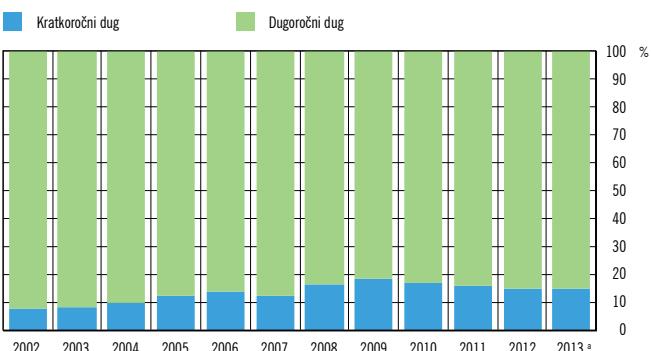
Proračun se nalazi pred velikim izazovom ispunjavanja fiskalnog pravila za 2013. godinu. Naime, prema sadašnjim projek-

Slika 29. Usporedno kretanje javnog duga

^a Projekcija HNB-a i MMF-a

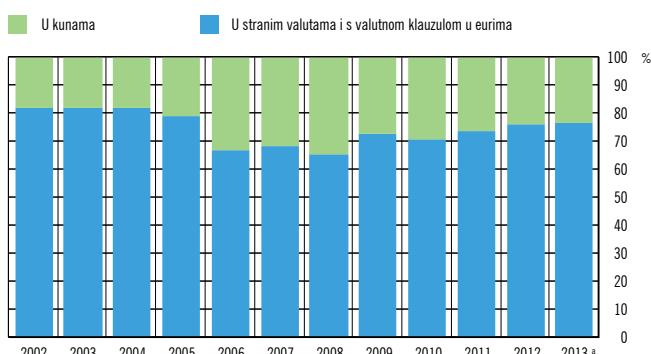
Izvor: MMF, World Economic Outlook 2013

Slika 30. Struktura javnog duga prema preostalom dospijeću

^a Projekcija HNB-a

Izvor: MF; HNB

Slika 31. Valutna struktura javnog duga

^a Projekcija HNB-a

Izvor: MF; HNB

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

Indikator	Sigurno područje	Referentna razina	Razina u Hrvatskoj
$r - g^b$	<	1,1%	4,7%
Javni dug opće države (% BDP-a)	<	42,8%	58,8%
Ciklički prilagođen primarni saldo (% potenc. BDP-a)	>	-0,5%	-1,9%
Bruto potrebe za financiranjem (% BDP-a)	<	20,6%	10,6%
Udio kratkoročnog duga u ukupnom dugu	<	44,0%	14,7%
Dug nominiran u inozemnoj valuti	<	40,3%	76,7%
Vagano prosječno dospijeće javnog duga (godine) ^c	>	2,3	5,7
Kratkoročni inozemni javni dug (postotak deviznih pričuva) ^c	<	61,8%	4,6%

^a E. Baldacci, I. Petrova, N. Belhocine, G. Dobrescu i S. Mazraani, *Assessing Fiscal Stress*, IMF Working Paper, WP/11/00^b Implicitna kamatna stopa na dug opće države umanjena za BDP deflator (prosjek pet godina), umanjeno za stopu rasta realnog BDP-a (prosjek pet godina)^c 2012.

Izvor: MMF WP/11/100; HNB

cijama malo je vjerojatno da će fiskalno pravilo za 2013. godinu biti ispunjeno s obzirom na očekivani pad realnog BDP-a i izostanak strukturnih reforma u javnom sektoru, koje bi omogućile smanjenje permanentnih rashoda.

Proračun za 2013. godinu već je na samom početku godine doživio svoj rebalans zbog korekcije rasta BDP-a s 1,8% na 0,7%. S obzirom na niže prihode zbog sporijeg rasta provedeno je i smanjenje rashoda za 874 milijuna kuna. No, još uvijek postoje određeni rizici na pojedinim stavkama rashoda, poput rashoda za zaposlene, gdje je planirano smanjenje za 1,685 milijardi kuna.

Manjak u 2013. godini, prema standardu ESA 95, mogao bi se kretati na razini od otprilike 4,8% BDP-a, što je iznad ostvarene razine u 2012. godini. Nastavak pada BDP-a, koji ograničuje prostor za povećanje prihoda, dok se permanentni troškovi (plaće, mirovine, zdravstvo...) vrlo sporo smanjuju ili čak autonomno povećavaju (kao npr. mirovine), nepovoljno djeluje na proračunski manjak. Manjak je znatno iznad razine dugoročne fiskalne održivosti (Slika 33., Tablica 5.) i razine od 3%, koja je određena maastrichtskim kriterijima. U uvjetima recesije, pak, manjak je poželjno smanjivati putem strukturnih reforma u javnom sektoru.

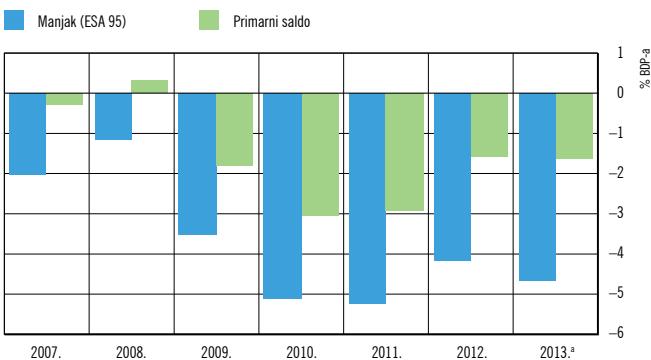
Za finansijsku stabilnost važno je da se ostvari proračunom planirano financiranje, koje u 2013. iznosi oko 10,6% BDP-a. U 2013. godini potrebe za financiranjem znatno su veće u odnosu na 2012. godinu, kada su iznosile 6,9% BDP-a. Na početku godine Ministarstvo finančija uspješno je provedeo primarnu emisiju obveznica na američkom tržištu i time ispunilo gotovo 60% potreba za financiranjem u ovoj godini. Osim toga, na do-

Slika 32. Prinos na primarnom izdanju eurskih vrijednosnica



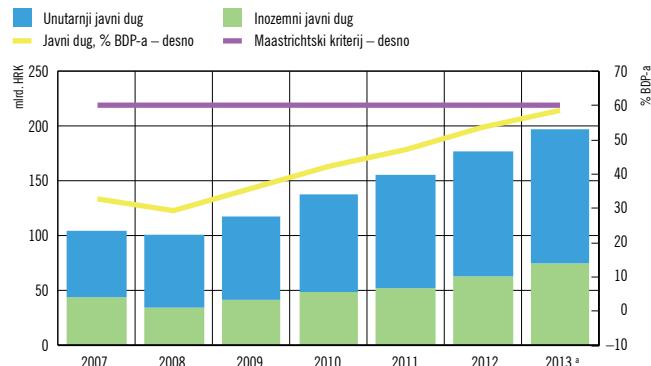
Izvor: MF

Slika 33. Projekcija manjka opće države



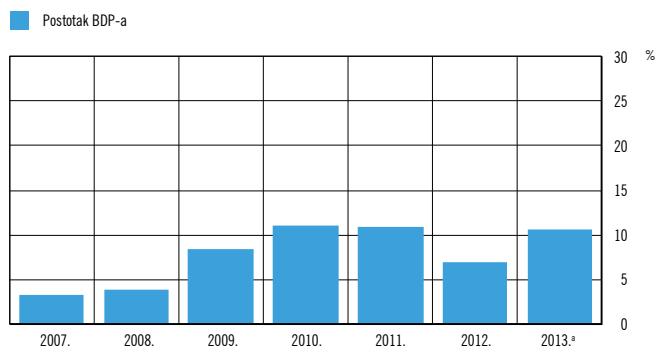
* Projekcija HNB-a
Izvor: MF; HNB

Slika 34. Projekcija duga opće države



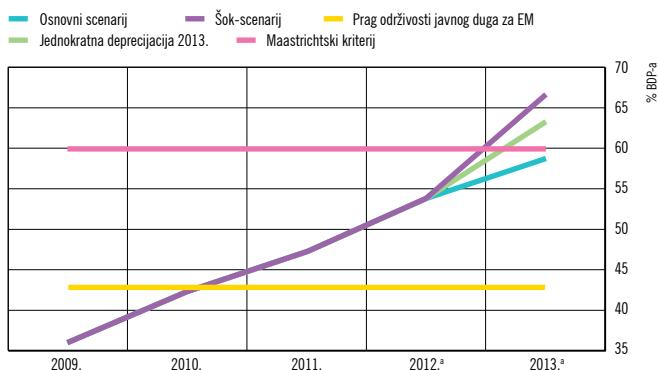
* Projekcija HNB-a
Izvor: MF; HNB

Slika 35. Bruto potrebe za financiranjem



* Projekcija HNB-a
Izvor: MF; HNB

Slika 36. Različiti scenariji projekcije javnog duga



* Projekcija HNB-a
Izvor: HNB

maćem su tržištu sredinom srpnja 2013. izdane dvije državne obveznice, na osnovi kojih su ukupno prikupljena gotovo 8,4 mlrd. kuna. Osim valutno vezane obveznice nominalnog iznosa 750 mil. EUR izdana je i kunska obveznica ukupnog iznosa 2,75 mlrd. kuna, što je važno zbog razvoja tržišta duga u domaćoj valuti, pogotovo jer se posljednjih godina udio javnog duga u domaćoj valuti zamjetljivo smanjio (Slika 31.). Nапослјетку, važno je naglasiti da se potrebe za financiranjem jednim dijelom planiraju namiriti prihodima od privatizacije.

Očekuje se da će javni dug do kraja 2013. godine i nadalje ostati ispod granice od 60%, koja je određena maastrichtskim kriterijima (Slika 34.). Hrvatski javni dug prema svim je pokazateljima vrlo visok, ali je ročnost duga dobro raspoređena tijekom godina (Slika 30.), pa su bruto potrebe za financiranjem ispod kritičnih razina (Slika 35.). Nakon što je u javni dug 2011. godine uključen znatan iznos na osnovi restrukturiranja brodogradnje, kretanje javnog duga u idućim godinama u najvećoj

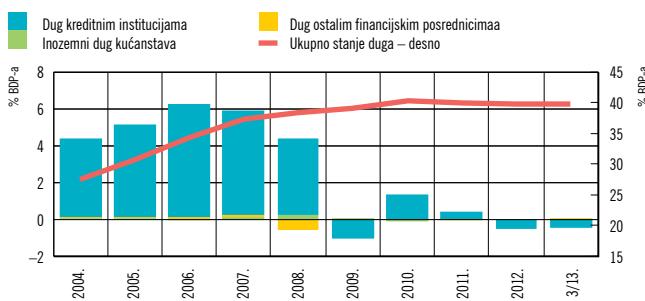
će mjeri ovisiti o načinu provedbe fiskalne politike i strukturnih reforma kojima je cilj smanjenje rashoda.

Stresni scenariji podižu javni dug iznad razine od 60% BDP-a. Razmatranje različitih scenarija projekcije javnog duga u 2013. godini podiže javni dug iznad 60% BDP-a. Prema stresnom scenariju deprecijacije tečaja kune prema svim valutama za

10% javni se dug podiže iznad razine od 60%, odnosno na 63,3% BDP-a. Drugi kombinirani stresni scenarij uključuje i pad BDP-a za 3,1% uz deprecijaciju od 10%, što dovodi do dodatnog rasta javnog duga na 66,6% BDP-a. Ovakav razvoj događaja zahtijeva bi znatnu prilagodbu s obzirom na to da članak 74. Zakona o proračunu jasno ograničuje javni dug na razinu od 60% BDP-a.

Sektor kućanstava

Slika 37. Promjena i stanje duga kućanstava

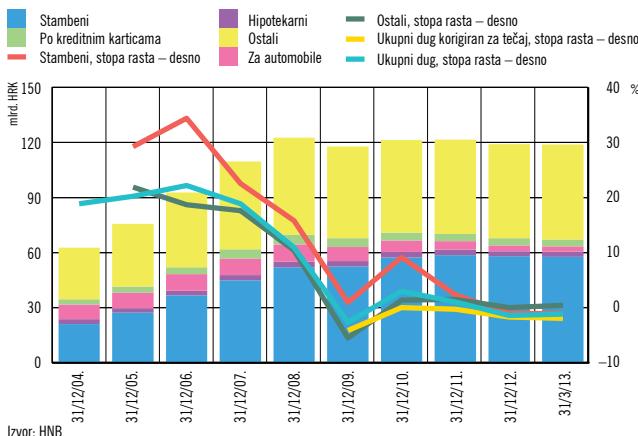


^a Dug kućanstava društvinama za osiguranje procijenjen je.

Napomena: U ukupni dug kućanstava nije uključen dug društvinama za lizing kako bi se izbjegao lom u seriji podataka zbog promjene metodologije prikazivanja vrijednosti ugovora o lizingu od 1. siječnja 2011. Zbog primjene nove sektorizacije u skladu s Europskim sustavom nacionalnih računa (ESA 95) dug kućanstava bankama, štednim bankama i stambenim štedionicama objedinjen je te se iskazuje kao dug kreditnim institucijama.

Izvor: HNB; HNB

Slika 38. Krediti kućanstvima prema namjeni



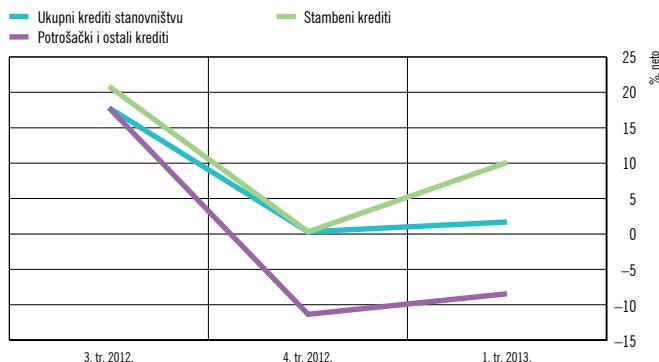
Razduživanje sektora kućanstava nastavljeno je krajem 2012. i početkom 2013. godine. S obzirom na očekivani izostanak gospodarskog oporavka u ovoj godini, tendencija smanjivanja duga kućanstava i nadalje će biti prisutna. Unatoč tome, visoka izloženost riziku nepovoljnih kretanja na tržištu rada mogla bi dijelu kućanstava otežati otplatu duga.

Premda oslabljen, višegodišnji proces razduživanja kućanstava nastavio se i potkraj 2012. te početkom 2013. godine, pa je ukupni dug stanovništva stagnirao na razini samo malo nižoj od 40% BDP-a (Slika 37.). Kućanstva su u tom razdoblju blago smanjila svoju izloženost prema kreditnim institucijama¹ (–0,5% BDP-a), koje u ukupnom dugu kućanstava sudjeluju s gotovo 99%, dok je dug kućanstava inozemstvu i ostalim finansijskim posrednicima ostao gotovo neepromijenjen. Na godišnjoj razini ukupni je dug kućanstava do kraja ožujka 2013. smanjen za 1,2%, odnosno za 1,9% ako se isključi utjecaj slabljenja tečaja (Slika 38.), a glavnina tog pada generirana je tijekom trećeg tromjesečja 2012.

Nešto slabijem intenzitetu razduživanja kućanstava potkraj 2012. i početkom 2013. pridonio je i blagi porast novog, posebice dugoročnog, zaduživanja (Slika 40.). U strukturi novoodobrenih dugoročnih kredita porasli su jedino iznosi novoodobrenih ostalih dugoročnih kredita (gotovinski nenamjenski krediti, potrošački krediti i sl.), djelomice i pod utjecajem malo izrazitijeg smanjenja kamatnih stopa na samom početku ove godine te ublažavanja kreditnih standarda za te kredite tijekom cijelogra promatrano razdoblja (Slika 39.). Istodobno se potra-

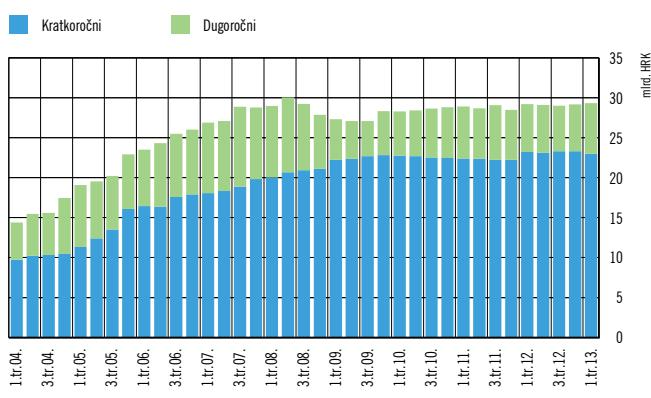
¹ Kreditne institucije prema sektorizaciji u skladu s Europskim sustavom nacionalnih računa (ESA 95) obuhvaćaju banke, štedne banke i stambene štedionice.

Slika 39. Promjena standarda odobravanja kredita kućanstvima u posljednja tri mjeseca



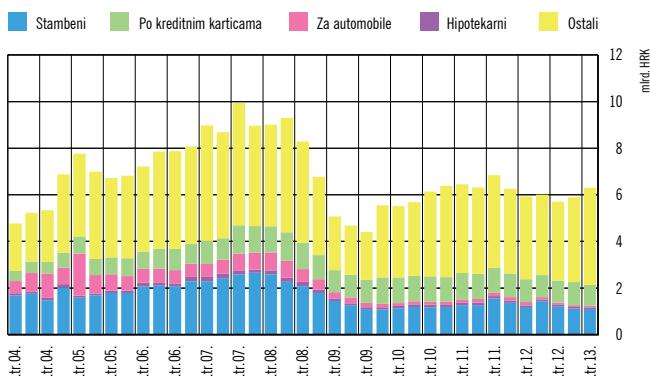
Napomena: Positivna vrijednost upućuje na podoštavljanje, a negativna na ublažavanje kreditnih standarda.
Izvor: HNB

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



Izvor: HNB

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



Izvor: HNB

žnja kućanstava za ostalim oblicima dugoročnoga kreditiranja, posebno kreditima za kupnju automobila, nastavila smanjivati (Slika 41.), odražavajući kretanje prodaje vozila (godišnji pad od gotovo 44%). Dinamika novoodobrenih kredita nužno se odrazila i na ukupan iznos novoodobrenih kredita, pa se do kraja ožujka 2013. najsnažnije smanjio iznos kredita za kupnju automobila (na godišnjoj razini za 31,4%). Stambeni su se krediti također nastavili blago smanjivati po stopi od oko 1% godišnje (u nominalnim i efektivnim terminima) pod utjecajem činitelja na strani ponude kredita (pooštreni kreditni zahtjevi u smislu vrijednosti kolaterala i odnosa prema iznosu kredita), ali i na strani potražnje (neizvjesnost oporavka tržišta stambenih nekretnina i relativno niska razina pouzdanja potrošača). Blago su porasli jedino ostali dugoročni krediti (0,4%).

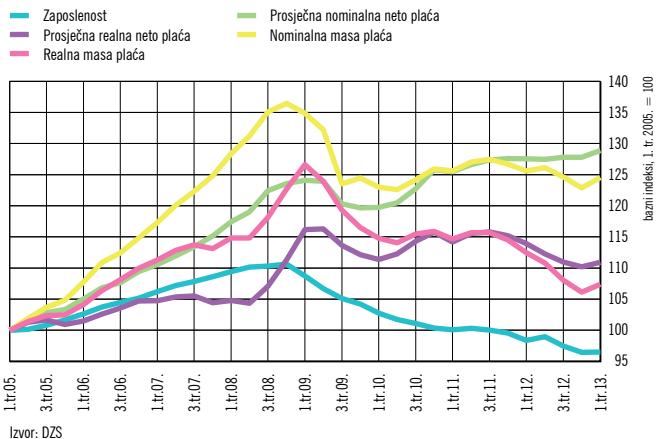
Pad gospodarske aktivnosti rezultirao je zadržavanjem negativnih trendova na tržištu rada krajem 2012. i početkom 2013. godine, koji su i nadalje glavni ograničavajući činitelj snažnijeg dinamiziranja kreditiranja kućanstava (Slika 42.). Kumulativni pad zaposlenosti od gotovo 13% te realnih plaća za približno 5% tijekom posljednje četiri krizne godine, zajedno s dalnjim rastom neizvjesnosti na tržištu rada, nastavit će odvraćati većinu kućanstava od novoga, intenzivnijeg zaduzivanja te financiranja investicija i potrošnje trajnih proizvoda (Slika 48.).

Osim što je porasla izloženost riziku gubitka radnog mjesta, kućanstva su krajem 2012. i početkom 2013. uobičajeno bila visoko izložena i finansijskim rizicima promjene tečaja i kamatnih stopa (slike 43. i 44.). Premda je izloženost kućanstava valutnom riziku gotovo nepromijenjena u posljednje dvije godine (udio kredita vezanih uz stranu valutu u strukturi ukupnih kredita krajem ožujka 2013. iznosi je 75%), izloženost kamatnom riziku početkom 2013. znatno se povećala, djelomice i pod utjecajem strukture novoodobrenih kredita. Tako je gotovo 97% svih kredita krajem ožujka 2013. bilo odobreno s mogućnošću promjene kamatne stope unutar godine dana, premda se istodobno blago poboljšala struktura kredita unutar te kategorije (porast udjela kredita s mogućnošću promjene kamatne stope tek nakon tri mjeseca).

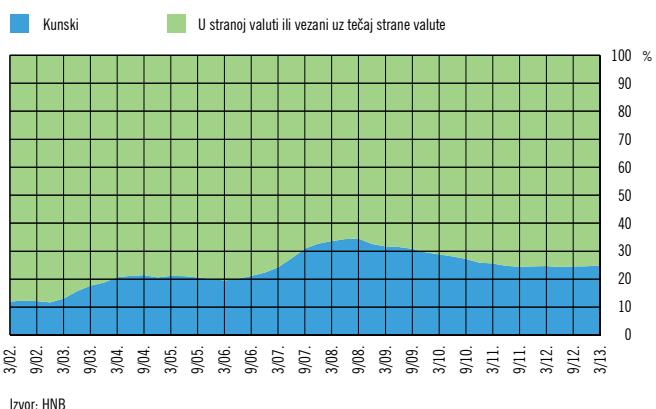
Pokazatelji zaduženosti i tereta otplate duga kućanstava mahom su se nastavili poboljšavati krajem 2012. i početkom 2013. godine (Slika 45.). Uz nastavak razduživanja, kućanstava su tijekom promatranog razdoblja intenzivnije štedjela, pa je do kraja ožujka 2013. omjer njihova duga i depozita pao na svoju dosad najnižu razinu. S obzirom na to da depoziti, koji su u promatranom razdoblju porasli na godišnjoj razini za 5%, ujedno čine i najvažniji segment ukupne likvidne finansijske imovine kućanstava² (Slika 46.), na taj se način poboljšao i odnos duga prema tom obliku imovine. Istodobno je malo intenzivnije smanjenje troška plaćenih kamata stimuliralo poboljšanje pokazatelja tereta otplate duga kućanstava unatoč usporavanju rasta mase raspoloživih nominalnih dohodatak krajem prošle i početkom ove godine. Stoga je u promatranom razdoblju jedino omjer duga

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

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



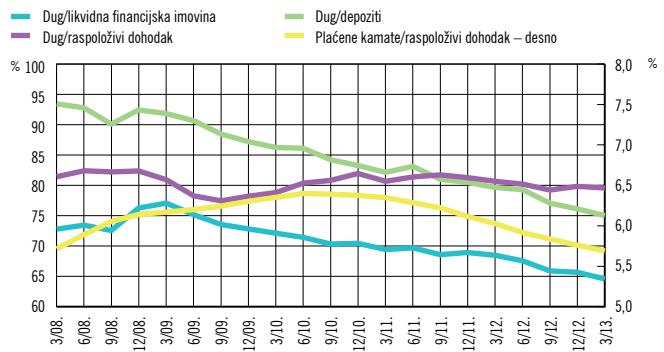
Slika 43. Valutna struktura kredita kućanstvima



Slika 44. Krediti kućanstvima prema promjenjivosti kamatne stope



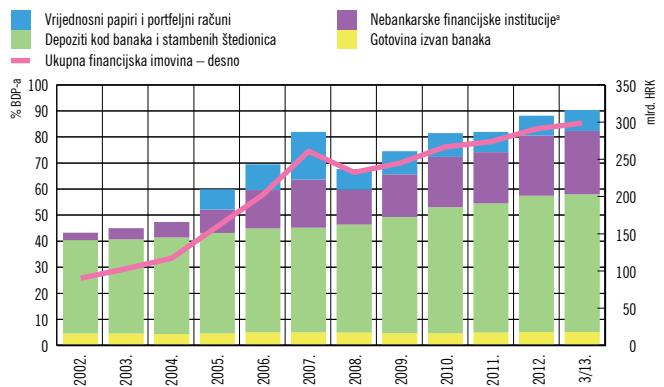
Slika 45. Zaduženost kućanstava i teret otplate duga



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

Izvor: Hafna; SKDD; HNB

Slika 46. Financijska imovina kućanstava



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

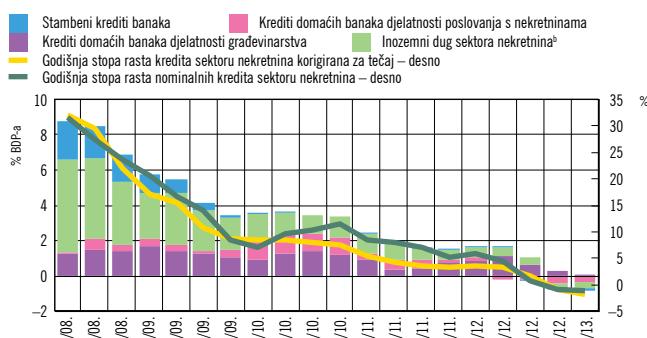
i raspoloživoga dohotka kućanstava³ ostao na razini na kojoj je bio sredinom 2012.

Kućanstva će se nastaviti razduživati i u drugoj polovini 2013. godine, i to uglavnom pod utjecajem očekivanoga daljnog pada zaposlenosti i realnih dohodaka. Naime, nepovoljni makroekonomski uvjeti i neizvjesnost povezana s budućim oporavkom, koji se reflektiraju u još relativno slabom potrošačkom optimizmu kućanstava, iako je posljednjih mjeseci zamjetljivo njegovo blago poboljšanje, zadržavat će njihovu osobnu potrošnju na relativno niskoj razini i ograničavati potražnju za novim kreditima. Zbog visoke izloženosti rizicima koji proizlaze iz tržišta rada, uredna otplata kredita mogla bi pojedinim kućanstvima biti otežana čak i ako se ublaže uvjeti kreditiranja pod utjecajem regulatornih izmjena.

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

Sektor nekretnina

Slika 47. Godišnja promjena^a duga sektora nekretnina

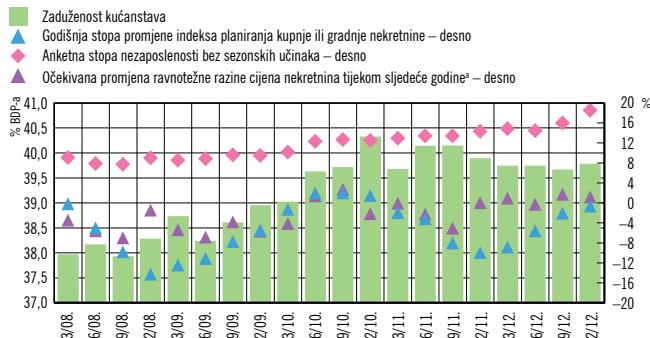


^a Promjene duga korigirane su za utjecaj tečajnih promjena.

^b U inozemni dug uključen je dug djelatnosti poslovanja s nekretninama i djelatnosti građevinarstva.
Napomena: Zbog primjene nove klasifikacije djelatnosti iznosi domaćih kredita odobreni sektoru nekretnina u razdoblju prije 2010. donekle su promijenjeni.

Izvor: Izračun HNB-a

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



^a Odnos se na očekivanje godišnje promjene za isto razdoblje iduće godine (+12 mjeseci) te je procijenjena na temelju modelske ocjene ravnotežne razine cijena uzimajući pritom u obzir HNB-ove projekcije kretanja temeljnih odrednica potražnje za stambenim nekretninama (realnih kamatnih stopa i raspoloživoga dohotka kućanstava).

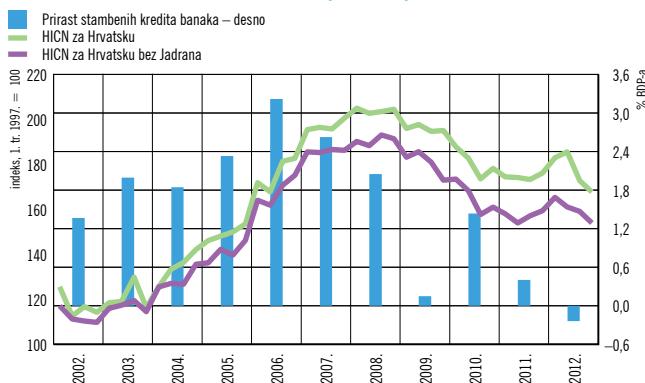
Izvor: HNB

Krajem 2012. započeo je proces razduživanja sektora nekretnina. Oživljavanje stambenog tržišta ne očekuje se ni u 2013. s obzirom na očekivani izostanak gospodarskog oporavka i nastavak nepovoljnih kretanja na tržištu rada, pa bi se trend razduživanja mogao nastaviti.

Nakon višegodišnjega postupnog usporavanja zaduživanja, ukupni se dug sektora nekretnina krajem 2012. i početkom 2013. godine smanjio prvi put od izbijanja finansijske krize (Slika 47.). U promatranom se razdoblju relativno najviše smanjilo domaće kreditiranje poduzeća koja posluju s nekretninama (prosječno godišnje za -0,4% BDP-a). Premda je istodobno znatno smanjena i finansijska podrška domaćih banaka poduzećima iz djelatnosti građevinarstva, ona su nastavila ostvarivati pozitivne priraste domaćih kredita (prosječno godišnje za 0,2% BDP-a). Sektor nekretnina istodobno se počeo razduživati i prema inozemnim izvorima u prosječnom godišnjem iznosu od 0,3% BDP-a, dok su stambeni krediti domaćih banaka smanjeni za prosječno 0,1% BDP-a. Tako je nominalni dug ovog sektora krajem ožujka 2013. smanjen za 1,1% na godišnjoj razini, odnosno za 1,7% ako se isključi utjecaj tečajnih promjena.

Izostanak pozitivnih signala s tržišta rada (Slika 42.) te nastavak tendencije blagog rasta realnih kamatnih stopa na stambene kredite (Slika 51.) i pooštavanje ostalih kreditnih uvjeta (Slika 39.) zadržali su potražnju stanovništva za stambenim nekretninama, a time i kreditima, na iznimno niskoj razini te time nastavili stvarati pritisak na daljnji pad cijena stambenog prostora (Slika 49.). Kućanstva su svoja očekivanja buduće dinamike cijena nekretnina prilagodila makroekonomskim uvjetima te su odgodila moguća ulaganja u stambene jedinice. Tako očekivanje daljnog pada, iako donekle usporenog (Slika 48.), praćeno još uvjek niskim potrošačkim optimizmom, dodatno pojačava pritisak na korekciju cijena. Premda su prosječne cijene stambenih nekretnina pod utjecajem izrazitije segmentacije tržišta

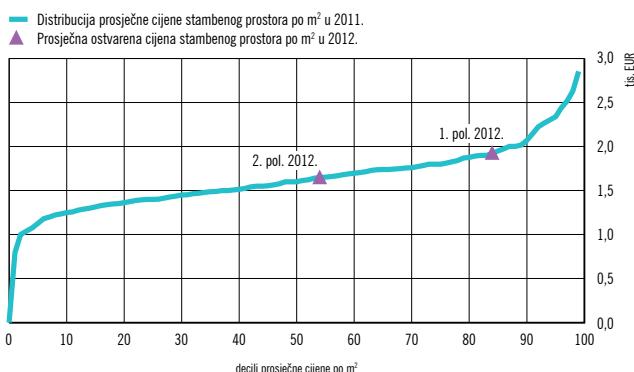
Slika 49. Stambeni krediti i hedonistički indeks cijena stambenih nekretnina^a, na tromjesečnoj razini



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

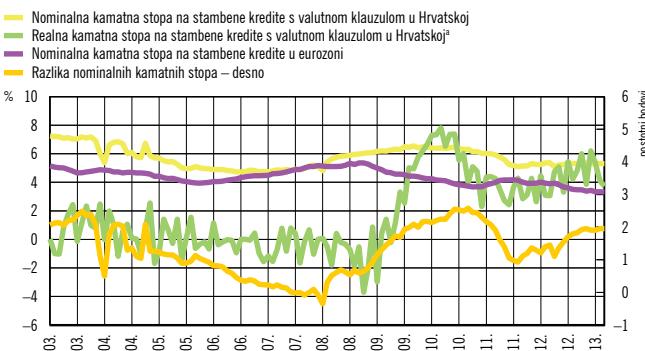
Izvor: Izračun HNB-a

Slika 50. Distribucija prosječnih cijena stambenih nekretnina u 2011. i 2012. godini



Izvor: Izračun HNB-a

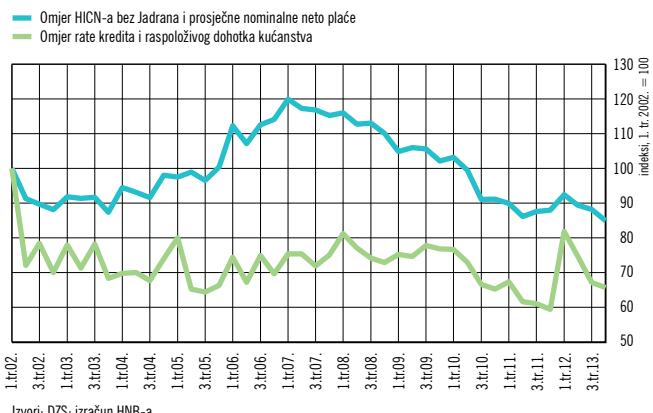
Slika 51. Usporedba kamatnih stopa na novoodobrene stambene kredite u Hrvatskoj i u eurozoni



^a Realna kamatna stopa na stambene kredite s valutnom klausulom deflacionirana je promjenom prosječne nominalne neto plaće s isključenim utjecajem kriznog poreza.

Izvor: ESB; HNB

Slika 52. Financijska dostupnost stambenih nekretnina



(Slika 50.) nakratko porasle u prvom polugodištu 2012.⁴ (Slika 49.), do kraja godine taj je porast neutraliziran, pa su na kraju 2012. cijene stambenih nekretnina u Hrvatskoj na godišnjoj razini smanjene za gotovo 5%. Pritom je korekcija cijena bila malo izrazitija u priobalnom području u odnosu na kontinentalni dio Hrvatske (Slika 49.).

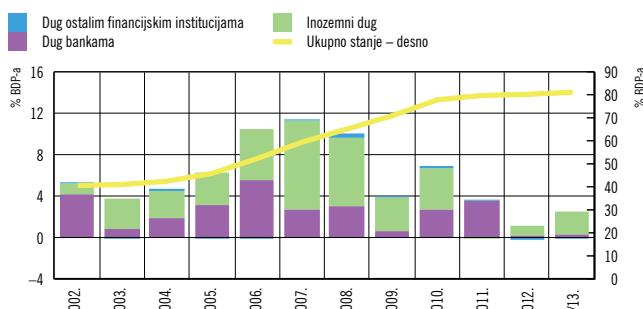
Ubrzavanje pada cijena stambenih nekretnina u drugom polugodištu 2012. blago je poboljšalo njihovu financijsku dostupnost unatoč nešto višim realnim kamatnim stopama na stambene kredite i smanjenim realnim dohocima kućanstava (Slika 52.). Budući da su istodobno donekle pooštreni ostali kreditni uvjeti (Slika 39.), a slična se tendencija očekuje i u 2013., kao i nastavak nepovoljnijih kretanja na tržištu rada, financijska se dostupnost stambenog prostora vjerojatno neće znatno promjeniti, premda bi cijene mogle nastaviti padati.

Nastavak opisanih kretanja na tržištu stambenih nekretnina izgledan je i u 2013., ponajprije pod utjecajem dalnjeg pada broja zaposlenih te smanjenja raspoloživog dohotka kućanstava. Premda su državni poticajni programi implementirani tijekom prošle godine imali određene pozitivne utjecaje na tržište stambenih nekretnina, a može se očekivati da će i novi model poticajne stanogradnje imati slične efekte, prisutna nesigurnost i neizvjesnost na tržištu rada i dalje će većinu kućanstava odvraćati od ulaganja u stambene nekretnine i stvarati pritisak na daljnju korekciju cijena. Stoga se ne očekuje ni intenziviranje stambenoga kreditiranja, pa bi se trend razduživanja sektora nekretnina mogao nastaviti.

⁴ Prosječna cijena stambenih nekretnina kojima se trgovalo u prvom polugodištu 2012. nalazi se u gornjem dijelu distribucije cijena stambenih nekretnina iz 2011. godine (na razini 85. percentila). S obzirom na to da su se cijene već u drugom polugodištu 2012. vratile blizu srednje vrijednosti distribucije (medijana), to upućuje na to da je u prvom dijelu 2012. na tržištu stambenih nekretnina došlo do privremenog značajnog poremećaja u reprezentativnosti uzorka prometovanih nekretnina, koji nije mogao biti adekvatno korigiran hedonističkom metodom.

Sektor nefinancijskih poduzeća

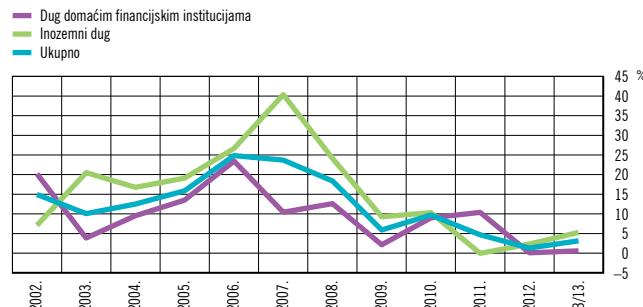
Slika 53. Promjena i stanje duga nefinancijskih poduzeća



Napomena: Iz promjena stanja duga nefinancijskih institucija isključeni su jednokratni utjecaji prodaje dijela potraživanja jedne veće banke tvrtki u direktnom vlasništvu u prosincu 2012. te preuzimanja dijela duga brodogradilišta od strane države u lipnju 2012. U ukupni dug poduzeća nije uključen dug društvima za lizing kako bi se izbjegao lom u seriji podataka zbog promjene metodologije prikazivanja vrijednost ugovora o lizingu od 1. siječnja 2011. Podaci o inozemnom dugu ne obuhvaćaju izravna kružna ulaganja.

Izvori: Hafna; HNB

Slika 54. Godišnje stope rasta duga nefinancijskih poduzeća



Napomena: Iz godišnjih stopa rasta duga nefinancijskih institucija isključeni su jednokratni utjecaji prodaje dijela potraživanja jedne veće banke tvrtki u direktnom vlasništvu maticice u prosincu 2012. te preuzimanja dijela duga brodogradilišta od strane države u lipnju 2012. U ukupni dug poduzeća nije uključen dug društvima za lizing kako bi se izbjegao lom u seriji podataka zbog promjene metodologije prikazivanja vrijednost ugovora o lizingu od 1. siječnja 2011. Podaci o inozemnom dugu ne obuhvaćaju izravna kružna ulaganja.

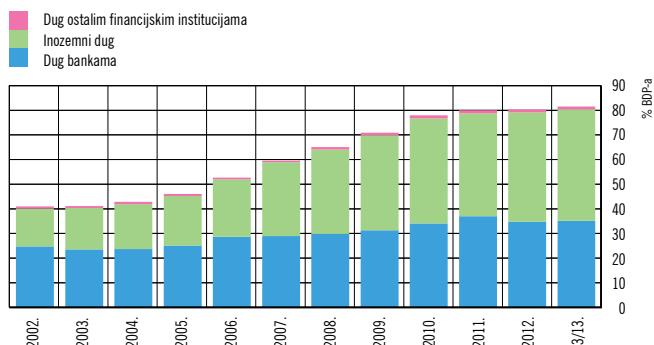
Izvori: Hafna; HNB

Ukupna zaduženost nefinancijskih poduzeća blago raste kao posljedica rasta vanjskog duga, dok domaći dug stagnira. Realokacija zaduživanja prema inozemnim izvorima posljedica je povišene percepције rizika i pooštovanja uvjeta kreditiranja na domaćem tržištu, što rezultira rastućim zaduživanjem na inozemnom tržištu, ponajprije kod matičnih kompanija. Valutni rizik korporativnog sektora, iako u opadanju, i nadalje je vrlo visok zbog velikog udjela duga u stranoj valuti u odnosu na dug u kunama. Kamatni rizik poduzeća u blagom je porastu zbog rasta kamatnih stopa na kratkoročne kredite i skraćivanja rokova mogućnosti promjene kamatnih stopa.

Ukupna zaduženost nefinancijskih poduzeća blago je porasla u promatranom razdoblju, od rujna 2012. do ožujka 2013., te dosegnula oko 81,5% BDP-a. Glavnina rasta ukupne zaduženosti nefinancijskih poduzeća uzrokovana je rastom inozemnog duga, dok je domaći dug u proteklom razdoblju stagnirao (Slika 53.). Rast kredita nerezidenata povezanim poduzećima (2,3 postotna boda u prvom tromjesečju 2013. godine) glavni je uzrok rasta inozemnog duga, a djelomično je na njegov rast utjecao i porast tečaja kune u odnosu na euro (oko 0,5 postotnih bodova u prvom tromjesečju 2013.).⁵

5 Rastu vanjskoga duga, uz istodobno smanjenje domaćeg duga, pridonosi i nedavno preuzimanje dijela lošeg portfelja jedne veće banke od strane matične banke, posredstvom domaćega nefinancijskog poduzeća. To u strukturi duga nefinancijskih poduzeća blago povećava udio inozemnog duga, a smanjuje udio duga domaćim bankama (Slika 55.).

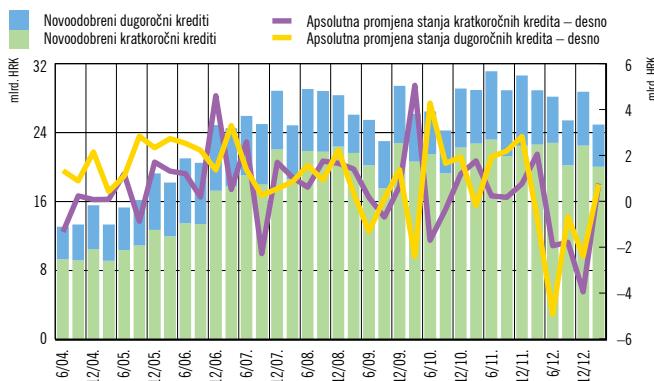
Slika 55. Dug nefinancijskih poduzeća



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

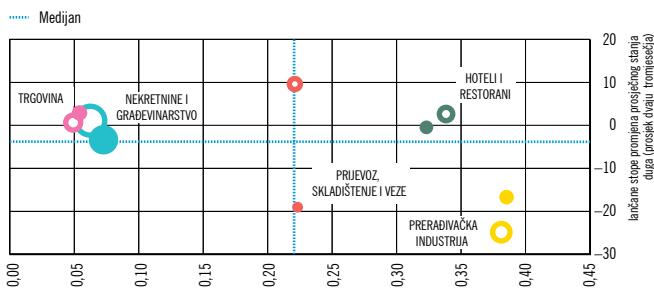
Izvor: HNB; HNB

Slika 56. Novoodobreni krediti banaka i apsolutna promjena stanja bruto kredita



Izvor: HNB

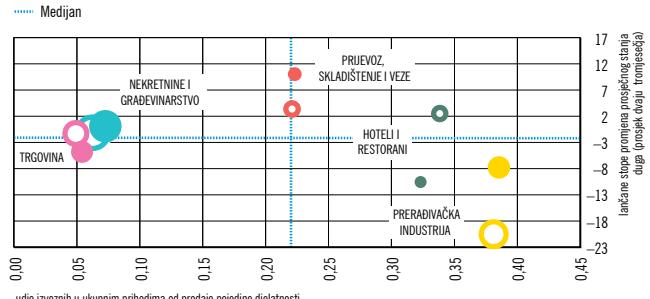
Slika 57. Alokacija inozemnog duga po sektorima za razdoblje od rujna 2012. do ožujka 2013.



Napomena: Puni krug označuje dinamiku duga u posljednja dva promatrana tromjesečja (prosječno stanje duga na kraju ožujka 2013. i prosinca 2012. u odnosu na prosječno stanje duga na kraju rujna i lipnja 2012.). Prazni krug označuje istovrsnu promjenu duga iz prethodnog razdoblja (prosječno stanje duga na kraju rujna i lipnja 2012. u odnosu na prosječno stanje duga na kraju ožujka 2012. i prosinca 2011.). Veličina kruga odražava važnost udjela pojedine djelatnosti u ukupnom dugu nefinancijskih poduzeća prema inozemstvu. Djelatnosti s razmjerno malim udjelom u dugu nisu prikazane.

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

Slika 58. Alokacija kredita domaćih banaka po sektorima za razdoblje od rujna 2012. do ožujka 2013.



udio izvoznih u ukupnim prihodima od prodaje pojedine djelatnosti

Napomena: Puni krug označuje dinamiku duga u posljednja dva promatrana tromjesečja (prosječno stanje duga na kraju ožujka 2013. i prosinca 2012. u odnosu na prosječno stanje duga na kraju rujna i lipnja 2012.). Prazni krug označuje istovrsnu promjenu duga iz prethodnog razdoblja (prosječno stanje duga na kraju rujna i lipnja 2012. u odnosu na prosječno stanje duga na kraju ožujka 2012. i prosinca 2011.). Veličina kruga odražava važnost udjela pojedine djelatnosti u ukupnom dugu nefinancijskih poduzeća prema inozemstvu. Djelatnosti s razmjerno malim udjelom u dugu nisu prikazane.

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

Negativna očekivanja o gospodarskim kretanjima, povećana percepcija rizika pojedinačnih poduzeća te rastuća rizičnost utrživosti kolaterala dovode do umjerenog pooštravanja uvjeta kreditiranja na domaćem tržištu, sudeći prema anketi o kreditnoj aktivnosti koju provodi HNB. U takvim uvjetima rast potražnje za kreditima za financiranje obrtnoga kapitala te povećanje potrebe za restrukturiranjem duga potiču nefinancijska poduzeća, koja to mogu, na pojačano zaduživanje u inozemstvu, i to uglavnom kod matičnih tvrtki.

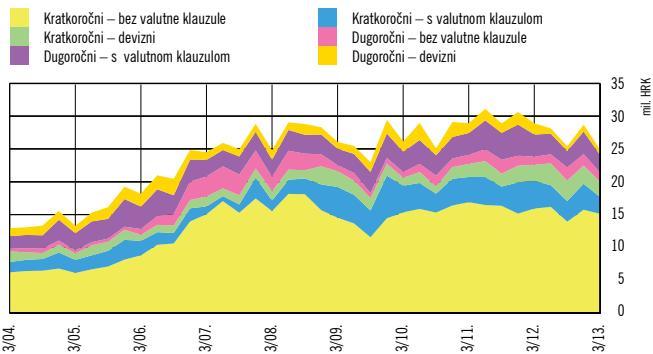
Trend smanjivanja novoodobrenih kredita, koji je obilježio 2012. godinu, nastavio se i početkom 2013., no s naznakama zaustavljanja. Stanja dugoročnih i kratkoročnih kredita su porasla u prvom tromjesečju 2013., nakon kontinuiranog smanjivanja u posljednja tri tromjesečja koja obilježavaju preuzimanje duga brodogradilišta u lipnju te spomenuta prodaja dijela lošeg portfelja veće banke matičnoj banci u prosincu 2012. godine (Slika 56.).

U građevinskom se sektoru vanjsko zaduživanje blago smanjilo u promatranom šestomjesečnom razdoblju, do ožujka 2013., pri čemu je ostvaren umjeren porast financiranja kod domaćih banaka. Iste tendencije, iako uz znatno jači intenzitet, zabilježene su i kod djelatnosti prijevoza i veza, gdje prednjače državna prijevoznička poduzeća. S druge strane, poduzeća u trgovini i turizmu slabije se oslanjaju na domaće izvore financiranja, a zaduživanje u inozemstvu stagnira. Prerađivački se sektor i nadalje izdvaja po relativno visokim stopama razduživanja. Nezanemariv utjecaj (oko 2,5 postotna boda) na razduživanje prerađivačkog sektora imaju projekti obnovljivih izvora energije, čije kompanije nakon ishođenja dozvola i puštanja u pogon mijenjaju sektor, pa iz prerađivačke industrije prelaze u sektor opskrbe električnom energijom (slike 57. i 58.).

Rast novoodobrenih kredita nefinancijskim poduzećima najizraženiji je kod kratkoročnih kunskih kredita, dok su se kratkoročni krediti u stranoj valuti smanjili. Nasuprot tome, novoodbreni se dugoročni kunski krediti smanjuju, a dugoročni krediti u stranoj valuti povećavaju (Slika 59.). Unatoč takvim

Sektor nefinancijskih poduzeća

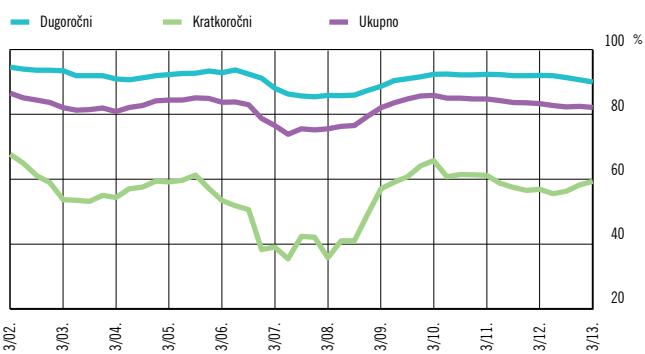
Slika 59. Ročna i valutna struktura novoodobrenih kredita nefinancijskim poduzećima



Napomena: U strukturi kratkoručnih kredita sadržani su okvirni krediti koji se u statistici u mjesecu vode kao novi krediti.

Izvor: HNB

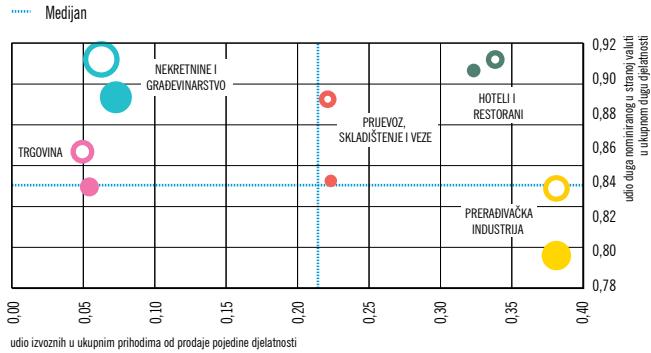
Slika 60. Udio duga poduzeća^a u stranoj valuti u ukupnim kreditima



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

Izvor: HNB

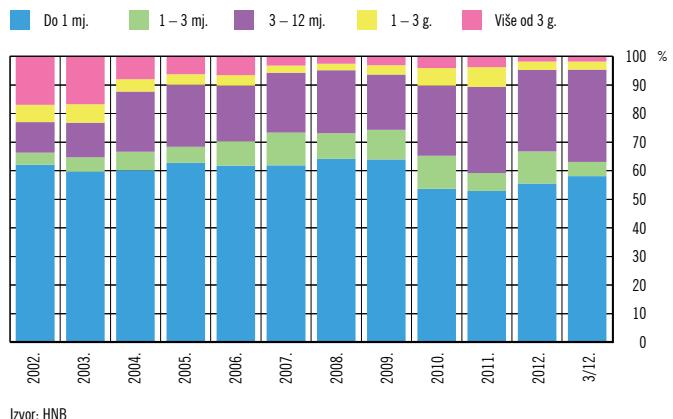
Slika 61. Promjena valutne izloženosti u ožujku 2013.



Napomena: Puni (prazni) krug označuje udio duga u stranoj valuti u ožujku 2013. (rujnu 2012.). Veličina kruga pokazuje udio pojedine djelatnosti u ukupnom dugu nefinancijskih poduzeća. Djelatnosti s razinom malim udjelom u dugu nisu prikazane.

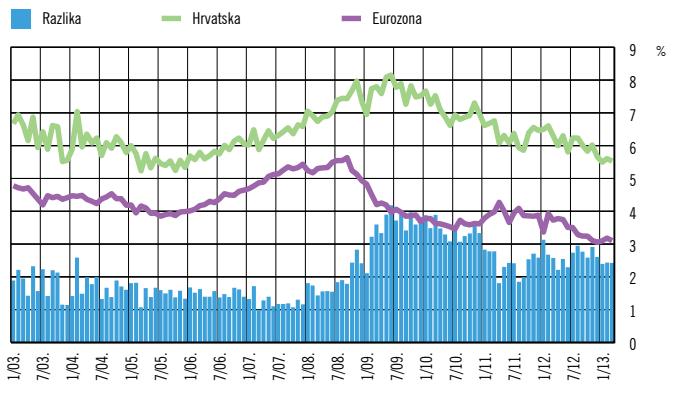
Izvor: Fina (za izvozne i ukupne prihode); HNB (za kredite po djelatnostima)

Slika 62. Struktura bankovnih kredita nefinancijskim poduzećima prema mogućnosti promjene kamatne stope



Izvor: HNB

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



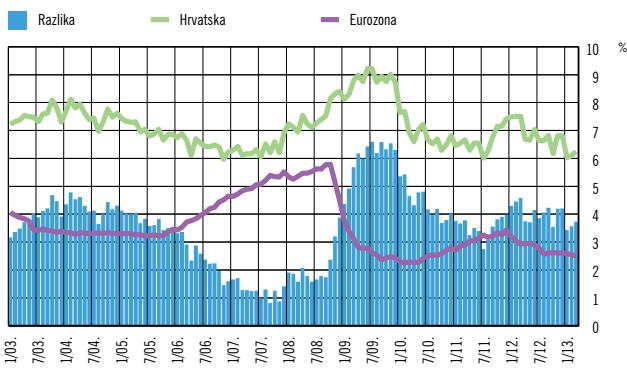
Izvor: ESB; HNB

kretanjima, udio dugoročnih kredita u stranoj valuti u ukupnim kreditima se smanjuje, a kratkoručnih raste. Ukupni je valutni rizik smanjen s obzirom na to da se udio ukupnog duga u stranoj valuti smanjuje (Slika 60.). Izloženost valutnom riziku svih sektora je u padu, u čemu prednjače sektori prijevoza i veza te sektor prerađivačke industrije (Slika 61.).

Izloženost kamatnom riziku povećana je zbog rasta udjela kredita s mogućnošću promjene kamatne stope u razdoblju do godine dana u ukupnim kreditima. U posljednja dva tromjesečja taj udio premašuje 90% (Slika 62.).

Kretanje kamatnih stopa u Hrvatskoj prati kretanja stopa u eurozonu s manjim odstupanjima za kratkoručne kredite čija je cijena u posljednjem polugodištu blago porasla (slike 63. i 64.). Rast kamatnih stopa na kratkoručne kredite i istodoban pad kamatnih stopa na dugoročne kredite posljedica su povećane potražnje za kratkoručnim kreditima za financiranje obrtnih

Slika 64. Kamatne stope na kratkoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u eurozoni



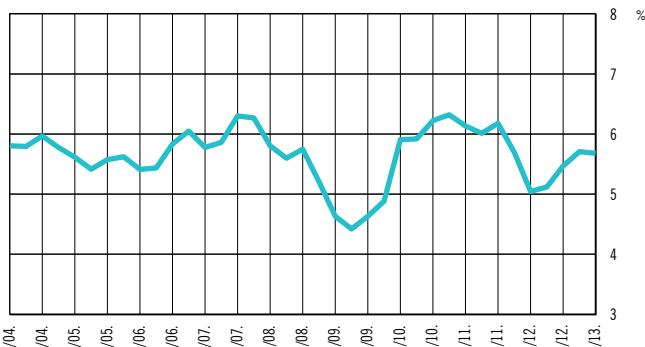
Izvor: ESB; HNB

sredstava, ali i veće nesklonosti domaćih banaka prema kreditnom riziku pri ulaganju u radni kapital.

Kao posljedica rasta novoodobrenih kratkoročnih kredita, rizik likvidnosti mјeren odnosom depozita na transakcijskim računima nefinancijskih poduzeća i bruto dodane vrijednosti smanjuje se približavajući se vrijednostima iz predrecesijskog razdoblja (Slika 65.).

Blagi rast zaduženosti korporativnog sektora, ponajprije u segmentu financiranja kratkoročnoga obrtnoga kapitala, i izostanak investicija upućuju na još uvijek nisku razinu poslovnog optimizma. Nastavi li se pad kamatnih stopa na dugoročne kredite, povećavat će se izgledi za gospodarski oporavak.

Slika 65. Odnos depozita na transakcijskim računima nefinancijskih poduzeća i bruto dodane vrijednosti



Izvor: HNB

Okvir 2. Modeli bankovnog financiranja u korporativnom sektoru

Svjetska finansijska kriza znatno je utjecala na kreditna tržišta smanjivši sklonosti finansijskih posrednika preuzimanju rizika. To je u uvjetima kontrakcije realne gospodarske aktivnosti i pojačane neizvjesnosti pridonijelo smanjenju volumena transakcija, praćeno istodobnim porastom troškova financiranja i pooštavanjem općih kreditnih uvjeta. Međutim, intenzitet tih procesa bio je nejednak među kreditnim institucijama, što se, među ostalim, može objasniti i različitim modelima bankovnog financiranja. To je skup najvažnijih obilježja odnosa koji se s vremenom uspostavlja između vjerovnika i dužnika, odnosno banke i poduzeća, te kao takav povratno oblikuje karakter i ponude i potražnje, što ga čini iznimno zanimljivim analitičkim instrumentom. Svrha ovog istraživanja jest upravo otkriti kakvi su se modeli bankovnog financiranja formirali na domaćem tržištu (korporativnog duga) i kakav utjecaj imaju na finansijsku stabilnost, a posebno u razdoblju krize, koja je ušla već u petu godinu svoga trajanja.

Suvremena teorija finansijskog posredovanja razlikuje dva modela bankovnog financiranja. Prvi je tzv. transakcijsko ili tradicionalno financiranje (engl. *transaction-oriented lending*), koje se zasniva na standardiziranim bankovnim proizvodima koji se nude jednom ili više klijentima prema unaprijed definiranim uvjetima, uglavnom motivirano troškovnim racioniranjem. Drugo je tzv. relacijsko financiranje (engl. *relationship lending*) koje prepostavlja implicitni ugovorni aranžman zasnovan na prikupljanju povlaštenih informacija u dugoročnom i složenom odnosu¹ s dužnikom, čime kreditor zapravo pretvara svoja sredstva u kapital tog poduzeća. Ono je u načelu odraz prilagođavanja (ponude i potražnje pobjednako) poslovanju u uvjetima manjkavih i asimetričnih informacija.

Iz definicije relacijskog financiranja proizlaze i u literaturi najčešće korištene mјere triju dimenzija ovog odnosa: broj relacija s bankama (R), intenzitet financiranja od strane pojedinih kreditora (I) te, napisljeku, samo trajanje kreditnog odnosa (D). Pojedinačno promatranje tih dimenzija može pomoći da se dobije uvid u strukturu veza koje se uspostavljaju u odnosu između banke i poduzeća, ali je nedostatno s aspekta identificiranja fenomena relacijskog financiranja. S obzirom na to da se u praksi poduzeća u pravilu koriste s više izvora vanjskog financiranja, posebno veće kompanije, suviše je restriktivno osloniti se isključivo na definiciju jednoga ili dominantnoga kreditora². S druge strane, parcijalno korištenje samo dužine trajanja kreditnog odnosa može čak navesti na pogrešne zaključke o vezama između vjerovnika i dužnika³.

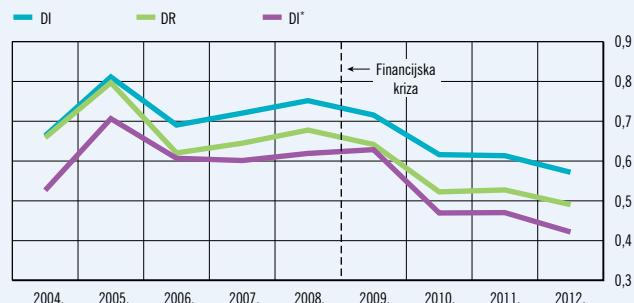
¹ Relacijsko financiranje ne iscrpljuje se u kreditnom odnosu, već uključuje brojne druge finansijske usluge, poput bankovnih garancija, dokumentarnih akreditaiva, upravljanja gotovinom, depozitnih i ekskonznih poslova, otkupa potraživanja i drugoga. Međutim, teško je statistički pratiti konzistentno razvoj sveukupnih odnosa na mikro-razinu, pa se u literaturi najčešće koristi informacijama o kreditnim transakcijama, što je primjenjeno i u ovom istraživanju.

² C. Memmel, C. Schmieder i I. Stein (2008.), *Relationship Lending-Empirical Evidence for Germany*, Economic and Financial Report 2008/01, European Investment Bank

³ R. Elsas i J. P. Krahnen (1998.), *Is Relationship Lending Special? Evidence from credit- file data in Germany*, Journal of Banking and Finance, 22

Pouzdjanje je stoga koristiti se kombinacijom navedenih mјera kako bi se izdvojio dugoročan odnos s jedinom bankom (DR) ili s dominantnom bankom (DI). Osim spomenutih, korištena je i mјera iznimno dugoga kreditnog odnosa s dominantnom bankom (DI*) koji je definiran kao trajanje duže od prosječnog trajanja kreditnog odnosa u djelatnosti u kojoj posluje promatrano poduzeće⁴. U ovoj analizi preferirane mјere relacijskog financiranja su DI i DI*. Prema ovim pokazateljima, glavnina poduzeća na domaćem tržištu koristi se relacijskim financiranjem, pri čemu je s krizom jasno smanjena njegova zastupljenost (Slika 1.)⁵.

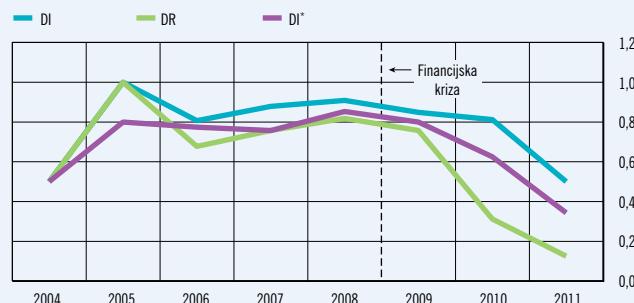
Slika 1. Udio poduzeća koja su identificirana prema jednom od kriterija relacijskog financiranja



Napomena: U izračunu kompozitnih mјera relacijskog financiranja R prepostavlja prosječno financiranje poduzeća u 100%-nom iznosu od strane jedne banke; / prepostavlja prosječno financiranje poduzeća u najmanje 75%-nom iznosu od strane jedne banke; D prepostavlja dugoročan kreditni odnos (duže od dvije godine) s jednom bankom.

Izvor: Fina; HNB

Slika 2. Udio banaka kod kojih je relacijsko kreditiranje dominantna strategija financiranja



Napomena: Relacijsko kreditiranje identificirano je kao dominantna poslovna strategija kod banaka kod kojih više od 60% korporativnog portfelja čine poduzeća s kojima one primjenjuju ovaj model financiranja (zbog iznimne osjetljivosti udjela kod pokazatelja DI* na relativno visoke granične vrijednosti, u ovom je slučaju korištena granična vrijednost od 50%).

Izvor: Fina; HNB

⁴ Prosječno trajanje kreditnog odnosa, prema nadzornim izvješćima HNB-a na uzorku od devet godina, za ukupni korporativni portfelj iznosi 3,25 godina, pri čemu su relativno dulji odnosi u trgovini i uslugama (3,59 i 3,18 godina), dok su u građevinskom sektoru 3,05 godina, a u industriji (uključujući poljoprivrednu) su najkraći i iznose 2,98 godina.

⁵ Najizrazitije smanjenje koncentracije relacijskog financiranja zabilježeno je pritom u industrijskom sektoru.

Promatrano sa stajališta kreditora, većina je banaka u znatnom obujmu primjenjivala relacijsko financiranje s poduzećima u razdoblju gospodarskog rasta, ali je u krizi zastupljenost ovog modela kreditiranja postupno smanjena. Ipak, ta prilagodba nije bila trenutačna, odnosno nije nastupila naglo s prvim valom krize, već postupno s njezinim prolongiranjem (Slika 2.). To je djelomično povezano i s odlaganjem očekivanja gospodarskog oporavka. Međutim, u određenoj mjeri odražava i promjene u poslovanju banaka, ponajprije veću nesklonost riziku i dugoročnoj izloženosti u uvjetima pojačane neizvjesnosti te troškovne pritiske zbog slabije naplate potraživanja i stalnog rasta plasmana koji ne donose prihode. Izvjestan broj nedavnih spajanja i akvizicija u bankarskom sektoru mogao je također pridonijeti manjem opsegu prakse relacijskog financiranja zbog konsolidacije portfelja⁶.

Zanimljivo je pogledati neka obilježja poduzeća i banaka koja se upuštaju u relacijsko financiranje. Tako su poduzeća koja se relativno više koriste modelom relacijskog financiranja u pravilu manje rizična⁷, odnosno to su relativno manje⁸ i profitabilnije poslovne jedinice. Zbog toga im je zaduživanje olakšano, a na to upućuje nešto veća finansijska poluga, uz relativno manji kolateral i nešto niže troškove financiranja. S druge strane, praksu relacijskog financiranja više primjenjuju banke koje su iskazale veću efikasnost i profitabilnost, i to neovisno o svojoj veličini ili kapitaliziranosti. Za razliku od njih banke koje ostvaruju niže povrate na ulaganja imovine i kapitala vjerojatno su više motivirane na primjenu troškovno orijentiranih poslovnih strategija, tj. manje su sklene relacijskom financiranju, kako to i predviđa teorija finansijskog posredovanja (slike 3. i 4.).

Premda je prosječna rizičnost korporativnog portfelja banaka koje dominantno primjenjuju praksu relacijskog financiranja u promatranom razdoblju bila manja nego kod banaka koje su transakcijski orientirane (Slika 4.), povezanost relacijskog financiranja i kreditnog rizika zamršeno je pitanje, pa empirijska i teorijska istraživanja u pravilu nude dvojake odgovore. Stvaranjem dugoročne i intenzivne veze između banke i klijenta može se poboljšati razmjena informacija, čime se, s jedne strane, klijentima osigurava stabilan izvor financiranja projekata čija je profitabilnost ostvariva tek u dugom roku, pa čak i u slučaju nastupanja određenih šokova, dok s druge strane banchi omogućuju adekvatniju procjenu rizičnosti klijenta i kvalitetniju evaluaciju kolateralna. To naposletku može smanjiti kreditni rizik u bilancama banaka (Von Thaddenov model)⁹, ali i umanjiti osjetljivost bankovnog sustava na monetarne šokove¹⁰. Međutim, osim spomenutih prednosti koje smanjuju stupanj

6 To se posebno uočava kod kreditiranja malih i srednjih poduzeća, vidjeti npr. Montori-Garigga, J. (2008.): Bank Mergers and Banking Relationships, ECB WP 934.

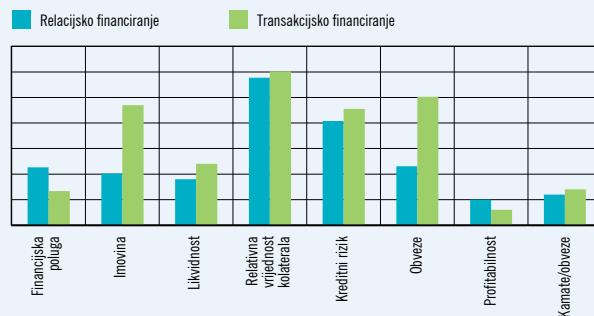
7 Informacije o rizičnosti poslovnih subjekata se temelje na internim procjenama kreditnog rizika nefinansijskih poduzeća razvijenim u Direkciji za finansijsku stabilitet HNB-a.

8 Za očekivati je da će problem nedostatnih i asimetričnih informacija biti najveći baš u segmentu malih poduzeća, što bi također objasnilo nešto rašireniju praksu relacijskog financiranja kod takvih dužnika s obzirom da ono pomaže upravo u takvom poslovnom okruženju.

9 E. L. von Thadden (2004.), *Asymmetric information, bank lending and implicit contracts: The winner's curse*, Finance Research Letters 1, 11-23

10 K. Hackem (2011.), *Relationship Lending and the Transmission of Monetary Policy*, Journal of Monetary Economics, 58

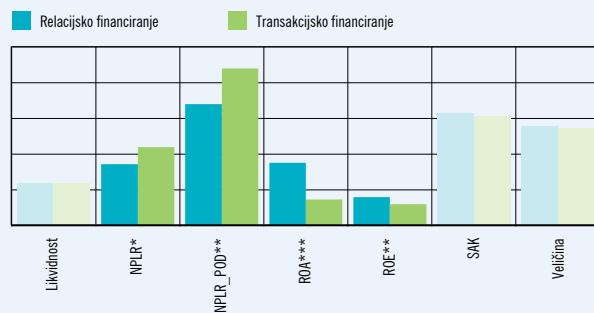
Slika 3. Finansijski pokazatelji poduzeća s obzirom na model bankovnog financiranja (u razdoblju od 2007. do 2011.)



Napomene: 1. Razlike medijana (prosjeka za rizičnosti poduzeća) statistički su značajne na razini od 1%. 2. Mjerne jedinice su standardizirane, odnosno prilagođene kako bi prikazane veličine bile vidljive, a razlike usporedive (i zato se ne prikazuju).

Izvori: Fina; HNB

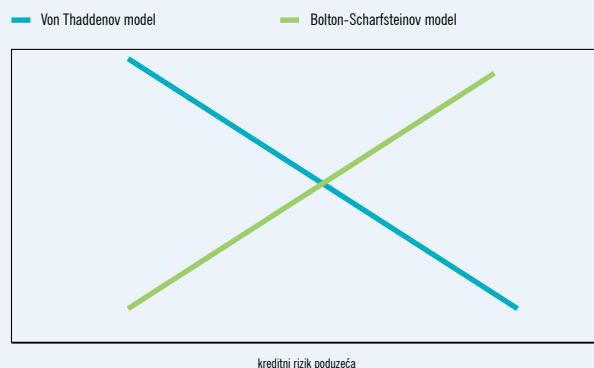
Slika 4. Finansijski pokazatelji banaka s obzirom na model bankovnog financiranja (u razdoblju od 2007. do 2011.)



Napomene: 1. Razlike medijana statistički su značajne na razini 1% (**), 5% (**), 10% (*). Svjetlij stupci ističu pokazatelje za koje se nije utvrdila statistički značajna razlika. 2. Mjerne jedinice su prilagođene kako bi prikazane veličine bile vidljive, odnosno razlike usporedive (i zato se ne prikazuju).

Izvori: Fina; HNB

Slika 5. Relacijsko financiranje i kreditni rizik



raširenost primjene relacijskog financiranja

Tablica 1. Determinante relacijskog financiranja (pokazatelj: DI)

Zavisna varijabla: Vjerovatnost primjene vezanog financiranja poduzeća				
Nezavisne varijable	Ukupno (1)	Građevina	Ostalo	Ukupno (2)
Rizičnost poduzeća	-0,1259***	0,3169***	-0,2759***	-0,1010***
Velika poduzeća	-1,2128***	-1,3026***	-1,1972***	-1,1792***
Koncentracija na bankovnom tržištu ^a	-392,3515***	-1,5211	-500,5592***	-389,4249***
Gospodarski rast	0,0151***	0,0090	0,0184***	0,0149***
Velika banka	-0,1885***	-0,1763***	-0,2021***	-0,5206***
ROA	0,1537***	0,1271***	0,1666***	0,1665***
Relativna vrijednost kolateralna	0,0000	0,0047*	0,0000	0,0000
C	2,1680***	1,2873***	2,4090***	2,0869***
Austrijske banke				0,4386***
Talijanske banke				0,1325**
McFadden R ²	0,0337	0,0363	0,0361	0,0364
Broj opažanja=0	7734	1748	5986	7734
Broj opažanja=1	22.213	6010	16.203	22.213

^a Koncentracija na bankovnom tržištu aproksimirana je Herfindahl-Hirschmanovim indeksom koncentracije za kredite, normaliziranim s brojem njihovih poslovnica.

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

Izvor: HNB

Tablica 2. Utjecaj izbora modela bankovnog financiranja na profil rizičnosti kreditnog portfelja banaka (panel-regresija s fiksnim efektima)

Varijable	Korporativni portfelj banaka			
	Udio loših dužnika		Udio loših kredita	
	Model 1	Model 2	Model 3	Model 4
Udio dužnika koji primjenjuju vezano financiranje (DI)	-0,6114***		-0,2911***	
Udio dužnika koji primjenjuju vezano financiranje (DI*)		-0,5874***		-0,3227***
Gospodarski rast	-0,0037	-0,0059*	-0,0040**	-0,0052***
C	0,7736***	0,6832***	0,3974***	0,3786***
Prilagođeni R ²	0,4515	0,4647	0,5004	0,5274
Broj opažanja		161		
Broj banaka		33		

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

Izvor: Fina; HNB

rizičnosti finansijskog sustava, relacijsko financiranje može djelovati i u smjeru porasta kreditnih rizika (Bolton-Scharfsteinov model)¹¹. Do kumuliranja rizika dolazi u slučaju smanjenja strogosti banaka pri naplati potraživanja, uključujući i nesklonost da pravodobno aktiviraju instrumente osiguranja (engl. *soft-budget constraint*), ili to uopće ne čine, odnosno ako zbog povlaštenog odnosa s klijentom banka iskoristi svoju informacijsku monopolsku poziciju preko većih troškova financiranja (engl. *hold-up cost*) (Slika 5.).

Modelske ocjene vjerovatnosti primjene relacijskog financiranja i kreditnog rizika pomažu razdvojiti navedene činitelje i objasniti utjecaj relacijskog financiranja na stabilnost domaćega bankarskog sektora. Rezultati testiranih modela (tablice 1. i 2.) pokazuju da je prevladavajući model

relacijskog financiranja u Hrvatskoj tijekom promatrano razdoblja bio Von Thaddenov model. Osim negativne povezanosti relacijskog financiranja i kreditnog rizika utvrđena je i već istaknuta negativna korelacija ovog modela kreditiranja s veličinom poslovog subjekta, ali i stupnjem koncentracije na bankovnom tržištu. Ovaj rezultat upućuje na mogućnost da jačanje konkurenčije potiče banke da grade jedinstvene i dugoročne veze s klijentima, odnosno da primjenjuju fleksibilniji i personaliziran pristup njihovu kreditiranju¹².

Provjedena analiza također nudi i mogući odgovor na pitanje preuzimaju li banke u stranom vlasništvu poslovne strategije svojih banaka majki, odnosno modele financiranja kakve dominantno primjenjuju njihovi vlasnici u svojim matičnim zemljama. Naime, domaće banke u većinskom

11 P. Bolton i D. Scharfstein (1996.), *Optimal debt structure and the number of creditors*, Journal of Political Economy, 104, 1–25.

12 A. W. A. Boot (2000.), *Relationship Banking: What Do We Know?*, Journal of Financial Intermediation, 9; A. W. A. Boot i, A. W. Thakor (2000.), *Can Relationship Banking Survive Competition?*, Journal of Finance, 55.

austrijskom vlasništvu u velikoj mjeri primjenjuju model relacijskoga kreditiranja na hrvatskom tržištu, što potvrđuje njihovu bliskost strategiji njemačkih banaka, kod kojih je ovaj tip kreditnih odnosa najčešći. Istodobno, u slučaju banaka u talijanskom vlasništvu nije moguće utvrditi oponašanje poslovnih strategija njihovih banaka majki, koje su na matičnom tržištu uglavnom transakcijski orientirane¹³.

S obzirom na znatnu koncentraciju dužnika iz građevinske djelatnosti i izloženosti njima u portfelju banaka koje se koriste relacijskim financiranjem, ono je i zasebno modelirano. Rezultati pokazuju kako u toj djelatnosti prevladava model relacijskog financiranja koji pojačava kreditne rizike (Bolton-Scharfsteinov model), što znači da su banke pružale dugoročnu i znatnu finansijsku podršku građevinskim tvrtkama koje neuredno otplaćuju svoje kreditne obveze. Ova pozitivna veza između relacijskog financiranja i kreditnog rizika, koja se posebno može zapaziti u segmentu relativno kraćih kreditnih odnosa¹⁴, djelomice može biti i rezultat projektne osnovanih poduzeća koja se dominantno relacijski financiraju. Naime, tim je poduzećima zbog njihovih specifičnosti u pravilu procijenjen povišeni kreditni rizik. S druge strane, navedeni način može doista naznačiti raširenu praksu pružanja finansijske potpore dužnicima u relacijskom financiranju unatoč njihovoj povišenoj rizičnosti (Tablica 3.)¹⁵. Također, malo veća zastupljenost ovog fenomena kod građevinskih tvrtki indikativna je jer se u pravilu kod tih poduzeća često susreću velike pojedinačne izloženosti i vrijedni nekretninski kolaterali¹⁶. Ipak, to ne može biti dugoročna strategija banke, osobito u uvjetima producene recesije i slabljenja tržišta nekretnina¹⁷.

Naposljetku, može se zaključiti da banke i klijenti u Hrvatskoj ekstenzivno primjenjuju model relacijskog financiranja, što je u skladu s poslovnim strategijama banaka u Srednjoj Europi. Takva praksa u nekim situacijama može donijeti izvjesne koristi u smislu ublažavanja rizika u sustavu. No, u uvjetima dugotrajne krize relacijsko financiranje može

13 Premda se u većini bankarskih sektora istodobno pojavljuju oba spomenuta modela bankovnog financiranja, empirijska su istraživanja pokazala kako su pojedini sustavi dominantno transakcijski (primjerice talijanski, Detragiache et al., *Multiple Versus Single Banking Relationships*, <http://www.feem.it/userfiles/attach/Publication/NDL1997/NDL1997-064.pdf>) ili relacijski (primjerice njemački, Memmel et al., *Relationship Lending-Empirical Evidence for Germany, Economic and Financial Report*, 2008/01).

14 Modelirana je vjerojatnost iznimno kratkoročnoga relacijskog financiranja koja je potvrdila prisutnost Bolton-Scharfsteinova režima financiranja u ovom segmentu korporativnog portfelja banaka.

15 Specifičnosti korištenih izvora podataka upućuju na oprez u interpretaciji ovih nalaza jer se na razini dužnika u nadzornim izvešćima prate ukupni bruto krediti, pa nije moguće ocijeniti učinke kratkoročnog financiranja koje bi preciznije diferenciralo ove karakteristike. Također, podaci o kreditnom riziku mogu biti nešto podcijenjeni zbog prakse restrukturiranja i prolongiranja duga, koja se ne evidentira u ovim izvorima.

16 Upravo kod građevinarstva ova se varijabla (vrijednost kolateralu u odnosu na iznos duga, engl. *value-to-loan*) u modelu pokazala pozitivnom i statistički značajnom, a empirijska istraživanja potvrđuju da se u slučaju važnije uloge nekretninskih kolateralera može očekivati da oni budu izravno proporcionalni s rizikom poduzeća (G. Jimenez i J. Saurina (2004.), *Collateral, Type of Lender and Relationship Banking as Determinants of Credit Risk*, WP 0414, Banco de Espana).

17 S. Fukuda i J. Nakamura (2010.), *Why Did "Zombie" Firms Recover in Japan?*, CIRJE Discussion Papers/CIRJE-F-751.

Tablica 3. Stope rasta kredita i kreditni rizik prema modelima bankovnog financiranja

Razdoblje	Dužnici u iznimno dugom relacijskom financiranju	Dužnici u kraćem relacijskom financiranju	Dužnici koji ne primjenjuju relacijsko financiranje
Uporno korporativni sektor			
2007. – 2011.	8,1 (19,3)	10,1 (29,7)	3,1 (22,8)
Razdoblje prije krize (prije 2009.)	11,9 (12,5)	19,0 (14,2)	5,9 (10,4)
Krizno razdoblje (nakon 2009.)	6,7 (24,7)	7,6 (41,0)	2,2 (29,7)
Građevinska djelatnost			
2007. – 2011.	8,2 (22,3)	6,4 (28,9)	1,5 (19,5)
Razdoblje prije krize (prije 2009.)	15,0 (12,3)	13,8 (14,9)	7,5 (9,8)
Krizno razdoblje (nakon 2009.)	5,7 (30,3)	4,1 (40,5)	- 0,7 (27,2)
Ostale djelatnosti			
2007. – 2011.	8,1 (18,3)	13,2 (30,3)	3,5 (23,7)
Razdoblje prije krize (prije 2009.)	11,0 (12,6)	24,4 (13,5)	5,4 (10,6)
Krizno razdoblje (nakon 2009.)	7,0 (22,9)	10,4 (41,4)	3,0 (30,3)

Napomena: U zagradama je dan prosječan stupanj rizičnosti portfelja (udio dužnika koji neuredno otplaćuju kreditne obveze izražen u postotku).

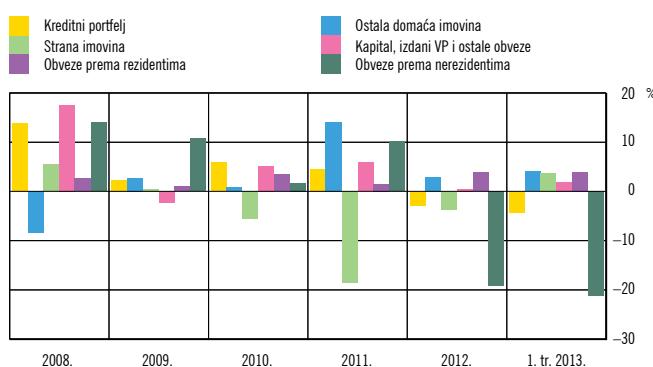
Izvori: Fina; HNB

nepovoljno djelovati na kvalitetu kreditnog portfelja banaka. Stoga ne iznenađuje pad zastupljenosti relacijskog financiranja, što istodobno pomaze usmjeravanju financiranja prema novim projektima.

S ulaskom u Europsku uniju i otvaranjem (integriranjem) tržišta, može se očekivati produbljivanje finansijskog tržišta (ne samo bankarskog), vlasničko restrukturiranje (spajanja i prodaje kreditnih institucija), ali i otvaranje tržišta novim konkurentima, što može bitno utjecati na model poslovog financiranja i upravljanje rizicima. Može se pretpostaviti da će relacijsko financiranje dobivati na značenju u budućnosti kod manjih banaka, uglavnom duže prisutnih na domaćem tržištu. S druge strane, razvoj statističke i informacijske podloge u finansijskoj industriji (kreditni registar i sl.) može smanjiti stupanj asimetričnih informacija i djelovati u smjeru intenzivnijega korištenja transakcijski orientiranoga finansijskog posredovanja.

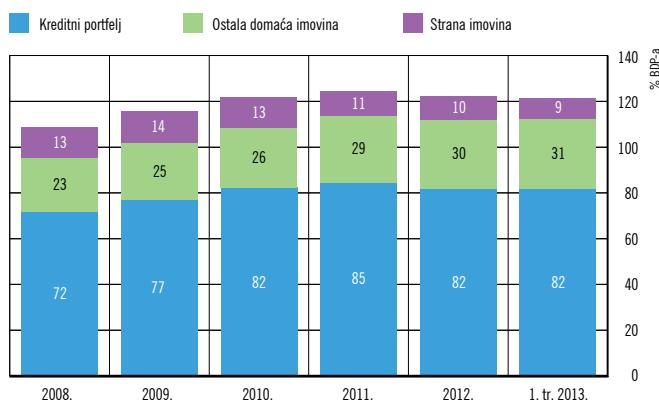
Bankarski sektor

Slika 66. Godišnja promjena najvažnijih stavki bilance bankarskog sektora^a



^a Porast stavki bilance na kraju ožujka 2013. godine izračunat je u odnosu na ožujak 2012. godine.
Izvor: HNB

Slika 67. Aktiva bankarskog sektora



Izvor: HNB

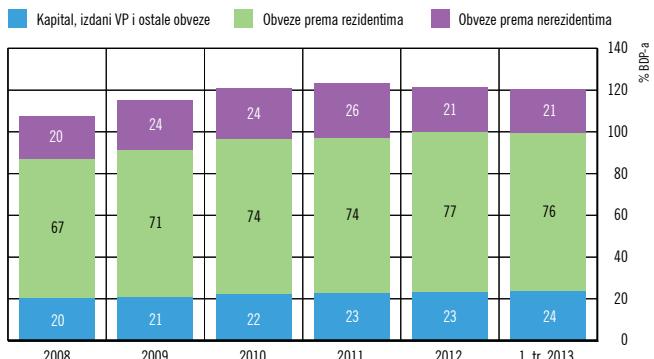
U uvjetima posustale potražnje i pojačanih neizvjesnosti nastavljena je blaga kontrakcija kredita, a sklonost banaka ulaganju u niskorizične oblike domaće imovine te smanjivanje inozemnih obveza bila je osjetna. Poslijedično, smanjila se ovisnost o inozemnom financiranju, ali su istodobno oslabljene inozemna likvidnost banaka kao i perspektiva dinamiziranja prihoda. Pokazatelji profitabilnosti banaka našli su se na najnižoj razini od posljednje bankarske krize, na što presudan utjecaj ima kontinuirani rast loših plasmana. Unatoč tome, sektor je u cijelini i nadalje dobro kapitaliziran te sposoban podnijeti znatne šokove, no razlike u stabilnosti pojedinih banaka nastavljaju rasti.

Bilančne ranjivosti

Potkraj 2012. i početkom 2013. godine krediti banaka efektivno su blago smanjeni, što je nastavak trenda započetog sredinom prošle godine⁶. U istom su se razdoblju smanjile inozemne obveze banaka, a rast portfelja domaćih vrijednosnih papira donekle je ublažio kontrakciju imovine. Tako je imovina banaka u posljednjih godinu dana smanjena nominalno za 1,8%, odnosno za 2,5% kada se isključi utjecaj tečajnih promjena (u 2012. godini to je smanjenje iznosilo 1,7% odnosno 1,9%) (slike 67. i 68.).

⁶ Na statistiku agregatne bilance znatan je utjecaj imala jedna velika banka koja je potkraj 2012. radi smanjenja udjela loših plasmana prodala oko 5,6 mld. kuna potraživanja (neto vrijednosti od 3,7 mld. kuna) društvu u vlasništvu matice.

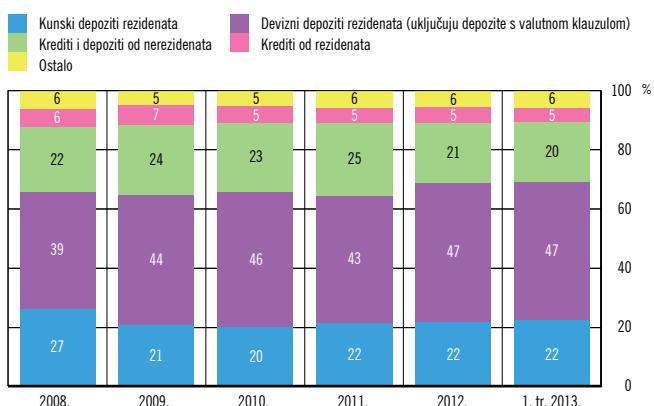
Slika 68. Pasiva bankarskog sektora^a



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

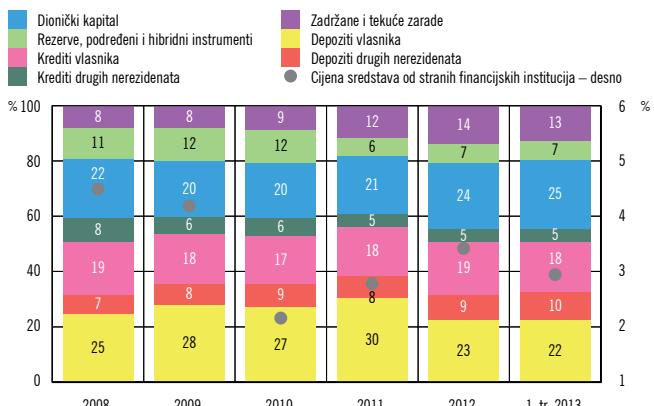
Izvor: HNB

Slika 69. Struktura obveza banaka



Izvor: HNB

Slika 70. Struktura sredstava primljenih od inozemnih izvora



Izvor: HNB

Vrijednosni papiri imali su krajem ožujka 2013. godine najviši udio u imovini banaka u posljednjih šest godina (10,3%), pri čemu su u posljednjih godinu dana ulaganja u dužničke vrijednosne papire Republike Hrvatske porasla za oko 8% (Slika 66.).

Potisnuta potražnja sektora stanovništva, ali i pootstreni uvjeti kreditiranja za sektor poduzeća, i nadalje djeluju kao ograničavajući činitelj kreditnog rasta.⁷ Posljedično, bankovno kreditiranje tijekom posljednjih godinu dana smanjeno je za 3,7%, odnosno za 4,4% kada se isključi utjecaj tečaja.⁸

U uvjetima niske potražnje za kreditima recentni rast domaće depozitne baze te dio postojeće inozemne imovine banke su iskoristile za daljnje smanjivanje inozemnih obveza. U razdoblju od rujna 2012. do ožujka 2013. godine obveze prema stranim vlasnicima smanjene su ukupno za oko 19%, odnosno za oko 27% u godini do ožujka 2013. Unatoč tome, zbog zadržavanja dobiti iz prethodnog razdoblja, udio inozemnih vlasnika u pasivi banaka još je relativno visok (26% na kraju ožujka 2013.), dok je njihov udio u ukupnim inozemnim izvorima sredstava blago porastao (na 85%) (slike 69., 70. i 71.).

Blagi rast depozita rezidenta u promatranom razdoblju uglavnom je rezultat rasta depozita stanovništva, dok su depoziti ostalih domaćih sektora smanjeni (slike 68. i 69.).

Pad inozemnih obveza banaka, potpomognut utjecajem procesa razduživanja stranih vlasnika te slabom kreditnom aktivnošću na domaćem tržištu, odražava i nastojanja banaka da smanje troškove i rizik eksternog financiranja s obzirom na porast razine i kolebljivosti cijene kapitala na međunarodnim tržištima nakon početka krize. Te su promjene, zajedno sa spomenutim promjenama u strukturi imovine, smanjile likvidnosnu poziciju banaka, na što upućuje blagi pad pokazatelja likvidnosti banaka u promatranom razdoblju (slike 66., 69., 70., 71. i 72.).

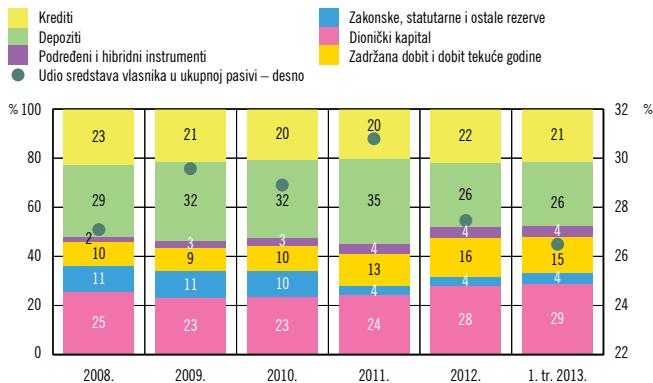
Struktura kredita i depozita relativno je stabilna te i nadalje odražava nisku izloženost izravnom valutnom i kamatnom riziku (slike 73., 74., 75. i 78.). No, izloženost valutno induciranoj kreditnom riziku standardno je visoka, iako se nezaštićenost kod sektora poduzeća blago smanjila, što je nastavak trenda iz 2012. godine (Slika 78.). Što se tiče sektora stanovništva, nezaštićenost od VIKR-a ostala je na visokoj razini.

Osim stambenih, svaki kredit vezani uz švicarski franak polako nestaju iz bilanci banaka s obzirom na to da se ne odobravaju već neko vrijeme. Nasuprot tome, deprecijacija kune prema švicarskom franku u posljednjih nekoliko godina i spor rast stambenih kredita općenito podržavaju relativnu važnost stambenih

⁷ Okvir 3. Rezultati Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka, Bilten HNB-a, br. 194, Informacija o gospodarskim kretanjima i prognozama, srpanj 2013.

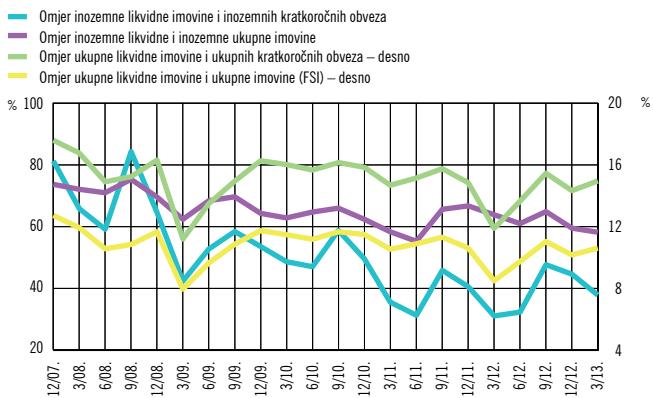
⁸ Ako se isključi prodaja dijela portfelja jedne banke poduzeću u vlasništvu stranog vlasnika, nominalni pad kredita iznosi oko 2,5%.

Slika 71. Struktura sredstava vlasnika banaka prema instrumentima



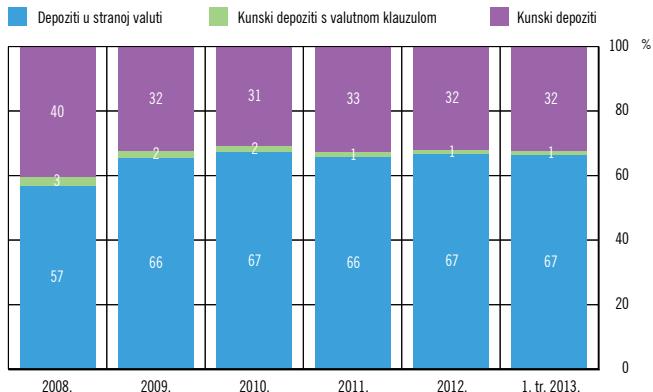
Izvor: HNB

Slika 72. Pokazatelji likvidnosti



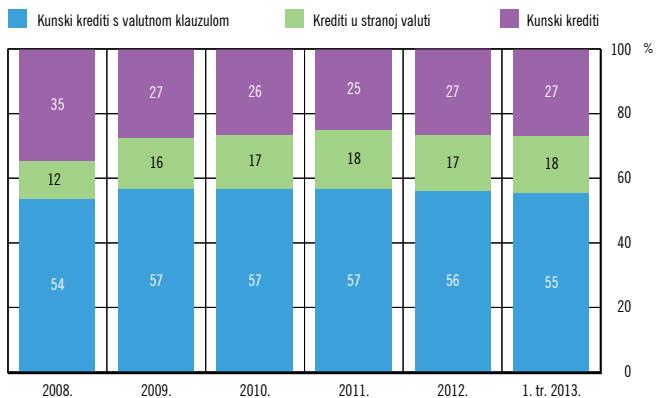
Izvor: HNB

Slika 73. Valutna struktura depozita



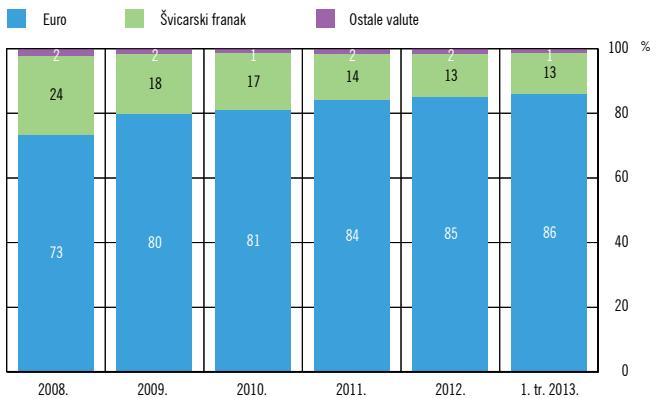
Izvor: HNB

Slika 74. Valutna struktura kredita



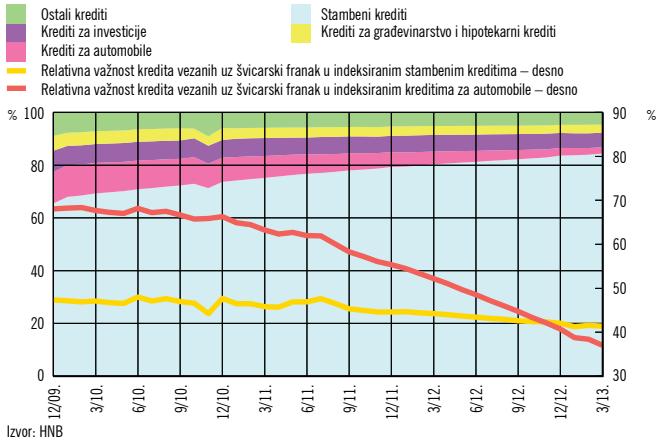
Izvor: HNB

Slika 75. Valutna struktura nekunskih kredita



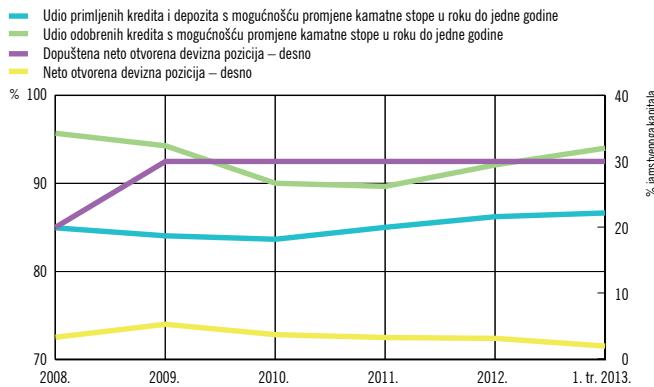
Izvor: HNB

Slika 76. Struktura kredita vezanih uz švicarski franak



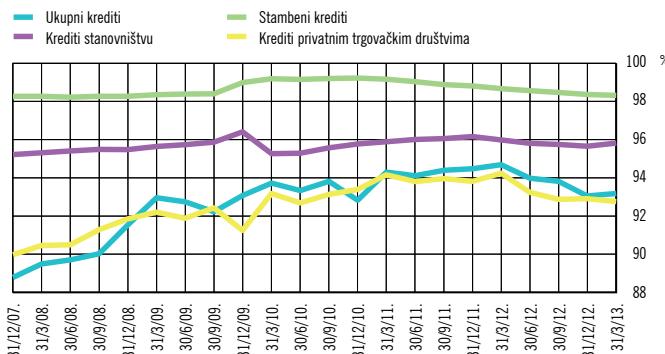
Izvor: HNB

Slika 77. Izloženost banaka izravnom valutnom i kamatnom riziku



Izvor: HNB

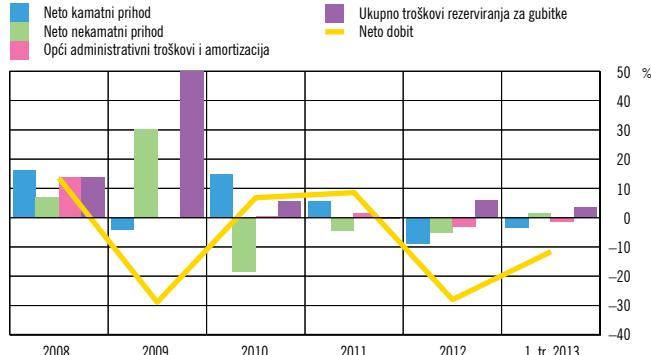
Slika 78. Udio nezaštićenih u ukupnim kreditima izloženima VIKR-u^a



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

Izvor: HNB

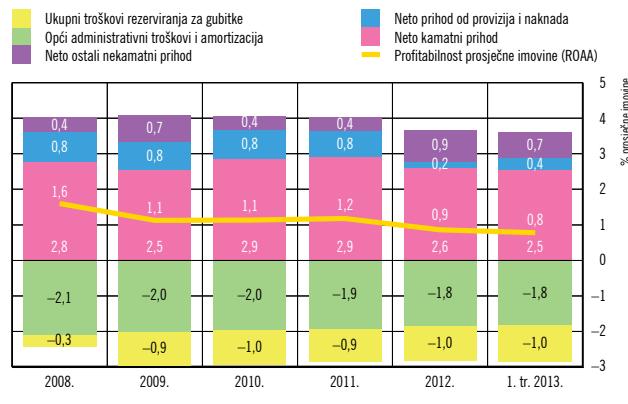
Slika 79. Godišnja promjena odabralih kategorija poslovnog rezultata^a



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

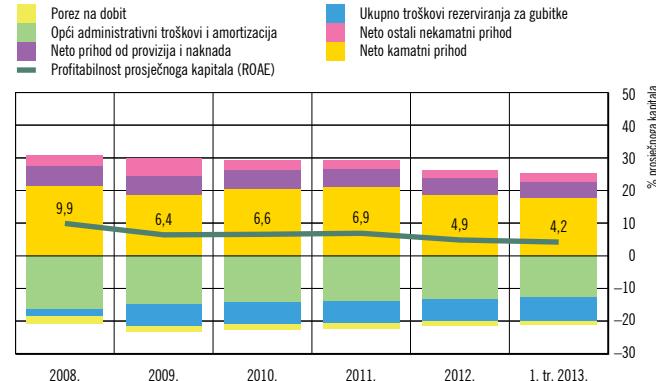
Izvor: HNB

Slika 80. Doprinosi elemenata profitabilnosti prosječne imovine



Izvor: HNB

Slika 81. Doprinosi elemenata profitabilnosti prosječnoga kapitala



Izvor: HNB

Slika 82. Troškovi ispravaka vrijednosti i profitabilnost banaka, 2008. – 2012.



Izvor: MMF, Indikatori finansijskog zdravlja, travanj 2013.

kredita vezanih uz švicarski franak. Promjene u strukturi kredita velikim su dijelom rezultat i promjene njihove neto vrijednosti zbog kvarenja kvalitete (Slika 76.).

Očekivane makroekonomske tendencije blagog rasta u nastavku godine upućuju na to da ne treba očekivati snažniji rast bilanci banaka ni promjenu njihove strukture⁹. Nakon intenzivnog procesa restrukturiranja bilanci od početka prošle godine, tijekom kojega su banke znatno smanjile inozemne obveze i inozemnu imovinu, manevarski prostor banaka za daljnje promjene itekako je sužen.

Strateški rizici¹⁰

Slabiji kamatni prihod zbog ulaganja u sigurniju imovinu na domaćem tržištu te veći prosječni kamatni trošak po obvezama prema domaćim i stranim finansijskim institucijama doveli su do snažnog pada neto kamatnog prihoda. To je pratilo porast troškova ispravaka vrijednosti zbog pogoršanja kvalitete plasmana, pa su zarade banaka znatno smanjene, a pokazatelji profitabilnosti spustili su se na desetogodišnji minimum.

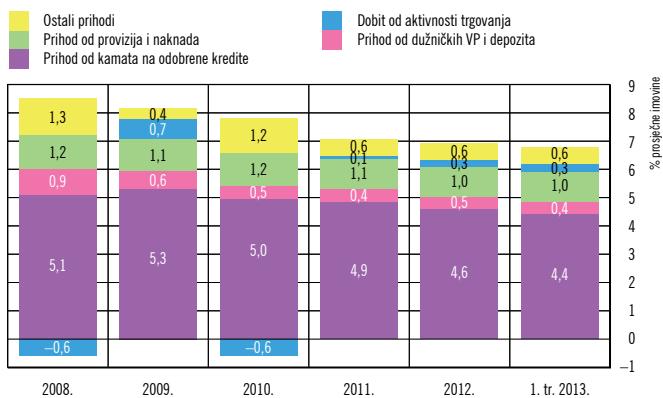
Neto kamatni prihod banaka smanjio se za 8,8% tijekom 2012. godine te za još 3,5% u prvom tromjesečju 2013. godine. Pod utjecajem kvarenja kvalitete kredita, osobito u korporativnom portfelju, kamatni se prihod smanjuje još od 2010. godine. Porast ulaganja u državne vrijednosne papire uz malo povoljnije prinose donekle podržava kamatne prihode, no na sigurnijim je pozicijama zarada relativno mala. S druge strane, kamatni se troškovi vrlo blago spuštaju nakon porasta u 2012. Posljedično, uz nastavak rasta troškova ispravaka vrijednosti, neto dobit banaka smanjena je za 28,0% u 2012. godini te za još 11,6% u prvom tromjesečju 2013. Tako se godišnja profitabilnost prosječne imovine spustila na 0,8% na kraju prosinca 2012. i ožujka 2013. godine, a u istom se razdoblju godišnja profitabilnost prosječnoga kapitala spustila na 4,8% odnosno 4,2% (slike 79., 80. i 81.). Negativna veza između troškova ispravaka vrijednosti i profitabilnosti banaka empirijski je jasno utvrđena i u međunarodnim usporedbama, koje Hrvatsku ne izdvajaju u odnosu na zemlje Srednje i Istočne Europe (Slika 82.).

S nastupanjem krize banke su prilagodile model poslovanja u segmentima kreditne selekcije, optimiziranja portfelja i troškovnog upravljanja, kako bi maksimalno poduprle svoje zarade, no izgledi za dinamiziranje zarada u kratkom su roku i nadalje slabi. Rast udjela institucionalnih klijenata (države i finansijskih poduzeća) u kreditnom portfelju banaka nakon početka krize ograničuje mogućnost povezane prodaje i rast nekamatnih prihoda (slike 83. i 84.). Istodobno, prijev novih loših kre-

9 Više o makroekonomskim izgledima u nastavku godine vidi u poglaviju *Makroekonomsko okružje*.

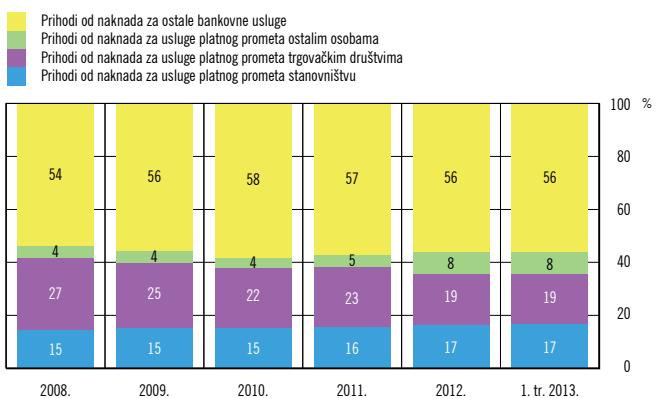
10 Stavke iz računa dobiti i gubitka do ožujka 2013. svedene su na godišnju razinu kako bi se mogle uspoređivati s prethodnim cijelogodišnjim razdobljima. To je učinjeno zbrajanjem poslovnih rezultata banaka u posljednja tri tromjesečja 2012. i prvom tromjesečju 2013. godine.

Slika 83. Struktura ukupnih prihoda



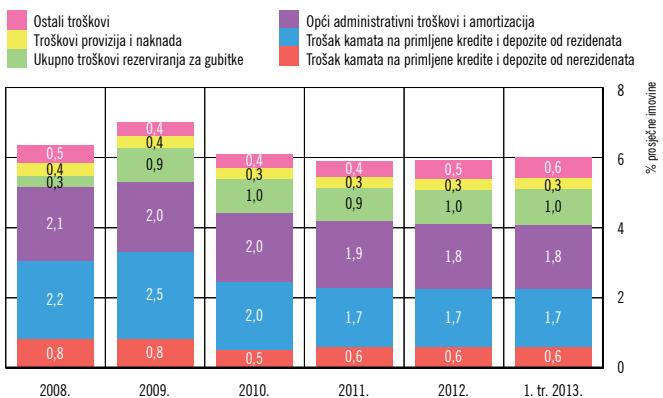
Izvor: HNB

Slika 84. Struktura prihoda od provizija i naknada



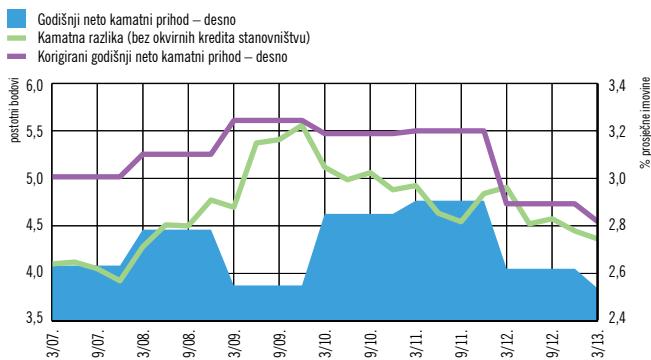
Izvor: HNB

Slika 85. Struktura ukupnih troškova



Izvor: HNB

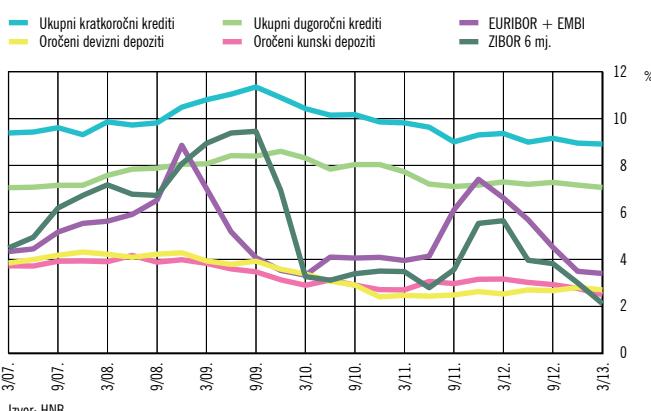
Slika 86. Kamatna razlika (tromjesečni prosjek mjesecnih stopa na novoodobrene kredite) i godišnji neto kamatni prihod



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

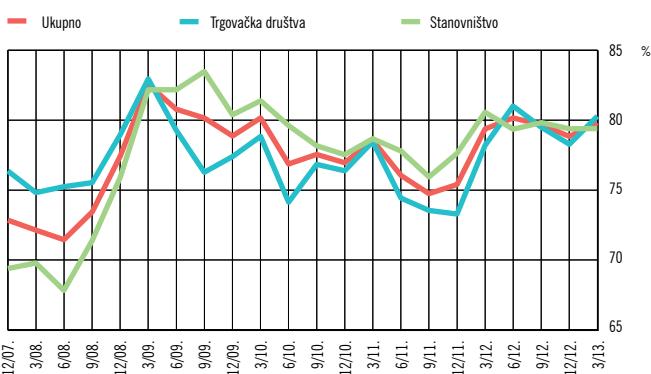
Izvor: HNB

Slika 87. Odabrane kamatne stope (tromjesečni prosjek mjesecnih stopa)



Izvor: HNB

Slika 88. Udio kratkoročnih u ukupnim novoodobrenim kreditima (tromjesečni prosjek)



Izvor: HNB

dita početkom godine nagovješćeće daljnji pritisak na kamatne prihode. Prostor za znatnije uštede na operativnim troškovima relativno je uzak s obzirom na to da oni osiguravaju nužnu infrastrukturu i distribucijsku mrežu (Slika 85.).

Kreditiranje manje rizičnih klijenata bio je odgovor banaka na krizu (što je vidljivo iz pada prosječnog pondera rizika na Slici 92.), no klijenti s nižim ponderima donose i niže prinose, što povratno negativno djeluje na dobit u kratkom roku. Kako istodobno dolazi do realnog pada kredita, imovina koja donosi dobit ima sve manje potencijala za nadoknađivanje troškova ispravaka vrijednosti (Slika 83.).¹¹

Korigirana kamatna marža nastavila je padati nakon 2011. godine. Slabljene kamatne stope pod utjecajem pada kvalitete kredita i istodoban viši prosječni kamatni trošak uz više referentne kamatne stope snizili su kamatnu maržu na najnižu razinu od 2008. godine. Od početka 2012. godine udio se kredita (izdašnjih oblika imovine) u imovini smanjuje, a rastu sigurnije, ali manje izdašne stavke. U takvim okolnostima pasivne stope banaka ostaju relativno niskima, a razloga za njihovo podizanje nema jer banke nemaju kome plasirati sredstva (slike 86. i 87.).

Unatoč postupnom smanjivanju kamatnih troškova, pritisci na kamatni prihod preveliki su da bi se neto kamatni prihod oporavio bez novoga kreditnog rasta. Nastave li se držati trenutne strategije, odabira relativno slabijih prinosa u sigurnijim investicijama, banke će pojačavati rizike budućega adekvatnog pokrivanja troškova ispravaka vrijednosti.

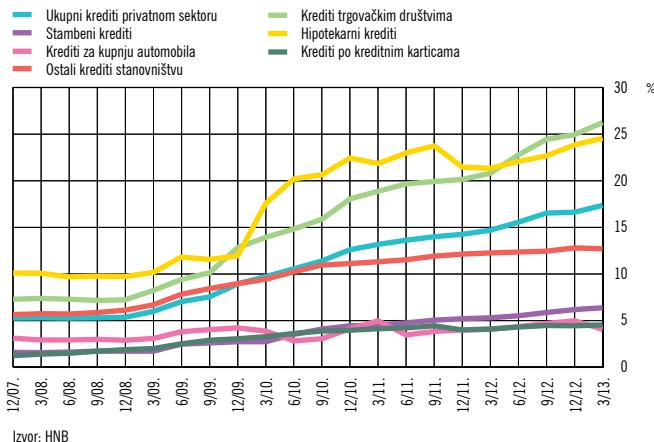
Udio kratkoročnih u ukupnim novoodobrenim kreditima tijekom 2012. dosegnuo je oko 80%, što je blizu najviše dosad ostvarene razine. No, s obzirom na pad kvalitete kredita porast takvoga, skupljega kreditiranja nije doveo do porasta kamatnog prihoda (Slika 88.).

U nastavku godine, osim postupnog oporavka gospodarstva, može se očekivati i blagi rast kredita, što će utjecati na postupno poboljšavanje performansi banaka.

Kreditni rizik i kapitaliziranost banaka

Izostanak kreditnog rasta stavlja sve veći naglasak na kvalitetu postojećega kreditnog portfelja, koja se s njegovim starenjem, u uvjetima nepovoljnog makrookružja, pogoršava. Dodatno, smanjena kreditna aktivnost u krizi odvija se paralelno s reduciranjem prakse tješnje poslovne suradnje između vjerovnika i dužnika, što u nekoj mjeri može dodatno ubrzati priznavanje gubitaka po plasmanima (vidi Okvir 2. Modeli bankovnog financiranja u korporativnom sektoru). Udio loših kredita privat-

11 Prema posljednjoj anketi o kreditnoj aktivnosti, banke su pootrijele kreditne uvjete osobito prema poduzećima. Više o tome vidi u Okviru 3. Rezultati Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka, Bilten HNB-a broj 194, Informacija o gospodarskim kretanjima i prognozama, srpanj 2013.

Slika 89. Udio loših u ukupnim kreditima

nom sektoru na kraju prvog tromjesečja ove godine dosegnuo je 17,4%,¹² odnosno 14,6% za ukupan portfelj (Slika 89.).

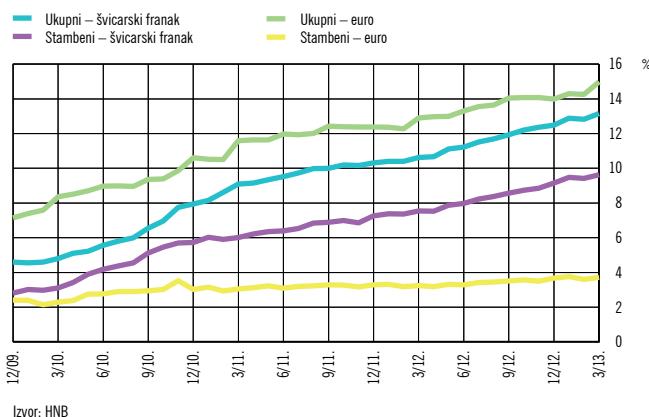
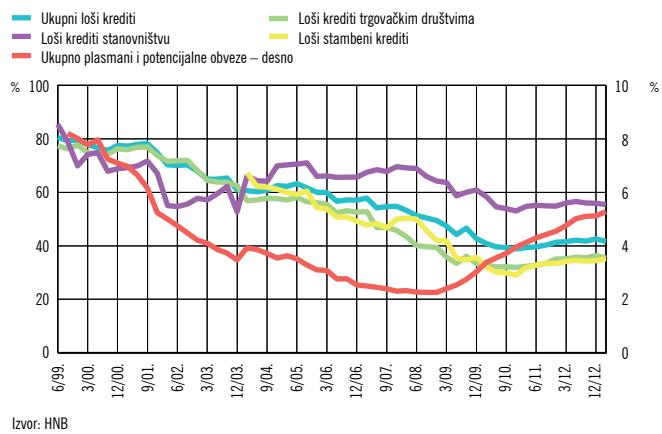
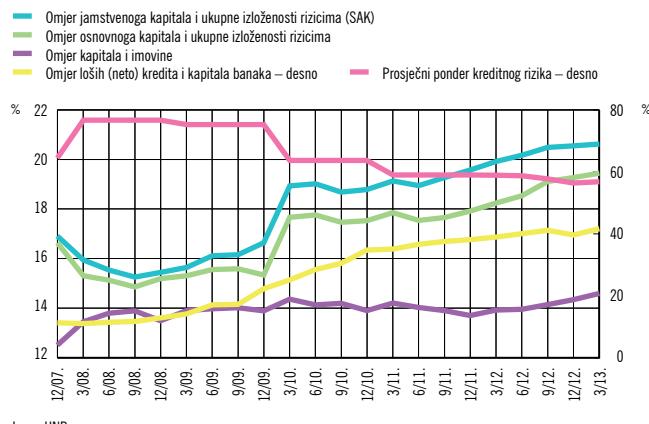
Kod kredita sektora poduzeća, koji su glavna odrednica kretanja kvalitete ukupnih kredita, udio loših kredita krajem ožujka 2013. premašio je 26%, čemu su znatno pridonijeli sektori građevine i trgovine. Istodobno, nastavlja se pogoršavati i kvaliteta kredita odobrenih stanovništvu. Iako je tečaj kune u promatranom razdoblju¹³ bio relativno stabilan, nepovoljna kretanja na tržištu rada (vidi poglavlje *Sektor kućanstava*) dovela su do porasta udjela loših kredita tom sektoru na 9,7%. Znatan doprinos rastu loših kredita stanovništva u tekućem je razdoblju dao rast tog udjela kod stambenih kredita na 6,4%, pri čemu je zamjetljiva rastuća razlika u kvaliteti s obzirom na valutu indeksacije. Tako je na kraju ožujka 2013. udio loših stambenih kredita vezanih uz švicarski franak bio oko dva i pol puta veći od udjela loših stambenih kredita vezanih uz euro (slike 89. i 90.).

Početkom 2013. godine udio loših kredita primjetljivo je porastao, što je uzrokovalo autonoman pad pokrivenosti loših kredita ispravcima vrijednosti i rast troškova ispravaka vrijednosti. Budući da se novi loši krediti na početku u pravilu razvrstavaju u skupine s nižom pokrivenošću, s vremenom njihova pokrivenost raste, što dovodi do rasta troškova ispravaka vrijednosti. U tom smislu, novi loši krediti u dvije će faze dovesti do rasta troškova ispravaka vrijednosti.

Pad pokrivenosti loših kredita (na 41,6%) doveo je do porasta opterećenosti kapitala potencijalnim dalnjim korekcijama kvalitete imovine banaka. Tako je omjer neispravljene vrijednosti loših kredita i kapitala banaka na kraju ožujka 2013. godine premašio 40% (slike 91. i 92.).

12 Zbog prodaje dijela kreditnog portfelja jedne velike banke potkraj 2012. godine došlo je do privremenoga (statističkog) porasta kvalitete imovine, no ubrzo je ponovo nastavljen rast udjela loših kredita privatnom sektoru.

13 U 2012. godini kuna je deprecirala prema švicarskom franku za oko 0,8% i prema euru za oko 0,2%. U prvom tromjesečju 2013. godine kuna je aprecirala prema švicarskom franku za 0,2%, a deprecirala prema euru za 0,5%.

Slika 90. Udio loših u ukupnim kreditima po vrstama i valuti indeksacije**Slika 91. Pokrivenost plasmana i potencijalnih obveza ispravcima vrijednosti****Slika 92. Pokazatelji adekvatnosti kapitala**

Okvir 3. Tržišna moć i stabilnost banaka u zemljama Srednje i Istočne Europe

Unatoč snažnom porastu broja istraživanja o odnosu tržišne moći banaka i njihove stabilnosti nakon nastupanja finansijske krize, jasnih zaključaka o toj vezi ni nadalje nema. S jedne strane prevladavajuće uvjerenje, prema kojem povećanje konkurenčije povećava ranjivost, naglašava kako su banke s većom tržišnom moći stabilnije zbog opreznijeg upravljanja rizicima, čime štite svoju vrijednost franšize.¹ Nasuprot tome, uvjerenje prema kojem veća konkurenčija povećava stabilnost polazi od paradigme prijenosa rizika iz bilanci klijenata u bilance banaka zbog viših cijena koje su prisutne u manje konkurirnim sektorima. Cilj je ovog okvira istražiti utjecaj tržišne moći banka na njihovu stabilnost, na primjeru banaka iz Srednje i Istočne Europe, te ponuditi odgovor na pitanje putem kojega se kanala taj odnos ostvaruje.

Standardna mjeru tržišne moći banaka, Lernerov indeks², pokazuje relativnu razliku između cijene i graničnog troška. Kako metodologija izračuna ovog indeksa cijelu tu razliku pripisuje tržišnoj moći, ona ne ostavlja mogućnost da se banke tržišnom moći koriste i izvan cjenovne strategije.³ Iz tog razloga u literaturi se u posljednje vrijeme uvođe i dodatni pokazatelji tržišne moći banaka. U ovom tekstu rabi se granica

efikasnosti konkurenčije (engl. *Competition efficiency frontier*, CEF)⁴ kao pokazatelj tržišne moći individualne banke. Prema tome, manja efikasnost konkurenčije u ograničavanju prihoda pojedine banke zapravo je odraz veće tržišne moći te banke. Prednost ovog pokazatelja, u odnosu na Lernerov indeks, jest činjenica da je to relativni pokazatelj tržišne moći te da nije izravno povezan s cijenama.

Empirijski dio istraživanja proveden je na uzorku od 415 banaka iz Srednje i Istočne Europe⁵ (Albanija, Bosna i Hercegovina, Bugarska, Češka, Estonija, Hrvatska, Letonija, Litva, Madžarska, Makedonija, Poljska, Rumunjska, Slovačka, Slovenija, Srbija) u razdoblju od 1997. do 2012. godine korištenjem baze podataka Bankscope.⁶ Budući da je mjerenoje stabilnosti i tržišne moći banaka osjetljivo pitanje, posebna je pozornost dana izboru i izračunu varijabla. Tako stabilnost banke mjerimo Z-indeksom, udjelom loših kredita, troškovima ispravaka vrijednosti te opterećenjem kapitala nepokrivenim lošim kreditima. Također, koristimo se i nizom kontrolnih varijabli: efikasnošću, likvidnošću, kreditnim rastom, omjerom kredita i depozita, veličinom banke, omjerom kredita i imovine, omjerom kapitala i imovine, udjelom nekamatnih prihoda, udjelom loših kredita, međubankovnom pozicijom, regulatornim opterećenjem te jazom outputa.

Na osnovi analize pokazatelja za medialnu banku zaključujemo da je stabilnost banaka u Srednjoj i Istočnoj Europi rasla između 2001. i

1 Vrijednost franšize je omjer tržišne i knjigovodstvene vrijednosti banke. Knjigovodstvena vrijednost banke jest bilančni iznos kapitala, a tržišna je vrijednost banke aproksimirana diskontiranjem neto operativnog prihoda banke njezinim prosječnim troškom kapitala. Prema tome, vrijednost franšize je svojevrsna nematerijalna imovina (*goodwill*), koje su donositelji odluka u banci svjesni.

2 Lernerov indeks relativna je marža u odnosu na granični trošak te se računa po sljedećoj formuli:

$$L = \frac{P - MC}{P},$$

pri čemu je L Lernerov indeks, MC granični trošak, a P implicitna aktivna kamatna stopa. Granični trošak dobiva se derivacijom funkcije ukupnog troška po imovini banke.

3 O problematici Lernerova indeksa kao instrumenta za testiranje veze između tržišne moći i stabilnosti vidi više u T. H. L. Beck, O. G. De Jonghe i G. Schepens (2011.), *Bank competition and stability: cross-country heterogeneity*, Universiteit Gent, D/2011/7012/37

4 Granica efikasnosti konkurenčije, CEF, pokazatelj je tržišne moći izведен iz koncepta efikasnosti, a dobiva se iz sljedeće funkcije:

$$\ln(Y_i) = \Theta_0 + \sum_{i=1}^s \Theta_i \ln X_i + 1/2 \sum_{i=1}^s \sum_{j=1}^s \Theta_{ij} \ln X_i \ln X_j + \sum_{i=1}^s \sum_{k=1}^2 \lambda_i \ln X_i \ln P_k + \sum_{k=1}^2 \pi_k P_k + 1/2 \sum_{k=1}^2 \sum_{m=1}^2 \lambda_{km} \ln P_k \ln P_m$$

pri čemu su:

Yi – zavisna varijabla (prihod od poslova vezanih za kamatni raspon podijeljen s operativnim troškovima),

Pk – pokazatelji produktivnosti (omjer rada i depozita te fizičkoga kapitala i depozita),

Xi – cijene inputa (cijena rada i cijena fizičkoga kapitala),

Xi – jedinični troškovi (procesuiranja, fizičkoga kapitala) i jaz BDP-a.

Mi polazimo od pretpostavke da se neobjašnjeni dio jednadžbe može podijeliti na dva dijela: slučajni dio i dio uvjetovan konkurenčijom, pa se prethodna jednadžba može zapisati u sljedećem obliku:

$$\ln(rev/oc) = R(\ln X_i, \ln X_j, \ln P_k) + \ln e + \ln u$$

Koristeći se pristupom oslobođenim distribucije (DFA), polazimo od pretpostavke da se rezidual sastoji od slučajne komponente i od komponente koja je rezultat konkurenčije. U dovoljno dugom razdoblju prosjek slučajne komponente teži nuli, pa rezidual teži efektu konkurenčije. Nапослјетку, granica efikasnosti konkurenčije izračunata je na sljedeći način:

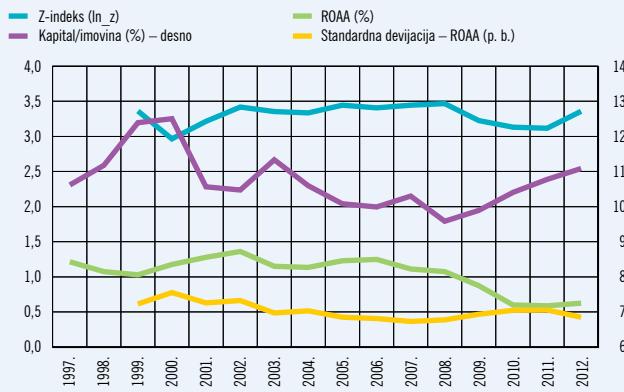
$$CE_i = \exp(\ln \bar{u}_i - \ln \bar{u}_{min}) - 1 = (\bar{u}_i / \bar{u}_{min}) - 1$$

pri čemu je CE granica efikasne konkurenčije, uprosječeni rezidual tijekom vremena za banku i, minimum u seriji. E. Kraft i I. Huljak (2011), *A Frontier Approach for Measuring Bank Competition Efficiency in Croatia*, The 9th International Conference "Challenges of Europe", Ekonomski fakultet, Split 2011., koristili su se ovim pokazateljem na primjeru banaka u Hrvatskoj te pokazali da na različitim segmentima istog tržišta razina konkurenčije može biti različita.

5 P. Honohan i D. Klingebiel (2000.), *Controlling Fiscal Costs of Banking Crises*, World bank, spominju da je otprikljike polovina navedenih zemalja imala bankarsku krizu tijekom devedesetih godina, čiji se društveni trošak kretao između 3% i 30% BDP-a.

6 Nakon 2005. godine pokrivenost podacima za bankarski sektor gotovo svih zemalja kreće se na relativno visokoj razini od preko 80%. No, općenito, u našem uzorku zemlje nisu podjednako zastupljene.

Slika 1. Odabrani pokazatelji za medijalnu zemlju Srednje i Istočne Europe



Izvor: Izračun autora prema podacima baze Bankscope

2008. godine. Promatrano po komponentama Z-indeksa⁷, najviša zabilježena razina u tom razdoblju rezultat je visoke i stabilne profitabilnosti, dok se tijekom cijelog razdoblja omjer kapitala i imovine smanjivao. Taj je pad rezultat visoke početne razine kapitaliziranosti zbog reklasifikacije plasmana tijekom i nakon bankarskih kriza s kraja prošlog stoljeća koje su zahvatile većinu promatranih država (Slika 1.). Kao jedan od nekoliko razloga pada neto kamatne marže koji je zabilježen u ovom razdoblju u literaturi se često navodi i rast konkurenčije.

Preljevanje utjecaja finansijske krize na stabilnost banaka Srednje i Istočne Europe započelo je 2008. godine, kada su troškovi ispravaka vrijednosti znatno porasli uz istodoban pad kreditiranja, što je zajedno uzrokovalo nestabilnost zarada i spustilo njihovu razinu te uzrokovalo pad Z-indeksa na desetogodišnji minimum. U tom se razdoblju zaustavlja pad neto kamatne marže (Slika 2.).

Usporedno s padom neto kamatne marže konkurenčija među bankama, mjerena CEF-om, u posljednjih je desetak godina smanjena, osim nekoliko godina oko samog izbijanja krize. Istodobno, vrijednost franšize banaka (prema hipotezi konkurenčija – ranjivost osnovnog disciplinirajućeg mehanizma unutar banke) početkom krize počela je padati, što se može objasniti nižim prihodima banaka u razdoblju porasta njihova prosječnog troška kapitala.⁸

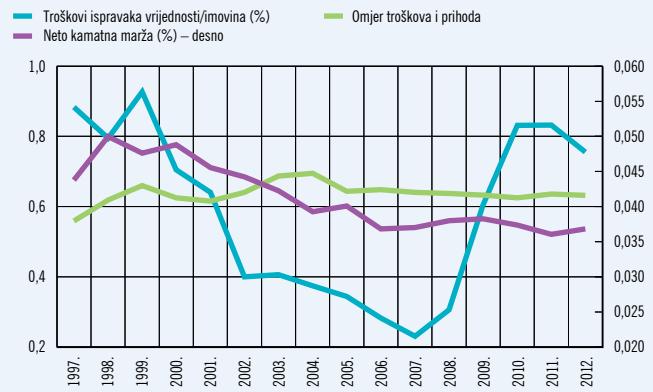
7 Z-indeks je općeprihvaćeni pokazatelj individualne stabilnosti banke te se računa kao:

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

pri čemu je k omjer kapitala i imovine, μ prosječni pokazatelj profitabilnosti imovine (u posljednje tri godine), a δ kolebljivost zarada (standardna devijacija profitabilnosti imovine za posljednje tri godine).

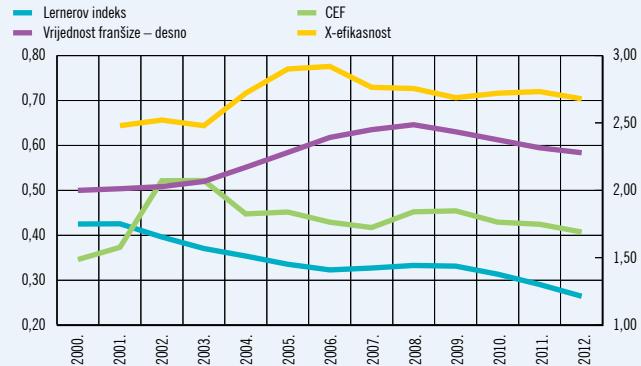
8 Vrijednost franšize izračunata je kao omjer tržišne i knjigovodstvene vrijednosti banke. S obzirom na to da banke u Srednjoj i Istočnoj Europi u pravilu nemaju aktivno tržište vlasničke glavnice, tržišna je vrijednost imputirana u izračunu sadašnje vrijednosti novčanih tokova koje banka ostvaruje. Primjenjen je model vječne rente, pri čemu su novčani tokovi aproksimirani operativnom dobiti, a trošak kapitala implicitnom stopom banke na obveze.

Slika 2. Odabrali pokazatelji za medijalnu banku Srednje i Istočne Europe



Izvor: Izračun autora prema podacima baze Bankscope

Slika 3. Pokazateli tržišne moći banaka, efikasnosti i vrijednosti franšize (petogodišnji prosjeci) za medijalnu banku Srednje i Istočne Europe



Izvor: Izračun autora prema podacima baze Bankscope

Prvi je korak u empirijskom istraživanju provjera doprinosa tržišne moći vrijednosti franšize banke. Rezultati pokazuju da tržišna moć, prikazana kao CEF, pozitivno utječe na vrijednost franšize banaka. Istodobno, veličina banke omogućuje znatne uštede zbog djelovanja ekonomije obujma, pa pozitivno utječe na vrijednost franšize, dok regulatorni trošak očekivano smanjuje tu vrijednost (Tablica 1.).

U sljedećem koraku testirana je veza između stabilnosti banaka i tržišne moći. Model je ocijenjen za razdoblje prije i tijekom krize na panelu banaka iz zemalja Srednje i Istočne Europe s fiksnim efektima za zemlje i bez njih.⁹ Također, kako bismo što bolje objasnili odnos tržišne

9 Korištenjem Chowova testa potvrđena je opravdanost dijeljenja uzorka na prije i tijekom krize. Opravданost korištenja fiksnih efekata testirana je korištenjem Hausmanova testa (Greene, 2008.). Uključivši pretpostavku o endogenosti tržišne moći, korištena je i dvostupanjska metoda najmanjih kvadrata instrumentaliziranjem tržišne moći s njezinom prošlom vrijednošću, što ne mijenja glavne nalaze istraživanja.

Tablica 1. Jednostavan model vrijednosti franšize banaka

	Metoda najmanjih kvadrata	Fiksni efekti za zemlje
Zavisna: Vrijednost franšize		
Tržišna moć	0,740***	0,853***
Tržišni udio	1,725***	1,526***
Međubankovna pozicija	-0,002	0,030*
Regulatorni trošak	-1,579***	-1,792**
_cons	1,985***	1,862***
N	316	316
R-kvadrat	0,25	0,39

Napomena: Simboli (***) i (*) označuju statističku značajnost na razini od 1%, 5% i 10%.

Izvor: Izračun autora prema podacima baze Bankscope

moći – stabilnosti, koristimo se dekompozicijom Z-indексa na stabilnost portfelja i stabilnost kapitala.¹⁰ Ostale kontrolne varijable jesu: efikasnost banke mjerena X-efikasnošću, likvidnost banke mjerena udjelom likvidne u ukupnoj imovini, kreditni rast, omjer kredita i depozita, tržišni udio te ekonomski rast koji uz uvrštene fiksne efekte opisuje makroekonomsku situaciju u svakoj pojedinoj zemlji.¹¹

Dekompozicijom Z-indексa na stabilnost portfelja i stabilnost kapitala pokazuje se kako banke s većom relativnom tržišnom moći imaju statistički i ekonomski znatno veću stabilnost portfelja u razdoblju krize (Tablica 2.). Robusnost tog nalaza provjeravamo modeliranjem drugih pokazatelja stabilnosti portfelja. Rezultati pokazuju da banke s većom tržišnom moći u razdoblju krize također imaju i niži udio loših kredita, niže troškove ispravaka vrijednosti prema imovini i niži omjer nepokrivenih loših kredita u odnosu na kapital.

Za dobivanje konačnih zaključaka potrebno je još provjeriti i cijene koje određuju banke s većom tržišnom moći kako bismo isključili mogućnost da je stabilnost portfelja banaka posljedica upravljanja cijenama, a ne kvalitetom. Modeliranjem neto kamatne marže, implicitne aktivne i pasivne stope ne pronalazimo jasnu vezu između neto kamatne marže i CEF-a, no dobivamo jasnu negativnu vezu između CEF-a te aktivnih i pasivnih stopa.

U kombinaciji s prethodnim rezultatima o boljoj kvaliteti kreditnog portfelja, možemo zaključiti da tržišna moć banaka (mjerena CEF-om) povećava stabilnost portfelja banaka, što je rezultat kvalitetnijeg upravlj

10 M. Kohler (2012.), *Which banks are more risky? The impact of loan growth and business model on bank risk-taking*, upućuje na dekomponiranje Z-indексa radi dobivanja vrijednih dodatnih informacija:

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

pri čemu je P stabilnost portfelja, a L stabilnost kapitala.

11 Model je prilagođen prema: T. H. L. Beck, O. G. De Jonghe i G. Schepens (2011.), *Bank competition and stability: cross-country heterogeneity*. Universiteit Gent, D/2011/7012/37.

Tablica 2. Rezultati osnovnog modela

	Prije krize		Tijekom krize	
	Metoda najmanjih kvadrata	Fiksni efekti za zemlje	Metoda najmanjih kvadrata	Fiksni efekti za zemlje
Zavisna: Stabilnost portfelja				
Tržišna moć	1,091*	0,576	0,879**	0,633**
X-efikasnost	1,452*	2,872***	-1,238**	-0,457
Likvidnost	-0,749	-0,599	0,093	0,419**
Kreditni rast	0,121	-0,007	1,302***	1,339
Omjer kredita i depozita	0,256	0,264	-0,043	-0,008***
Tržišni udio	2,463***	4,186***	3,390***	4,690***
Ekonomski rast	-0,022	-0,193	-0,007	0,006
_cons	-0,077	-2,899**	1,357***	0,778
N	133	133	333	333
R-kvadrat	0,22	0,33	0,14	0,26

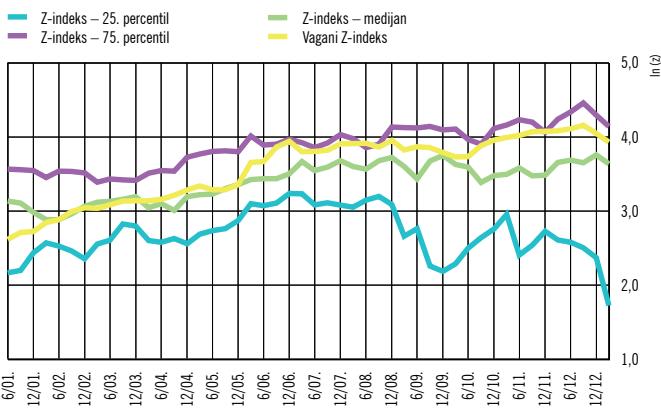
Napomena: Simboli (***) i (*) označuju statističku značajnost na razini od 1%, 5% i 10%.

Izvor: Izračun autora prema podacima baze Bankscope

Ijanja kreditnim rizikom, a ne zaračunavanja povećanih troškova klijentima s obzirom na to da ne pronalazimo dokaze o višim kamatnim stopama koje proizlaze iz veće tržišne moći. Štoviše, aktivne i pasivne kamatne stope banaka s većim CEF-om niže su, što znači da niži trošak kapitala banaka omogućuje ulazak u sigurnije oblike kreditiranja koji podrazumijevaju niže prinose osim nižih rizika. Ti su rezultati u skladu s hipotezom o vrijednosti franšize koja upućuje na to da će banka s većom tržišnom moći poduzimati korake u smjeru zaštite vrijednosti franšize, a ne nužno maksimiziranja zarada u kratkom roku. U tom smislu, banke s više tržišne moći mogu odabratи informacijske umjesto ekonomskih profita, pri čemu se konzumiranje informacijske rente odvija u razvijanju kvalitetnih odnosa s klijentima, što omogućuje zaštitu vrijednosti franšize u dužem roku.

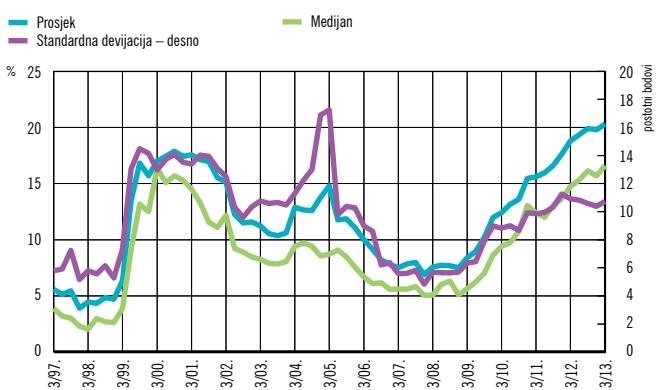
Naposljetku, rastuće razlike u stabilnosti banaka Srednje i Istočne Europe odraz su razlika u kvalitetama kreditnog portfelja, odnosno materijalizacije kreditnog rizika u razdoblju krize. Izdvajanje tržišne moći banaka kao činitelja koji pridonosi stabilnosti kreditnog portfelja u razdoblju krize ni nadalje ne podrazumijeva da je konkurenčija neželjena pojava. Štoviše, inicijalna mjerena pokazuju da konkurenčija pozitivno utječe na efikasnost banaka, što je preduvjet za niže cijene kreditiranja. Ipak, osjetljivost banaka u Srednjoj i Istočnoj Europi te njihova iskustva s financijskim krizama čine pitanje njihove stabilnosti posebno osjetljivim te pozivaju na oprez pri donošenju mjera koje bi mogle smanjiti vrijednost franšize banaka ubuduće. U tom smislu, ulazak banaka iz zemalja Srednje i Istočne Europe u bankovnu uniju mogao bi dodatno smanjiti njihovu vrijednost franšize, što bi im moglo umanjiti i stabilnost.

Slika 93. Distribucija rizika insolventnosti



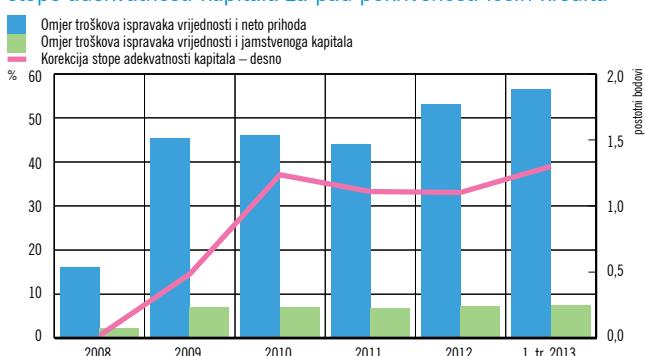
Izvor: HNB

Slika 94. Distribucija udjela loših kredita



Izvor: HNB

Slika 95. Bilančni kapaciteti za amortizaciju šokova te korekcija stope adekvatnosti kapitala za pad pokrivenosti loših kredita



Napomena: Korekcija stope adekvatnosti kapitala banaka za pad pokrivenosti napravljena je u odnosu na razinu pokrivenosti od 50%, što je prosjek za razdoblje od 2004. do 2013. godine.

Izvor: HNB

Otpornost banaka na potencijalne šokove i nadalje se u najvećoj mjeri zasniva na visokoj razini kapitala akumuliranog u pretkriznom razdoblju. Rast adekvatnosti kapitala u promatranom razdoblju primarno je uvjetovan pojačanim ulagačkim oprezom koji se iskazuje investiranjem u manje rizičnu imovinu te rast kapitala na osnovi zadržavanja dobiti, dok znatnijih dokapitalizacija u obliku priljeva novih sredstava od vlasnika nije bilo (Slika 92.).

Razlike u stabilnosti među bankama u razdoblju krize rastu, pa su tako na kraju ožujka imale dosad najveću razinu mjerenu razlikom 25. i 75. percentila Z-indeksa (Slika 93.). Pad stabilnosti banaka djelomice bi mogao biti i rezultat porasta konkurenije među bankama. Utjecaj pooštravanja tržišne borbe banaka u zemljama Srednje i Istočne Europe, zabilježenog u nekoliko godina prije krize, na akumulaciju rizika koji se materijaliziraju tijekom krize ispitana je u Okviru 3. Tržišna moć i stabilnost banaka u zemljama Srednje i Istočne Europe.

Otpornost bankarskog sektora

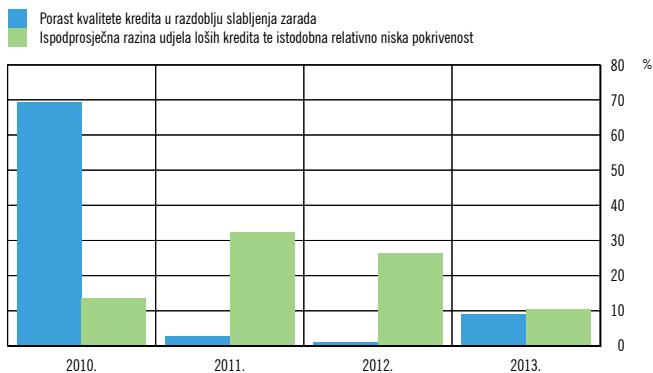
Udjeli loših kredita u bankarskom sustavu nastavljaju rasti, ali je porast disperzije tog pokazatelja među bankama zaustavljen. U odnosu na prošle krizne trenutke u bankarstvu, trenutačno se ipak može uočiti dominacija negativnih učinaka koji sistemski pogodaju sve banke, dok su u manjoj mjeri izraženi specifični rizici koji upućuju na izolirane probleme u pojedinim bankama. To bi moglo značiti da su razlike u recentnim individualnim pokazateljima stabilnosti među bankama uglavnom rezultat njihova upravljanja općeprisutnim kreditnim rizikom, a ne idiosinkrastičkih šokova (slike 93. i 94.).

Slabljene neto prihoda banaka i istodoban rast troškova ispravaka vrijednosti te stagnacija kapitala doveli su do rasta opterećenja svih amortizera za šokove. Tako su godišnji troškovi ispravaka vrijednosti na kraju ožujka iznosili oko 55% neto prihoda banaka, dok je omjer tih troškova prema jamstvenom kapitalu blago porastao na malo više od 7% (Slika 95.).

Ubrzan rast loših kredita početkom 2013. godine, osim pada dobiti, doveo je i do blagog pada pokrivenosti loših kredita te veće opterećenosti kapitala neispravljenim dijelom loših kredita (Slika 91.). No, zbog prakse postupne reklassifikacije kredita u skupine s višom pokrivenošću ispravci vrijednosti za ove će kredite nastaviti rasti. Potencijalni šok koji bi nastao zbog povećanja pokrivenosti loših kredita na prosječnu razinu u posljednjih devet godina smanjio bi stopu adekvatnosti kapitala za oko 1,3 postotna boda, što naglašava važnost zadržavanja kapitalnih amortizera u razdoblju produljene finansijske krize (Slika 95.).

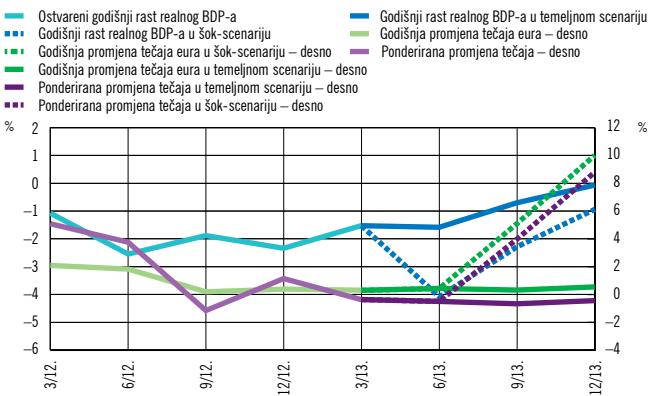
Standardni pokazatelji latentnih poteškoća u upravljanju kreditnim rizikom u portfeljima banaka upućuju na oprez pri tumačenju rezultata ispitivanja otpornosti. Tako je na kraju 2012. godine oko 10% imovine sektora bilo koncentrirano u bankama koje su u razdoblju slabljenja zarada procjenjivale porast kvalitete kredita ili su imale relativno slabu pokrivenost uz istodobnu ispodprosječnu razinu loših kredita (Slika 96.).

Slika 96. Udio imovine banaka koje su izdvojene prema indikatorima potencijalnih rizika



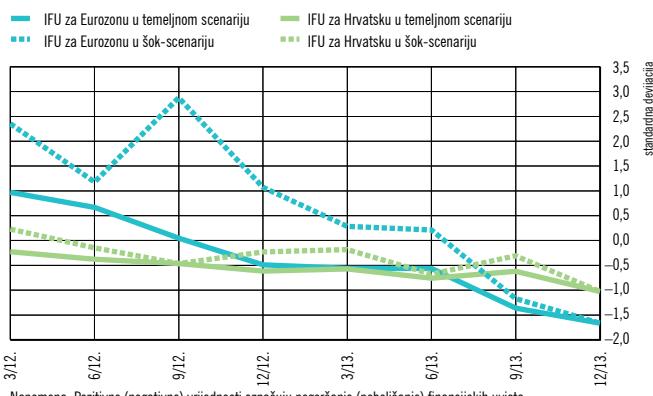
Izvor: HNB

Slika 97. Projekcije makroekonomskih varijabla u različitim scenarijima



Izvor: HNB

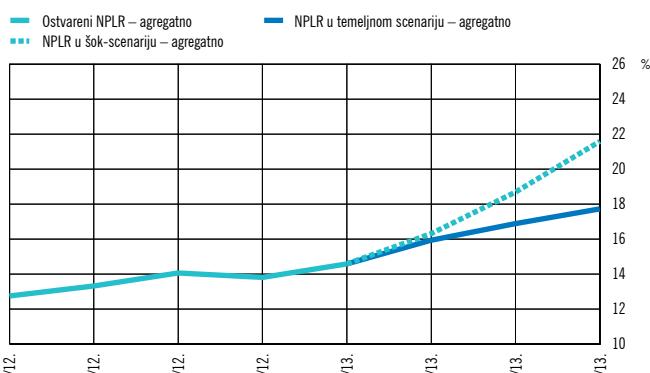
Slika 98. Indeksi finansijskih uvjeta u različitim scenarijima



Napomena: Pozitivne (negativne) vrijednosti označuju pogoršanje (poboljšanje) finansijskih uvjeta.

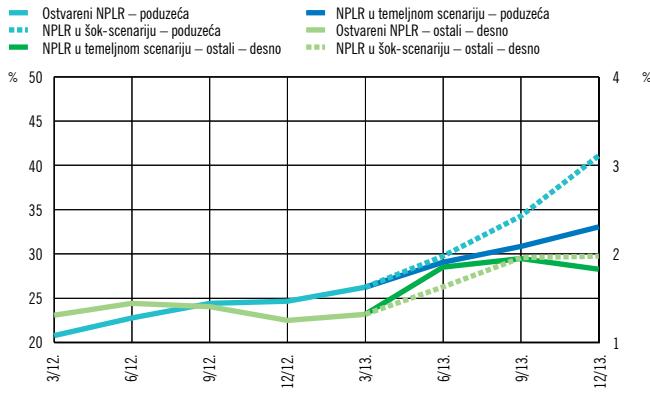
Izvor: HNB

Slika 99. Projekcije udjela ukupnih loših kredita u različitim scenarijima



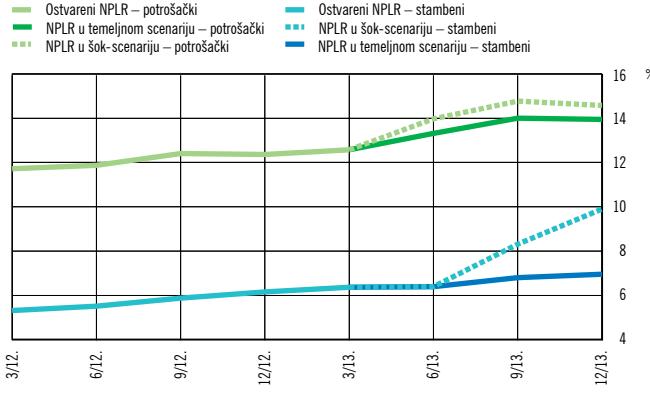
Izvor: HNB

Slika 100. Projekcije udjela loših kredita poduzećima i ostalih kredita u različitim scenarijima



Izvor: HNB

Slika 101. Projekcije udjela loših stambenih i potrošačkih kredita u različitim scenarijima



Izvor: HNB

Provedeno ispitivanje otpornosti bankarskog sektora za 2013. godinu pokazuje da su amortizeri banaka stvoreni u prethodnom razdoblju i nadalje dostatni na agregatnoj razini i u slučaju pojave malo vjerojatnih, ali mogućih, nepovoljnijih makroekonomskih šokova.¹⁴ No, agregatni rezultati skrivaju razlike u otpornosti banaka (slike 102. i 103. i Tablica 6.). Ispitivanje otpornosti provedeno je u dva scenarija. Najvjerojatniji, temeljni scenarij, podrazumijeva nastavak negativnih trendova u gospodarskoj aktivnosti, u sklopu kojeg bi realni BDP u 2013. godini pao za još 1,0%, ponajprije pod utjecajem dalnjeg pada osobne i državne potrošnje, a tečaj kune prema euru i nadalje bi ostao relativno stabilan.¹⁵ Šok-scenarij, kojim se ispituje otpornost na malo vjerojatnu, ali ipak moguću kombinaciju šokova, pretpostavlja prosječni pad realnog BDP-a od 2,2%¹⁶. U takvom se scenariju očekuje pooštavanje recesije u eurozoni i pogoršanje uvjeta financiranja za banke kao i kumulativna deprecijacija kune za oko 10% u odnosu na temeljni scenarij, pri čemu bi odnos eura i švicarskog franka bio poput onoga u temeljnog scenariju (slike 97. i 98.).¹⁷

U temeljnog scenariju udio loših u ukupnim kreditima mogao bi dosegnuti otplike 18% na kraju 2013. godine. U šok-scenariju došlo bi do snažnijeg porasta udjela loših kredita te bi on iznosio oko 22% (Slika 99.). Standardno, korporativni portfelj daje najveći doprinos dinamici loših kredita. Udio loših korporativnih kredita u temeljnog scenariju krajem 2013. iznosi 33,0%, a u šok-scenariju oko 41%. U segmentu kreditiranja stanovništva, potrošački krediti bi na kraju projekcijskog horizonta dosegnuli 14% odnosno 15% u temeljnog odnosno šok-scenariju, dok bi udio loših stambenih kredita, koje je dosad karakterizirao relativno mali udio loših kredita, umjereno porastao, na 7% i 10% (slike 100. i 101.).

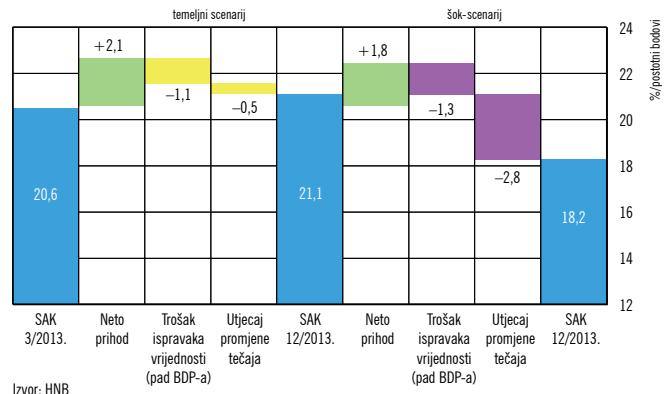
¹⁴ Provedeno ispitivanje otpornosti bankarskog sektora zasniva se na sektorskim modelima kreditnog rizika prikazanim u Financijskoj stabilnosti, broj 7, lipanj 2011. Modeli kreditnog rizika omogućuju simulacije utjecaja makroekonomskih šokova na promjene rizičnosti pojedinih skupina kredita. Time se učinak makroekonomskog scenarija na svaku banku manifestira ovisno o strukturi, odnosno o profilu rizičnosti njezinog kreditnog portfelja (krediti poduzećima, stambeni krediti, potrošački krediti i ostali krediti).

¹⁵ Projekcija tečaja kune prema euru i švicarskom franku te tečaja eura i švicarskog franka preuzeta je iz: *Consensus Forecasts*, travanj 2013.

¹⁶ Projekcijske vrijednosti BDP-a u šok-scenariju izračunate su na osnovi kvantitativnih vektorskih autoregresija, u koje su uvršteni indeksi finansijskih uvjeta i stope rasta BDP-a za Hrvatsku i EU. Šok-scenarij je konstruiran kao ishod koji omeđuje 5% najgorih ishoda, uz zadan temeljni scenarij. Detaljniji opis vidi u Okviru 1. Finansijski uvjeti i realna ekonomska aktivnost, Finansijska stabilnost, broj 8, siječanj 2012.

¹⁷ Poslovni rezultati banaka, osim putem troškova ispravaka vrijednosti koji proizlaze iz ispitivanja otpornosti, projicirani su na sljedeći način. Za neto prihod u 2013. godini pretpostavljeno je ostvarenje na razini analiziranoga prve tromjesečja 2013. godine. Istodobno, za šok-scenarij pretpostavljen je neto prihod za 10% niži u odnosu na temeljni scenarij. S obzirom na najavljene promjene regulative povezane s klasifikacijom plasmana, ali i s potrošačkim kreditiranjem, u svim je scenarijima uključen i utjecaj regulatornih promjena.

Slika 102. Doprinosi pojedinačnih elemenata promjeni SAK-a u različitim scenarijima



Tablica 6. Dinamika stope adekvatnosti kapitala u različitim scenarijima

	Stanje 31. 3. 2013.	31. 12. 2013. Temeljni scenarij	31. 12. 2013. Šok-scenarij
Stopa adekvatnosti kapitala	20,6	0,5	-2,4

Izvor: HNB

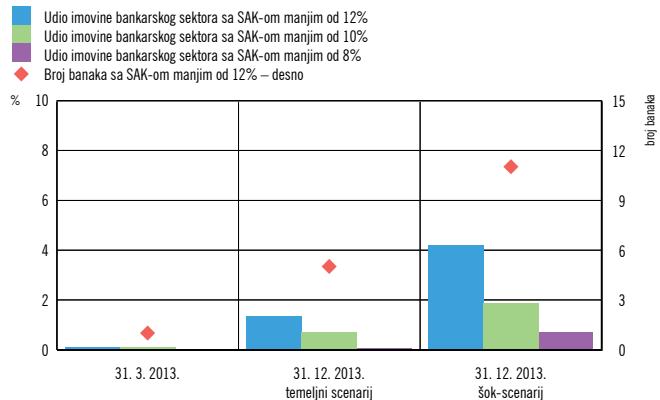
Predviđeni utjecaj izmjene regulative u 2013. godini relativno je malen jer je koncentriran u posljednjem tromjesečju te pretpostavlja smanjenje stope adekvatnosti kapitala za samo 0,4 postotna boda. Dio tih mjera orijentiran je na zaštitu kapitala banaka opreznijom klasifikacijom kredita i izdvajanjem ispravaka vrijednosti za njih, pa se taj trošak zapravo treba shvatiti uvjetno s obzirom na to da bi ga banke zapravo investirale u svoju otpornost (0,3 postotna boda). S druge strane, kod promjena povezanih s potrošačkim kreditiranjem ne dolazi do jačanja kapitala banaka, nego do troška za banke koji, naprotiv, stvara opterećenje za njihov kapital od 0,1 postotnog boda, u uvjetima kada je profitabilnost banaka već nagrijena troškovima ispravaka vrijednosti.¹⁸

Pod pretpostavkom da se sva ostvarena dobit zadrži, stopa adekvatnosti kapitala sektora u temeljnog bi scenariju porasla za 0,5 postotnih bodova na kraju 2013. godine u odnosu na ožujak te godine (Slika 102. i Tablica 6.).

¹⁸ Promjene regulative klasifikacije plasmana efektivno odgađaju isplate zarada do trenutka naplate loših kredita, čime bi se u posljednjem tromjesečju 2013. godine iz tekućih zarada mogao stvoriti dodatni zaštitni sloj od 0,3 postotna boda kapitalne adekvatnosti. S druge strane, izmjene regulative potrošačkoga kreditiranja kojima se ide u prilog dužnicima mogli bi smanjiti neto prihod banaka za otplike desetinu očekivanog neto prihoda počevši od tromjesečja kada stupi na snagu. Budući da pretpostavljamo početak primjene regulative u posljednjem tromjesečju 2013. godine, očekivani učinak u 2013. iznosi otplike 2,5% neto prihoda u cijeloj godini, pa ove izmjene regulative smanjuju otpornost banaka.

U odnosu na osnovni scenarij, u šok-scenariju, uz niži neto prihod, dodatno raste trošak ispravaka vrijednosti kredita pod utjecajem znatnijeg pada BDP-a, ali i promjene tečaja koja aktivira valutno inducirani kreditni rizik. Osim toga, deprecijacija kune autonomno oslabljuje adekvatnost kapitala jer je kapital banaka izražen u kunama, a imovina uglavnom u eurima (Slika 102.). Stopa adekvatnosti kapitala bankarskog sektora u tom bi scenariju bila smanjena za 2,4 postotna boda te bi za oko 2,9 postotnih bodova bila niža nego u temeljnog scenariju, pri čemu se potencijalna deprecijacija kune pojavljuje kao najvažniji činitelj pada adekvatnosti kapitala (Tablica 6.). U tom bi scenariju, ne poduzmu li se dodatne mjere za jačanje kapitaliziranosti, do kraja 2013. godine stopu adekvatnosti kapitala nižu od 12% imalo jedanaest banaka, koje raspolažu s oko 4,2% imovine sektora. Tri banke, koje raspolažu s malo manje od 1% imovine tog sektora, imale bi stopu adekvatnosti kapitala nižu od 8% (Slika 103.).¹⁹

Slika 103. Struktura banaka i njihove imovine po stopi adekvatnosti kapitala u različitim scenarijima



Izvor: HNB

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

Popis slika i tablica

Slika 1. Dijagram finansijske stabilnosti	7	Tablica 2. Pokazatelji koji upućuju na materijalizaciju prethodno akumuliranih rizika	19
Táblica 1. Gospodarski rast, izvoz i industrijska proizvodnja u odabranim razvijenim zemljama i zemljama s tržišta u nastajanju	10	Slika 3. Sastavnice pokazatelja materijalizacije rizika	20
Slika 2. Kretanje indeksa poslovnog i potrošačkog pouzdanja	10	Slika 4. Sastavnice pokazatelja materijalizacije rizika	20
Táblica 2. Fiskalna bilanca i saldo tekućeg računa u odabranim razvijenim zemljama i zemljama s tržišta u nastajanju	11	Slika 5. Pokazatelj materijalizacije sistemskog rizika	20
Tablica 3. Javni i inozemni dug u odabranim europskim zemljama s tržišta u nastajanju	11	Slika 27. Dug opće države	21
Slika 3. Ključne kamatne stope glavnih središnjih banaka i vodeće tržišne kamatne stope	11	Slika 28. Usporedno kretanje manjka opće države	21
Slika 4. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za petogodišnje obveznice odabranih zemalja eurozone	11	Slika 29. Usporedno kretanje javnog duga	22
Slika 5. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za petogodišnje obveznice odabranih banaka	11	Slika 30. Struktura javnog duga prema preostalom dospijeću	22
Slika 6. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za petogodišnje obveznice odabranih zemalja s tržišta u nastajanju	12	Slika 31. Valutna struktura javnog duga	22
Slika 7. Razlike prinosa na osnovi indeksa EMBI	12	Tablica 5. Referentne razine indikatora za rizik fiskalne održivosti u 2013.	22
Slika 8. Prinosi na hrvatsku i usporedivo njemačku obveznicu s dospijećem 2018. i njihova razlika	12	Slika 32. Prinos na primarnom izdanju eurskih vrijednosnica	23
Slika 9. Priljev kapitala u europske zemlje s tržišta u nastajanju	13	Slika 33. Projekcija manjka opće države	23
Slika 10. Priljev inozemnoga kapitala i rast BDP-a u Hrvatskoj	13	Slika 34. Projekcija duga opće države	23
Slika 11. Obrazac rasta BDP-a (doprinosi rastu)	13	Slika 35. Bruto potrebe za financiranjem	23
Slika 12. Štednja i investicije, ukupno i po sektorima	14	Slika 36. Različiti scenariji projekcije javnog duga	23
Slika 13. Kretanje inozemnog duga po domaćim institucionalnim sektorima	14	Slika 37. Prirast i stanje duga kućanstava	25
Slika 14. Ukupni inozemni dug vjerovnicima	14	Slika 38. Krediti kućanstvima prema namjeni	25
Slika 15. Kratkoročni inozemni dug	14	Slika 39. Promjena standarda odobravanja kredita kućanstvima u posljednja tri mjeseca	26
Slika 16. Odabrani pokazatelji vanjske ranjivosti	14	Slika 40. Ročna struktura novoodobrenih kredita kućanstvima, korigirana za sezonske oscilacije	26
Slika 17. Projekcija otplata glavnice inozemnog duga u 2013. prema sektorima	14	Slika 41. Novoodobreni dugoročni krediti kućanstvima prema namjeni, korigirani za sezonske oscilacije	26
Slika 18. Optimalne međunarodne pričuve, doprinosi učinaka pojedinih sastavnica	15	Slika 42. Kretanje zaposlenosti i plaća (bez sezonskih učinaka)	27
Slika 19. Realni tečaj kune prema euru	15	Slika 43. Valutna struktura kredita kućanstvima	27
Slika 20. Jedinični trošak rada	15	Slika 44. Krediti kućanstvima prema promjenjivosti kamatne stope	27
Slika 21. Ukupna zaduženost po sektorima	15	Slika 45. Zaduženost kućanstava i teret otplate duga	27
Slika 22. Neto pozicija domaćih sektora prema inozemstvu po instrumentima	15	Slika 46. Financijska imovina kućanstava	27
Slika 23. Neto finansijska pozicija odabranih domaćih sektora prema inozemstvu po vlasničkim i dužničkim instrumentima	15	Slika 47. Godišnja promjena duga sektora nekretnina	28
Slika 24. Tečaj kune prema euru i prekonočna kamatna stopa	16	Slika 48. Zaduženost kućanstava, stopa nezaposlenosti te kretanje potrošačkog optimizma i očekivanja na nekretninskom tržištu	28
Slika 25. Promjene u zaposlenosti registrirane na Hrvatskom zavodu za zapošljavanje (HZZ)	16	Slika 49. Stambeni krediti i hedonistički indeks cijena stambenih nekretnina, na tromjesečnoj razini	29
Slika 26. Bruto domaći proizvod, desezonirani podaci u stalnim cijenama	16	Slika 50. Distribucija prosječnih cijena stambenih nekretnina u 2011. i 2012. godini	29
Tablica 4. Međusektorski finansijski računi za Hrvatsku Okvir 1.	17	Slika 51. Usporedba kamatnih stopa na novoodobrene stambene kredite u Hrvatskoj i u eurozoni	29
Slika 1. Sastavnice pokazatelja akumulacije rizika	18	Slika 52. Financijska dostupnost stambenih nekretnina	29
Slika 2. Pokazatelj akumulacije rizika	19	Slika 53. Promjena i stanje duga nefinansijskih poduzeća	30
Tablica 1. Pokazatelji koji upućuju na akumulaciju ili smanjenje sistemskog rizika u sustavu	19	Slika 54. Godišnje stope rasta duga nefinansijskih poduzeća	30
		Slika 55. Dug nefinansijskih poduzeća	31
		Slika 56. Novoodobreni krediti banaka i apsolutna promjena stanja bruto kredita	31
		Slika 57. Alokacija inozemnog duga po sektorima za razdoblje od rujna 2012. do ožujka 2013.	31
		Slika 58. Alokacija kredita domaćih banaka po sektorima za razdoblje od rujna 2012. do ožujka 2013.	31
		Slika 59. Ročna i valutna struktura novoodobrenih kredita nefinansijskim poduzećima	32

Slika 60. Udio duga poduzeća u stranoj valuti u ukupnim kreditima	32	Slika 82. Troškovi ispravaka vrijednosti i profitabilnost banaka, 2008. – 2012.	41
Slika 61. Promjene valutne izloženosti u ožujku 2013.	32	Slika 83. Struktura ukupnih prihoda	42
Slika 62. Struktura bankovnih kredita nefinancijskim poduzećima prema mogućnosti promjene kamatne stope	32	Slika 84. Struktura prihoda od provizija i naknada	42
Slika 63. Kamatne stope na dugoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u eurozoni	32	Slika 85. Struktura ukupnih troškova	42
Slika 64. Kamatne stope na kratkoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u eurozoni	32	Slika 86. Kamatna razlika (tromjesečni prosjek mjesecnih stopa na novoodobrene kredite) i godišnji neto kamatni prihod	43
Slika 65. Odnos depozita na transakcijskim računima nefinancijskih poduzeća i bruto dodane vrijednosti Okvir 2.	33	Slika 87. Odabранe kamatne stope (tromjesečni prosjek mjesecnih stopa)	43
Slika 1. Udio poduzeća koja su identificirana prema jednom od kriterija relacijskog financiranja	34	Slika 88. Udio kratkoročnih u ukupnim novoodobrenim kreditima (tromjesečni prosjek)	43
Slika 2. Udio banaka kod kojih je relacijsko kreditiranje dominantna strategija financiranja	34	Slika 89. Udio loših u ukupnim kreditima	44
Slika 3. Financijski pokazatelji poduzeća s obzirom na model bankovnog financiranja (u razdoblju od 2007. do 2011.)	35	Slika 90. Udio loših u ukupnim kreditima po vrstama i valutni indeksacije	44
Slika 4. Financijski pokazatelji banaka s obzirom na model bankovnog financiranja (u razdoblju od 2007. do 2011.)	35	Slika 91. Pokrivenost plasmana i potencijalnih obveza ispravcima vrijednosti	44
Slika 5. Relacijsko financiranje i kreditni rizik	35	Slika 92. Pokazatelji adekvatnosti kapitala Okvir 3.	44
Tablica 1. Determinante relacijskog financiranja (pokazatelj: DI)	36	Slika 1. Odabrani pokazatelji za medijalnu banku	46
Tablica 2. Utjecaj izbora modela bankovnog financiranja na profil rizičnosti kreditnog portfelja banaka (panel-regresija s fiksnim efektima)	36	Srednje i Istočne Europe	46
Tablica 3. Stope rasta kredita i kreditni rizik prema modelima bankovnog financiranja	37	Slika 2. Odabrani pokazatelji za medijalnu banku	46
Slika 66. Godišnja promjena najvažnijih stavki bilance bankarskog sektora	38	Srednje i Istočne Europe	46
Slika 67. Aktiva bankarskog sektora	38	Slika 3. Pokazatelji tržišne moći banaka, efikasnosti i vrijednosti franšize (petogodišnji projekti),	46
Slika 68. Pasiva bankarskog sektora	39	za medijalnu banku Srednje i Istočne Europe	46
Slika 69. Struktura obveza banaka	39	Tablica 1. Jednostavan model vrijednosti franšize banaka	47
Slika 70. Struktura sredstava primljenih od inozemnih izvora	39	Tablica 2. Rezultati osnovnog modela	47
Slika 71. Struktura sredstava vlasnika banaka prema instrumentima	40	Slika 93. Distribucija rizika insolventnosti	48
Slika 72. Pokazatelji likvidnosti	40	Slika 94. Distribucija udjela loših kredita	48
Slika 73. Valutna struktura depozita	40	Slika 95. Bilančni kapaciteti za amortizaciju šokova te korekcija stope adekvatnosti kapitala za pad pokrivenosti loših kredita	48
Slika 74. Valutna struktura kredita	40	Slika 96. Udio imovine banaka koje su izdvojene prema indikatorima potencijalnih rizika	49
Slika 75. Valutna struktura nekunskih kredita	40	Slika 97. Projekcije makroekonomskih varijabla u različitim scenarijima	49
Slika 76. Struktura kredita vezanih uz švicarski franak	40	Slika 98. Indeksi finansijskih uvjeta u različitim scenarijima	49
Slika 77. Izloženost banaka izravnom valutnom i kamatnom riziku	41	Slika 99. Projekcije udjela ukupnih loših kredita u različitim scenarijima	49
Slika 78. Udio nezaštićenih u ukupnim kreditima izloženima VIKR-u	41	Slika 100. Projekcije udjela loših kredita poduzećima i ostalih kredita u različitim scenarijima	49
Slika 79. Godišnja promjena odabralih kategorija poslovnog rezultata	41	Slika 101. Projekcije udjela loših stambenih i potrošačkih kredita u različitim scenarijima	49
Slika 80. Doprinosi elemenata profitabilnosti prosječne imovine	41	Slika 102. Doprinosi pojedinačnih elemenata promjeni SAK-a u različitim scenarijima	50
Slika 81. Doprinosi elemenata profitabilnosti prosječnoga kapitala	41	Tablica 6. Dinamika stope adekvatnosti kapitala u različitim scenarijima	50
	41	Slika 103. Struktura banaka i njihove imovine po stopi adekvatnosti kapitala u različitim scenarijima	51

Kratice i znakovi

BDP	– bruto domaći proizvod	ROAA	– profitabilnost prosječne imovine (engl. <i>return on average assets</i>)
BDV	– bruto dodana vrijednost	ROAE	– profitabilnost prosječnoga kapitala (engl. <i>return on average equity</i>)
BIS	– Banka za međunarodne namire	ROE	– profitabilnost kapitala (engl. <i>return on equity</i>)
CDS	– premija osiguranja od kreditnog rizika (engl. <i>credit default swap</i>)	SAD	– Sjedinjene Američke Države
DZS	– Državni zavod za statistiku	SAK	– stopa adekvatnosti kapitala
EFSF	– Europski fond za finansijsku stabilnost (engl. <i>European Financial Stability Facility</i>)	SKDD	– Središnje klirinško depozitarno društvo
EIB	– Europska investicijska banka	SDR	– posebna prava vučenja
EIZG	– Ekonomski institut Zagreb	tr.	– tromjesečje
EK	– Europska komisija	VIKR	– valutno inducirani kreditni rizik
EMBI	– indeks obveznica tržišta u nastajanju (engl. <i>Emerging Market Bond Index</i>)	VP	– vrijednosni papiri
ESB	– Europska središnja banka	ZFO	– Zakon o fiskalnoj odgovornosti
ESM	– Europski stabilizacijski mehanizam (engl. <i>European Stability Mechanism</i>)		
EU	– Europska unija		
EUR	– euro		
Fed	– američka središnja banka (<i>Federal Reserve System</i>)		
Fina	– Financijska agencija	BA	– Bosna i Hercegovina
g.	– godina	BG	– Bugarska
HAC	– Hrvatske autoceste	CZ	– Češka
Hanfa	– Hrvatska agencija za nadzor finansijskih usluga	EE	– Estonija
HICN	– hedonistički indeks cijena stambenih nekretnina	HR	– Hrvatska
HNB	– Hrvatska narodna banka	HU	– Madžarska
HRK	– kuna	LT	– Litva
HZZ	– Hrvatski zavod za zapošljavanje	LV	– Letonija
MF	– Ministarstvo financija	MK	– Makedonija
mil.	– milijun	PL	– Poljska
mj.	– mjesec	RO	– Rumunjska
mlrd.	– milijarda	SI	– Slovenija
MMF	– Međunarodni monetarni fond	SK	– Slovačka
NPLR	– udio ukupnih loših kredita (engl. <i>non-performing loan ratio</i>)		
OECD	– Organizacija za gospodarsku suradnju i razvoj		
p. b.	– postotni bod	–	– nema pojave
RH	– Republika Hrvatska	– ne raspolaze se podatkom
ROA	– profitabilnost imovine (engl. <i>return on assets</i>)	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

Dvoslovne oznake za zemlje

BA	– Bosna i Hercegovina
BG	– Bugarska
CZ	– Češka
EE	– Estonija
HR	– Hrvatska
HU	– Madžarska
LT	– Litva
LV	– Letonija
MK	– Makedonija
PL	– Poljska
RO	– Rumunjska
SI	– Slovenija
SK	– Slovačka

Znakovi

–	– nema pojave
....	– ne raspolaze 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 1846-940X (online)