

MAKRO
BONITETNA
analiza



HRVATSKA NARODNA BANKA
MAKROBONITETNA ANALIZA

IZDAVAČ

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

WEB-ADRESA

<http://www.hnb.hr>

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

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

Tiskano u 650 primjeraka

ISSN 1845-5980



HRVATSKA NARODNA BANKA

MAKROBONITETNA ANALIZA

Zagreb, 2007.

Sadržaj

1. Uvod	1
2. Makroekonomska kretanja	4
3. Međunarodno okruženje	10
4. Inozemni dug	14
5. Javni dug	17
6. Nefinancijska poduzeća	20
7. Stanovništvo	23
8. Financijsko posredovanje	28
9. Tržište kapitala	35
10. Tržište novca	40
11. Devizno tržište	45
12. Institucionalno okruženje	49
13. Bankarski sektor	52
Tablica A Odabrani pokazatelji poslovanja bankarskog sektora	65
Tablica B Odabrani pokazatelji zaduženosti nefinancijskih sektora	66
Literatura	67
Kratice i znakovi	68

1. Uvod

Tijekom 2006. godine nisu zabilježeni događaji koji bi doveli u pitanje stabilnost hrvatskoga financijskog sustava, čemu su pogodovala uglavnom vrlo povoljna kretanja u makroekonomskom okružju, kao i nastavak institucionalnih reformi na putu Hrvatske prema punopravnom članstvu u Europskoj uniji. Međutim, vanjska neravnoteža hrvatskoga gospodarstva tijekom 2006. godine dodatno je povećana što bi dugoročno, ako se višegodišnji trend njezina povećanja ne zaustavi, mogao biti potencijalni rizik za stabilnost financijskoga i cijeloga gospodarskog sustava.

Realni gospodarski rast u 2006. bio je najviši u posljednje tri godine te je prema tromjesečnom obračunu iznosio 4,8%, a dostupni podaci upućuju na nastavak relativno snažnog rasta i u 2007. Kao i u 2005. godini, glavni pokretač rasta bile su investicije u fiksni kapital, ponajviše zahvaljujući građevinarstvu. Osobna potrošnja u istom se razdoblju povećala za 3,5%, a s obzirom na umjereni rast plaća, njezino su povećanje uvelike omogućili potrošački krediti banaka jer su banke i u 2006. godini nastavile snažnu kreditnu aktivnost. No, iako u strukturi bankovnih kredita i nadalje prevladavaju krediti stanovništvu, od kojih 48% otpada na potrošačke kredite, u 2006. godini prvi je put zabilježen brži rast kredita odobrenih trgovačkim društvima, čija je godišnja stopa rasta na kraju 2006. bila 26,1%, dok je stopa rasta kredita stanovništvu bila 21,8%. Zajedno, krediti trgovačkim društvima i stanovništvu porasli su do kraja 2006. godine na 69,4% BDP-a što je za 8,6 postotnih bodova više nego na kraju 2005.

Unatoč inflatornim pritiscima zbog rasta cijena sirove nafte na svjetskom tržištu 2006. godinu obilježila je i nadalje relativno niska inflacija, pri čemu je prosječna godišnja stopa promjene indeksa potrošačkih cijena iznosila 3,2% što je za 10 baznih bodova manje nego u 2005. godini. Međutim, cijene nekretnina nastavile su i u 2006. godini snažno rasti, potpomognute istodobnim natprosječno visokim stopama rasta stambenih kredita banaka, koji su porasli za 34,4%. Osim rasta cijena nekretnina, obilježje 2006. bio je i iznimno snažan rast cijena vlasničkih vrijednosnih papira, kojemu je, uz očekivani rast imovine institucionalnih ulagača i priljev rizičnoga kapitala iz inozemstva, uvelike pridonio i porast zanimanja šire javnosti za izravna ulaganja u dionice na domaćem tržištu kapitala, koje je potaknuo i svršetak procesa preuzimanja Plive d.d. i javna ponuda dionica Ine.

Održavanju niske inflacije potrošačkih cijena u 2006. pripomoglo je i očuvanje stabilnog tečaja kune prema euru. Prosječni dnevni tečaj kune prema euru u 2006. nominalno je ojačao za 1,0% u usporedbi s prethodnom godinom, što je posljedica stalnih aprecijacijskih pritisaka zbog daljnjega inozemnog neto zaduživanja većine domaćih sektora i neuobičajeno velikog broja dokapitalizacija banaka u stranom vlasništvu. Povoljna kretanja i na prihodnoj i na rashodnoj strani državnog proračuna dovela su do smanjenja fiskalnog manjka u 2006. za gotovo 2 mlrd. kuna u odnosu na 2005., pa je manjak konsolidirane opće države iskazan na gotovinskom načelu u 2006. sveden na 2,6% BDP-a. Brži gospodarski rast pozitivno se odrazio i na kretanja na domaćem tržištu rada: prosječna se stopa registrirane nezaposlenosti u 2006. smanjila na svoju

najnižu razinu (16,9%) od 1997. godine, a registrirana se zaposlenost u odnosu na prethodnu godinu povećala.

S druge strane, tijekom 2006. godine povećala se vanjska neravnoteža hrvatskoga gospodarstva, što se očitovalo u snažnom rastu inozemnog duga i velikom povećanju manjka na tekućem računu platne bilance, na 7,8% BDP-a. Unatoč nastavljenim naporima središnje banke da uspori inozemno zaduživanje inozemni dug Republike Hrvatske na kraju 2006. bio je za 13,2%, a njegov udio u BDP-u za 2,8 postotnih bodova veći nego na kraju prethodne godine. Povećanju inozemnog duga najviše su pridonijela nefinancijska poduzeća, koja su se kao i u prethodnoj godini nastavila intenzivno izravno zaduživati u inozemstvu. S druge strane, država je u 2006. smanjila svoj dug prema inozemnim vjerovnicima. Međutim, oslanjanje države na domaće izvore financiranja posredno je rezultiralo rastom inozemnih obveza ostalih domaćih sektora, osobito banaka, kod kojih se država u posljednje dvije godine zadužuje znatno više nego prijašnjih godina. Na dugoročnu neodrživost takvog rasta vanjske neravnoteže upućuje i pokazatelj tereta otplate inozemnog duga koji je u 2006. nastavio ubrzano rasti, te je na kraju godine dosegnuo 37,9% izvoza robe i usluga, čime je Hrvatska, prema vrijednosti toga pokazatelja, prvi put ušla u skupinu zemalja visoko opterećenih otplatama inozemnog duga. Unatoč rizicima koji proizlaze iz pogoršanja vanjske neravnoteže, očekivanja domaćih i međunarodnih institucija vezana uz rast hrvatskoga gospodarstva još su pozitivna, a optimistična očekivanja dijelom su rezultat nastavka uspješnih pregovora Hrvatske o njezinu primanju u punopravno članstvo Europske unije.

Procijenjena zaduženost sektora nefinancijska poduzeća tijekom 2006. godine nastavila je rasti brže od BDP-a, pa se vrijednost njihova ukupnog duga do kraja prosinca popela na 58,7% BDP-a. Pritom se najveći dio ukupnog duga (56,7%) kao i inače odnosio na dug prema bankama. Rast duga prema bankama praćen je i rastom kamatnih troškova plaćenih bankama, koji su u posljednjih godinu dana porasli do sada najviše: 19%. No, teret otplate kamatnih troškova nastavio je rasti sporije od tereta samog duga, pa je njihov udio u prosječnom dugu (5,0% tijekom 2006.) smanjen u odnosu na 2005. godinu. Usporedo s porastom zaduženosti u posljednje dvije godine počela se povećavati nelikvidnost u plaćanjima poslovnih subjekata, pa je na kraju 2006. broj insolventnih pravnih osoba bio veći za 9%, a ukupan iznos nepodmirenih naloga za plaćanje za 10% veći nego na kraju 2005. godine. Međutim, ni rast zaduženosti ni pogoršanje nekih pokazatelja likvidnosti u zemlji nisu negativno utjecali na dobre pokazatelje financijskog rezultata sektora nefinancijska poduzeća, koji su se na kraju 2006. zadržali na razini iz prethodne godine.

Tijekom 2006. i stanovništvo se nastavilo intenzivno zaduživati što je dovelo i do daljnjeg porasta pokazatelja zaduženosti toga sektora. Procijenjena ukupna zaduženost stanovništva porasla je s 35,5% BDP-a na kraju 2005. na 40,6% BDP-a na kraju 2006. godine. Dug stanovništva prema poslovnim bankama, s udjelom od približno 95% u ukupnom dugu stanovništva, i nadalje je najznačajnija kategorija zaduženosti toga sektora, što se ne mijenja već nekoliko godina, čemu je i u 2006. pogodio

nastavak snažnog rasta ponude sve jeftinijih bankovnih kredita, osobito onih nominiranih u švicarskim francima. Unatoč porastu zaduženosti stanovništva, mjerenom različitim pokazateljima, agregatni pokazatelji tereta otplate duga stanovništva na kraju 2006. nisu bili zabrinjavajući jer je teret otplate glavnica s kamatama u odnosu na raspoloživi bruto dohodak na kraju 2006. godine ostao na razini (6,0%) s kraja prethodne godine. Međutim, u slučaju nastavka rasta globalnih kamatnih stopa taj bi se pokazatelj u idućim godinama vrlo lako mogao pogoršati s obzirom na to da je već u drugom polugodištu 2006. trend smanjenja aktivnih kamatnih stopa banaka na kredite stanovništvu gotovo zaustavljen, a neke su banke čak i podignule svoje kamatne stope na do tada najjeftinije kredite u švicarskim francima.

Hrvatski bankarski sektor u 2006. ostvario je zadovoljavajući poslovni rezultat. Bez obzira na ubrzani rast kredita, prijavljena kvaliteta plasmana banaka u 2006. znatno je porasla, pa je omjer ispravaka vrijednosti i rezervacija za potencijalne obveze te ukupnih plasmana banaka i potencijalnih obveza na koje se oni odnose na kraju 2006. iznosio 1,8% naprama 2,3% na kraju 2005. U uvjetima nastavka jake tržišne utakmice banke nisu povećavale aktivne kamatne stope, iako su pasivne kamatne stope rasle pod utjecajem egzogenog porasta cijene inozemnog zaduživanja. Na poslovanje banaka u 2006. godini jako su utjecale i izmjene bonitetne regulative i mjera monetarne politike. U takvim okolnostima ni ostvareni brži rast prihoda banaka, uglavnom zbog povećanja njihovih nekamatnih prihoda, nije doveo do povećanja agregatnih pokazatelja profitabilnosti njihova poslovanja, koji su na kraju 2006. bili nešto lošiji nego na kraju 2005.

Usklađivanje hrvatske financijske regulative s pravnom stečevinom EU nastavilo se i u 2006. godini. Početkom godine započela je s radom Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, a s ciljem boljeg nadzora nad cijelim financijskim sustavom osnovan je Odbor za operativni nadzor financijskog sektora, u kojem se nalaze predstavnici HANFA-e, zadužene za nadzor nebankarskih financijskih institucija, i HNB-a, zaduženog za nadzor monetarnog sustava i bankarskog sektora. Krajem 2006. donesen je Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o tržištu vrijednosnih papira, kojim su uklonjene neke neusklađenosti s direktivama EU, a potpuno usklađenje postići će se donošenjem novog zakona predviđenog za 2008. godinu. Krajem 2006. donesen je i Zakon o leasingu, čime su ti financijski poslovi postali u cijelosti zakonski regulirani. Što se tiče kreditnih institucija, usklađivanje s novom Direktivom o osnivanju i poslovanju kreditnih institucija provest će se donošenjem Zakona o kreditnim institucijama, koji se očekuje u 2008. godini, a koji bi trebao stupiti na snagu početkom 2009. godine. Krajem 2006. godine donesen je i Zakon o izmjenama i dopunama zakona o Hrvatskoj narodnoj banci, čije se odredbe uglavnom odnose na djelovanje središnjih banaka u EU, odnosno EMU, pa se tako većina njih ne primjenjuje odmah nego od dana pristupanja Hrvatske EU odnosno EMU.

2. Makroekonomska kretanja

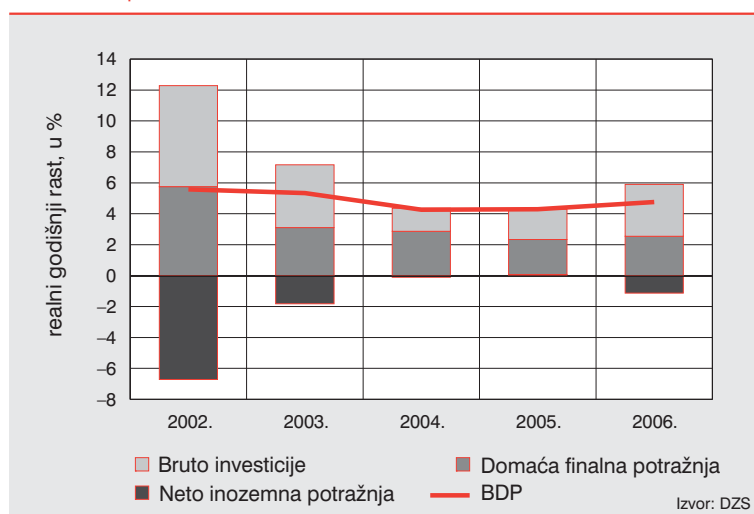
Makroekonomska kretanja u Hrvatskoj tijekom 2006. bila su uglavnom povoljna, što se vidi iz nastavka pozitivnih kretanja nekih osnovnih gospodarskih i financijskih pokazatelja, premda je istodobno zabilježeno i daljnje pogoršanje vanjske pozicije zemlje. Hrvatsko gospodarstvo realno je raslo po stopi većoj od stope u prethodnoj godini, a inflacija je, unatoč blagom povećanju sredinom godine, ostala umjerena. Zahvaljujući pozitivnim kretanjima i na prihodnoj i na rashodnoj strani državnog proračuna, smanjen je fiskalni manjak, a povoljna kretanja zabilježena su i na tržištu rada gdje je nezaposlenost smanjena, a broj zaposlenih povećan. Međutim, istodobno se nastavila povećavati i vanjska neravnoteža gospodarstva, koja se očitovala u snažnom rastu inozemnog duga i povećanju manjka na tekućem računu platne bilance, a takva je kretanja tijekom 2006. dodatno poticao ubrzani rast bankovnih plasmana, unatoč nastavku provođenja restriktivne monetarne politike. Naime, iako se inozemni dug opće države zbog njezina zaduživanja na domaćem tržištu smanjio, zbog nastavka snažnog zaduživanja banaka i sve većeg broja poduzeća koja se direktno zadužuju u inozemstvu tijekom 2006. godine došlo je do daljnjeg pogoršanja pokazatelja vanjske zaduženosti. To je potaknulo središnju banku na dodatno pooštavanje monetarne politike i donošenje novih mjera kojima je osnovni cilj smanjiti doprinos rasta kreditnih plasmana banaka vanjskoj neravnoteži, ali i trendu snažnog rasta cijena nekretnina, koji traje već tri godine. Uz rast cijena nekretnina, 2006. godina ostat će zapamćena i po iznimno snažnom rastu cijena vlasničkih vrijednosnih papira na hrvatskom tržištu. Uz kredite banaka, koji direktno i indirektno povećavaju likvidnost tržišnih sudionika, inflaciji cijena nekretnina i vrijednosnih papira u tom je razdoblju jako pridonio i razvoj institucionalnih ulagača i priljev rizičnoga kapitala iz inozemstva.

Unatoč rizicima koji proizlaze iz pogoršanja vanjske neravnoteže, očekivanja domaćih i međunarodnih institucija vezana uz rast hrvatskoga gospodarstva i dalje su pozitivna, pa se njihove prognoze stope rasta BDP-a za 2007. godinu kreću između 4,0% i 4,8%. Optimistična očekivanja djelomice su rezultat nastavka uspješnih pregovora Hrvatske o njezinu primanju u punopravno članstvo Europske unije.

Godišnja stopa rasta hrvatskoga gospodarstva u 2006. bila je najviša u posljednje tri godine te je prema tromjesečnom obračunu iznosila 4,8%. Međutim, valja istaknuti da je ona još manja od prosječne stope gospodarskog rasta u zemljama u srednjoj i istočnoj Europi, koja je prema podacima MMF-a u 2006. godini iznosila 6,0%. Glavni pokretač rasta hrvatskoga gospodarstva bile su investicije u fiksni kapital, koje su na godišnjoj razini narasle za 10,9%, ponajviše zahvaljujući snažnoj aktivnosti privatnog sektora, koja je bila posebno izražena u građevinarstvu. Rastu je pridonijela i osobna potrošnja, koja se u odnosu na 2005. povećala za 3,5%, a s obzirom na to da je rast plaća bio umjeren, na njezino su kretanje jako utjecali potrošački krediti. Državna se potrošnja u istom razdoblju povećala za 2,2%, a najveći dio toga rasta generiran je u drugom polugodištu 2006. Nakon što je u 2005. godini doprinos neto inozemne potražnje gospodarskom rastu bio pozitivan prvi put nakon 2000. godine, inozemna

je potražnja zbog bržeg rasta uvoza od izvoza u 2006. opet negativno utjecala na gospodarski rast.

Slika 1. Gospodarski rast

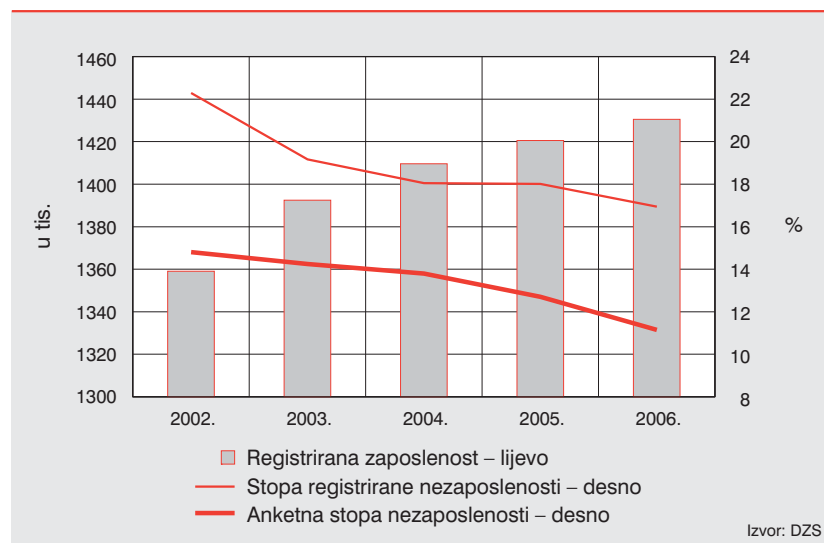


Do sada prikupljeni podaci upućuju na nastavak relativno snažnoga gospodarskog rasta i u 2007. godini, tijekom koje se očekuje nastavak rasta osobne potrošnje zbog povećanja mase plaća i transfera stanovništvu, kao i daljnji rast investicija te veća državna potrošnja u predizbornoj godini. Pokazatelji s početka 2007. upućuju na rast prihoda od turizma, a očekuju se i pozitivni učinci nastavka procesa pregovora o pristupanju Hrvatske Europskoj uniji.

Brži gospodarski rast počeo je pozitivno utjecati i na kretanja na tržištu rada što se očituje u smanjenju prosječne stope registrirane nezaposlenosti s 18,0% u 2005. na 16,9% u 2006. – njezinu najnižu razinu još od 1997. godine. Registrirana zaposlenost u istom se razdoblju povećala, te je u 2006. u prosjeku bilo 1,47 mil. zaposlenih osoba, odnosno 3,3% više nego prethodne godine. Takvim je kretanjima pridonio rast prosječne zaposlenosti u pravnim osobama, koja je u 2006. bila za 4,2% veća nego u 2005., čemu je najviše pridonio rast broja zaposlenih u područjima NKD-a trgovina na veliko i na malo, poslovanje nekretninama, iznajmljivanje i poslovne usluge te građevinarstvo. Prosječna zaposlenost u segmentu obrta i slobodnih zanimanja istodobno se povećala za 1,7%, dok se prosječan broj samostalnih poljoprivrednika nastavio smanjivati, pa je u 2006. bio za 8,5% manji nego u prethodnoj godini. U 2006. godini zabilježeno je i povećanje prosječnih realnih neto i bruto plaća koje su u odnosu na 2005. bile veće za 1,8% odnosno 2,7%. Pokazatelji kretanja na tržištu rada prema anketnim podacima također su se poboljšali, što potvrđuje podatak da je anketna stopa nezaposlenosti u 2006. godini pala na 11,2%, najnižu razinu od 1998. godine.

Unatoč dobrim pokazateljima gospodarskog rasta problem vanjske neravnoteže hrvatskoga gospodarstva sve je izraženiji. Tome je u 2006. godini najviše pridonio negativni saldo u vanjskotrgovinskoj robnoj razmjeni, koji se u odnosu na prethodnu godinu povećao za 11,2%, te je iznosio 8,4 mlrd. EUR. Premda je u međunarodnoj razmjeni usluga zabilježen nastavak pozitivnih kretanja, ona nisu znatnije uspjela ublažiti rast

Slika 2. Zaposleni i nezaposlenost, godišnji prosjek



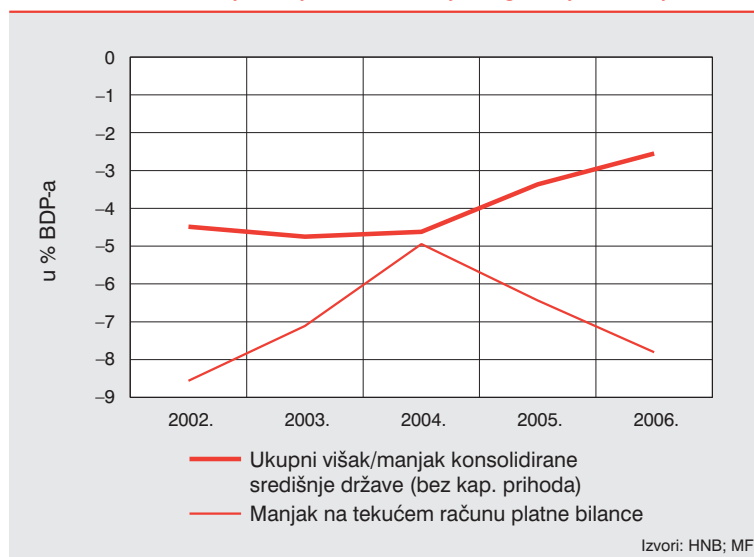
godišnjeg manjka na tekućem računu platne bilance, koji se do kraja 2006. popeo na visokih 7,8% BDP-a što je povećanje od 1,4 postotna boda u odnosu na prethodnu godinu, a posljedica je (u apsolutnom iznosu) znatno većega robnog uvoza od robnog izvoza, premda je robni izvoz tijekom 2006. rastao po višoj stopi. Pokazatelji s početka 2007. upućuju na nastavak negativnih kretanja iz prethodnih godina, što je posebno izraženo kod pokazatelja o pokrivenosti uvoza izvozom.

Nasuprot negativnim kretanjima u platnoj bilanci, zbog povoljnih kretanja i na prihodnoj i na rashodnoj strani državnog proračuna fiskalni je manjak u 2006. smanjen za gotovo 2 mlrd. kuna u odnosu na 2005. Time je ostvaren planirani manjak konsolidirane opće države iskazan na modificiranome obračunskom načelu za 2006. od 3,0% BDP-a što je za 1,1 postotni bod manje nego u 2005. godini, a za 1,9 postotnih bodova manje nego u 2004. godini. Manjak konsolidirane središnje države na gotovinskom načelu također se smanjio, te je za 2006. iznosio 2,6% BDP-a i bio je za 0,8 postotnih bodova manji nego manjak u 2005. Međutim, valja spomenuti da u proračunske troškove za 2006. nisu bile uključene isplate duga umirovljenicima¹, kojima

1 Zakonom o provođenju Odluke Ustavnog suda Republike Hrvatske od 12. svibnja 1998. uređena je provedba Odluke Ustavnog suda Republike Hrvatske od 12. svibnja 1998. radi obeštećenja korisnika mirovina koje je nastupilo zbog djelomičnog usklađivanja mirovina za razdoblje od 1. rujna 1993. do 31. prosinca 1998. Prema tom Zakonu pravo na obeštećenje imaju korisnici starosnih, prijevremenih starosnih, invalidskih i obiteljskih mirovina ostvarenih prema odredbama Zakona o osnovnim pravima iz mirovinskoga i invalidskog osiguranja i Zakona o mirovinskom i invalidskom osiguranju. Obeštećenje nasljednika prvoga nasljednog reda i nasljednika obiteljskih mirovina započelo je u 2006. kad su se oni morali odlučiti za jedan od dva ponuđena načina vraćanja duga: povrat pola svote duga tijekom dvije godine ili vraćanje duga u cijelosti tijekom osam godina, uz dvije godine počeka. Prva odnosno druga rata onima koji su se odlučili za isplatu po ubrzanom postupku isplaćena je u lipnju odnosno prosincu 2006., dok će druge dvije rate biti isplaćene do kraja 2007., a svaka iznosi 1,2 mlrd. kuna. Dug umirovljenicima koji su se odlučili za isplatu duga u cijelosti isplatit će se u 6 rata od po ukupno 703,3 mil. kuna u razdoblju od prosinca 2007. do istog mjeseca 2012. godine. U 2007. će započeti i obeštećivanje korisnika najviših (limitiranih) mirovina te korisnika obiteljskih mirovina ostvarenih u razdoblju od 1. siječnja 1999. do 4. kolovoza 2004., priznatih nakon smrti korisnika koji je svoju starosnu ili invalidsku mirovinu ostvario do 31. prosinca 1998., u skladu sa Zakonom o izmjenama i dopunama Zakona o provođenju Odluke Ustavnog suda Republike Hrvatske od 12. svibnja 1998. Korisnici će se u prvom polugodištu 2007. moći odlučiti za kraći ili duži rok isplate. Oni koji odaberu kraći rok isplate svoje obeštećenje primit će u četiri obroka od po ukupno 151,9 mil. kuna, i to svakoga drugoga i četvrtog tromjesečja tijekom 2007. i 2008., a oni koji odaberu duži rok isplate obeštećenje će primiti u šest obroka, za čije će isplate biti potrebno po 77,2 mil. kuna u svakom četvrtom tromjesečju u razdoblju od 2008. do 2013.

je u lipnju odnosno prosincu 2006. isplaćena prva odnosno druga rata toga duga. Posljednje dvije rate duga umirovljenicima koji su se odlučili za isplatu po ubrzanom postupku u roku od dvije godine, bit će isplaćene u 2007., ali ni one neće biti uključene u proračunske troškove. Valja istaknuti da to nisu jedini izdaci za umirovljenike jer država treba isplatiti i dug za obiteljske i povlaštene mirovine, a u doglednoj budućnosti izvjesni su i dodatni troškovi obeštećenja tzv. novih umirovljenika². Ciljani manjak konsolidirane opće države za 2007. godinu iznosi 2,8%, a u prilog njegovu ostvarenju idu podaci s početka godine prema kojima su prihodi proračuna znatno veći od planiranih. U 2007. godini očekuje se i nastavak strukturnih i institucionalnih reformi usmjerenih na poboljšanje poslovnoga i investicijskog okružja, te nastavak reformi pravosuđa, javne uprave i zdravstva, a te bi reforme sve zajedno trebale srednjoročno i dugoročno dodatno olakšati ostvarenje fiskalne prilagodbe.

Slika 3. Državne financije i vanjska ravnoteža, jednogodišnje razdoblje



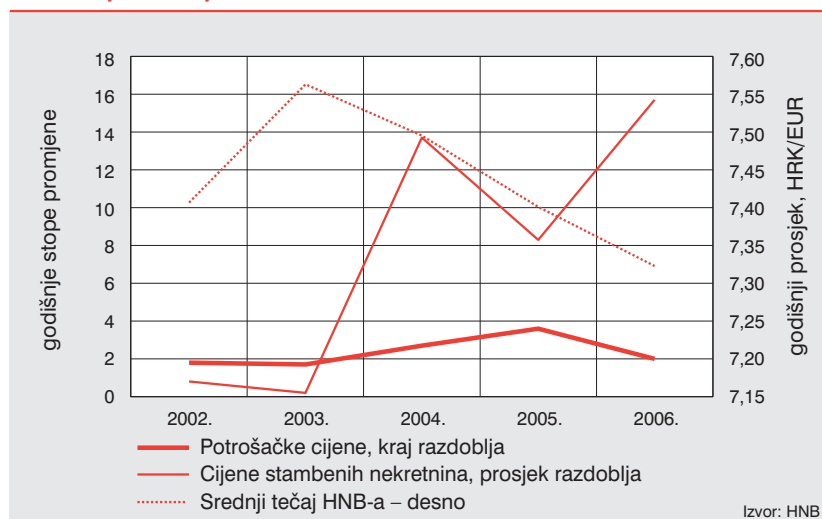
Opisana kretanja u realnom, državnom i vanjskom sektoru pratila je i nadalje vrlo stabilna i relativno niska inflacija. Nakon što su sredinom godine, kad je godišnja stopa promjene indeksa potrošačkih cijena dosegla svoj šestogodišnji maksimum od 4,0%, zabilježeni nešto snažniji inflatorni pritisci, najviše potaknuti rastom cijena sirove nafte na svjetskom tržištu, oni su krajem godine oslabjeli, pa je prosječna godišnja stopa promjene indeksa potrošačkih cijena u 2006. godini iznosila 3,2% i bila je za 0,1 postotni bod manja nego u 2005. Godišnja stopa promjene indeksa potrošačkih cijena iznosila je u prosincu 2006. 2,0% i bila je za 1,6 postotnih bodova manja u odnosu na stopu u istom mjesecu prethodne godine, iako je tijekom 2006. godine uglavnom bila viša od prosječne godišnje stope inflacije ostvarene u eurozoni, koja se kretala između 1,6% i 2,5%.

2 Poseban je problem, čije je rješenje također najavljeno za 2007. godinu, izjednačavanje tzv. starih i novih umirovljenika. Naime, mirovine osoba umirovljenih poslije 1. siječnja 1999. više se ne računaju na osnovi deset godina rada s najboljom prosječnom plaćom, već na osnovi cijeloga radnog staža, što je dovelo do njihova neravnopravnog položaja u odnosu na osobe umirovljene prije toga datuma.

Osim rasta cijena sirove nafte na svjetskom tržištu, koji je utjecao i na rast uvoznih i na rast domaćih cijena, na povećanje potrošačkih cijena u prvom dijelu 2006. ponajviše su utjecala nepovoljna kretanja cijena prehrambenih i poljoprivrednih proizvoda te porast administrativno reguliranih cijena. Međutim, inflatorni su pritisci oslabjeli u drugom dijelu godine, pa je prosječna stopa inflacije u 2006. ipak bila niža od one u prethodnoj godini. Na ublažavanje inflatornih pritisaka utjecali su i umjereni nominalni rast neto plaća i nominalno jačanje domaće valute prema euru i američkom dolaru. Prosječna godišnja stopa temeljne inflacije, iz čijeg su izračuna isključene administrativno regulirane cijene i sezonski promjenljive cijene poljoprivrednih proizvoda, smanjila se s 3,1% u 2005. na 2,5% u 2006. godini, ponajviše zbog smanjenog doprinosa cijena mesa i mesnih prerađevina.

Međutim, unatoč relativno niskoj inflaciji potrošačkih cijena, 2006. godinu obilježio je rast onih cijena koje ne ulaze u izračun indeksa potrošačkih cijena, pa je tijekom godine zabilježen nastavak snažnog rasta cijena stambenih nekretnina, a rast cijena gotovo svih vlasničkih vrijednosnih papira bio je još intenzivniji. Tako je hedonistički indeks cijena nekretnina (HICN)³, koji osim cijene četvornog metra stambene površine u obzir uzima i kvalitativne značajke nekretnine, u 2006. godini nastavio snažno rasti što je započelo još 2004. godine, te je njegova godišnja stopa promjene iznosila 15,7%. Istodobno je indeks Zagrebačke burze, CROBEX, u 2006. jako porastao, za 60,7%, što ga je svrstalo među dioničke indekse čiji je rast bio najbrži u svijetu u tom razdoblju. Takva kretanja potvrđuju da je, unatoč restriktivnoj monetarnoj politici, tijekom 2006. likvidnost sudionika na strani potražnje na dioničkom tržištu i na tržištu nekretnina bila vrlo visoka.

Slika 4. Cijene i tečaj



Održavanju stabilnosti potrošačkih cijena u 2006. pomoglo je i očuvanje stabilnog tečaja kune prema euru. Zbog stalnih aprecijacijskih pritisaka koji su obilježili gotovo cijelu godinu zabilježeno je nominalno jačanje prosječnoga nominalnog tečaja kune

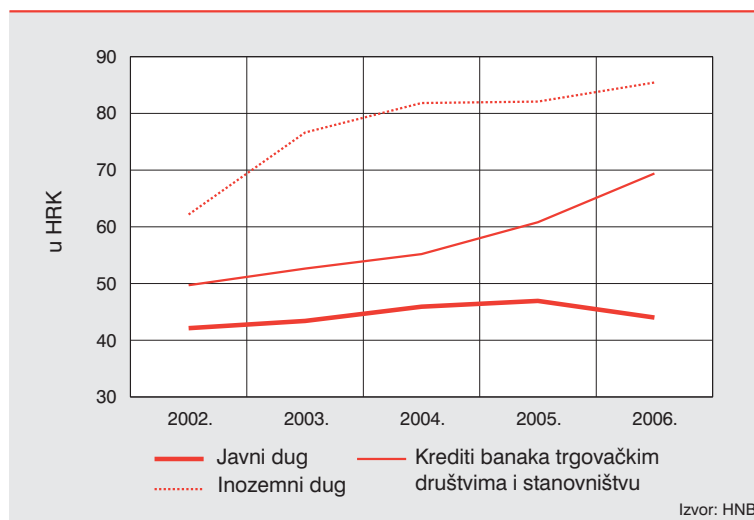
3 Izračun HNB-a na osnovi podataka Burze nekretnina.

prema euru od 1,0%, dok je indeks realnoga efektivnog tečaja kune aprecirao za 1,9%. Potaknut priljevom deviza od prodaje Plive d.d. i od neuobičajeno velikih dokapitalizacija banaka koje posluju u Hrvatskoj od njihovih inozemnih vlasnika, nastavkom rasta inozemnog duga, brojnim kunskim izdanjima korporacijskih vrijednosnih papira, te brojnim drugim čimbenicima, prosječni godišnji tečaj kune prema euru ojačao je sa 7,40 HRK/EUR u 2005. na 7,32 HRK/EUR u 2006. Iako se tijekom 2006. prosječni godišnji tečaj kune prema euru uglavnom nalazio izvan uobičajenog raspona od 7,4 do 7,6 kuna za euro, u kojem se kretao tijekom prethodnih sedam godina, može se ocijeniti da je on i nadalje stabilan. Prema prognozama domaćih i međunarodnih institucija, prosječni godišnji tečaj kune prema euru u 2007. godini trebao bi se kretati između 7,27 HRK/EUR i 7,40 HRK/EUR.

Značajan doprinos spomenutim gospodarskim kretanjima u 2006. dala je i vrlo snažna kreditna aktivnost poslovnih banaka. Nju je, s jedne strane, generirala i dalje visoka potražnja za kreditima sektora stanovništvo, kao i sve veća potražnja za kreditima sektora trgovačka društva, a s druge strane snažan rast kreditne ponude nekih banaka, koje u borbi za tržišnim udjelima pristaju i na manju profitabilnost kao posljedicu restriktivnog djelovanja monetarnih mjera na brzorastuće banke. Krediti banaka trgovačkim društvima i stanovništvu porasli su do kraja 2006. na 69,4% BDP-a što je za 8,6 postotnih bodova više nego na kraju 2005. Iako krediti stanovništvu i nadalje prevladavaju u strukturi bankovnih kredita, valja spomenuti da je u 2006. godini prvi put zabilježen brži rast kredita odobrenih trgovačkim društvima od rasta kredita odobrenih stanovništvu, pa je godišnja stopa rasta prvih na kraju 2006. iznosila 26,1%, dok je stopa rasta potonjih kredita iznosila 21,8%.

Takav kreditni rast banke su djelomično financirale iz povećanja kunskih i deviznih depozita, koji su do kraja prosinca 2006. porasli za 15,6%. Pri tome su se kunski depoziti jako povećali (na 45,7 mlrd. kuna), i to za 57,1%, pa su na kraju 2006. u ukupnim depozitima sudjelovali s 34,4% što je povećanje za 9,3 postotna boda u odnosu na kraj 2005. Devizni depoziti u istom su razdoblju porasli tek za 1,7% i iznosili su 88,3 mlrd. kuna. Relativno snažan rast pokazatelj je uspjeha strategije poslovnih banaka da na strani pasive prikupe što više domaćih izvora za financiranje kreditnih plasmana s obzirom na to su inozemni izvori financiranja sve skuplji zbog rasta ključnih kamatnih stopa na razvijenim tržištima, kao i zbog monetarnih mjera kojima HNB nastoji usporiti rast inozemnog duga. Međutim, ni relativno brzi rast domaćih izvora sredstava nije uspio ublažiti rast inozemne pasive banaka, koja je na kraju 2006. bila za 13,4% odnosno za gotovo 9,0 mlrd. kuna veća nego na kraju 2005. Najveći dio toga povećanja odnosio se na rast kunske inozemne pasive, koja se povećala za 5,9 mlrd. kuna. HNB je i u 2006. godini nastavio provoditi mjere monetarne politike s ciljem zaustavljanja rasta inozemnog zaduživanja, a one su dodatno pooštrene početkom 2007. godine kad je donesena odluka o ograničenju godišnje stope rasta plasmana banaka na 12%, prema kojoj će banke za rast veći od dopuštenog biti obvezne upisati blagajničke zapise HNB-a uz vrlo nisku stopu remuneracije.

Slika 5. Glavni financijski pokazatelji, kao % BDP-a



3. Međunarodno okružje

Prema podacima Međunarodnoga monetarnog fonda u 2006. godini zabilježen je realni svjetski gospodarski rast od 5,4%, dok su predviđanja za 2007. nešto niža te se očekuje stopa realnog rasta od 4,9%. Iako se radi o relativno visokoj stopi gospodarskog rasta, ona bi vjerojatno bila i viša da cijene energenata i sirovina tijekom 2006. godine nisu dosegnule do tada najviše zabilježene razine. Osim snažnoga gospodarskog rasta, 2006. godinu obilježila je i iznimno visoka likvidnost na svjetskim financijskim tržištima, koja je uvelike pridonijela globalno povoljnim uvjetima financiranja. Uočena je i sve veća spremnost ulagača na preuzimanje rizika, pa se nastavio trend smanjenja razlike između prinosa na državne obveznice visokorazvijenih zemalja i prinosa na obveznice zemalja s nižim kreditnim rejtinzima. S tim u vezi, najveću neizvjesnost u smislu nastavka pozitivnih realnih kretanja i nadalje nosi izražena globalna financijska neravnoteža gdje se, s jedne strane, nalazi golemi deficit američke platne bilance, dok se, s druge strane, pojavljuju platnobilančni viškovi azijskih zemalja i zemalja izvoznica nafte.

Premda su gospodarstva razvijenih zemalja u 2006. rasla relativno brzo, najveći doprinos snažnom rastu svjetskoga gospodarstva imala su tržišta u nastajanju i zemlje u razvoju, koje su nastavile bilježiti natprosječne stope rasta. Premda se njegova gospodarska aktivnost u drugom dijelu 2006. godine počela usporavati, gospodarstvo Sjedinjenih Američkih Država raslo je brže nego u 2005., dok je gospodarski rast država članica europske Ekonomske i monetarne unije predvođenih Njemačkom bio najbrži u posljednjih šest godina. Zbog pojačanih inflatornih pritiska nastavilo se pooštavanje monetarne politike u tim zemljama, a slična situacija zabilježena je i u Japanu, čije se gospodarstvo tijekom 2006. počelo oporavljati. Premda je gospodarski rast država članica EMU bio znatno viši nego prethodnih godina, on se i nadalje ne može mjeriti s godišnjim gospodarskim rastom zemalja Srednje i Istočne Europe, čija

su gospodarstva u prosjeku realno u 2006. rasla po stopi od 6%. Gospodarstva tih zemalja i u 2006. godini obilježile su visoka domaća potražnja, snažan priljev inozemnih ulaganja te visoke stope rasta bankovnih plasmana, posebno domaćim privatnim sektorima. Gospodarski rast azijskih zemalja predvodila je Kina, čija se godišnja stopa realnog rasta gospodarstva i u 2006. godini zadržala iznad 10%, a snažno je raslo i indijsko gospodarstvo, čija je procijenjena stopa realnog rasta za 2006. godinu bila viša od 9%, dok je ona u Ruskoj Federaciji bila viša od 6%. Snažan rast tih gospodarstava pozitivno je utjecao na gospodarstva zemalja koje ih okružuju, ali se negativno odrazio na cijene energenata i sirovina na svjetskom tržištu zbog porasta potražnje koju je potaknuo snažan rast industrijske proizvodnje u tim zemljama.

Tablica 1. Realni gospodarski rast u odabranim zemljama, godišnji rast u postocima

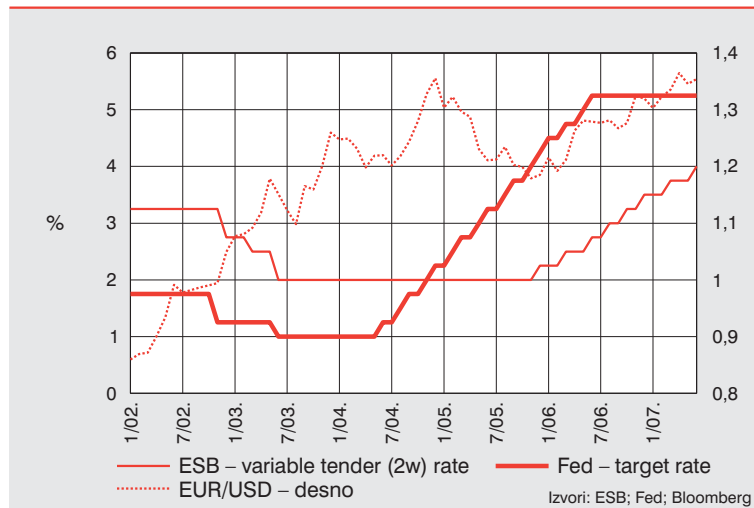
	2003.	2004.	2005.	2006.	2007. ^a	2008. ^a
Kina	10,0	10,1	10,4	10,7	10,0	9,5
Ruska Federacija	7,3	7,2	6,4	6,7	6,4	5,9
Srednja i Istočna Europa	4,8	6,6	5,5	6,0	5,5	5,3
SAD	2,5	3,9	3,2	3,3	2,2	2,8
Japan	1,4	2,7	1,9	2,2	2,3	1,9
EU	1,5	2,6	1,9	3,2	2,8	2,7
EMU	0,8	2,0	1,4	2,6	2,3	2,3

^a Prognoza; Izvor: MMF, *World Economic Outlook Database*, travanj 2007.

Izuzetno dobri gospodarski pokazatelji koji su početkom 2006. nagovijestili oporavak gospodarstava država članica EMU, obilježili su i ostatak godine, što je rezultiralo najvišom godišnjom stopom gospodarskog rasta zemalja eurozone u posljednjih šest godina od 2,6%. Pozitivna su kretanja istodobno zabilježena i na tržištu rada gdje se stopa nezaposlenosti spustila na najnižu razinu u posljednjih petnaest godina, te je u prosincu 2006. iznosila 7,5%, a pokazatelji poslovnog povjerenja i povjerenja potrošača također su upućivali na rast optimizma tijekom 2006. Zbog porasta inflatornih pritisaka, koji su potaknuti rastom cijena energenata posebno obilježili prvi dio 2006., Europska središnja banka nastavila je postupno pooštravati monetarnu politiku i u toj godini. Tako je ESB tijekom 2006. pet puta povećavao svoju ključnu kamatnu stopu za 25 baznih bodova – u ožujku, lipnju, kolovozu, listopadu i prosincu, te je ona na kraju godine iznosila 3,50%. Na osnovi procjena da su rizici od porasta inflacije, zbog mogućeg nastavka rasta cijena nafte i njegova utjecaja na ostale potrošačke cijene, još prisutni, pooštavanje monetarne politike nastavilo se i u 2007. te je ključna kamatna stopa, nakon povećanja u ožujku i lipnju dosegla 4,00%. Prema predviđanjima svjetskih analitičara očekuje se da će u trećem tromjesečju 2007. slijediti još jedno povećanje ključne kamatne stope od 25 baznih bodova, poslije čega bi se ona do kraja godine trebala zadržati na razini od 4,25%. Prosječna godišnja stopa inflacije u zemljama eurozone u 2006. godini iznosila je 2,2%, a kretala se u rasponu od 1,6% do 2,5%, s primjetnom tendencijom smanjenja krajem godine kao posljedicom pada cijena sirove nafte na svjetskom tržištu. Ciljana stopa inflacije i u 2007. je nešto niža od 2,0%, a njezino će ostvarenje, osim o kretanju cijena sirove nafte, ovisiti i o mogućem rastu plaća u zemljama eurozone potaknutom snažnim gospodarskim rastom u posljednjih nekoliko tromjesečja. Isto tako, na inflaciju bi djelomično moglo utjecati i

povećanje stope poreza na dodanu vrijednost u Njemačkoj sa 16% na 19% u siječnju 2007. U idućem se razdoblju u zemljama eurozone očekuje neznatno usporavanje gospodarskog rasta zbog zakašnjelog učinka podizanja kamatnih stopa koje je provela središnja banka, ali bi on i nadalje trebao rasti po stopi višoj od dugoročnog potencijala. Eventualni nastavak jačanja vrijednosti eura prema američkom dolaru, zbog negativnih posljedica koje bi takva kretanja imala na izvoz iz zemalja članica eurozone, nosi rizik za ostvarenje predviđenoga gospodarskog rasta.

Slika 6. Ključne europske i američke kamatne stope i kretanje tečaja EUR/USD

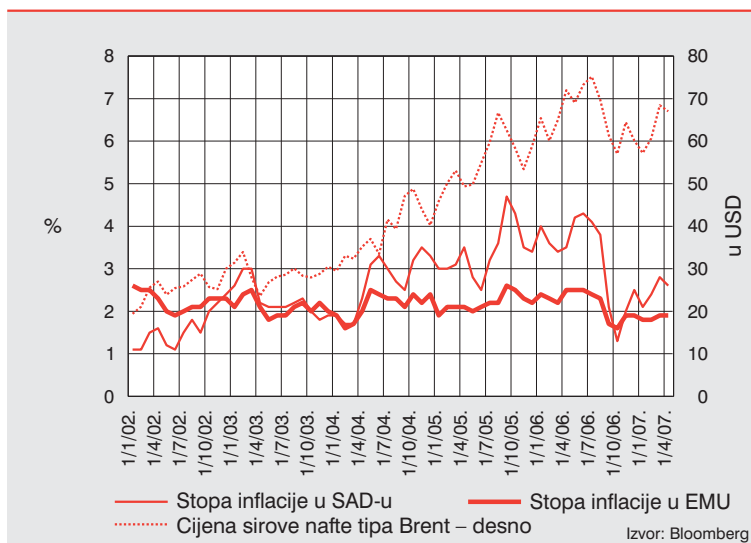


Kretanje tečaja eura prema američkom dolaru u 2006. godini prije svega je bilo povezano s predviđanjima o kretanju ključnih kamatnih stopa Feda i ESB-a. Naime, aprecijacija eura u odnosu na američki dolar, koja je u 2006. bila veća od 10%, te općenito veće povjerenje ulagača u europsku valutu direktna je posljedica očekivanja da je Fed svojim sedamnaestim uzastopnim povećanjem ključne kamatne stope na 5,25% u lipnju 2006. dosegnuo neutralnu kamatnu stopu i da je smanjena vjerojatnost njezina daljnjeg povećanja, dok su pokazatelji iz eurozone upućivali na nastavak započetog pooštavanja monetarne politike ESB-a i u drugom dijelu 2006. godine. Osim toga, jačanje eura podržali su i podaci o nastavku snažnoga gospodarskog rasta eurozone, dok je američko gospodarstvo već u drugom tromjesečju počelo pokazivati znakove usporavanja. Smanjenju vrijednosti dolara pridonio je i veliki manjak na tekućem računu američke platne bilance te korekcija na američkom tržištu nekretnina započeta u drugom dijelu 2006., koju su pratili problemi u sektoru hipotekarnih kredita zbog poteškoća s njihovom otplatom zbog rasta kamatnih stopa, koje su u vrijeme sklapanja kreditnih poslova bile znatno niže. Krivulja prinosa na američke obveznice na kraju 2006. godine bila je inverzna, iz čega se može naslutiti da tržište nije očekivalo povećanje ključne kamatne stope u 2007. što su potvrdile i najave čelnika Feda početkom godine, pa se stoga može očekivati nastavak slabljenja vrijednosti dolara u odnosu na euro.

Najznačajniji rizik za nastavak snažnog rasta svjetskoga gospodarstva i nadalje su cijene sirove nafte na svjetskom tržištu. Nakon što su se početkom 2006. godine cijene

ne nafte uglavnom kretale u rasponu između 60 i 70 američkih dolara po barelu, one su u drugom tromjesečju 2006. zbog iranskih nuklearnih aktivnosti nastavile rasti te su probile psihološku granicu od 70 američkih dolara po barelu. Zbog rata u Libanonu i tehničkih poteškoća na jednom od naftovoda u SAD-u, cijene nafte zadržale su se na tim razinama sve do kolovoza 2006. kad su se smanjile zbog smirivanja geopolitičkih napetosti u zemljama proizvođačima. Na smanjenje cijena nafte utjecao je i pad potražnje za naftom pri tako visokim cijenama. Zbog povoljnih klimatskih uvjeta cijene nafte su početkom 2007. čak pale ispod 60 američkih dolara po barelu. Međutim, zbog najave OPEC-a iz prosinca 2006. da će od veljače 2007. smanjiti dnevnu proizvodnju za pola milijuna barela, cijene su se vrlo brzo vratile na razinu višu od 60 američkih dolara po barelu. Što se tiče ponude, cijene nafte u idućem će razdoblju ovisiti o ograničenjima proizvodnih kapaciteta i neočekivanim poremećajima, kao i o političkoj stabilnosti zemalja proizvođača, što se posebno odnosi na Irak, Iran, Venezuelu i Nigeriju. Potražnja za naftom ovisit će ponajviše o dinamici rasta svjetskoga gospodarstva. Dugoročno zabrinjava činjenica da je povećana proizvodnja uglavnom rezultat sve naprednije tehnologije koja se koristi na postojećim naftnim poljima, dok je novih nalazišta nafte sve manje.

Slika 7. Kretanje cijene sirove nafte i godišnjih stopa inflacije u EMU i SAD-u



Drugi mogući rizik za ostvarenje predviđenih stopa gospodarskog rasta u svijetu jest daljnje pooštavanje monetarnih politika na razvijenim tržištima, a posebno u eurozoni. Globalna financijska neravnoteža još je veliki rizik za svjetsko gospodarstvo, s obzirom na to da ne postoje naznake da će se razlike između manjka američke platne bilance i sve većih platnobilančnih viškova azijskih zemalja i zemalja izvoznica nafte u idućem razdoblju znatnije ublažiti. Opasnost koja prijete gospodarstvima s tržištima koja se ubrzano razvijaju povezana je s velikim platnobilančnim manjkovima, te sa snažnim rastom bankovnih plasmana u većini tih zemalja, pa se od njih očekuje provođenje odgovarajućih mjera monetarne i fiskalne politike radi smanjenja sve većih vanjskih neravnoteža, koje bi se dugoročno mogle negativno odraziti na njihovu makroekonomsku stabilnost.

Tablica 2. Prognoze glavnih globalnih ekonomskih pokazatelja

Predviđanje MMF-a za 2007.	BDP, realna godišnja stopa rasta	Inflacija, godišnja stopa	Račun opće države, u % BDP-a	Tekući račun platne bilance, u % BDP-a
Svijet	4,9	3,5		
Najveće razvijene zemlje	2,2	1,7	-2,4	-2,3
EU	2,8	2,2	-1,4	-0,9
EMU	2,3	2,0	-1,2	-0,3
Tržišta u nastajanju	7,5	5,4		3,3
Srednja i Istočna Europa	5,5	4,8		-6,5

Izvor: MMF, *World Economic Outlook Database*, travanj 2007.

Očekuje se da će od opisanih globalnih kretanja na Hrvatsku najznačajnije utjecati snažan gospodarski rast zemalja eurozone, na čelu s Njemačkom jer je riječ o najznačajnijim hrvatskim vanjskotrgovinskim partnerima. Stoga se predviđa da bi se on mogao pozitivno odraziti na domaći izvoz zbog veće potražnje iz tih zemalja, kao i na povećanje prihoda od usluga, a posebno od turizma. Ono što bi negativno moglo utjecati na hrvatsko gospodarstvo u 2007. su lošiji uvjeti financiranja iz inozemstva zbog rasta ključne kamatne stope u eurozoni, a ako dođe do znatnijeg rasta cijena nafte na svjetskom tržištu pojačat će se i inflatorni pritisci zbog rasta cijena uvoznih, ali i domaćih dobara.

4. Inozemni dug

Inozemni dug Republike Hrvatske na kraju prosinca 2006. godine iznosio je 29,1 mlrd. EUR što je za 3,4 mlrd. EUR ili 13,21% više nego na kraju 2005. godine. Udio inozemnog duga u BDP-u tijekom 2006. godine porastao je za 2,8 postotnih bodova, te je na kraju prosinca 2006. iznosio 85,2%. Udio inozemnog duga u BND-u⁴ tijekom 2006. godine porastao je za 3,1 postotni bod, te je na kraju godine iznosio 88,1% što prema kriterijima Svjetske banke Hrvatsku svrstava među visoko zadužene zemlje⁵. Međutim, udio inozemnog duga u vrijednosti izvoza robe i usluga, koji je na kraju prosinca 2006. godine iznosio 171,8%, znatno je ispod razine od 220% koja bi prema istim kriterijima upućivala na moguću pojavu nelikvidnosti u inozemnim plaćanjima. Ipak, taj pokazatelj neprekidno raste još od 2001. godine kad je iznosio 126%, premda je njegov rast u 2006. godini osjetno usporen. To usporevanje te relativno povoljan pokazatelj udjela inozemnog duga u izvozu robe i usluga Hrvatska može zahvaliti prije svega visokim prihodima od pruženih usluga u turizmu, za koje se očekuje da će nastaviti rasti i u sljedećem srednjoročnom razdoblju. Dakle, u uvjetima u kojima se manjak u robnoj razmjeni iz godine u godinu produbljuje, sustavni rizik za međunarodnu likvidnost RH jest činjenica da su, od svih deviznih prihoda, prihodi od turizma najosjetljiviji na negativne vanjske čimbenike.

4 Bruto nacionalni dohodak (BND) izvodi se kao zbroj bruto domaćeg proizvoda i salda na računu faktorskih dohodaka platne bilance.

5 Prema klasifikaciji Svjetske banke visokozadužene zemlje karakterizira visina inozemnog duga veća od 80% bruto nacionalnog dohotka i/ili veća od 220% prihoda od izvoza robe i usluga.

Tablica 3. Odabrani pokazatelji inozemne zaduženosti i vanjske likvidnosti RH

Pokazatelji stanja zaduženosti	31.12.2002.	31.12.2003.	31.12.2004.	31.12.2005.	31.12.2006.
Inozemni dug kao % BDP-a	61,9	75,8	80,0	82,4	85,2
Inozemni dug kao % BND-a	63,4	79,0	81,9	85,0	88,1
Inozemni dug kao % izvoza robe i usluga	136,1	151,4	161,0	168,6	171,8
Bruto međunarodne pričuve kao % inozemnog duga	37,3	33,0	28,1	28,9	29,9
Bruto međunarodne pričuve u mjeseci- ma pokrivenosti uvoza robe i usluga	4,9	5,2	4,8	5,1	5,3
Pokazatelji tijeka zaduženosti					
Otplate glavnice i kamata kao % izvoza robe i usluga ^a	28,5	21,0	22,0	24,4	35,0
Plaćanja kamata kao % izvoza robe i usluga ^a	5,7	4,6	4,5	4,6	4,9

^a Otplate glavnice i kamata uključuju otplatu glavnice dugoročnog duga, bez otpplate glavnice s osnove trgovinskih kredita i izravnih ulaganja te ukupnu otplatu kamata, bez otpplate kamata s osnove izravnih ulaganja.
Izvor: HNB

Teret otpplate inozemnog duga mjeren omjerom otplate inozemnog duga i izvoza robe i usluga, koji od 2003. godine pokazuje tendenciju rasta, i u 2006. je godini jako porastao, te je na kraju prosinca iznosio 35,0%, što znači da Hrvatska znatan dio svojih ukupnih prihoda od izvoza robe i usluga odvaja za otplate glavnice i kamata na inozemni dug. Taj je porast uzrokovan prije svega povećanom otplatom glavnice dugoročnih kredita koje vraćaju domaće banke. Primjerice, u 2005. godini banke su otplatile 0,85 mlrd. EUR glavnice (28,1% ukupne otplate glavnice), dok su u 2006. otplatile 2,27 mlrd. EUR (44,4% ukupne otplate glavnice). Prihvatljivom gornjom granicom toga pokazatelja smatra se 30%, što znači da se prema vrijednosti toga pokazatelja Hrvatska pridružila skupini zemalja koje se smatraju visoko opterećenima otplatama inozemnog duga.

Jednako kao i u prethodnoj godini, među svim domaćim sektorima, najveći je u 2006. godini bio porast inozemnog duga, i u apsolutnom i u relativnom iznosu, zabilježen kod ostalih domaćih sektora⁶, koji je porastao za 2,2 mlrd. EUR (29,8%). Od ostalih domaćih sektora u apsolutnom se smislu najviše povećao inozemni dug nefinancijskih poduzeća (uključujući javna, mješovita i ostala poduzeća), odnosno nastavio se trend snažnoga izravnog zaduživanja domaćih nefinancijskih poduzeća u inozemstvu započet tijekom 2005. godine. Naime, poduzeća su se pojačano zaduživala u inozemstvu izravno ili uz pomoć i posredovanje domaćih poslovnih banaka koje su svoje klijente (uglavnom pravne osobe) upućivale na direktno zaduživanje kod svojih banaka majki u inozemstvu. U relativnom smislu, među ostalim domaćim sektorima najviše se povećao inozemni dug nebankarskih financijskih institucija, koji se tijekom 2006. godine povećao za više od 60%. Znatan dio toga prirasta odnosi se na društva za lizing, a to ponovno intenziviranje njihova inozemnog zaduživanja može se povezati s jačanjem uvoza cestovnih vozila.

Iako je apsolutni prirast inozemnog duga banaka u 2006. godini i nadalje bio značajan,

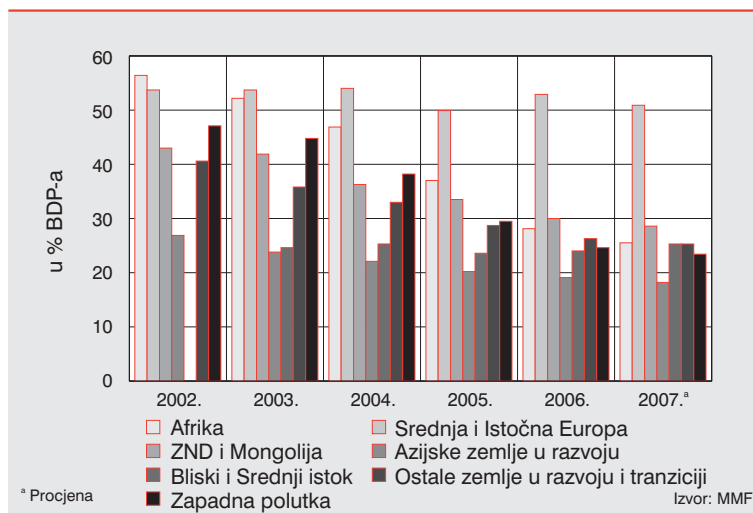
6 U ostale domaće sektore ulaze: ostale bankarske institucije, nebankarske financijske institucije, javna poduzeća, mješovita poduzeća, ostala trgovačka društva, neprofitne organizacije, obrtnici i trgovci te domaćinstva.

njegova godišnja stopa rasta se, pod utjecajem mjera koje je HNB provodio tijekom 2006., smanjila u odnosu na 2005. godinu za 2,3 postotna boda i iznosila je 13,9%.

Država je u 2006. godini, u skladu s ciljem fiskalne politike da se što je više moguće oslanja na domaće izvore financiranja, smanjila svoj dug prema inozemnim vjerovnicima za 0,4 mlrd. EUR. Najveći dio obveza sektora država smanjio se s osnove obveznica jer su na naplatu dospjele samurajska obveznica izdana 2001. (25 mlrd. JPY) i euroobveznica izdana 1999. godine (300 mil. EUR) te dvije redovite polugodišnje otplate duga Londonskom klubu (81 mil. USD). Međutim, izvjesno je da financiranje države sredstvima s domaćeg tržišta kapitala posredno rezultira rastom inozemnih obveza drugih domaćih sektora, osobito banaka, kod kojih se država u posljednje dvije godine zadužuje mnogo više nego prethodnih godina.

Najveći pritisak na teret otplate inozemnog duga RH u 2007. godini bit će nastavak rasta kamatnih stopa u EMU. Naime, inozemne obveze banaka uglavnom su ugovorene uz promjenljivu kamatnu stopu koja se zasniva na EURIBOR-u, a tržište, kao posljedicu antiinflacijske strategije ESB-a, očekuje nastavak rasta njegove glavne kamatne stope do razine od 4,25% do kraja 2007. godine. Sličan utjecaj imalo bi i moguće povećanje premije rizika na dug zemalja poput Hrvatske ako povećanje američkih i europskih kamatnih stopa preusmjeri sredstva globalnih ulagača u ta područja. Takva kretanja mogla bi prouzročiti i deprecijacijske pritiske na kunu, koji bi, uz nastavak postojećeg rasta inozemnog duga, mogli imati dodatni negativan utjecaj na teret otplate već akumuliranoga inozemnog duga. Međutim, daljnji rast likvidnosti na globalnom financijskom tržištu u 2006. ovakav scenarij čini kratkoročno malo vjerojatnim.

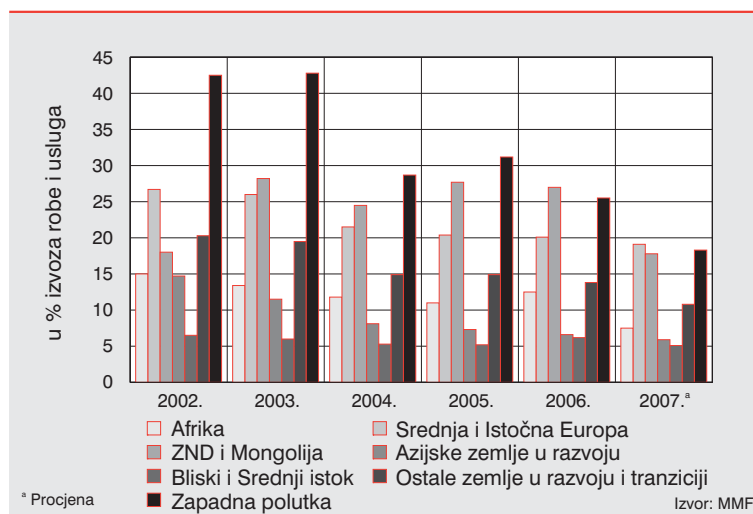
Slika 8. Inozemna zaduženost u svijetu



Prema udjelu inozemnog duga u BDP-u Hrvatska se i nadalje ubraja u najzaduženije zemlje. Naime, prema podacima s kraja 2006. godine, najzaduženija regija svijeta prema udjelu inozemnog duga u BDP-u i dalje je Srednja i Istočna Europa, kod koje se taj pokazatelj već duži niz godina kreće na razini od približno 50%, što je znatno manje od vrijednosti toga pokazatelja za Hrvatsku. Još je važnija činjenica da se kod

svih promatranih regija udio inozemnog duga u BDP-u u posljednjih nekoliko godina smanjuje ili stagnira, što se, prema procjeni Međunarodnoga monetarnog fonda, predviđa i u 2007. godini. Da bi u Hrvatskoj došlo do ovakvih kretanja, potrebno je nastaviti voditi ekonomsku politiku koja će poticati snažniji gospodarski rast od ostvarenoga u proteklih nekoliko godina, posebno pazeći na to da taj rast bude brži od rasta ukupne inozemne zaduženosti zemlje. To je osobito važno u svjetlu opažanja da se Hrvatska i po visokoj razini tereta otplate inozemnog duga polako počela izdvajati i iz prosjeka za skupinu zemalja Srednje i Istočne Europe kojoj pripada, i u odnosu na sve promatrane regije.

Slika 9. Teret otplate inozemnog duga u svijetu

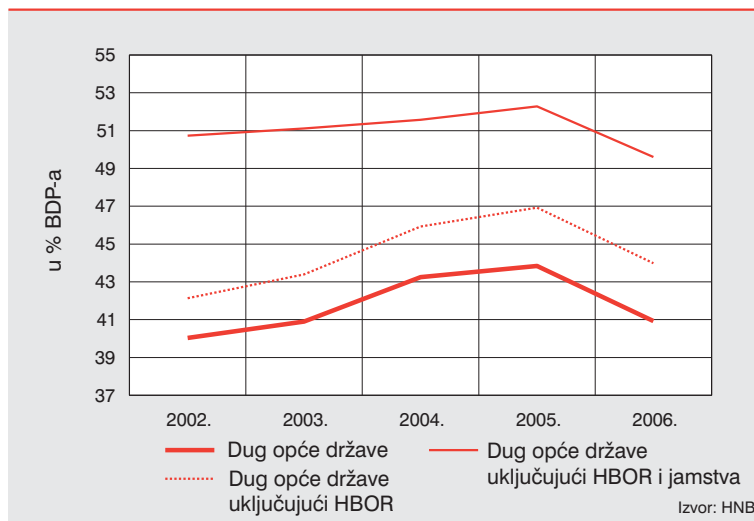


5. Javni dug

Udio duga opće države u BDP-u u koji nisu uključena neaktivirana jamstva na kraju prosinca 2006. godine iznosio je 40,9% BDP-a što je i dalje znatno ispod maastricht-skoga kriterija od 60%.⁷ Štoviše, tijekom 2006. godine vrijednost toga pokazatelja se, nakon neprekidnoga višegodišnjeg rasta, smanjila (na kraju 2005. godine dug opće države iznosio je 43,8% BDP-a). To je prije svega posljedica blagog apsolutnog rasta duga opće države, koji je tijekom 2006. godine porastao za 1,1 mlrd. kuna (za usporedbu, tijekom 2005. godine taj je dug uvećan za 8,4 mlrd. kuna). Naime, nastavljen je proces fiskalne konsolidacije, a došlo je i do smanjenja ukupnoga proračunskog manjka središnje države, pa je za njegovo financiranje trebalo prikupiti manje sredstava novim zaduživanjem. Osim toga, jačanje tečaja kune prema glavnim svjetskim valutama u promatranom razdoblju također je utjecalo na nominalno usporavanje rasta duga opće države. Među zemljama Srednje i Istočne Europe najveća vrijednost udjela duga opće države u BDP-u na kraju 2006. godine zabilježena je u Mađarskoj (66,0%), Poljskoj (47,8%) i Slovačkoj (30,7%).

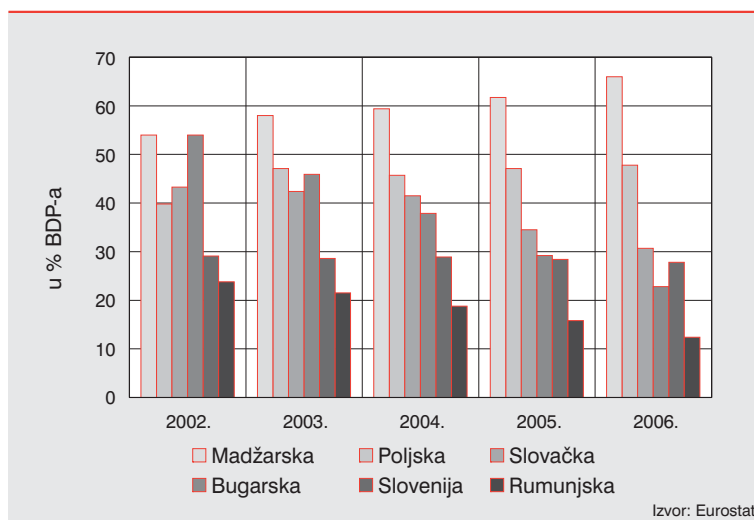
⁷ Prema tom kriteriju u javni dug ulazi samo dug opće države, a ne i izdana državna jamstva.

Slika 10. Zaduženost javnog sektora



Ukupna zaduženost javnog sektora (dug opće države i HBOR-a, bez neaktiviranih državnih jamstava) također je samo blago porasla, te je na kraju 2006. godine iznosila 110,2 mlrd. kuna, tj. 44,0% vrijednosti BDP-a, što je također prvo smanjenje udjela javnog duga u BDP-u, mjenog na taj način, nakon višegodišnjeg rasta. Tome je pridonijelo i blago apsolutno povećanje ukupnog duga HBOR-a tijekom 2006., i to za 518,8 mil. kuna (za usporedbu, tijekom 2005. taj je dug porastao za 1,39 mlrd. kuna). Konačno, ako bi javnom dugu pridodali i izdana državna jamstva u iznosu od 14,1 mlrd. kuna⁸, ukupni javni dug na kraju 2006. godine iznosio bi 124,3 mlrd. kuna, tj. 49,6% vrijednosti BDP-a što je također smanjenje udjela javnog duga u BDP-u u odnosu na kraj prethodne godine.

Slika 11. Dug konsolidirane opće države u zemljama Srednje i Istočne Europe



Kao i u prethodnoj godini, u 2006. se cjelokupno povećanje zaduženosti javnog sektora (dug opće države, bez izdanih državnih jamstava) odnosi na zaduživanje na do-

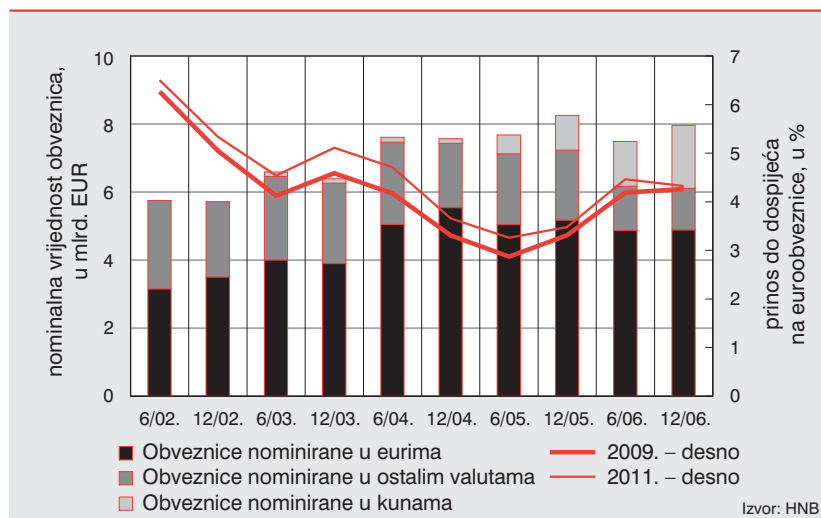
8 Takvu definiciju javnog duga daje Zakon o proračunu (NN, br. 96/2005.).

maćem financijskom tržištu. U odnosu na kraj 2005. godine, domaća sastavnica duga uvećana je za 5,0 mlrd. kuna i na kraju prosinca 2006. njezin je udio u BDP-u iznosio 24,35%. Istodobno je inozemna sastavnica duga smanjena za 3,9 mlrd. kuna, te je njezin udio u BDP-u na kraju 2006. iznosio 16,57%.

Premda se inozemni dug opće države počeo smanjivati, njegov i nadalje značajan udio u ukupnom javnom dugu državu čini osjetljivom na rizik kamatnih stopa kod inozemnog refinanciranja. Taj se rizik već počeo materijalizirati kroz porast prinosa na hrvatske euroobveznice u 2006. godini. Primjerice, prinosi do dospijea hrvatskih euroobveznica s dospijecom 2009. i 2011. tijekom 2006. godine porasli su s 3,32% odnosno 3,48% na 4,26% odnosno 4,33%. Taj rast prinosa osobito je bio izražen u prvom polugodištu 2006., dok je u drugom dijelu godine došlo do njegova usporavanja, odnosno zaustavljanja. S druge pak strane, prinosi do dospijea pri izdavanju državnih obveznica izdanih na domaćem tržištu su se smanjili. Tako je, primjerice, prinos do dospijea pri izdavanju desetogodišnje kunske obveznice izdane u prosincu 2005. iznosio 5,25%, dok je taj prinos na obveznicu istih značajki izdanu u veljači 2007. iznosio 4,91%.

Rizik kamatnih stopa prisutan je i kod domaćih kreditnih obveza s promjenjivom kamatnom stopom. Naime, udio dugoročnih kredita banaka, čija se kamatna stopa može promijeniti u roku kraćem od godine dana, u ukupnim kreditima banaka odobrenim državnim jedinicama, u posljednje tri godine osjetno je porastao, i to s približno 60% na više od 80%, iako je tijekom 2006. blago smanjen s 89,9% na 86,3% ukupnih dugoročnih kredita banaka.

Slika 12. Obveznice RH i prinosi na euroobveznice



Osim rizika kamatnih stopa kod refinanciranja, država je zbog još uvijek velikog udjela inozemnoga u ukupnome javnom dugu i nadalje izložena značajnom valutnom riziku. No, valutni je rizik prisutan i pri zaduživanju države na domaćem tržištu: udio deviznih bankovnih kredita državnim jedinicama, uključujući kunske kredite s valutnom klauzulom, u ukupnim dugoročnim kreditima državnim jedinicama, iako se

u posljednjih godinu dana smanjio za približno 14 postotnih bodova, na kraju 2006. bio je još uvijek velik (78,1%). Udio nominalne vrijednosti državnih i municipalnih obveznica nominiranih u stranoj valuti (čiste eurske obveznice i obveznice indeksirane uz euro) u ukupnom iznosu takvih obveznica izdanih na domaćem tržištu iznosio je na kraju 2006. godine 59% što je za 13 postotnih bodova manje nego na kraju 2005. godine.

Kako bi smanjila svoju valutnu izloženost, država tijekom 2006. nije izdavala obveznice nominirane u stranoj valuti. Država je u veljači 2006. izdala 2 mlrd. kuna vrijednu drugu tranšu prve ikad izdane desetogodišnje kunske obveznice, iz prosinca 2005., čime je integralna nominalna vrijednost ove obveznice narasla na 5,5 mlrd. kuna. Osim što je značajna za produljivanje kunske krivulje prinosa, ta je obveznica značajna i zbog usklađivanja ekonomije RH s četvrtim maastrichtskim kriterijem koji se odnosi na stabilnost dugoročnih kamatnih stopa država članica EU. Država je u srpnju na domaćem tržištu ponovo izdala kunsku obveznicu, ukupne nominalne vrijednosti 2,5 mlrd. kuna, s dospijecem od sedam godina. Druga tranša te obveznice u iznosu od 1,5 mlrd. kuna izdana je u studenome.

U svrhu postizanja stabilnosti troškova servisiranja javnog duga strategija upravljanja javnim dugom za 2007. godinu⁹ predviđa optimiziranje strukture i smanjenje rizika portfelja državnog duga, te unaprijeđenje trgovanja i razvoj infrastrukture na domaćem tržištu državnih vrijednosnih papira. Optimiziranje strukture prije svega se odnosi na ročnu i valutnu strukturu javnog duga. Optimiziranje ročne strukture odnosi se na nastojanje da se smanji iznos duga koji dospijeva u idućih 12 mjeseci i duga s promjenjivom kamatnom stopom, i to na 33% ukupnog duga. Što se tiče valutne strukture, planirano je da će financiranje većinom biti usmjereno na kunske izvore kako bi se udio duga nominiranog u stranoj valuti spustio do 2009. godine na približno 40%.

6. Nefinancijska poduzeća

Procijenjena¹⁰ zaduženost sektora nefinancijskih poduzeća tijekom 2006. godine nastavila je rasti brže od BDP-a, pa se vrijednost njihova ukupnog duga do kraja prosinca popela na 58,7% BDP-a. Godišnja stopa rasta zaduženosti nefinancijskih poduzeća u posljednjih godinu dana iznosila je 23,5%, što je najveća stopa ikad. U strukturi njihova duga najveći se dio odnosi na dug prema bankama, koji je tijekom 2006. blago porastao, na 56,7% ukupnog duga. Rast duga prema bankama praćen je i rastom ka-

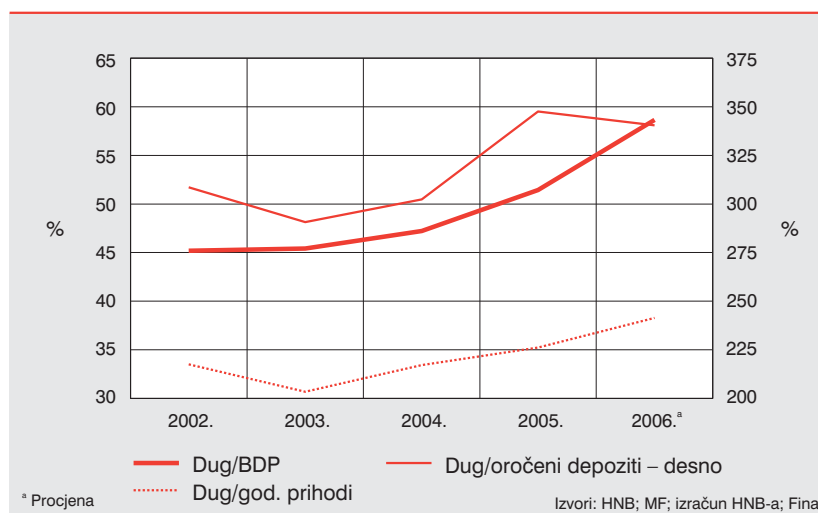
9 Godišnje izvješće i strategija upravljanja javnim dugom, MF RH, 2007., str. 23 – 27

10 Državni zavod za statistiku ne izrađuje konsolidiranu bilancu za sektor nefinancijska poduzeća, a središnja banka ne izrađuje financijski, već samo monetarni pregled, pa je financijsku imovinu i obveze sektora nefinancijska poduzeća moguće tek grubo procijeniti na osnovi monetarnog pregleda i nekonsolidiranih bilanci financijskih institucija. Dodatni izvor za procjenu imovine, obveza te primanja i izdataka sektora nefinancijska poduzeća su nekonsolidirani godišnji financijski izvještaji poduzetnika koja prikuplja Financijska agencija.

matnih troškova plaćenih bankama, koji su u posljednjih godinu dana porasli za 19%, što je najviše do sada. No, teret otplate kamatnih troškova nastavio je rasti sporije od tereta samog duga, pa je njihov udio u prosječnom dugu smanjen s 5,22% u 2005. na 5,00% u 2006. Neznatno je smanjen i udio duga nefinancijskih poduzeća prema društvima za lizing (s 5,41% na kraju 2005. na 5,36% na kraju 2006.). Procijenjena stopa rasta te sastavnice duga u posljednjih je godinu dana bila prilično visoka i iznosila je 22,3%, međutim, u usporedbi sa stopom od 70,5% zabilježenom tijekom 2005. godine ta je stopa rasta ipak znatno niža.

U posljednje dvije godine počela se povećavati nelikvidnost u plaćanjima poslovnih subjekata. Tako je u prosincu 2006. godine zabilježeno 22.349 insolventnih pravnih osoba, a ukupan iznos nepodmirenih naloga za plaćanje dosegnuo je 12,1 mlrd. kuna. Za usporedbu, na kraju 2005. godine bilo je 20.446 insolventnih tvrtki s ukupno 11,0 mlrd. kuna nepodmirenih naloga za plaćanje. Veliki dio nepodmirenih obveza od gotovo 40% odnosi se na plaćanje poreza i doprinosa, dok je na kraju 2005. njihov udio iznosio približno 36%. Prema duljini prevladavaju nalozi nepodmireni više od godinu dana, koji su na kraju 2006. iznosili 10,7 mlrd. kuna (4,3% BDP-a), odnosno 88% vrijednosti svih nepodmirenih naloga. Na moguće smanjenje likvidnosti gospodarstva upućuje i pokazatelj omjera duga i godišnjih prihoda nefinancijskih poduzeća. Naime, taj pokazatelj kontinuirano raste od 2003. godine (tada je iznosio 30,7%), pa se procjenjuje da će na kraju 2006. godine dosegnuti 38,3%. S druge strane, u posljednjih je godinu dana odnos dospjelih prijavljenih naloga za plaćanje i novčane mase M1 smanjen s 0,28 na 0,25. Naime, zbog osjetnog rasta depozita trgovačkih društava ostvaren je brži rast novčane mase od rasta nepodmirenih naloga. Za usporedbu, 2000. godine, u vrijeme opće nelikvidnosti, omjer nepodmirenih naloga i novčane mase bio je 1,12, odnosno nepodmireni nalozi bili su 12% veći od novčane mase. Rast depozita trgovačkih društava doveo je i do poboljšanja omjera duga nefinancijskih poduzeća i njihovih oročenih depozita položenih kod banaka. Kod toga se pokazatelja u prethodne dvije godine bilježi rast te je na kraju 2005. iznosio 351,4%, ali će se on, prema procjeni, do kraja 2006. smanjiti na 340,1%. Ipak, u posljednjih

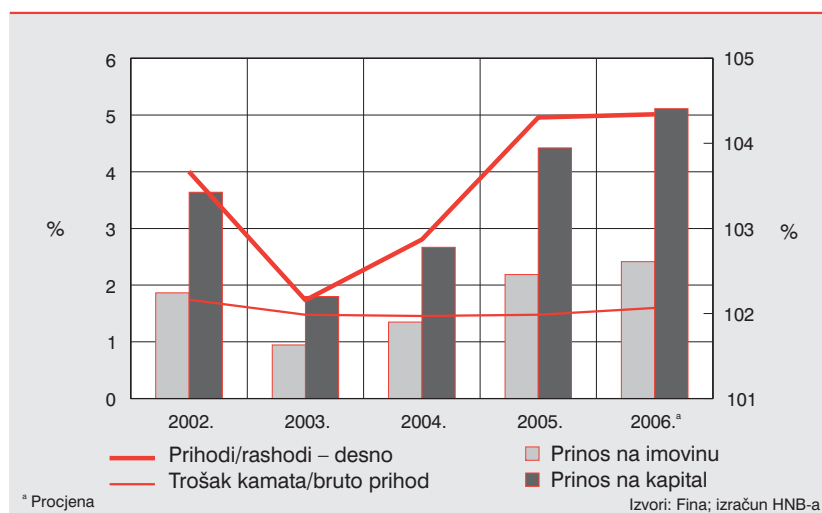
Slika 13. Zaduženost nefinancijskih poduzeća



nekoliko godina znatno su se povećale mogućnosti nefinancijskih poduzeća u RH da ulažu i u druge vrste financijske imovine (investicijski fondovi, vrijednosni papiri), pa ovaj pokazatelj možda podcjenjuje njihovu likvidnost.

Rast ukupne zaduženosti nefinancijskih poduzeća i pogoršanje nekih pokazatelja njihove likvidnosti nisu utjecali na pogoršanje pokazatelja financijskog rezultata toga sektora, već su se oni zadržali na visokim razinama. Prema procjeni na osnovi podataka Fine o poslovnom rezultatu svih hrvatskih poduzetnika u 2006. godini pokazatelj omjera prihoda i rashoda (prije oporezivanja) nefinancijskih poduzeća trebao bi na kraju 2006. iznositi 104,3% što bi bilo ponavljanje rekordne razine s kraja 2005., ali bi to istodobno upućivalo i na zaključak o zaustavljanju dvogodišnjeg trenda snažnog rasta toga pokazatelja. U skladu s tim, svoje bi do sada najviše razine mogli dosegnuti i pokazatelji profitabilnosti imovine i profitabilnosti glavnice nefinancijskih poduzeća, koji su i na kraju 2006., prema procjeni na osnovi podataka Fine za sve poduzetnike, dosegli 2,42% odnosno 5,11%.

Slika 14. Teret duga i financijski rezultat nefinancijskih poduzeća

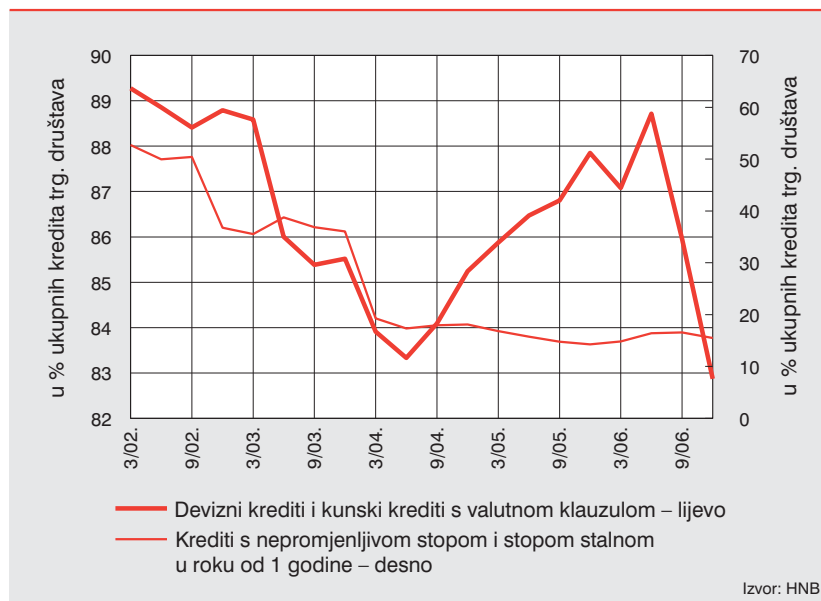


Najvažniji sustavni rizici kojima su izložena nefinancijska poduzeća u RH i dalje su valutni i kamatni rizik. Može se reći da su sada valutnom riziku više izložena izvožno orijentirana poduzeća sa slabom financijskom polugom i nerazvijenom praksom upravljanja financijskim rizicima nego poduzeća s višom razinom zaduženosti koja svoje prihode ostvaruju u RH. Naime, iako udio deviznih bankovnih kredita trgovačkim društvima, uključujući kunske kredite s valutnom klauzulom, u ukupnim dugoročnim kreditima trgovačkim društvima premašuje 80%, on se u posljednjih godinu dana smanjio s 87,9% na 82,9% što je njegova najniža do sada zabilježena razina. Osim toga, tijekom 2006. godine nastavio se pritisak na jačanje kune, koji je postupno, do sredine godine doveo tečaj kune prema euru na najnižu razinu od ljeta 2001. Niti u drugoj polovini godine, osobito nakon turističke sezone, u skladu s očekivanjima, nije došlo do značajnijeg slabljenja kune. Što se tiče rizika globalnog porasta dugoročnih kamatnih stopa, može se reći da je izloženost nefinancijskih poduzeća tom riziku, nakon višegodišnjeg rasta te izloženosti, blago smanjena, ali je i nadalje

vrlo visoka. Naime, udio dugoročnih kredita banaka odobrenih trgovačkim društvima čija se kamatna stopa može promijeniti u roku kraćem od godine dana tijekom 2006. blago se smanjio: s 85,7% na 84,5% ukupnih dugoročnih kredita banaka. Međutim, rast globalnih dugoročnih kamatnih stopa utjecao je na porast domaćih dugoročnih kamatnih stopa na kredite trgovačkim društvima s valutnom klauzulom s 5,18% u prosincu 2005. na 6,21% u prosincu 2006. što je njihova najviša razinu od sredine 2004. godine.

Valutni rizik kojem su izložena hrvatska trgovačka društva grubo se može procijeniti na osnovi podataka iz godišnjih financijskih izvještaja nefinancijskih poduzeća i monetarne statistike HNB-a, uz neke razumne pretpostavke. Analiza na osnovi procjene takvih podataka za kraj 2006. godine pokazala je da bi se u slučaju valutne krize (udvostručenje kunske cijene strane valute) teret otplate duga nefinancijskih poduzeća na agregatnoj razini povećao s približno 11% na otprilike 18% njihovih ukupnih prihoda, a to bi, u najboljem slučaju, dovelo do znatnog smanjenja omjera prihoda i rashoda poduzeća s razine od približno 105% na nezabilježeno nisku razinu od otprilike 98%.

Slika 15. Valutni i kamatni rizik trgovačkih društava

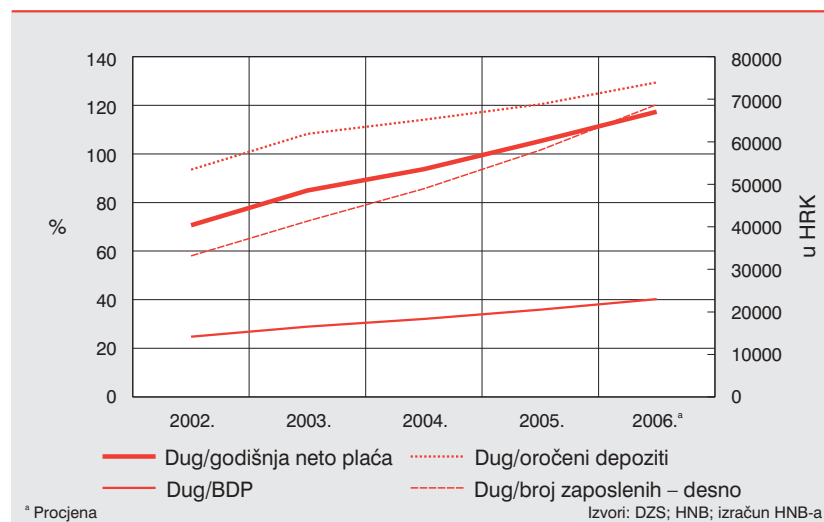


7. Stanovništvo

Stanovništvo se i tijekom 2006. godine nastavilo intenzivno zaduživati, što je dovelo do daljnjeg porasta pokazatelja zaduženosti toga sektora. Tako je procijenjena ukupna zaduženost stanovništva, koja uključuje dug toga sektora prema bankama, stambenim štedionicama, društvima za lizing, društvima za osiguranje, štedno-kreditnim zadrugama te inozemni dug, porasla s 35,5% BDP-a, koliko je iznosila na kraju 2005., na 40,6% BDP-a, na kraju 2006. godine. U odnosu prema procijenjenoj godišnjoj masi

neto plaća, dug stanovništva porastao je sa 105,2% na kraju 2005. na 117,3% na kraju 2006. godine, a prosječna je zaduženost po zaposlenom tijekom 2006. porasla za više od 10.000 kuna, pa je na kraju 2006. iznosila približno 68.700 kuna. Istodobno je štednja stanovništva u poslovnim bankama rasla sporije, pa je omjer duga i oročenih depozita stanovništva do kraja 2006. porastao na približno 129%. Međutim, valja uzeti u obzir da je u 2006. godini došlo do osjetnog porasta ulaganja stanovništva u investicijske fondove i izravno na tržište kapitala, pa je omjer ukupnog duga i ukupne financijske imovine stanovništva ipak manji.

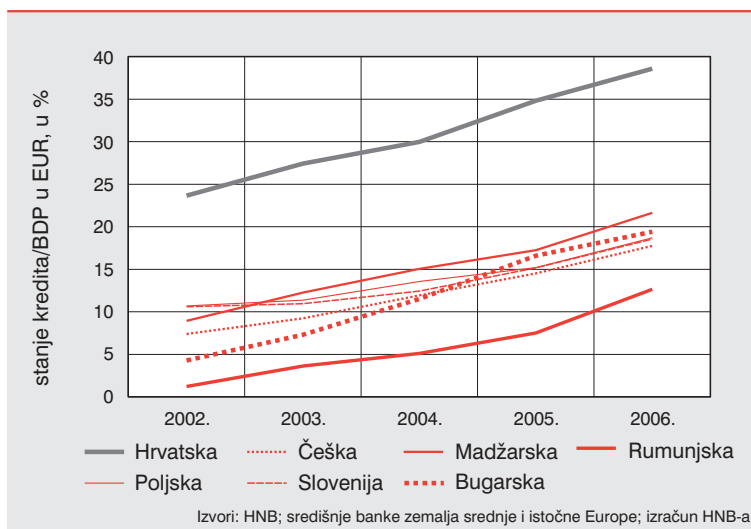
Slika 16. Zaduzenost stanovništva



Procijenjena ukupna zaduženost stanovništva u 2006. godini porasla je za 23% u odnosu na stanje na kraju prethodne godine, što je nešto brži rast nego u prethodne dvije godine (20% u 2005. i 19% u 2004.). Dug prema poslovnim bankama još je najznačajnija kategorija zaduženosti stanovništva s udjelom od približno 95%, koji se ne mijenja već nekoliko godina. Tome je i u 2006. pogodovao nastavak snažnog rasta ponude sve jeftinijih bankovnih kredita, osobito onih nominiranih u švicarskim francima. Dok je u usporedbi s većinom država novih članica EU godišnja stopa rasta bankovnih kredita stanovništvu u Hrvatskoj relativno niska, razina duga stanovništva prema bankama iskazanog u eurima u odnosu prema BDP-u u Hrvatskoj je gotovo dvostruko viša nego u tim zemljama. Tako je na kraju 2006. godine omjer kredita poslovnih banaka stanovništvu i BDP-a (i krediti i BDP izraženi u eurima) za Hrvatsku iznosio 38,6%, a u većini uspoređenih zemalja taj omjer nije prelazio 20%. Međutim, daljnji razvoj bankovnih sustava i vrlo vjerojatni nastavak snažnijeg godišnjeg rasta potraživanja od stanovništva u tim zemljama (pogotovo kad se uzme u obzir da je vlasnička struktura bankovnih sektora u tim zemljama vrlo slična onoj u Hrvatskoj) uskoro bi trebao ipak dovesti do smanjenja razlike u stupnju zaduženosti između stanovništva novih članica EU i Hrvatske.

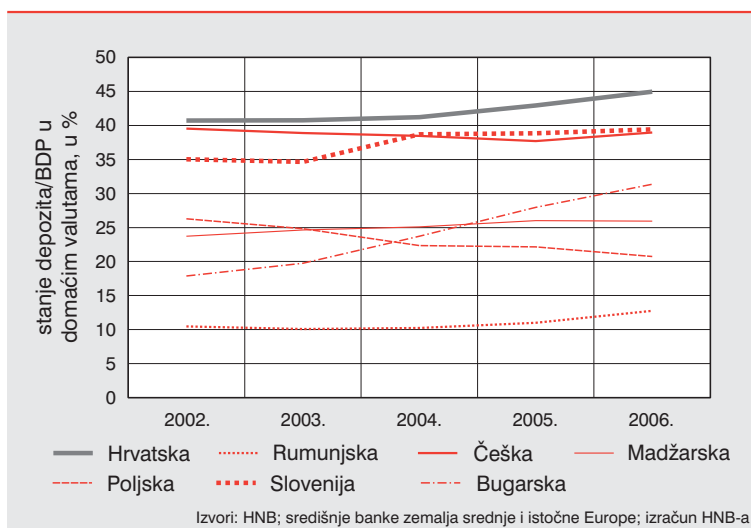
Usporedo s većom zaduženošću, stanovništvo u Hrvatskoj u bankama štedi relativno više od stanovništva uspoređenih zemalja u srednjoj i istočnoj Europi. Depoziti stanovništva u Hrvatskoj u odnosu na BDP tijekom posljednjih nekoliko godina bilježe

Slika 17. Potraživanja banaka od stanovništva u srednjoj i istočnoj Europi



stalni umjereni rast, koji je u 2005. i 2006. godini lagano ubrzan, pa je na kraju 2006. njihov udio iznosio 44,9% BDP-a. U promatranim zemljama taj se omjer na kraju iste godine kretao između 13% (u Rumunjskoj) i 40% (u Mađarskoj i Sloveniji). Uz bankovnu štednju, u 2006. godini u Hrvatskoj se nastavio snažan priljev ulaganja u investicijske fondove, među kojima ulaganja stanovništva postaju sve značajnija. Takva su kretanja podjednako bila rezultat ubrzanog rasta i razvoja hrvatskog tržišta kapitala, općeg optimizma burzovnih ulagača na koji pozitivno utječe nastavak gospodarskog rasta i reforme u procesu približavanja Hrvatske punopravnom članstvu u Europskoj uniji, ali i svršetka procesa preuzimanja Plive d.d. i javne ponude dionica Ine, koji su znatno pridonijeli rastu zanimanja šire javnosti za ulaganja na domaćem tržištu kapitala.

Slika 18. Depoziti stanovništva u srednjoj i istočnoj Europi



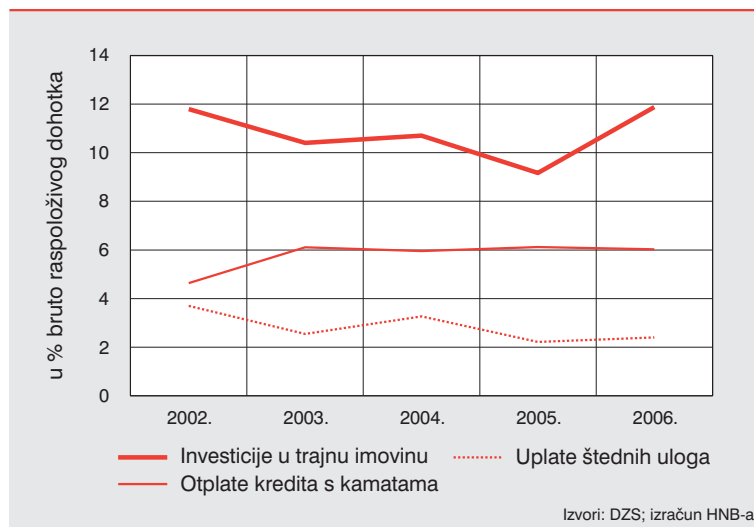
Oročeni depoziti stanovništva u stambenim štedionicama tijekom 2006. godine porasli su za samo 288,9 mil. kuna (na 5,8 mlrd. kuna), što je gotovo tri puta manje nego

u 2005. godini, odnosno čak pet puta manje od prirasta u 2004. godini. Osnovni razlog tome smanjenje je državnih poticaja za stambenu štednju s 25% na 15% uz istodobno vrlo visoke prinose na druge vrste ulaganja u tom razdoblju, što nije uspio kompenzirati ni stimulatívni efekt sustava međufinanciranja koji omogućava dobivanje stambenoga kredita odmah, bez ispunjavanja uvjeta najmanje dvogodišnje štednje. Uz to, smanjenju atraktivnosti stambene štednje radi dobivanja stambenoga kredita pridonio je i nastavak smanjenja kamatnih stopa na stambene kredite banaka koje su u 2006. godini bile za prosječno 40 baznih bodova niže nego u 2005. godini.

Stambeni krediti bili su i u 2006. godini dio kreditnog portfelja banaka koji se najbrže povećavao. Od ukupnog porasta bankovnih kredita stanovništvu u 2006. više od polovine (9,3 mlrd. kuna) odnosilo se upravo na stambene kredite, koji su u odnosu na kraj 2005. porasli za 34,4%. Udio stambenih kredita u ukupnim bankovnim kreditima stanovništvu tako se nastavio kretati uzlaznim trendom koji traje još od sredine 2002. godine, te je na kraju 2006. dosegnuo 39,5% (što je osjetno više od 36,0% s kraja prethodne godine). Osim kod stambenih kredita banaka, i kod stambenih je kredita štedionica u 2006. zabilježen snažan rast od 125%, te su na kraju godine potonji iznosili 1,3 mlrd. kuna. Ovako intenzivan rast stambenih kredita koji se nastavlja iz godine u godinu može se objasniti izrazito velikom potražnjom za stanovima u Hrvatskoj, koja se ne smanjuje unatoč osjetnom rastu cijena stambenih nekretnina, osobito u Zagrebu i u priobalnom području. Uz to, sam rast cijena stambenog prostora utječe na porast nominalne vrijednosti odobrenih stambenih kredita.

Unatoč porastu zaduženosti stanovništva, mjerenom različitim pokazateljima, agregatni pokazatelji tereta otplate duga na kraju 2006. ne zabrinjavaju. Teret otplate glavnice s kamatama u odnosu na bruto raspoloživi dohodak na kraju 2006. godine iznosio je 6%, kao i na kraju prethodnih nekoliko godina. Razlog zašto ovaj pokazatelj ni u 2006. nije pratio kretanje ukupne zaduženosti stanovništva nego se čak smanjio, može se tražiti u nastavku smanjenja vagane kamatne stope na stambene kredite u prvoj polovini godine, koja je velikim dijelom posljedica sve većeg udjela kredita odo-

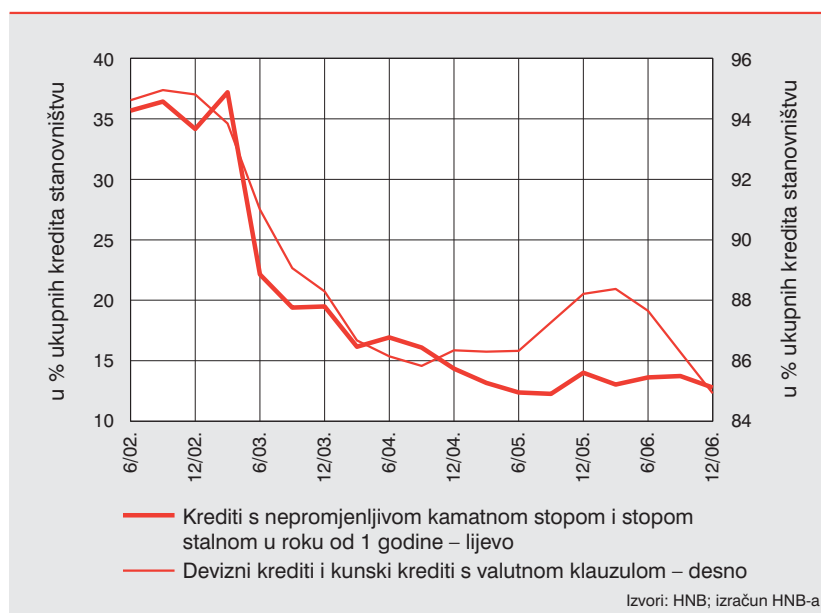
Slika 19. Uporaba sredstava kućanstava



brenih u švicarskim francima te u većoj ponudi kredita na dulje rokove otplate. Međutim, takva bi se situacija u idućim godinama vrlo lako mogla promijeniti jer je već u drugoj polovini 2006. trend smanjenja kamatnih stopa banaka gotovo zaustavljen, a neke su banke čak i podignule svoje kamatne stope na do sada najjeftinije kredite u švicarskim francima.

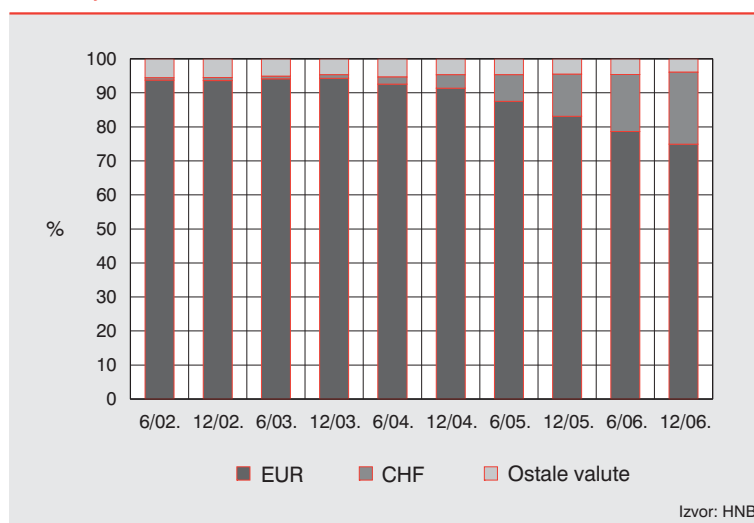
Na kraju 2006. godine udio kredita banaka stanovništvu indeksiranih uz tečaj strane valute u ukupnoj bruto vrijednosti dugoročnih kredita banaka stanovništvu bio je za 3,3 postotna boda manji nego na kraju prethodne godine, te je iznosio približno 84,9%. Jedan od razloga tome bila je zacijelo i promjena odluke središnje banke o adekvatnosti kapitala banaka, kojom su povećani ponderi rizika za potraživanja u stranoj valuti i potraživanja indeksirana uz stranu valutu od dužnika s neusklađenom deviznom pozicijom, kao i odluka o proširenju osnovice za obračun propisane 32-postotne pokrivenosti deviznih obveza banaka likvidnim deviznim potraživanjima (koja je u ukupne devizne obveze prema novoj definiciji uključila i kunske obveze s valutnom klauzulom). Naime, potonja je odluka banke potaknula na intenzivnije prikupljanje kunske štednje, a to je zbog bilančne usklađenosti posljedično dovelo i do veće ponude kunkskih kredita. Unatoč stalnom smanjenju udjela kredita stanovništvu indeksiranih uz stranu valutu, izloženost stanovništva valutnom riziku i nadalje je visoka. Podaci o valutno induciranom kreditnom riziku kojem su izložene banke, dostupni od lipnja 2006., pokazuju da je iznos plasmana stanovništvu koji su izloženi valutnom riziku tijekom drugog polugodišta 2006. porastao za 5,3 mlrd. kuna, na 73,3 mlrd. kuna, pri čemu je udio nezaštićenih plasmana iznosio čak 95,4% na kraju prosinca 2006. Izloženost stanovništva riziku promjene kamatnih stopa nije se bitno promijenila od kraja 2005. godine: udio kredita s preostalim rokom dospeljeća dužim od godine dana u ukupnim kreditima stanovništva kod kojih se ugovorena kamatna stopa ne može promijeniti u roku kraćem od godine dana na kraju 2006. bio je na približno istoj razini kao na kraju 2005. te je iznosio 12,8%.

Slika 20. Valutni i kamatni rizik stanovništva



Valutni rizik sektora stanovništvo dodatno je pojačan sve većim udjelom kredita indeksiranih uz švicarske franke, čiji je kursni tečaj znatno kolebljiviji od kursnog tečaja eura. Udio kredita odobrenih domaćem nefinancijskom sektoru indeksiranih uz švicarski franak u ukupnim deviznim kreditima i kreditima s valutnom klauzulom, od kojih prema nekim informacijama najveći dio čine krediti stanovništvu¹¹, kontinuirano raste od 2004. godine. Na kraju 2006. njihov je udio bio je gotovo dvostruko veći nego na kraju prethodne godine, te je iznosio 21,2%. Potražnja za kreditima indeksiranim uz švicarske franke u 2007. godini mogla bi ipak biti nešto manja zbog najavljene mogućnosti porasta aktivnih kamatnih stopa banaka na kredite u toj valuti kao i zbog povećanog opreza banaka.

Slika 21. Valutna struktura kredita s valutnom klauzulom i deviznih kredita nefinancijskom sektoru



8. Financijsko posredovanje

Udio imovine banaka u ukupnoj imovini financijskog sektora u 2006. godini nastavio se smanjivati, te je na kraju godine iznosio 76,4%. Već treću godinu zaredom na drugom se mjestu po veličini imovine nalaze društva za lizing, čiji je udio u ukupnoj imovini financijskog sektora na kraju godine iznosio 6,9%. Prema privremenim podacima kontinuirani pad udjela imovine društava za osiguranje nastavio se, ali su ti posrednici s 4,9% udjela u imovini financijskog sektora na kraju 2006. godine i nadalje zauzimali treće mjesto. Kontinuirani porast imovine obveznih mirovinskih fondova nastavio se i tijekom 2006., pa je udio neto imovine tih posrednika na kraju godine iznosio 4,1%. Isto toliko iznosio je i udio neto imovine otvorenih investicijskih fondova, iako je njihov udio znatno porastao u protekloj godini (za 1,4 postotna boda). Nakon stagnacije u 2005., u 2006. smanjen je udio imovine stambenih štedionica, koji je na kraju godi-

¹¹ Podaci o valutnoj strukturi kredita s valutnom klauzulom i deviznih kredita stanovništvu još ne postoje, pa se kao referentna vrijednost koriste podaci za cijeli domaći nefinancijski sektor.

ne iznosio 1,6%. Udio zatvorenih investicijskih fondova porastao je u 2006. u odnosu na prethodnu godinu, te je iznosio 1,4%, od čega se više od polovine odnosilo na Fond branitelja. Procijenjeni udio imovine štedno-kreditnih zadruga zadržao se na 0,5%, koliko je iznosio i prethodne dvije godine, a najmanji posrednici su i nadalje dobrotvoljni mirovinski fondovi, čiji je udio u imovini financijskog sektora iznosio 0,1%.

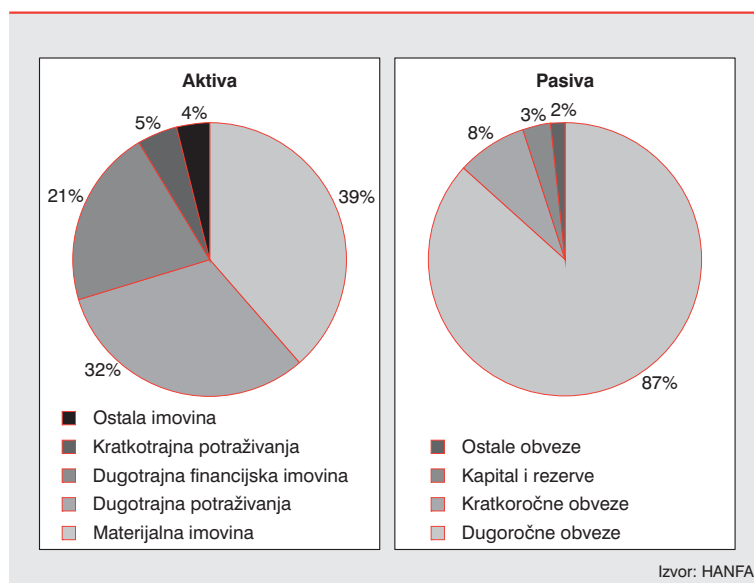
Tablica 4. Relativna važnost financijskih posrednika, udjeli u ukupnoj imovini financijskih posrednika, na kraju razdoblja, u postocima

	2003.	2004.	2005.	2006.
1. Banke (konsolidirana imovina na bruto načelu)	83,4	81,5	78,8	76,4
2. Društva za osiguranje ^a	5,4	5,2	5,1	4,9
3. Otvoreni investicijski fondovi (neto imovina)	1,3	1,6	2,7	4,1
– novčani	0,8	1,0	1,4	1,1
– dionički	0,0	0,1	0,2	1,1
– obveznički	0,3	0,2	0,4	0,3
– mješoviti	0,2	0,3	0,6	1,5
4. Zatvoreni investicijski fondovi	0,4	0,4	1,1	1,4
Od čega: Fond branitelja	–	–	0,7	0,8
5. Obvezni mirovinski fondovi (neto imovina)	2,0	2,9	3,6	4,1
6. Dobrotvoljni mirovinski fondovi (neto imovina)	0,0	0,0	0,1	0,1
7. Društva za lizing	5,4	6,0	6,3	6,9
8. Stambene štedionice (konsolidirana imovina na bruto načelu)	1,5	1,8	1,8	1,6
9. Štedno-kreditne zadruge ^a	0,6	0,5	0,5	0,5
Ukupno	100,0	100,0	100,0	100,0

^a 2006. – procjena / privremeni podaci
Izvori: HNB; HANFA; MF

Prema podacima HNB-a i HANFA-e, imovina društava za lizing na kraju 2006. iznosila je 27,0 mlrd. kuna, što je povećanje od 32,7% u odnosu na kraj 2005. Od ukupne imovine društava za lizing, procjenjuje se da se 8,6 mlrd. kuna (odnosno 31,8%) odnosilo na dugotrajnu materijalnu imovinu danu u operativni lizing, a 8,5 mlrd. kuna (odnosno 31,7%) na potraživanja s osnove financijskog lizinga. Kod operativnog lizinga još prevladava lizing osobnih automobila, a kod financijskoga lizinga ne-

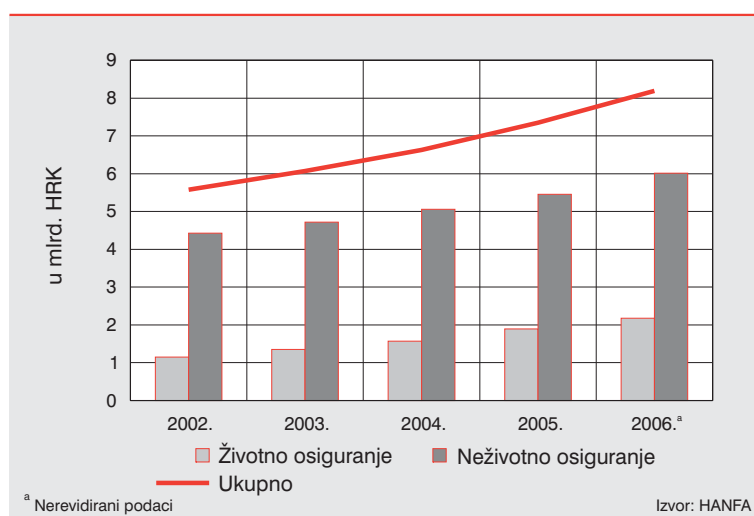
Slika 22. Struktura aktive i pasive društava za lizing, na dan 31. prosinca 2006.



kretnina. Otprilike polovina svih obveza društava za lizing odnosi se na obveze prema povezanim društvima, a nešto više od polovine njihova upisanoga kapitala u vlasništvu je nerezidenata.

Porast imovine društava za osiguranje u 2006. bio je sporiji od porasta imovine financijskog sektora, pa se njihov udio u toj imovini nastavio blago smanjivati. Godišnji porast ukupno prikupljenih bruto premija osiguranja u 2006. godini iznosio je (kao i u 2005.) 11%. Stopa rasta prikupljenih premija životnog osiguranja (u 2006. 15%) standardno raste brže od stope neživotnog osiguranja (10%), ali se ta razlika u posljednje dvije godine smanjila. Neživotno osiguranje i nadalje ostaje dominantan oblik osiguranja u Hrvatskoj što pokazuje i podatak da se 73% ukupno prikupljenih premija tijekom 2006. godine odnosilo na taj oblik osiguranja.

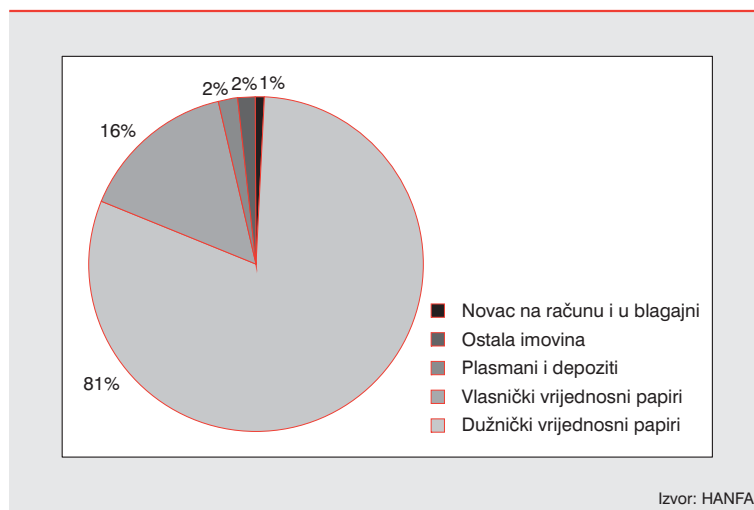
Slika 23. Zaračunate bruto premije osiguranja



Na kraju 2006. godine broj članova drugoga mirovinskog stupa porastao je na 1,3 milijuna što je pridonijelo ionako brzom rastu neto imovine obveznih mirovinskih fondova koja je na kraju 2006. iznosila 15,9 mlrd. kuna što odgovara godišnjem povećanju od 35,9%. Uvjerljivo najveći dio imovine tih fondova na kraju 2006. godine bio je uložen u dužničke vrijednosne papire (84,6%), od čega najviše u državne obveznice (74,1%) što je manje u odnosu na kraj 2005. godine kad su ti udjeli iznosili 82,6% odnosno 72,3%. Udio vlasničkih vrijednosnih papira porastao je s 10,8% na 15,6%, ali s obzirom na to da se očekuje daljnja liberalizacija ulagačkih ograničenja za te posrednike, može se očekivati nastavak rasta toga udjela u 2007. godini i dalje.¹² Prosječni nominalni godišnji prinos za 2006. tih fondova iznosio je 6,3%.

¹² Struktura ulaganja obveznih mirovinskih fondova ograničena je zakonskim odredbama koje propisuju količine i vrste domaćih i inozemnih vrijednosnih papira u koje obvezni mirovinski fondovi smiju ulagati. Tako najmanje 50% imovine obveznih mirovinskih fondova mora biti uloženo u dugoročne obveznice i druge dugoročne dužničke vrijednosne papire koje je izdala Republika Hrvatska i Hrvatska narodna banka, dok u dionice dioničkih društava i u udjele domaćih zatvorenih investicijskih fondova obvezni mirovinski fondovi smiju ulagati najviše do 30% svoje imovine, pri čemu u dionice samo ako su uvrštene u službenu kotaciju burze. U inozemne vrijednosne papire obvezni mirovinski fondovi smiju uložiti najviše 15% svoje imovine.

Slika 24. Struktura imovine obveznih mirovinskih fondova, na dan 31. prosinca 2006.



Unatoč porastu broja članova u 2006. za približno 50% i porastu neto imovine za približno 100%, dobrovoljni mirovinski fondovi i nadalje su najmanji posrednici na financijskom tržištu, a njihova neto imovina čini samo 0,1% imovine financijskog sektora. Kao i kod obveznih mirovinskih fondova, najveća stavka u imovini tih posrednika također su dužnički vrijednosni papiri, iako se njihov udio u posljednjih godinu dana znatno smanjio, sa 79,3% na 66,1%, dok se istodobno udio vlasničkih vrijednosnih papira povećao, s 14,6% na 26,7%. Manje konzervativna ulagačka politika u odnosu na obvezne mirovinske fondove rezultirala je i većim prinisom tih fondova u odnosu na obvezne mirovinske fondove, pa je prosječni prinos otvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova u 2006. iznosio 9,3%. U skupinu dobrovoljnih mirovinskih fondova pripadaju i zatvoreni dobrovoljni mirovinski fondovi, kojih je na kraju 2006. u Hrvatskoj poslovalo deset. Prosječni godišnji prinos njih osam koji su poslovali tijekom cijele 2006., na kraju prosinca iznosio je 10,4%.

Tablica 5. Godišnji prinosi mirovinskih fondova, na dan 31. prosinca 2006., u postotku

Obvezni	Otvoreni dobrovoljni	Zatvoreni dobrovoljni
AZ OMF	AZ benefit ODMF	AZ VIP ZDMF
Erste Plavi OMF	AZ profit ODMF	AZ Dalekovod ZDMF
PBZ/CO OMF	Croatia osiguranje ODMF	AZ Hrvatska kontrola zračne plovidbe ZDMF
Raiffeisen OMF	Erste Plavi Expert ODMF	CROATIA OSIGURANJE ZDMF
Mirex ^a	Erste Plavi Protect ODMF	Ericsson Nikola Tesla ZDMF
	Raiffeisen ODMF	Hrvatski liječnički sindikat ZDMF
		Sindikata pomoraca Hrvatske ZDMF
		Novinar ZDMF
		ZDMF HEP grupe ^b
		T-HT ZDMF ^c

^a Mirex je vrijednost obračunske jedinice prosječnog OMF-a i računa se kao ponderirana aritmetička sredina. Ponder pokazuje udio neto imovine pojedinog fonda u ukupnoj neto imovini svih fondova.

^b Počeo posloovati 9. svibnja 2006.

^c Počeo posloovati 20. prosinca 2006.

Izvor: HANFA

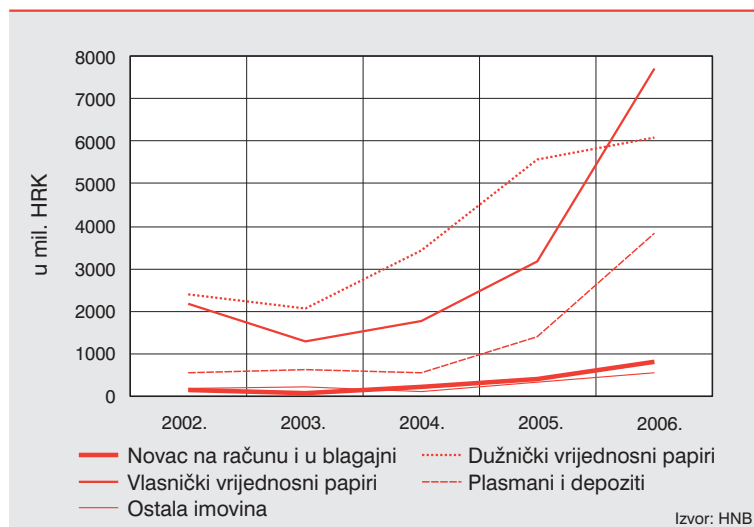
Prema podacima HANFA-e, na kraju 2006. godine na hrvatskom tržištu poslovala su 62 otvorena investicijska fonda s javnom ponudom, od toga 18 mješovitih, 15 novčanih, 15 dioničkih te 14 obvezničkih. Neto imovina svih tih posrednika zajedno iznosila je na kraju 2006. godine 16,0 mlrd. kuna, a njezin je godišnji rast iznosio 81,6%. Mješoviti su fondovi, od svih fondova, prvi put posjedovali najviše neto imovine (6,0 mlrd. kuna), a na drugom su mjestu bili dionički fondovi (4,3 mlrd. kuna). Neznatno manje neto imovine od dioničkih fondova imali su, prije 2006. najbrojniji, novčani fondovi, a neto imovina obvezničkih fondova smanjila se na 1,1 mlrd. kuna. Apsolutno najveći rast neto imovine zabilježen je kod mješovitih fondova (3,9 mlrd. kuna), ali je, relativno gledano, najviše porasla neto imovina dioničkih fondova (čak 506,2%). Istodobno, neto imovina novčanih fondova smanjena je za 8,3%, a obvezničkih fondova za 21,6%.

Spomenute se promjene ponajprije mogu objasniti vrlo visokim prinosima na hrvatskom dioničkom tržištu u posljednjih nekoliko godina, pa je vjerojatno došlo do prelijevanja sredstava iz obvezničkih i novčanih fondova u mješovite i dioničke, koji tradicionalno ostvaruju više prinose uz veći rizik. Smanjeno zanimanje ulagača za obvezničke fondove može se objasniti i padom cijena obveznica tijekom 2006. godine što je rezultiralo i niskim prinosima tih fondova. Kombinacija visokih prinosa, dugogodišnje političke stabilnosti i niskoga percipiranog rizika čini hrvatsko dioničko tržište vrlo privlačnim i domaćim i stranim ulagačima. Valja spomenuti da su se ti trendovi samo nastavili, i još pojačali, početkom 2007. godine. Naime, od kraja 2006. do kraja svibnja 2007. neto imovina otvorenih investicijskih fondova porasla je za 67,5%, pri čemu je neto imovina dioničkih fondova porasla za 182,0%, a neto imovina mješovitih fondova za 62,2%. Istodobno, neto imovina obvezničkih fondova smanjena je za 27,5%, a novčanih za 19,8%. Također, na hrvatskom financijskom tržištu na kraju 2006. godine poslovalo je i 10 otvorenih investicijskih fondova s privatnom ponudom, od kojih je jedan otvoreni investicijski fond rizičnoga kapitala. Njihova imovina iznosila je na kraju 2006. 319,9 mil. kuna.

S 1,4% udjela u financijskom sektoru klasični zatvoreni investicijski fondovi pripadaju skupini manjih financijskih posrednika. Na kraju 2006. tih je posrednika bilo sedam, od kojih su dva bila registrirana kao zatvoreni investicijskih fondovi za nekretnine. Udio Fonda branitelja u imovini svih financijskih posrednika blago je porastao u odnosu na kraj 2005., te je iznosio 0,8%, što znači da se na sve ostale zatvorene investicijske fondove odnosi samo 0,6% imovine financijskog sektora.

Štedno-kreditne zadruge i dalje su najbrojniji posrednici na hrvatskom financijskom tržištu (prema posljednjoj procjeni ima ih 104), a procijenjeni udio njihove imovine u imovini financijskog sektora i nadalje iznosi 0,5%. Budući da ih regulativa EU ne poznaje, štedno-kreditne zadruge u 2007. godini prestat će poslovati. Naime, do sredine svibnja 2007. godine trajao je rok u kojem su ti posrednici morali odlučiti žele li postati štedne banke (i u tom slučaju dokapitalizirati svoj temeljni kapital do razine od 8 mil. kuna), kreditne unije (te nastaviti s poslovanjem po načelu uzajamnosti, tj. odobravati kredite isključivo svojim članovima) ili započeti s dobrovoljnom likvidaci-

Slika 25. Kretanje strukture imovine svih investicijskih fondova (otvorenih, zatvorenih i Fonda branitelja)



jom svoga poslovanja.¹³ Prema preliminarnim podacima čak su 43 štedno-kreditne zadruge odabrale transformaciju u štedne banke, 37 u kreditne unije, a 20 ih je odabralo dobrovoljnu likvidaciju. Nije realno očekivati da će 43 štedno-kreditne zadruge uspjeti provesti samostalnu transformaciju u štedne banke (zbog relativno visokoga potrebnoga kapitala i složenije infrastrukture nužne za obavljanje poslova štedne banke), pa njihovu ambicioznost treba povezati s činjenicom da je rok za transformaciju u štednu banku ipak nešto duži od roka za preoblikovanje u kreditnu uniju što bi moglo rezultirati spajanjima i pripajanjima više takvih institucija u tek nekoliko štednih banaka.

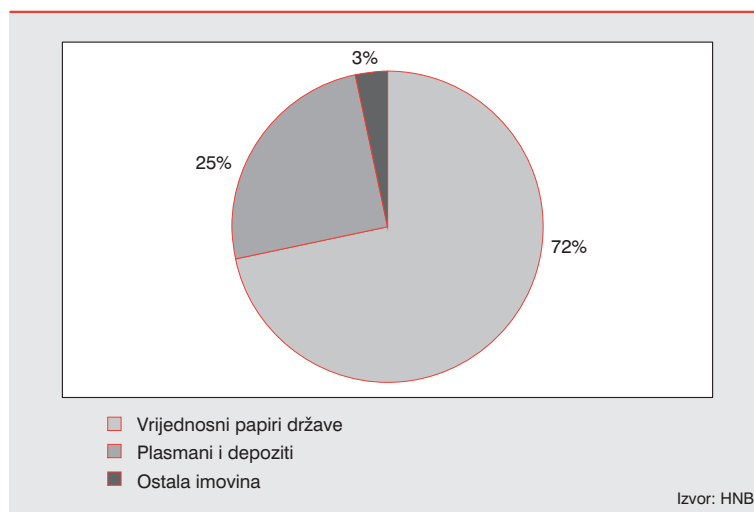
Na kraju 2006. godine stambenih je štedionica bilo 5, jedna više nego na kraju 2005. godine.¹⁴ S obzirom na to da je imovina tih posrednika porasla samo 3,7% (na 6,4 mlrd. kuna), udio tih posrednika u imovini financijskog sektora smanjio se s 1,8% u 2005. na 1,6% u 2006. U strukturi imovine stambenih štedionica i dalje su najznačajniji dugoročni državni vrijednosni papiri, čiji se udio povećao, pa je s 54,4% u 2005. narastao na 66,3% u 2006. Smanjio se udio trezorskih zapisa MF-a (s 12,7% na 5,5%), te plasmana i depozita (s 27,9% na 24,9%). Istodobno, zbog promjena u zakonskom okviru njihova poslovanja, udio kredita stanovništvu u ukupnoj imovini stambenih štedionica u 2006. godini i više se nego udvostručio, te je na kraju prosinca iznosio 20,3%. No, i dalje, zbog ulaganja u državne vrijednosne papire, strukturu ukupnih plasmana i potencijalnih obveza stambenih štedionica na kraju 2006. godine čine velikom većinom plasmani najmanje rizične skupine.

Stambene štedionice objavile su agregatni gubitak za 2006. godinu u iznosu od 63,5 mil. kuna. Ti su posrednici tijekom 2006. godine ostvarili 23,8% prihoda manje nego

13 Nad štedno-kreditnim zadrugama koje se nisu izjasnile MF će pokrenuti postupak prisilne likvidacije.

14 U travnju 2006. počela je poslovati HPB stambena štedionica d.d. Zagreb.

Slika 26. Struktura imovine stambenih štedionica, na dan 31. prosinca 2006.



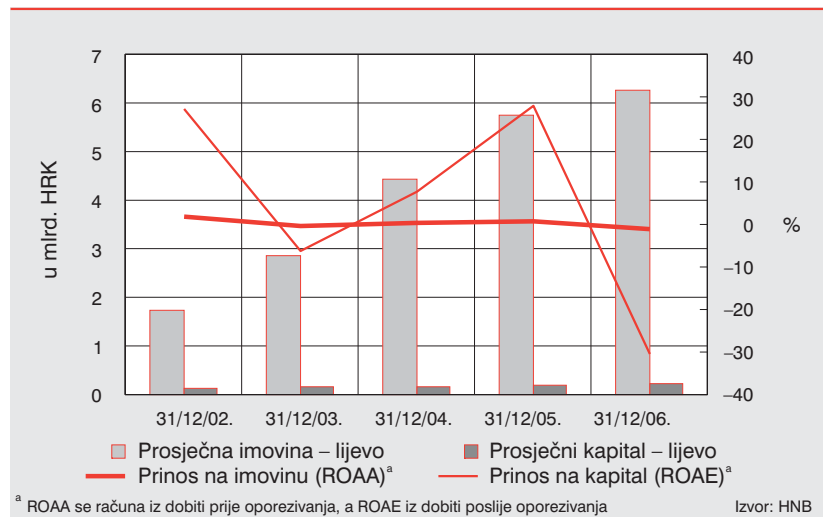
na kraju 2005., dok su im troškovi poslovanja istodobno porasli za 65,0% što je uzrokovalo veliki gubitak iz poslovanja. Stambene štedionice su u 2006. ostvarile i veliki neto gubitak s osnove “imovine koja nosi nekamatne prihode i troškove” u iznosu od 85,3 mil. kuna. Manji dio toga gubitka uzrokovao je porast nekamatnih troškova (za 10,3%), a većinu, tj. 54,5 mil. kuna, usklađivanje vrijednosti imovine kojom se aktivno ne trguje, te gubitak nastao od aktivnosti trgovanja vrijednosnim papirima u iznosu od 20,6 mil. kuna. Naime, zarade stambenih štedionica računovodstveno su vrlo osjetljive na cijene državnih obveznica koje čine velik dio njihove imovine i čije su tržišne vrijednosti u 2006. godini znatno pale. Objavljeni gubitak stambenih štedionica koje su poslovale cijelu 2006. tako je izravna posljedica računovodstvenog raspoređivanja vrijednosnih papira, pa su gubitak ostvarile one stambene štedionice koje su državne obveznice rasporedile u portfelj vrednovan prema fer vrijednosti ili koje su objavile gubitak od trgovanja vrijednosnim papirima.

Dodatna je otežavajuća okolnost poslovanja stambenih štedionica relativno mali opseg poslova koji su zakonom dopušteni tim posrednicima. Osim toga, na njihovo poslovanje odražava se i smanjenje zanimanja građana za stambenu štednju što se već očitovalo slabljenjem rasta depozita, koji su tijekom 2006. porasli za 5,2%, u odnosu na 16,6% tijekom 2005. Tu pojavu valja povezati sa znatnim smanjenjem stope državnih poticajnih sredstava na taj vid štednje s 25% na 15%, odnosno s najviše 1250 kuna na 750 kuna godišnje po osobi, koje je donio Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o stambenoj štednji i državnom poticanju stambene štednje iz 2005. godine, ali i s većom ponudom i povoljnijim uvjetima bankovnih stambenih kredita s aktivne strane. S pasivne strane, iako nisu bliski supstituti, i povećana potražnja građana za ulozima u investicijskim fondovima zasigurno je utjecala na slabljenje njihove potražnje za stambenom štednjom.

U skladu s lošim poslovnim rezultatom, pogoršali su se i financijski pokazatelji poslovanja stambenih štedionica. Prinos na prosječnu imovinu (ROAA) u 2006. smanjen je s 0,9% na -1,0%, ali mnogo je veće smanjenje zabilježeno kod prinosa na prosječni

kapital (ROAE), koji je s 27,9% na kraju 2005. do kraja 2006. smanjen na –30,4%. Vrijedi spomenuti da bi ti pokazatelji bili još slabiji da se njihovi nazivnici (prosječna imovina i prosječni kapital) u 2006. nisu smanjili za 8,8% odnosno za 11,4%.

Slika 27. Imovina, kapital i pokazatelji profitabilnosti stambenih štedionica



9. Tržište kapitala

Najznačajniji događaj na hrvatskom tržištu kapitala u 2006. godini bio je proces preuzimanja hrvatske farmaceutske kompanije Plive d.d., koji je završio njezinom konačnom prodajom američkoj kompaniji Barr Pharmaceuticals Inc. u listopadu, dok je kraj godine obilježio nastavak privatizacije domaće naftne korporacije Ine javnom ponudom njezinih dionica. Zbivanja na tržištu kapitala u 2006. godini znatno su utjecala na njegov razvoj, ali i na kretanja u drugim segmentima hrvatskoga financijskog tržišta. Tako je ukupni promet dionica na obje hrvatske burze u 2006. godini bio više nego dvostruko veći od prometa u prethodnoj godini, uz istodobni znatan porast broja transakcija, a domaći burzovni indeksi dosegli su svoje najviše vrijednosti u povijesti. Pozitivna kretanja zabilježena su i na tržištu dužničkih vrijednosnih papira, na kojem sve značajniju ulogu imaju i vrijednosni papiri trgovačkih društava. Osim tržišta korporacijskih obveznica, u 2006. godini znatno je naraslo i tržište komercijalnih zapisa, koje veća poduzeća sve češće izdaju kako bi kratkoročno pribavila sredstava.

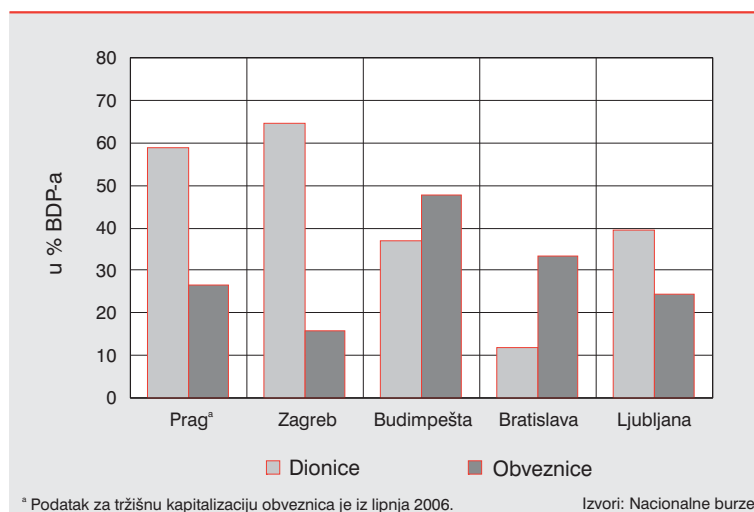
Zbog snažnog rasta njihove imovine utjecaj institucionalnih ulagača na cjelokupno tržište kapitala u 2006. još je više dobio na važnosti, a to se posebno odnosi na mirovinske i investicijske fondove koji generiraju znatan dio potražnje na tržištu domaćih vrijednosnica. Imovina obveznih mirovinskih fondova na kraju 2006. iznosila je 15,9 mlrd. kuna što je za 35,9% više nego na kraju prethodne godine, dok je još veći porast zabilježila imovina otvorenih investicijskih fondova, koja je bila za 81,6% veća nego na kraju 2005., te je iznosila 16,0 mlrd. kuna pa je time prvi put premašila imovinu obveznih mirovinskih fondova.

Tablica 6. Emisije dionica i korporacijskih obveznica inicijalnom javnom ponudom

	Dionice		Korporacijske obveznice ^a	
	Broj emisija	Ukupna vrijednost emisija (u mil. HRK)	Broj emisija	Ukupna vrijednost emisija (u mil. HRK)
2002.	1	11,8	2	215,8
2003.	1	1,2	1	150,0
2004.	2	11,0	4	2637,5
2005.	4	231,0	2	180,7
2006.	0	0	9	2985,0

^a Nisu uključene korporacijske obveznice izdane uz državno jamstvo. Javne ponude evidentiraju se prema datumu rješenja HANFA-e.
Izvor: HANFA

Tijekom 2006. nije odobrena niti jedna emisija dionica inicijalnom javnom ponudom, a od četiri odobrene emisije iz prethodne godine, tri su upisa dionica završena u prvom polugodištu 2006. Za razliku od toga, HANFA je u 2006. godini odobrila javnu ponudu za čak devet izdanja korporacijskih obveznica ukupne vrijednosti veće od 2,9 mlrd. kuna, od čega je u toj godini na burzu uvršteno njih osam. Iako se trgovačka društva sve više okreću tržištu kapitala kao jednom od izvora potrebnih sredstava, njegova uloga u financiranju gospodarstva još je relativno mala. Očekuje se da će se pozitivni trendovi u tom segmentu tržišta kapitala nastaviti, a valja istaknuti da su oni jednim dijelom potaknuti i mjerama središnje banke kojima se ograničava rast plasmana banaka, kao i činjenicom da financiranje vrijednosnim papirima većim trgovačkim društvima omogućava jeftinije, kvalitetnije i fleksibilnije upravljanje dugom te diversifikaciju izvora financiranja.

Slika 28. Tržišna kapitalizacija na kraju 2006.

Snažan rast prometa pratio je i znatan porast tržišne kapitalizacije dionica na Zagrebačkoj burzi, koja se s 35,2% BDP-a na kraju 2005. povećala na čak 64,5% BDP-a na kraju 2006., te se Zagrebačka burza prema tom pokazatelju nalazila ispred svih burza zemalja odabranih za usporedbu. Međutim, unatoč povećanju likvidnosti hrvatskih dionica zbog spomenutih događaja koji su obilježili 2006. godinu, ona je i nadalje među nižima u regiji. Prosječni dnevni promet dionica ostvaren na Zagrebačkoj burzi na kraju prosinca 2006. iznosio je 4,6% BDP-a, što je znatno više nego na kraju 2005.

kad je iznosio 1,9%, ali je istodobno prosječni dnevni promet dionica na Varšavskoj burzi iznosio 43,7% BDP-a, na Budimpeštanskoj burzi 28,3% BDP-a, a na Praškoj burzi 26,1% BDP-a. Manji prosječni dnevni promet dionica u odnosu na BDP zabilježen je samo na Ljubljanskoj i Bratislavskoj burzi.

Tijekom 2006. godine stopa rasta indeksa Zagrebačke burze bila je jedna od najvećih u svijetu u odnosu na prethodnu godinu, te je CROBEX s povećanjem od 60,7% nadmašio rast svih ostalih dioničkih indeksa burza iz zemalja odabranih za usporedbu. No, iako nije rastao po tako visokoj stopi kao CROBEX, snažan rast zabilježio je i indeks Varšavske (41,6%), Ljubljanske (37,9%) odnosno Budimpeštanske (19,5%) burze. Indeks Praške burze je, nakon snažnog rasta u prethodnih nekoliko godina, u 2006. porastao za 7,9%, dok je najslabiji rezultat u usporedbi s prethodnom godinom ostvario indeks Bratislavske burze koji se povećao za samo 0,6%.

Tablica 7. Godišnji prinosi indeksa odabranih burza, u postocima

	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.
Bratislava – SAX	15,9	26,9	83,9	26,5	0,6
Budimpešta – BUX	0,9	30,3	57,2	41,0	19,5
Ljubljana – SBI20	55,2	17,7	24,9	-5,7	37,9
Prag – PX50	16,8	43,1	56,6	42,7	7,9
Varšava – WIG	3,2	44,9	27,9	33,7	41,6
Zagreb – CROBEX	13,3	1,1	32,1	27,6	60,7

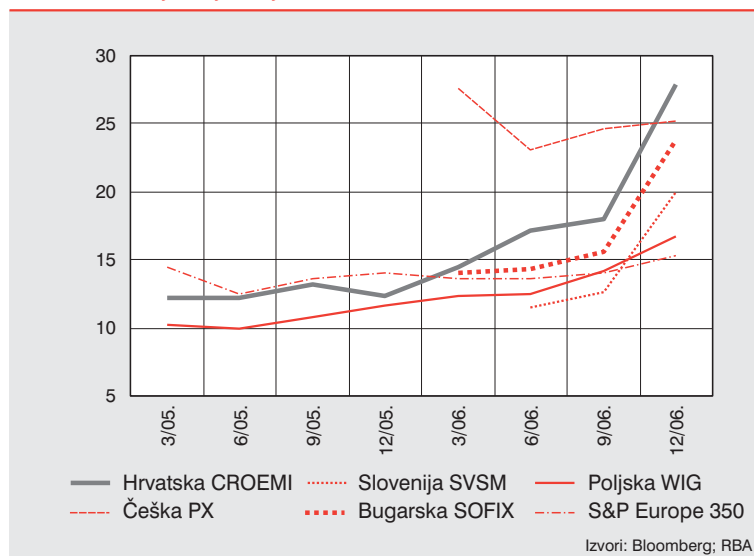
Izvori: Nacionalne burze

Posebno valja istaknuti, a obilježje je većine uspoređenih zemalja u regiji, da snažan rast cijena dionica uglavnom nije pratilo jednako snažno poboljšanje financijskih pokazatelja poslovanja dioničkih društava čije dionice kotiraju na burzi. To se može uočiti iz kretanja omjera cijena dionica i zarada po dionici,¹⁵ koji se u 2006. godini znatno povećao u gotovo svim promatranim zemljama, a na kraju 2006. u Hrvatskoj je za indeks CROEMI¹⁶ iznosio 27,95 i bio je više nego dva puta veći u usporedbi s krajem 2005. Takav snažan rast omjera cijena dionica i zarada po dionici upućuje na vrlo velika očekivanja ulagača od budućih poslovnih rezultata većine dioničkih društava čije dionice kotiraju na promatranim burzama, s obzirom na to da je za indekse koji obuhvaćaju dionička društva iz razvijenih europskih zemalja u 2005. i 2006. godini taj omjer prosječno iznosio 15. Stoga se može pretpostaviti da će u srednjoročnom razdoblju, ako tako visoka očekivanja ne budu opravdana povećanjem zarada po dionici, doći do smanjenja cijena dionica na promatranim tržištima.

15 Omjer cijena i zarada (P/E) kod indeksa CROEMI računa se kao vagana sredina omjera cijena dionica i očekivanih zarada po dionici u promatranoj kalendarskoj godini za dionička društva koja ulaze u sastav indeksa, pri čemu se koriste težine koje te dionice imaju u indeksu.

16 CROEMI (Croatian Equity Market Index), indeks Raiffeisenbank Austria d.d., računa se od 20. svibnja 2003. kao jedini indeks koji je do pripajanja Varaždinske burze Zagrebačkoj pratio kretanje cijena dionica neovisno o tome na kojoj su burzi kotirale jer su sastavnice CROBEX-a i VIN-a bile isključivo dionice koje su kotirale na Zagrebačkoj odnosno na Varaždinskoj burzi. CROEMI je vagan na osnovi tržišne kapitalizacije dionica raspoloživih za trgovanje, pri čemu je težina pojedine dionice ograničena na najviše 15%. Za razliku od CROBEX-a, za koji podaci o kretanju omjera cijena dionica i zarada po dionici iz indeksa postoje tek od rujna 2006., za CROEMI se oni računaju od lipnja 2004. i međusobno su usporedivi, s obzirom na to da se metodologija izračuna CROEMI-a nije mijenjala, za razliku od metodologije izračuna CROBEX-a.

Slika 29. Kretanje omjera cijena i zarada kod odabranih burzovnih indeksa

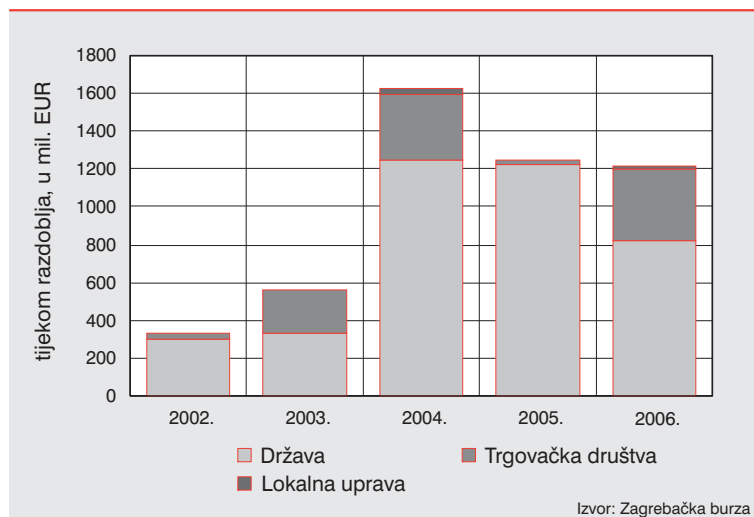


Hrvatsko tržište dužničkih vrijednosnih papira u 2006. godini obilježio je nastavak zaduživanja države na domaćem tržištu izdavanjem obveznica nominiranih u kunama te povećanje zanimanja trgovačkih društava za pribavljanje financijskih sredstava izdavanjem obveznica i komercijalnih zapisa. Osim države i poduzeća, obveznice su izdavali i gradovi, kojima je osnovni cilj bilo prikupljanje sredstava za financiranje infrastrukturnih projekata. U skladu s politikom zaduživanja na domaćem tržištu, država u 2006. na inozemnim tržištima nije izdala niti jednu obveznicu, dok je na domaćem tržištu u veljači 2006. izdala drugu tranšu obveznica prvotno izdane u prosincu 2005. s desetogodišnjim dospijecom nominalne vrijednosti 2 mlrd. kuna, čime je ukupna vrijednost toga izdanja narasla na 5,5 mlrd. kuna. U srpnju 2006. država je izdala obveznicu nominalne vrijednosti 2,5 mlrd. kuna sa sedmogodišnjim dospijecom i kuponskom kamatnom stopom od 4,5%, a ukupna vrijednost toga izdanja povećala se na 4 mlrd. kuna izdavanjem druge tranše u studenome iste godine. Zbog izvršenja jedne korporacijske obveznice, na kraju 2006. na domaćem je tržištu kapitala kotiralo ukupno petnaest korporacijskih obveznica, od čega je čak njih osam izdano tijekom 2006. Valja istaknuti da su sve bile nominirane u kunama, a ukupna nominalna vrijednost novoizdanih obveznica iznosila je 2,7 mlrd. kuna. U istom su razdoblju obveznice lokalne samouprave nominirane u eurima izdali gradovi Rijeka i Split, a njihova je ukupna nominalna vrijednost iznosila 16 mil. EUR. Tako je na domaćem tržištu dužničkih vrijednosnih papira na kraju prosinca 2006. godine kotiralo 30 izdanja obveznica¹⁷ (10 državnih obveznica, 1 obveznica HBOR-a, 4 obveznice lokalne samouprave i 15 korporacijskih obveznica), odnosno 1 državna, 7 korporacijskih i 2 obveznice lokalne samouprave više nego na kraju prosinca 2005. Na kraju 2006. udio korporacijskih obveznica u tržišnoj kapitalizaciji obveznica na domaćem tržištu iznosio je 13,8%, dok je njihova vrijednost u BDP-u iznosila samo 2,2%. Udio tržišne kapitalizacije svih obveznica u BDP-u na Zagrebačkoj burzi povećao se u odnosu na

17 U ovaj broj, kao ni u izračune tržišne kapitalizacije, nisu uključene obveznice Fonda za naknadu oduzete imovine.

prethodnu godinu te je na kraju prosinca 2006. iznosio 15,8% što je i nadalje mnogo manje nego na glavnim burzama uspoređenih zemalja Srednje Europe. Međutim, udio prometa obveznica u BDP-u veći je samo na Bratislavskoj i Praškoj burzi, što potvrđuje veliko zanimanje ulagača za domaće obveznice, koje je usko povezano sa znatnim porastom imovine institucionalnih ulagača na hrvatskom tržištu kapitala.

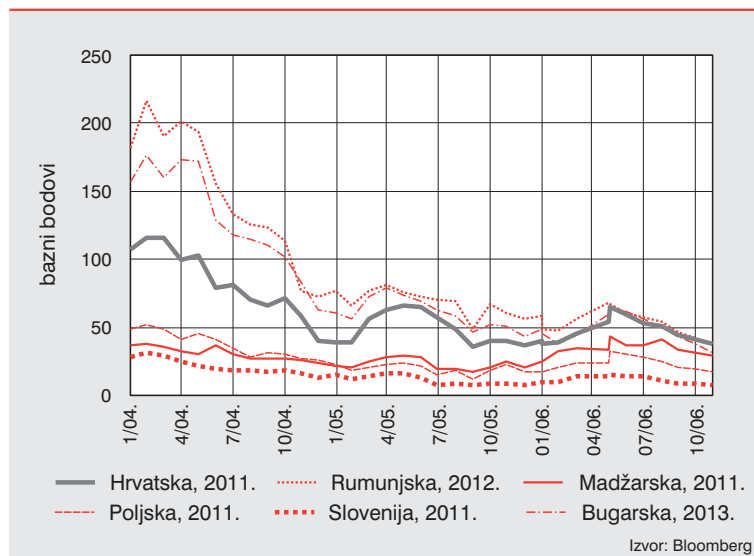
Slika 30. Obveznice izdane na domaćem tržištu



Zbog toga što su u 2006. godini ESB i Fed podigli ključne kamatne stope rasli su zahtijevani prinosi na hrvatske obveznice kao i na obveznice na većini svjetskih tržišta. Zahtijevani prinos na hrvatske euroobveznice rastao je neznatno brže od prinosa na referentne njemačke obveznice, pa se razlika tih prinosa tijekom 2006. blago povećala, s razine od približno 34 bazna boda na kraju 2005. na razinu od otprilike 40 baznih bodova na kraju 2006. Blago povećanje razlike prinosa u odnosu na njemačku referentnu obveznicu zabilježeno je i kod obveznica novih članica EU, osim kod Bugarske i Rumunjske, kod kojih se ta razlika sve više smanjivala kako se približavao konačni datum njihova pristupanja EU. Na kraju prosinca 2006. razlika između prinosa na hrvatsku euroobveznicu s dospijanjem 2011. i prinosa na referentnu njemačku obveznicu bila je jednaka kao i na kraju istog mjeseca prethodne godine, te je iznosila 37 baznih bodova. Istodobno se razlika prinosa između iste takve rumunjske, odnosno bugarske, obveznice i referentne njemačke obveznice smanjila s 56, odnosno 43, bazna boda s kraja prosinca 2005. na 38, odnosno 32, bazna boda na kraju 2006. To je izravna posljedica rasta povjerenja ulagača u te dvije zemlje zbog njihova pristupanja EU, pa je razumno očekivati da će se sličan scenarij ponoviti i s prinosima na hrvatske euroobveznice kako se bude bližio datum ulaska Hrvatske u EU.

Domaće tržište vrijednosnih papira obilježilo je početkom 2007. pripajanje Varaždinske burze Zagrebačkoj, a očekuje se i uvođenje novog sustava trgovanja koji će podržavati trgovinu izvedenim financijskim instrumentima. Znatna utjecaj na tržište kapitala u 2007. trebao bi imati i očekivani početak ulaganja mirovinskih fondova u dionice u kotaciji javnih dioničkih društava na Zagrebačkoj burzi, koji će na taj način dodatno smanjiti svoju izloženost riziku i povećati likvidnost tih dionica. Uz to, na strani ponude kvalitetnih dionica, na tržištu bi se trebale pojaviti dionice nekih trgovačkih društava

Slika 31. Usporedba razlike prinosa između obveznica odabranih zemalja nominiranih u EUR i referentne njemačke obveznice



iz državnog portfelja, a najveći učinak očekuje se od najavljenog nastavka privatizacije T-HT-a u jesen 2007. Očekuje se i da će se za izlazak na burzu odlučiti još neke od vodećih privatnih hrvatskih kompanija. Osim na tržištu vlasničkih vrijednosnih papira, nastavak pojačane aktivnosti trgovačkih društava očekuje se i na tržištu dužničkih vrijednosnih papira, zbog nastavka restriktivnog djelovanja monetarne politike koje će prije svega utjecati na sporiji rast bankovnog financiranja u 2007.

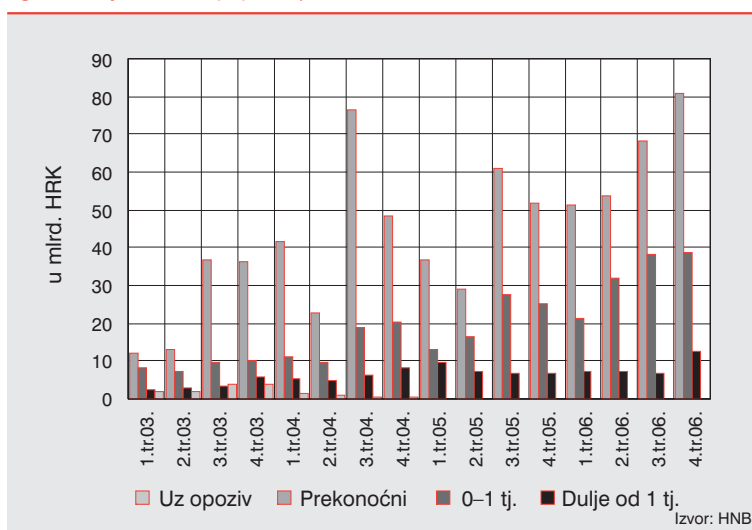
10. Tržište novca

Hrvatsko tržište novca u 2006. godini obilježio je nastavak razdoblja visoke likvidnosti i relativno niskih kamatnih stopa. Takva kretanja bila su podržana deviznim intervencijama središnje banke te je njima likvidnost sustava povećana za 7,3 mlrd. kuna, kao i njezinom siječanjskom odlukom o spuštanju stope obvezne pričuve s 18% na 17%. Jedan od razloga tako visokih deviznih intervencija bio je znatan priljev deviza od prodaje Plive d.d. i od dokapitalizacije nekih većih banaka, te s osnove inozemnog zaduživanja poduzeća i financijskih institucija. Dobru kunsku likvidnost tijekom godine nisu narušili uobičajeni pritisci zbog glavne turističke sezone, kao ni potražnja za kunama zbog kunskih izdanja državnih i korporacijskih obveznica te zbog javne ponude dionica Ine krajem godine. Iako je likvidnost ukupnoga financijskog sustava bila relativno visoka, prosječni prekonoćni promet u izravnoj trgovini novcem među bankama u 2006. godini u prosjeku je bio viši nego tijekom 2005., dok je prosječni plasirani iznos na obratnim repo aukcijama HNB-a iznosio 1,0 mlrd. kuna što je znatno manje nego u 2005.

U ročnoj strukturi kredita na novčanom tržištu i u 2006. godini prevladavali su prekonoćni krediti s ukupnim prometom od 253,6 mlrd. kuna što je povećanje od gotovo

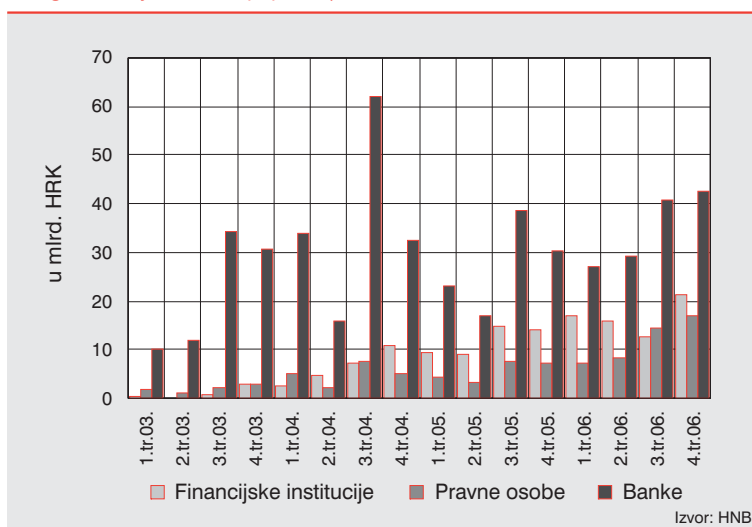
75 mlrd. kuna u odnosu na prethodnu godinu. Međutim, zbog podjednakog porasta prometa kredita na dulje rokove udio prekonočnih u ukupnim kreditima na novčanom tržištu zadržao se na razini iz prethodne godine i iznosio je 61%. Taj relativno maleni udio prekonočnih u ukupnim kreditima na novčanom tržištu može se pripisati visokoj likvidnosti banaka, koja je potaknula sudionike s viškovima sredstava da ih na novčanom tržištu plasiraju i na nešto dulje rokove, a u tom su segmentu u 2006. prevladavali plasmani s dospijecom do jednog tjedna. Trgovanje novcem na rokove dulje od jednog tjedna u 2006. kretalo se na nešto višoj razini u odnosu na 2005., iako se njihov udio u ukupnom prometu na tržištu novca smanjio, dok se kreditima uz mogućnost opoziva gotovo i nije trgovalo.

Slika 32. Ročna struktura prometa na novčanom tržištu (ne uključuje izravnu trgovinu vrijednosnim papirima)



Prema ostvarenom prometu u trgovini depozitnim novcem najvažniji segment tržišta tijekom 2006. bilo je izravno trgovanje među bankama, premda valja istaknuti da je udio prometa s ostalim financijskim institucijama i poduzećima nastavio rasti kao i

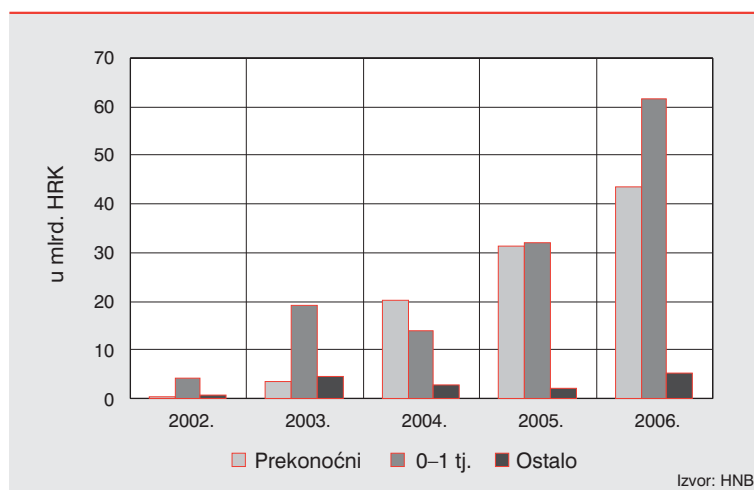
Slika 33. Prekonočni promet u trgovini novcem s bankama (ne uključuje izravnu trgovinu vrijednosnim papirima)



prethodne godine, a visoki prometi u tom segmentu posebno su obilježili drugo polugodište 2006. zbog zbivanja na tržištu vlasničkih vrijednosnih papira. Tako su banke u prekonoćnom trgovanju sudjelovale s 55% što je šest postotnih bodova manje nego u 2005., dok se udio pravnih osoba u odnosu na prethodnu godinu povećao za šest postotnih bodova te je u 2006. iznosio 19%. Udio financijskih institucija u prekonoćnom prometu zadržao se na 26%, tj. na razini iz 2005.

Premda je izravno kreditiranje na domaćem tržištu još uvijek dominantan oblik trgovine novcem, važnost prometa u segmentu repo trgovine vrijednosnim papirima iz godine u godinu sve je veća. Tako se udio repo poslova u ukupnim transakcijama na novčanom tržištu povećao s 23% iz 2005. na 28% u 2006. Najveći porast u odnosu na 2005., i apsolutno i relativno, bilježi se kod repo poslova s dospijećem od jednog tjedna, a slijede prekonoćni repo poslovi. U 2006. najaktivnije su u repo poslovima bile financijske institucije, koje su u ukupnom prometu sudjelovale s 49%, a slijedile su ih pravne osobe s udjelom od 31%, dok je udio banaka iznosio 21%.

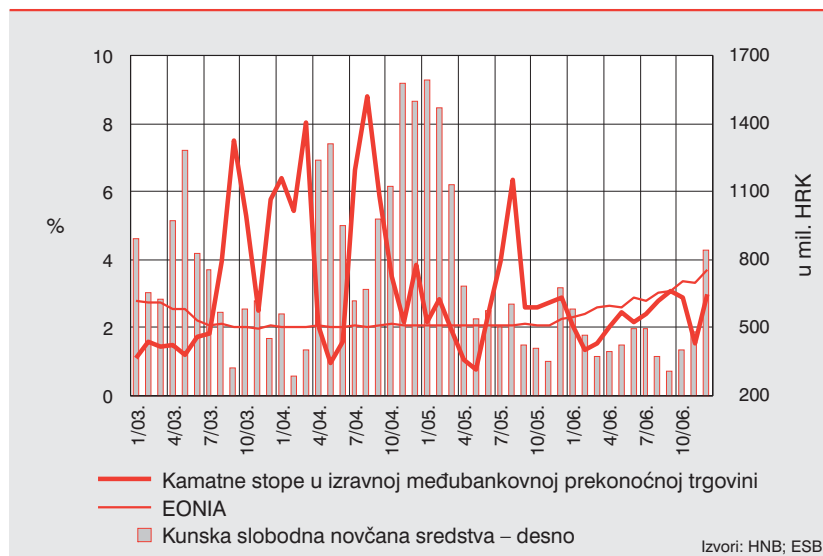
Slika 34. Ročna struktura repo prometa na novčanom tržištu



Osim povećanja prometa, hrvatsko novčano tržište u 2006. godini obilježila je i stabilizacija kamatnih stopa. Naime, u toj su se godini pokazali učinci uvođenja obratnih repo aukcija iz travnja 2005. te dodatnih prilagodbi mjera monetarne politike koje su stupile na snagu u prosincu iste godine, pa je u 2006. zabilježena bitno manja kolebljivost prekonoćne kamatne stope na novčanom tržištu nego prethodnih godina. Međutim, prosječna kamatna stopa u prekonoćnoj međubankovnoj trgovini nije bila tako stabilna kao referentna prekonoćna kamatna stopa za zemlje EMU (EONIA) jer, za razliku od ključne stope ESB-a, kamatna stopa na obratne repo transakcije HNB-a, koja se ustalila na 3,50%, nema ulogu središta uskoga koridora prekonoćnih kamatnih stopa, s obzirom na to da je ovaj koridor u RH postavljen puno šire, između 0,5% i 7,5%.

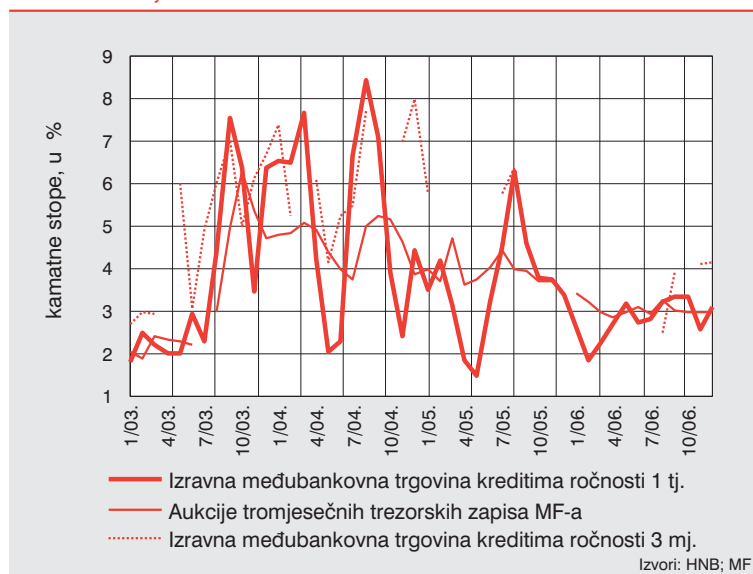
Posljedice visoke likvidnosti na novčanom tržištu tijekom 2006. godine te činjenice da su trezorski zapisi MF-a jedini dopušteni kolateral na obratnim repo aukcijama središnje banke, očitovale su se u nastavku rasta stanja ukupno upisanih trezorskih zapisa MF-a svih dospijeća, te je njihov saldo na kraju prosinca 2006. iznosio 12,3

Slika 35. Prekonoćne kamatne stope i likvidnost banaka



mlrd. kuna. Velika potražnja za trezorskim zapisima istodobno je rezultirala i smanjenjem njihovih prinosa, pa su oni za dospjeća od 91, 182 i 364 dana na kraju 2006. iznosili 3,00%, 3,50% i 3,90%, a to je znatno manje od 3,70%, 4,15% i 4,40% iz studenoga 2005. (u prosincu 2005. nije održana niti jedna aukcija trezorskih zapisa). Referentne kratkoročne kamatne stope na trezorske zapise MF-a s dospjećem od tri mjeseca ustalile su se na razini od približno 3%, s manjim mjesečnim oscilacijama, dok se međubankovnim kreditima ročnosti tri mjeseca uglavnom trgovalo po nešto višim kamatnim stopama.

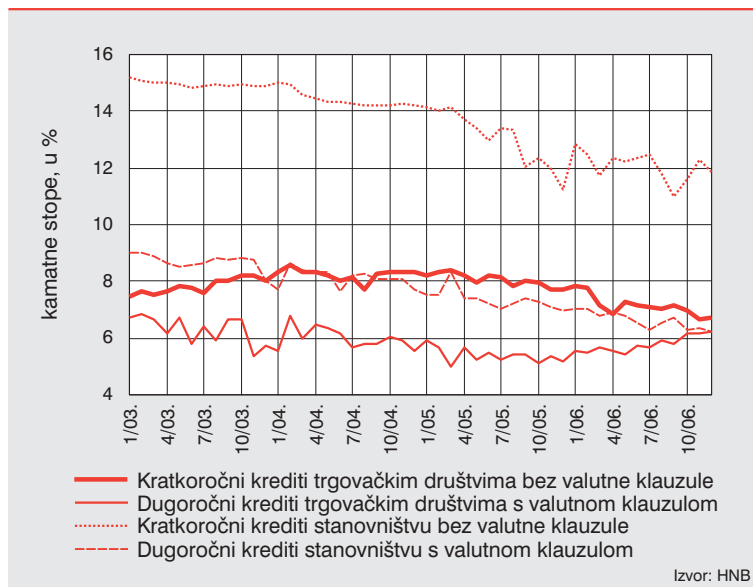
Slika 36. Premija rizika i likvidnosti na novčanom tržištu



Gotovo sve aktivne kamatne stope poslovnih banaka, u uvjetima visoke likvidnosti na novčanom tržištu tijekom cijele 2006. godine, nastavile su trend postupnog smanjivanja. Tako su vagane kamatne stope na kratkoročne i dugoročne kredite stanovništvu na kraju 2006. bile niže nego na kraju 2005., a u istom su se razdoblju smanjivale i vagane kamat-

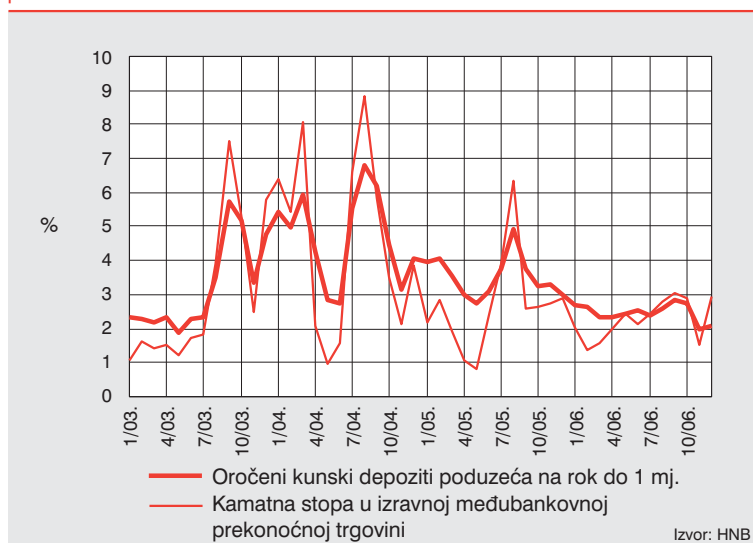
ne stope na kratkoročne kredite trgovačkim društvima. Od takvih kretanja odstupale su jedino vagane kamatne stope na dugoročne kredite trgovačkim društvima, koje su rasle gotovo tijekom cijele godine, ponajviše zbog izravnog utjecaja rasta europskih kamatnih stopa koji je doveo do povećanja kamatnih stopa na one dugoročne kredite poduzećima čija je promjenljiva kamatna stopa ugovorena kao fiksna premija na EURIBOR.

Slika 37. Aktivne kamatne stope poslovnih banaka



S druge strane, pasivne kamatne stope na kratkoročno oročene devizne depozite nastavile su trend rasta, s obzirom na to da su takvi depoziti bankama i nadalje jeftiniji izvor financiranja od inozemne pasive, koja je zbog restriktivnih mjera monetarne politike i zbog rasta europskih kamatnih stopa sve skuplja. Pasivne kamatne stope na oročene kunske depozite, predvođene kamatnim stopama na depozite trgovačkih društava, uglavnom su pratile kretanje kamatnih stopa na novčanom tržištu, te se može uočiti da su i one u 2006. bile manje kolebljive nego prethodnih godina.

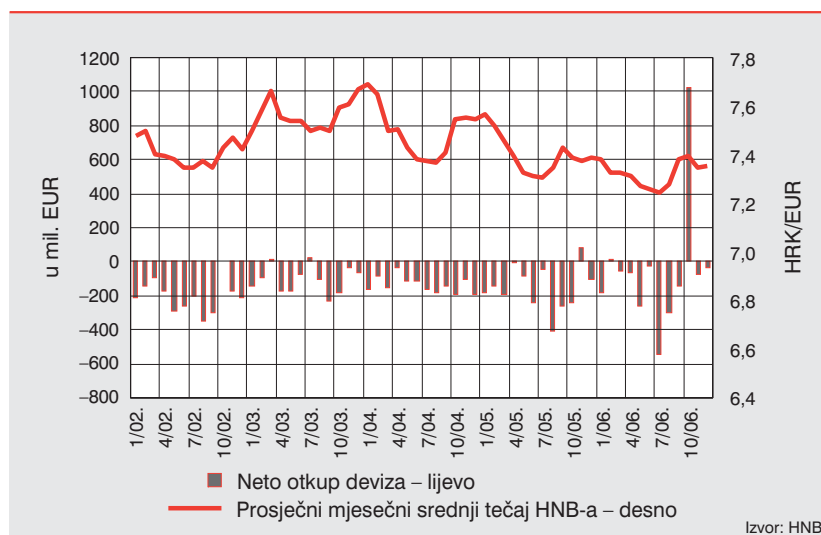
Slika 38. Kamatne stope na prekonoćne kredite i na kratkoročne depozite poduzeća



11. Devizno tržište

Tijekom 2006. godine na domaćem deviznom tržištu nastavljeni su aprecijacijski pritisci na tečaj kune prema euru, koji su većim dijelom obilježili i prethodnu godinu. Razloga je za to bilo mnogo, a svakako valja istaknuti snažan priljev inozemnih izravnih ulaganja u Hrvatsku te povećanu ponudu deviza na tržištu zbog nastavka inozemnog zaduživanja, kod kojeg, uz banke, sve veću ulogu imaju i poduzeća. Snažnoj potražnji za kunama uvelike su pridonijela i zbivanja na domaćem tržištu kapitala zbog preuzimanja Plive d.d. od strane američke farmaceutske kompanije Barr Pharmaceuticals Ltd. i nastavka procesa privatizacije Ine javnom ponudom njezinih dionica, kao i politika zaduživanja države na domaćem tržištu izdavanjem kunskih obveznica te znatan porast broja izdanih korporacijskih vrijednosnih papira također nominiranih u kunama. Isto tako, jačanje domaće valute potaknule su i dokapitalizacije nekih banaka te povrat prve dvije rate državnog duga umirovljenicima.¹⁸ U suprotnom je smjeru djelovala potražnja banaka za devizama radi prilagodbe monetarnoj mjeri održavanja likvidnih deviznih potraživanja u visini 32% deviznih obveza banaka, te potražnja poduzeća uglavnom radi plaćanja robnog uvoza, koji je i u 2006. jako rastao. Radi ublažavanja dominantnih aprecijacijskih pritisaka Hrvatska narodna banka održala je tijekom 2006. ukupno dvanaest¹⁹ deviznih aukcija, od čega je na njih jedanaest otkupljivala eure od banaka, dok je samo na jednoj prodala eure. Tako je HNB deviznim intervencijama u 2006. od banaka neto otkupio ukupno 995,0 mil EUR, odnosno 424,2 mil. EUR više nego u cijeloj 2005. godini. Ako se tome pridoda i izravni otkup 208,9 mil. EUR s osnove priljeva sredstava od prodaje Plive d.d., središnja je banka u 2006. godini neto emitirala 8,8 mlrd. kuna otkupivši pritom 1,2 mlrd. EUR. Tako

Slika 39. Neto otkup deviza preko poslovnih banaka i srednji tečaj HNB-a



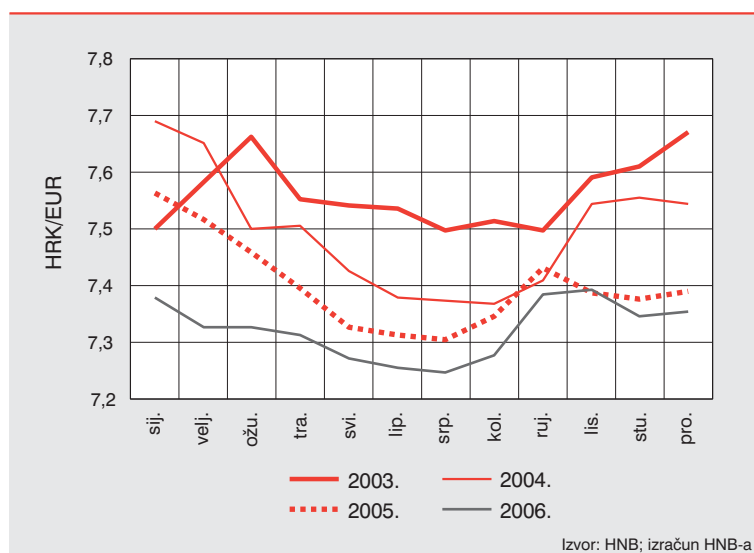
18 Za detalje vidjeti napomenu u poglavlju "Makroekonomska kretanja".

19 Dana 28. prosinca 2006. održana je trinaesta devizna aukcija središnje banke čiji je monetarni učinak zabilježen tek u 2007. godini jer je datum valute bio 2. siječnja 2007. Tom je intervencijom od poslovnih banaka otkupljeno ukupno 177,0 mil. EUR.

visoka kunska likvidnost djelomično je sterilizirana transakcijama kojima je HNB neto prodajom 438,3 mil. EUR državi iz optjecaja povukao 3,2 mlrd. kuna.

Zahvaljujući intervencijama središnje banke i povoljnom makroekonomskom okružju, pritisci na jačanje domaće valute ni u dnevnom ni u duljem razdoblju tijekom 2006. nisu rezultirali znatnijim oscilacijama nominalnog tečaja kune prema euru. Tako se srednji tečaj kune prema euru u 2006. godini kretao između 7,24 i 7,43 HRK/EUR, tj. u rasponu od -1,2% do 1,5% ispod odnosno iznad prosječnoga dnevnog tečaja ostvarenog u 2006. što je nešto uži raspon u usporedbi s prethodnom godinom kad se srednji tečaj kune prema euru kretao između 7,29 i 7,66 HRK/EUR. Prosječna varijabilnost tečaja kune prema euru u 2006. bila je relativno niska i iznosila je 0,08% što je također manje nego u 2005. kad je iznosila 0,11%. Veći dio varijacije tečaja kune prema euru i tijekom 2006. godine bio je povezan sa sezonskim kretanjem tečaja.

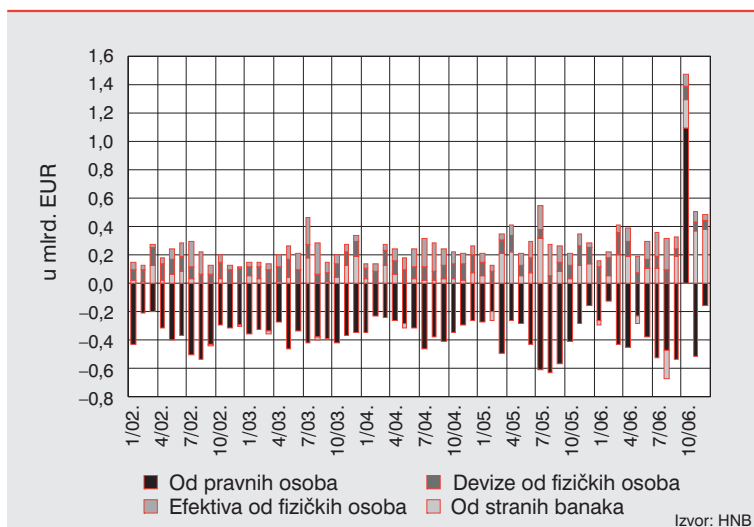
Slika 40. Sezonalnost prosječnoga mjesečnoga srednjeg tečaja HNB-a



Obujam transakcija na hrvatskom deviznom tržištu u 2006. nastavio je rasti, a tome su posebno pridonijele transakcije u drugoj polovini godine. Naime, u prvih šest mjeseci 2006. prosječni mjesečni promet ostvaren u promptnoj (*spot*) trgovini devizama kroz banke iznosio je 5,0 mlrd. EUR, dok je u drugih šest mjeseci iznosio 8,1 mlrd. EUR, pa je prosječni mjesečni promet u cijeloj 2006. bio za 2,3 mlrd. EUR veći nego u 2005. i iznosio je 6,6 mlrd. EUR. Kako je i uobičajeno, najznačajniji neto kupci deviza bile su pravne osobe, premda je u listopadu 2006. prvi put zabilježeno da su one prodale više eura nego što su kupile, što je bila posljedica zbivanja na tržištu kapitala. Fizičke osobe i strane banke uglavnom su bile neto prodavatelji deviza. Budući da su u 2006. na tržištu prevladavali pritisci na jačanje domaće valute, središnja se banka pojavljivala kao kupac deviza, osim iznimno u rujnu kad je prodala eure. I udio vrijednosti ukupnog uvoza robe i usluga u ukupnim promptnim transakcijama, koji je s 33,6% u 2005. pao na 24,5% na kraju 2006., pokazuje da je trgovanje u 2006. više bilo posljedica snažne potražnje za kunama nego potražnje za devizama.

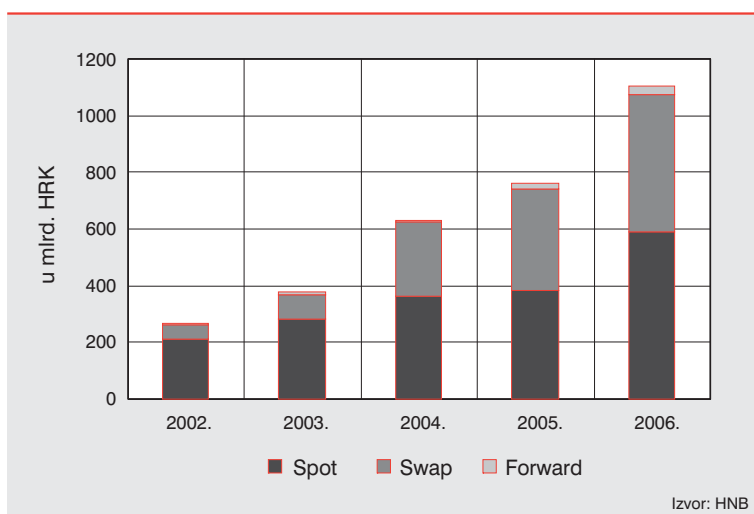
Rast prometa na deviznom tržištu u 2006. godini rezultirao je velikim povećanjem

Slika 41. Vrijednost mjesečnog neto spot otkupa deviza preko banaka



obujma promptnih (*spot*) transakcija od 53%, dok se promet deviznih zamjena (*swap*) povećao za 37%, a najmanji je rast, od 28%, zabilježen kod prometa deviznih terminskih ugovora (*forward*). Tako snažan rast promptnih transakcija zaustavio je trend smanjenja njihova udjela u ukupnoj trgovini devizama iz prethodnih godina, pa se on s 50% iz 2005. povećao na 53% u 2006. U strukturi promptne trgovine domaćih banaka stranom valutom, najveće povećanje u apsolutnom iznosu zabilježeno je u trgovini s drugim domaćim bankama i s pravnim osobama. Zbog najbržeg, relativno gledano, porasta promptne trgovine devizama, udio trgovine deviznim zamjenama domaćih banaka u ukupnoj trgovini devizama, koji se u posljednjih nekoliko godina izrazito povećao, smanjio se u 2006. za tri postotna boda, na 44%, a smanjio se i udio trgovine domaćih banaka deviznim terminskim ugovorima, koji je iznosio manje od 3%. Više od 64% prometa deviznih zamjena domaćih banaka odnosilo se na trgovinu sa stranim bankama, dok je udio trgovine s drugim domaćim bankama i pravnim osobama u ukupnom prometu deviznih zamjena iznosio 18,6% i 16,5%. Iako u porastu,

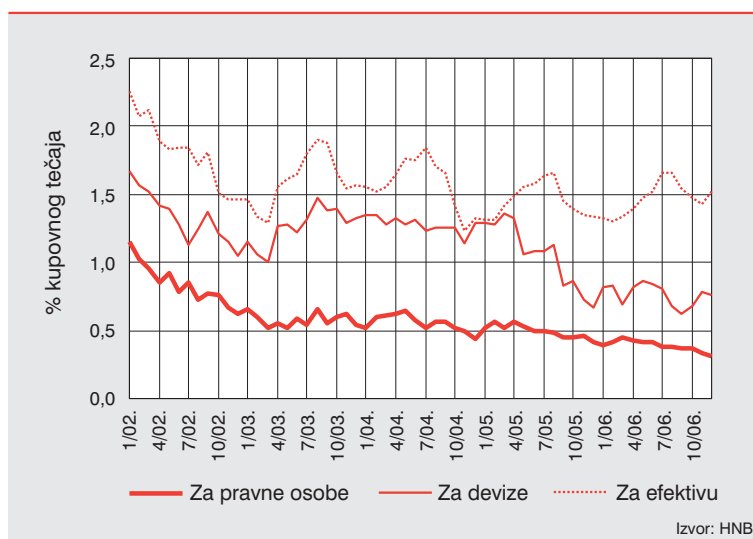
Slika 42. Promet deviza prema vrsti transakcije



trgovanje deviznim terminskim ugovorima na domaćem deviznom tržištu još je zane-marivo, a relativno spori razvoj toga segmenta trgovanja može se pripisati i višegodiš-njoj stabilnosti tečaja kune. Iako domaće banke deviznim terminskim ugovorima naj-više trguju s pravnim osobama, koje su u tom segmentu prometa u 2006. sudjelovale s više od 58%, najveće povećanje zabilježeno je kod trgovine sa stranim bankama, čiji se promet udvostručio u odnosu na prethodnu godinu, te je na kraju 2006. dosegnuo 28% ukupnog prometa deviznim terminskim ugovorima. Prema nekim informacija-ma, taj porast prometa može se pripisati zamjeni kunske pasive s valutnom klauzulom pasivom bez valutne klauzule uz istodobno ugovaranje terminskog tečaja na isti rok.

Nastavak rasta prometa na deviznom tržištu i povećana konkurencija rezultirali su daljnjim smanjenjem marža u segmentima trgovine s pravnim i s fizičkim osobama za devize. Tako se razlika između prodajnog i kupovnog deviznog tečaja u trgovini s pravnim osobama tijekom 2006. godine u odnosu na prethodnu godinu blago smanji-la i u prosjeku je iznosila približno 0,4% kupovnog tečaja, dok je smanjenje prosječne marže u trgovini za devize s fizičkim osobama bilo nešto značajnije što govori poda-tak da je ona s 1,1% u 2005. pala na 0,8% u 2006. Iako je kod trgovine za efektivu prosječna marža u prvoj polovini 2006. iznosila 1,4%, zbog uobičajeno većih marža tijekom ljetnih mjeseci, prosječna marža za cijelu 2006. bila je neznatno viša i iznosila je 1,5%, jednako kao i u 2005.

Slika 43. Razlika između prodajnog i kupovnog prosječnoga mjesečnog tečaja



Tijekom 2006. godine indeks pritiska na devizno tržište, koji prikazuje promjene u međunarodnim pričuvama središnje banke i kretanju tečaja domaće valute, uglavnom se kretao izrazito ispod kritične granice koja bi uputila na poremećaje na deviznom tržištu.

Očekivana nova inozemna izravna ulaganja u Hrvatsku, nastavak dokapitalizacija ba-naka i nova kunska izdanja državnih i korporacijskih vrijednosnih papira mogli bi u 2007. godini dovesti do daljnjih pritisaka na jačanje domaće valute. Njih bi donekle mogle ublažiti nove restriktivne mjere središnje banke za ograničavanje rasta plasma-

na banaka, kojima se nastoji usporiti rast njihova inozemnog zaduživanja u onoj mjeri u kojoj on neće dovesti do povećanja izravnog zaduživanja poduzeća u inozemstvu. Potražnju za eurima poticat će i odluka iz rujna 2006. kojom je proširena osnovica za izračun minimalno potrebnih likvidnih deviznih potraživanja banaka, a u prilog jačanju eura ide i nastavak rasta kamatnih stopa u eurozoni.

12. Institucionalno okružje

U posljednjih nekoliko godina hrvatska financijska regulativa značajno je izmijenjena u smislu usklađivanja s pravnom stečevinom EU. To se usklađivanje nastavilo i u 2006. godini, ali prije pristupanja Hrvatske EU tek predstoje značajne izmjene financijske regulative. Početkom 2006. započela je primjena Zakona o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga (HANFA), a ta je agencija objedinila poslove bivše Komisije za vrijednosne papire, Hagene i Direkcije za nadzor društava za osiguranje. Radi boljeg nadzora financijskog sektora nužno je jačanje suradnje između HANFA-e i HNB-a. Imajući na umu važnost te suradnje, spomenute institucije sklopile su Sporazum o suradnji, a naknadno je osnovan i Odbor za operativni nadzor financijskog sektora. Nakon opsežnih priprema HANFA bi trebala u potpunosti preuzeti i statistiku investicijskih i mirovinskih fondova, osiguravatelja te društava za lizing.

Krajem 2006. donesen je i Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o tržištu vrijednosnih papira, kojim su uklonjene neke neusklađenosti s direktivama EU. Te izmjene i dopune uglavnom se odnose na uvjete poslovanja društava ovlaštenih za trgovinu vrijednosnim papirima i uređenih javnih financijskih tržišta, na zaštitu ulagača, na transparentnost tržišta, te na mogućnost obavljanja poslova s izvedenicama. Potpuno usklađenje s pravnom stečevinom EU postići će se ipak tek donošenjem novog zakona o tržištu vrijednosnih papira, što je predviđeno za 2008. godinu, a nacrt zakona kao i podzakonsku regulativu pripremit će HANFA. Na temelju toga novog zakona u Hrvatskoj bi prvi put trebala biti uspostavljena potpuna shema osiguranja ulagača u okviru Središnje depozitarne agencije. Novi će zakon regulirati i osjetljivo područje obveze javne objave informacija, ali i iznimke od obveze izrade prospekta kod izdavanja vrijednosnih papira, uključivanje sažetka u prospekt te rokove u kojima HANFA odobrava prospekt. Donošenjem novog zakona o tržištu vrijednosnih papira uklonit će se i preostale neusklađenosti koje se odnose na investicijsko savjetovanje i sankcioniranje manipuliranja tržištem.

Zakon o leasingu također je donesen krajem godine što znači da je ovaj financijski posao postao u cijelosti zakonski reguliran. Zakon propisuje uvjete za osnivanje, poslovanje i prestanak rada društava za lizing, ugovaranje poslova lizinga te prava i obveze strana u poslovima lizinga. Također uređeno je i financijsko izvještavanje društava za lizing, nadzor nad njihovim poslovanjem te njihovo upravljanje rizicima. Međutim, već nekoliko mjeseci nakon njegova donošenja, Zakon o leasingu doživio je kritike znanstvene i stručne javnosti koja naglašava više slabosti ovog zakona, koje bi mogle

utjecati na to da se donesu njegove izmjene i dopune u budućnosti. Tako na primjer, Zakon o leasingu određuje da predmet lizinga može biti pokretna ili nepokretna stvar s pozivom na Zakon o vlasništvu, pa eliminira poslove s nematerijalnim dobrima (npr. lizing računalnih aplikacija). Osim toga, zakon određuje da temeljni kapital društava za lizing mora iznositi milijun kuna, što je mali iznos za financijsku instituciju koja se bavi financijskim lizingom, a velik za instituciju koja se bavi davanjem svoje imovine u zakup (operativni lizing). No, najveće zamjerke novom zakonu ipak su računovodstvene prirode. Naime, Zakon o leasingu nije u potpunosti usklađen s MRS-om 17, pa će knjigovođe, računovođe i revizori morati birati hoće li primjenjivati odredbe Zakona o leasingu ili MRS 17, s obzirom na to da je primjena MRS-a 17 propisana vrijedećim Zakonom o računovodstvu. Osim toga, pojam lizinga u samom je zakonu izrazito usko definiran, što se pogotovo odnosi na financijski lizing, koji je u zakonu definiran uže nego u MRS-u 17. To znači da će se učinci nekih oblika financijskog lizinga koji u zakonu nisu navedeni morati računovodstveno iskazati kao učinci operativnog lizinga, iako to nisu ni stvarno ni prema MRS-u 17.

Što se tiče kreditnih institucija, važno je spomenuti da je Zakon o bankama iz 2002. bio velikim djelom usklađen s pravnom stečevinom EU, ali usklađivanje s novom Direktivom o osnivanju i poslovanju kreditnih institucija provest će se donošenjem Zakona o kreditnim institucijama, što se očekuje u 2008. godini, a koji bi trebao stupiti na snagu početkom 2009. godine. Kreditne institucije u sklopu toga zakona bit će definirane kao tvrtke čije se poslovanje odnosi na: primanje depozita i drugih otplativih sredstava koja se prikupljaju od javnosti, odobravanje kredita za vlastiti račun ili/i izdavanje elektroničkog novca. Problem neusklađenosti poslovanja štedno-kreditnih zadruga s tom regulativom privremeno je riješen krajem 2006. donošenjem Zakona o kreditnim unijama, te izmjenama i dopunama aktualnog Zakona o bankama. Do sredine svibnja 2007. štedno-kreditne zadruge morale su odlučiti žele li nastaviti poslovanje s bitno ograničenim rasponom usluga kao kreditne unije, a u skladu sa Zakonom o kreditnim unijama, ili povećati kapital i uskladiti svoje poslovanje s određenim bonitetnim uvjetima te nastaviti poslovati kao štedne banke, što je regulirano odredbama Zakona o izmjenama i dopunama Zakona o bankama koje će biti na snazi do donošenja Zakona o kreditnim institucijama. Nadzor nad poslovanjem spomenutih institucija provodit će HNB. Poslovanje institucija elektroničkog novca biti će regulirano Zakonom o institucijama elektroničkog novca, čije se donošenje očekuje tijekom 2008. godine.

Krajem 2006. godine donesen je i Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o Hrvatskoj narodnoj banci. Te izmjene uglavnom se odnose na usklađivanje rada središnje banke s načinom na koji središnje banke djeluju u EU, odnosno EMU, pa se tako većina njih ne primjenjuje odmah nego će se primjenjivati od dana pristupanja EU ili od dana uvođenje eura kao zakonitog platnog sredstva u Hrvatskoj. Odredba koja se primjenjuje odmah je ona po kojoj HNB dva puta godišnje izvještava Hrvatski sabor o financijskom stanju, stupnju ostvarenja stabilnosti cijena i provedbi monetarne politike. Nakon pristupanja EU Savjet HNB-a sastojat će se od devet zaposlenika HNB-a – guvernera i osam viceguvernera – a danom pristupanja EU završit će mandat svim tada aktualnim vanjskim članovima Savjeta. Izmjenama je definiran i položaj HNB-a

nakon integracije u ESSB i ESB, te njegovi ciljevi nakon uvođenja eura kao novčane jedinice Republike Hrvatske.

U svibnju 2007. godine, gotovo sve banke osnivači HROK-a (Hrvatskog registra obveza po kreditima) počeli su se služiti izvješćima o kreditnom zaduženju svojih klijenata. Registar sadrži podatke o 2,5 milijuna bankovnih klijenata, korisnika kredita i jamaca, kao i podatke o 6,5 milijuna aktualnih kreditnih odnosa. Pet velikih banaka do sada je isticalo isključivo pozitivna iskustva s funkcioniranjem HROK-a, a do sada nisu zabilježeni ni prigovori građana u vezi s točnošću izvješća koja se odnose na njihovu zaduženost. Osim toga bilo je relativno malo građana koji su odbili dati pristanak da se za njih izradi izvješće. U registru se nalaze i podaci o kreditima odobrenim preko kartica, ali samo ako je karticu izdala banka. To znači da se, iako u Hrvatskoj trenutačno ne postoje nezavisni kartičari (već su svi u vlasništvu banaka), podaci o kreditima primljenim od eventualnih budućih nezavisnih kartičara ne bi nalazili u registru kreditnih obveza. Taj bi propust mogla riješiti nova zakonska regulativa o kartičnom poslovanju i kreditiranju preko kartica koja je u pripremi. To je u skladu sa stavom HNB-a da bi trebalo voditi računa i o tom obliku zaduživanja, a pogotovo uzme li se u obzir da su odobreni bankovni krediti s osnove kreditnih kartica na kraju 2006. godine iznosili 3,8 mlrd. kuna ili 2,0% ukupno odobrenih kredita.

Doprinos transparentnosti hrvatskoga financijskog tržišta očekuje se i od projekta sređivanja zemljišnih knjiga, koji napreduje prema planu, a javnom kampanjom "Uređena zemlja" nastoji se građane motivirati da i sami vode računa o ažurnosti i točnosti podataka u svojim zemljišnim knjigama. U svibnju 2007. potpisan je ugovor o razvoju i uvođenju Zajedničkoga informacijskog sustava zemljišnih knjiga i katastra, koji bi trebao osigurati komunikaciju s korisnicima te ovlaštenim stručnim osobama na daljinu.

U sljedeće dvije do tri godine očekuje se još intenzivnija prilagodba hrvatske financijske regulative pravnoj stečevini EU. Tako je nacrt Zakona o sekuritizaciji dovršen i uskoro bi se trebao uputiti u službenu proceduru, pa bi plan prema kojemu bi ovaj zakon trebao stupiti na snagu 1. siječnja 2008. mogao biti ostvaren. Iako su mišljenja o budućem utjecaju sekuritizacije na dinamiku i razinu inozemnog duga zemlje i nadalje podijeljena, nedvojbeno je da će ona pozitivno utjecati na daljnji razvoj hrvatskog tržišta kapitala. Pozitivan utjecaj na razvoj hrvatskog tržišta kapitala očekuju se i od izmjena Zakona o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima, kojima će se vjerojatno liberalizirati ulagačka politika mirovinskih fondova, ukinuti propis o minimalnom broju članova mirovinskog fonda te liberalizirati prelazak iz jednog fonda u drugi. Istodobno, usklađivanje s propisima EU na području životnoga i neživotnog osiguranja, koje se odnosi na osnivanje i poslovanje društava za osiguranje, odvajanje životnoga od neživotnog osiguranja, te na izvješćivanje i reviziju, uglavnom su prenesena u važeći Zakon o osiguranju, ali potpuna usklađenost, uključujući odredbe o pokriću tehničkih pričuva, bit će postignuta izmjenama Zakona o osiguranju koje se očekuju tijekom 2008.

Zbog približavanja datuma ulaska Hrvatske u EU raste potreba za kvalitetnijim priprema cjelokupnog sustava domaćega platnog prometa za uključivanje u Jedinствену

platnu eurozonu (*Single Euro Payment Area*, SEPA). Kako bi se ta prilagodba olakšala, između HNB-a i banaka dogovorena je trajna razmjena informacija koje se odnose na SEPA-u. Također, na posljednjoj je sjednici Nacionalnog odbora za platni promet izmijenjeno i njegovo područje rada, pa tako, uz domaći platni promet, u djelokrug toga odbora od ožujka 2007. ide i platni promet s inozemstvom. Vrijedi spomenuti da se u sklopu tih aktivnosti priprema i novi Zakon o platnim sustavima, koji bi trebao biti donesen do kraja 2008. godine.

Problematika financijskog zaloga, koju sada uređuje nekoliko propisa (što stvara određene probleme pravne prirode), zbog jednostavnosti transponiranja odredaba zakonodavstva EU i olakšavanja buduće primjene, riješit će se tijekom 2007. godine donošenjem jedinstvenog Zakona o financijskom zalogu, a postojeće propise vezane uz osiguranje depozita Hrvatska bi trebala uskladiti s Direktivom o programima osiguranja depozita donošenjem novog Zakona o osiguranju depozita tijekom 2008. godine. Naime, postojeći *ex ante* sustav osiguranja depozita ne pokriva depozite pravnih osoba, ne postoje pravila za određivanje potraživanja deponenata prema banci ni definicije zajedničkih računa i osiguranog pokrića s osnove zajedničkih računa. Također, procedure koje se odnose na reorganizaciju i likvidaciju banaka sada su propisane odredbama Zakona o bankama, Stečajnog zakona, Zakona o trgovačkim društvima i Zakona o rješavanju sukoba zakona s propisima drugih zemalja u određenim odnosima. Tijekom 2008. trebao bi biti donesen poseban Zakon o reorganizaciji i likvidaciji financijskih institucija, kojim bi se mnogo preciznije uredilo postupanje u slučajevima likvidacije kreditnih institucija, financijskih institucija, društava za osiguranje i investicijskih tvrtki. U Hrvatskoj ne postoji ni zakonodavni okvir koji bi regulirao nadzor financijskih konglomerata (iako Zakon o osiguranju i Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga sadržavaju određene odredbe vezane za suradnju i razmjenu informacija domaćih i inozemnih nadzornih tijela). To bi pitanje trebalo biti riješeno tijekom 2008. donošenjem posebnog Zakona o financijskim konglomeratima.

13. Bankarski sektor²⁰

Banke su se u 2006. godini agresivnije natjecale za udjele na tržištu kredita nego u prethodnoj godini kad su pod utjecajem najavljenih mjera središnje banke poslovale opreznije. Kreditni rast u 2006. dosegao je 24% uz porast depozitne baze od samo 18%, pa su se banke dodatno financirale kreditima od nerezidenata, ali i svježim kapitalom, što prethodnih godina nije bio slučaj. Nastavak tržišne utakmice doveo je do sužavanja kamatnog raspona s obzirom na to da su pasivne kamatne stope rasle pod utjecajem rasta europskih kamatnih stopa, dok se aktivne kamatne stope zbog pritiska

20 Svi pokazatelji izračunati su na osnovi nekonsolidiranih podataka banaka. Kod pokazatelja koji u nazivniku imaju stavku "imovina" ili "kapital" uzeta je prosječna imovina, odnosno prosječni kapital, u posljednjih godinu dana: pola iznosa na početku razdoblja i pola iznosa na kraju razdoblja. Podaci ne uključuju banke u likvidaciji. Zbog navedenih specifičnosti korištene metodologije neke se vrijednosti pokazatelja mogu razlikovati od vrijednosti sličnih pokazatelja u drugim publikacijama HNB-a.

konkurencije nisu povećale. Tako su manje marže, uz veliki porast imovine i kapitala banaka, dovele do pogoršanja agregatnih pokazatelja profitabilnosti banaka u 2006.

Izuzetno velik utjecaj na poslovanje banaka u 2006. godini imale su i izmjene regulative, prije svega, bonitetne. Zbog potrebe kvantificiranja i praćenja valutno induciranoga kreditnog rizika (VIKR), te usklađivanja s revidiranim standardima iz MRS-a i MSFI-a izmijenjeno je više bonitetnih propisa. Tim izmjenama povećani su postojeći ponderi rizika za potraživanja u stranoj valuti ili s valutnom klauzulom od dužnika s neusklađenom deviznom pozicijom. Izmijenjeni su i propisi koji se odnose na izračun otvorene valutne pozicije banaka i uvjeta korištenja internih modela za izračun vrijednosti knjige opcija.

Značajan utjecaj na poslovanje banaka u 2006. godini imale su i mjere monetarne politike. S ciljem zaustavljanja rasta inozemnih obveza banaka u prvom polugodištu 2006. povećana je stopa granične obvezne pričuve i uvedena je posebna obvezna pričuva na obveze s osnove izdanih vrijednosnih papira po istoj stopi kao i granična obvezna pričuva. Značajne su promjene uvedene i uključivanjem depozita s valutnom klauzulom u osnovicu za izračun obveze održavanja minimalne devizne likvidnosti (u iznosu od 32% deviznih obveza banaka) u drugom polugodištu 2006. Na samom kraju 2006. donesena je i Odluka o upisu obveznih blagajničkih zapisa Hrvatske narodne banke s ciljem ograničavanja godišnjeg rasta plasmana banaka na 12% tijekom 2007. godine.

Na hrvatskom su tržištu na kraju 2006. poslovale 33 banke. Male banke bile su i dalje najbrojnije (23), a broj srednjih (4) i velikih (6) banaka nije se promijenio još od 2004.²¹ Najveći rast imovine u 2006. ostvarile su banke srednje veličine (približno 35%) što je dovelo do povećanja njihova tržišnog udjela s 10,4% na 12,0%.²² Udio imovine malih banaka ostao je praktički nepromijenjen, a udio imovine velikih banaka u imovini bankarskog sektora zadržao se iznad 80%. Udio imovine dvije najveće banke u imovini bankarskog sektora na kraju 2006. godine iznosio je 42,0%.

Glede vlasničke strukture, broj banaka u većinskom domaćem vlasništvu u 2006. smanjio se s 20 na 18, a broj banaka u većinskom stranom vlasništvu povećao se s 14 na 15. Pritom su banke u većinskom stranom vlasništvu kontrolirale 90,8% imovine bankarskog sektora. Također, vrijedi spomenuti da su sve velike banke i tri od četiri srednje banke bile u vlasništvu stranih dioničara, a najveći dio imovine bankarskog sektora (približno 44%) i u 2006. kontrolirali su talijanski dioničari.²³

21 Banke su prema udjelu svoje aktive u ukupnoj aktivi bankarskog sektora razvrstane u tri skupine: male banke (s udjelom manjim od 1%), srednje banke (s udjelom u aktivi većim od 1% i manjim od 5%) te velike banke (s udjelom preko 5%).

22 Tijekom 2006. Hrvatska poštanska banka povećala je svoj udio u ukupnoj imovini bankarskog sektora s 2,8% na 3,7%. To se dogodilo prije svega zbog isplate prve rate državnog duga tzv. starim umirovljenicima. Naime, sredstva potrebna za otkup potraživanja od povezanog poduzeća HPB Investa, koje je bilo zaduženo za isplatu toga duga, prikupljena su repo kreditom HNB-a. Rezultat od 1,2 mlrd. kuna u kreditnom portfelju banke zabilježen je kao povećanje potraživanja od države, odnosno na strani obveza kao povećanje primljenih kratkoročnih kredita.

23 Jedna velika banka tijekom 2006. godine promijenila je vlasnika (austrijskoga u francuskoga). To je uzrokovalo znatno smanjenje udjela banaka s većinskim stranim vlasnikom iz Austrije u 2006. (s 43% na 35%).

Tablica 8. Osnovni podaci o poslovnim bankama u Hrvatskoj, u milijunima kuna i postocima

	31.12.2002.	31.12.2003.	31.12.2004.	31.12.2005.	31.12.2006.	Promjena 31.12.06./31.12.05.	
						Iznos	Postotak
Broj banaka	46	41	37	34	33	-1	-3
Imovina (Aktiva)	174.139	204.043	229.305	260.278	304.874	44.597	17
Gotovina, depoziti i zapisi MF-a i HNB-a	51.651	67.010	71.823	73.064	83.698	10.634	15
Trgovački i investicijski portfelj	21.094	18.241	24.036	26.314	24.177	-2.137	-8
Kreditni portfelj	92.293	110.052	125.202	151.960	187.785	35.826	24
Ostala imovina	9.102	8.740	8.244	8.940	9.214	274	3
Obveze i kapital (Pasiva)	174.139	204.043	229.305	260.278	304.874	44.597	17
Kratkoročne obveze	52.893	57.174	59.642	70.860	81.613	10.753	15
Dugoročne obveze	95.181	118.809	139.001	154.314	179.785	25.471	17
Podređeni i hibridni inst. i ost. obv.	9.557	9.977	10.980	11.660	12.115	455	4
Kapital	16.509	18.083	19.681	23.443	31.361	7.918	34

Izvor: HNB

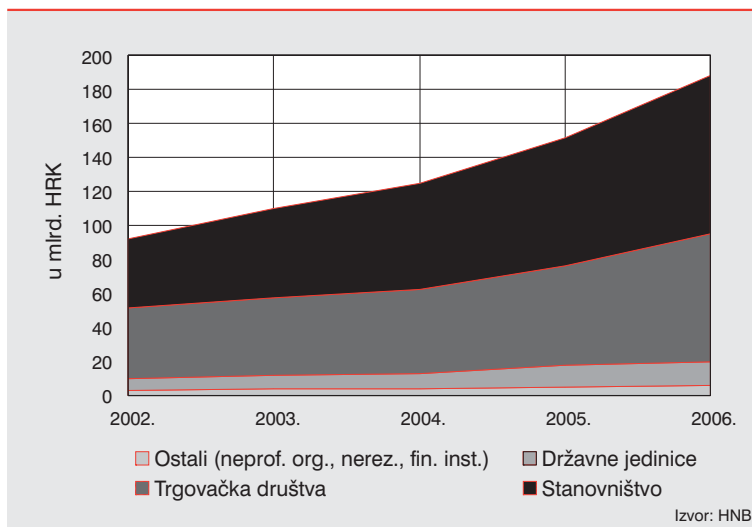
Na kraju prosinca 2006. godine ukupna je imovina bankarskog sektora iznosila 304,9 mlrd. kuna što je 17,1% više nego na kraju prosinca 2005. Gotovo polovina ukupnog povećanja imovine svih banaka tijekom 2006. dogodila se u prosincu što se može pripisati pripremama banaka za primjenu odluke o upisu obveznih blagajničkih zapisa Hrvatske narodne banke na godišnji rast plasmana viši od 12% tijekom 2007. godine. Tako su banke na samom kraju godine povećale osnovicu za izračun svojega kreditnog rasta tijekom 2007. godine. Najznačajniji godišnji porast aktivnih stavki zabilježen je kod kredita odobrenih stanovništvu i trgovačkim društvima (zajedno 33,4 mlrd. kuna ili 93% ukupnog povećanja kreditnog portfelja), pri čemu se polovina toga porasta dogodila na samom kraju godine. Depoziti kod HNB-a porasli su u 2006. godini za 15% odnosno za 6,1 mlrd. kuna, prije svega zbog povećanog iznosa izdvojene granične obvezne pričuve nakon proširenja osnovice za njezin obračun. Istodobno, depoziti kod bankarskih institucija porasli su 12% odnosno za 2,8 mlrd. kuna, što se može objasniti primjenom Odluke o minimalno potrebnim deviznim potraživanjima, kojom je osnovica za obračun obvezne pokrivenosti deviznih obveza banaka likvidnim deviznim potraživanjima proširena i na kunske obveze ugovorene uz valutnu klauzulu.

Na pasivnoj strani bilance banaka najznačajniji porast, u apsolutnom iznosu, ostvarili su depoziti (31,2 mlrd. kuna odnosno 18%), pri čemu se više od 70% toga porasta odnosilo na oročene depozite. Značajan je bio i porast primljenih kredita (3,6 mlrd. kuna ili 9,9%, od čega polovina pripada porastu kratkoročnih, a polovina porastu dugoročnih kredita), a najznačajniji je relativni porast od 34% odnosno 7,9 mlrd. kuna zabilježen kod kapitala banaka, pri čemu se porast od 5,1 mlrd. kuna odnosio na dionički kapital. Naime, zbog nekoliko novih bonitetnih mjera središnje banke banke su bile prisiljene iskazati veću ukupnu izloženost rizicima što ih je prisililo da povećaju svoj jamstveni kapital kako bi zadržale zadovoljavajuću stopu adekvatnosti kapitala. Osim toga, neke su banke povećale kapital i radi lakšega daljnjeg natjecanja za tržišni udio.

Na kraju 2006. udio kredita u imovini banaka u Hrvatskoj iznosio je 61,7% što odgovara najvišim udjelima među bankarskim sektorima u EU-25. Budući da se njihov udio praktički nije mijenjao, u strukturi kredita i nadalje su najviše zastuplje-

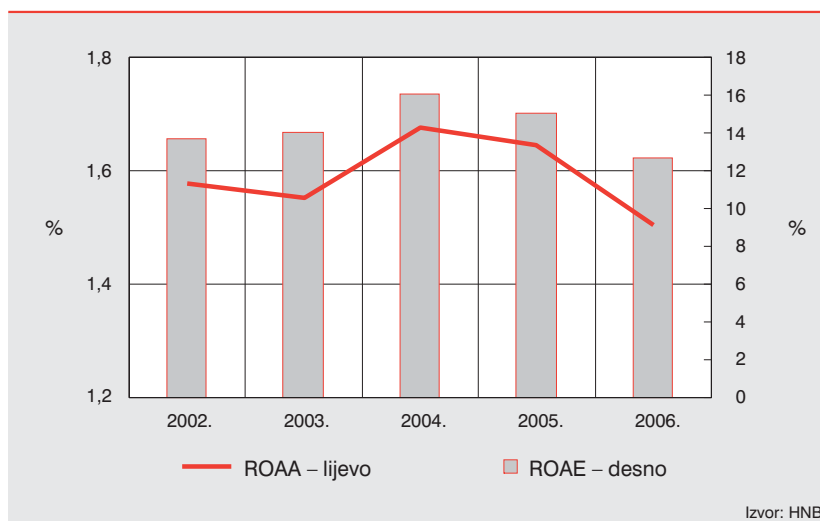
ni krediti stanovništvu (49,2%), pri čemu se 39,5% tih kredita odnosi na stambene kredite. Udio kredita trgovačkim društvima blago je porastao, te je iznosio 39,9%, a udio kredita financijskim institucijama nešto je smanjen, te je iznosio 2,1%. Istodobno, udio kredita državnim jedinicama smanjio se, te je iznosio 7,7% (8,4% na kraju 2005.). Promatramo li po valutama, 71,7% ukupnih kredita banaka na kraju 2006. odobreni su u stranoj valuti ili su indeksirani uz stranu valutu. Udio eurskih kredita i kredita indeksiranih uz euro u ukupnim kreditima iznosio je 53,7%, a isti je udio za švicarski franak iznosio 15,0%, a za sve ostale strane valute zajedno 3,0%.

Slika 44. Struktura kreditnog portfelja banaka prema sektoru dužnika, na kraju razdoblja



Tijekom 2006. niti jedna banka nije ostvarila računovodstveni gubitak u poslovanju, a dobit svih banaka prije oporezivanja porasla je za 5,6% (dobit poslije oporezivanja za 7,3%) u odnosu na 2005. godinu. Budući da je imovina banaka rasla otprilike tri puta brže od dobiti prije poreza, došlo je do smanjenja godišnjeg prinosa na prosječnu imovinu hrvatskih banaka s 1,65% na 1,51%. Istodobno, godišnji prinos na prosječni

Slika 45. Prinos na imovinu i kapital banaka

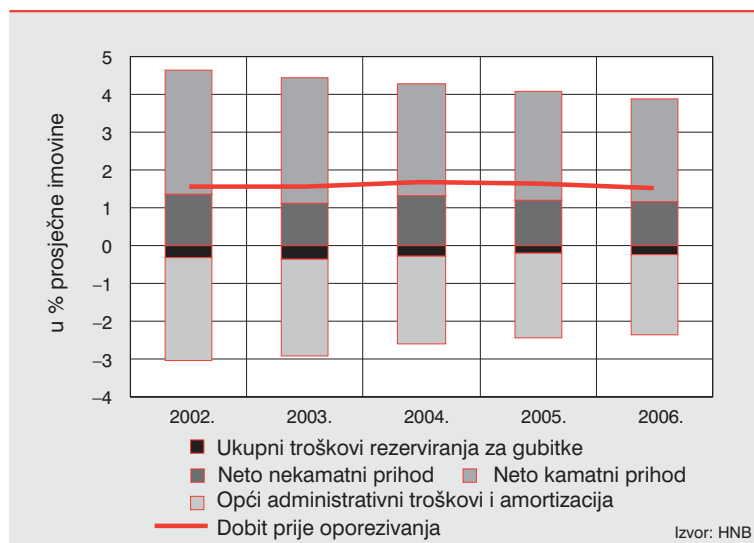


kapital (poslije oporezivanja) smanjen je s 15,0% na 12,7%. Razlog toga smanjenja izuzetno je veliki rast kapitala banaka u 2006. Osim što je veći kapital povećao nazivnik u izračunu toga pokazatelja, njegov najveći rast dogodio se u drugoj polovini godine, pa banke do kraja godine nisu stigle u potpunosti profitabilno plasirati svježi kapital.

Na zadržavanje relativno dobrog poslovnog rezultata hrvatskoga bankarskog sektora u 2006. godini, unatoč smanjenju relativnih pokazatelja profitabilnosti, najviše su utjecale velike banke, koje su tijekom 2006. upravljale s 81,0% prosječne imovine banaka, a ostvarile su 83,1% ukupne neto dobiti svih banaka za istu godinu. Razloge veće efikasnosti tih banaka valja tražiti u njihovoj većoj imovini po zaposlenom i manjem udjelu operativnih troškova u neto prihodu.

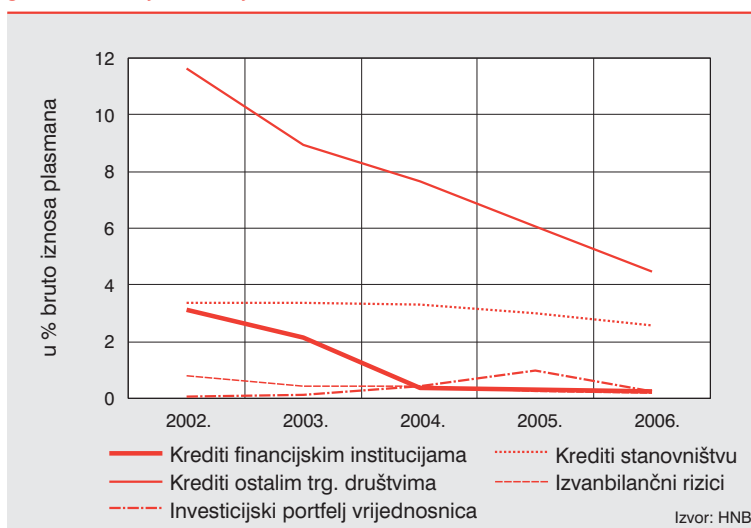
Primjetno usporavanje rasta ukupne dobiti banaka u 2006. godini može se objasniti na nekoliko načina. Iako je neto kamatni prihod porastao za 9,9%, njegov omjer prema prosječnoj imovini banaka nastavio se smanjivati, te je u 2006. iznosio 2,7%. Opći administrativni troškovi i amortizacija rasli su nešto brže od neto kamatnog prihoda (10,4%), ali je njihov omjer prema prosječnoj imovini banaka smanjen, te je iznosio 2,1%. Zbog brzog rasta troškova rezerviranja (40,8%) povećao se njihov omjer prema prosječnoj imovini banaka tijekom 2006. na 0,2%. Neto nekamatni prihod porastao je za 8,4% u 2006., ali to je dijelom i zato što su tijekom 2005. godine banke iskazale veliki gubitak od svođenja pozicija bilance s valutnom klauzulom na ugovoreni tečaj (od 2,8 mlrd. kuna). Upravo je ta stavka bila razlog lošijih financijskih pokazatelja hrvatskih banaka za 2005. godinu u odnosu na 2004. godinu, ali je u 2006. godini ona smanjena za 67,2%. Međutim, omjer neto nekamatnog prihoda prema prosječnoj imovini banaka tijekom 2006. također je nešto smanjen, pa je na kraju godine iznosio 1,1%. Naposljetku, neto kamatni i neto nekamatni prihodi banaka u vrijednosti od 3,8% njihove prosječne imovine, uz opće administrativne i troškove ispravaka vrijednosti plasmana u vrijednosti od 2,3% imovine banaka rezultirali su smanjenjem ukupnog neto prihoda banaka prije oporezivanja na 1,5% u 2006. godini.

Slika 46. Omjeri profitabilnosti imovine banaka



Smanjenje profitabilnosti banaka u 2006. godini bilo bi i veće da se nije nastavio višegodišnji trend smanjenja relativnih troškova banaka za pokrivanje kreditnog rizika u njihovim portfeljima. Tako je omjer ispravaka vrijednosti i rezervacija za potencijalne obveze te ukupnih plasmana i potencijalnih obveza na koje se oni odnose na kraju 2006. iznosio 1,8%, što je znatno smanjenje u odnosu na 2,3% s kraja 2005. Do takvog je smanjenja jednim dijelom došlo zbog poboljšanja ocjene kvalitete kredita banaka ostalim trgovačkim društvima i nerezidentima. Međutim, znatno je više na kretanje toga pokazatelja utjecalo uvođenje dužničkih vrijednosnih papira raspoloživih za prodaju u portfelj koji podliježe procjeni kreditnog rizika, u skladu s revidiranim MRS-om 39. To je zato što se portfelj tih vrijednosnih papira gotovo u cijelosti odnosi na nerizične trezorske zapise MF-a i obveznice Republike Hrvatske, a njegovo pridruživanje imovini za koju su banke dužne procjenjivati kreditni rizik jednokratno je uvećalo tu imovinu za 14,4 mlrd. kuna odnosno za 5,2%. Također, tijekom 2006. vrijednost imovine u portfelju dužničkih vrijednosnih papira raspoloživih za prodaju jako je narasla, i to za 23,9%, što je dodatno pridonijelo tome da opisana računovodstvena promjena smanji ukupnu ocjenu kreditnog rizika u portfelju hrvatskih banaka.

Slika 47. Ispravci vrijednosti plasmana i posebne rezervacije za identificirane gubitke, na kraju razdoblja



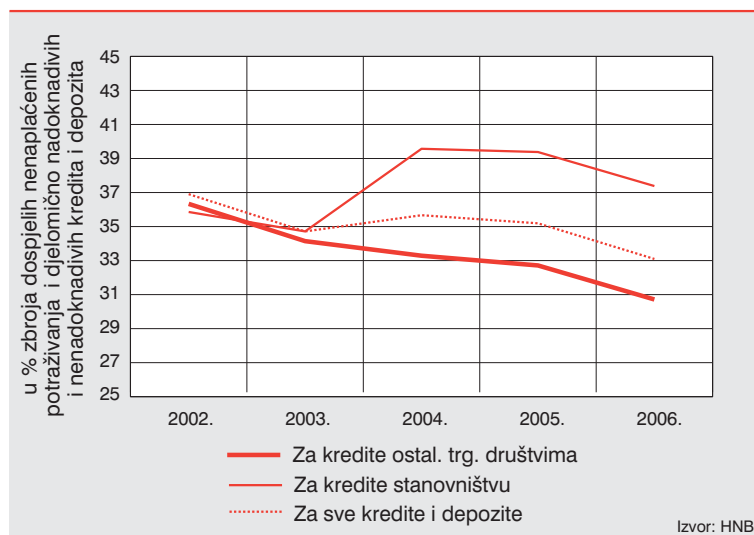
Prijavljena kvaliteta svih plasmana banaka u 2006. znatno je porasla. Tako je udio najboljih plasmana na kraju prosinca iznosio 96,8% (u odnosu na 96,0% na kraju 2005.). Razlog tome bio je snažan rast potpuno nadoknadivih plasmana za 26,4%, dok se ukupni iznos djelomično nadoknadivih i nenadoknadivih plasmana nije jako povećao. Ti podaci pokazuju da je hrvatski bankarski sektor u stanju apsorbirati značajne gubitke u slučaju pogoršanja rizičnosti aktive, tj. u slučaju negativnog šoka u makroekonomskom okružju. Međutim, nedavno objavljena MMF-ova analiza²⁴ pokazuje da bi hrvatske banke u sadašnjim povoljnim uvjetima poslovanja trebale stvarati

24 MMF, Misija o konzultacijama u vezi s člankom IV. Statuta MMF-a za Republiku Hrvatsku, 2006: Odabrane teme – Stabilnost bankarskog sektora i kreditni rizik u hrvatskih bankama

veće pričuve kapitala kako bi bezbrižnije dočekale sljedeće razdoblje usporavanja gospodarskog rasta.

Pri sveobuhvatnoj ocjeni kreditnog rizika valja uzeti u obzir i ukupna dospjela nenaplaćena (dulje od 90 dana) potraživanja s osnove potpuno nadoknadivih plasmana, koja su u 2006. nešto porasla, te su na kraju godine iznosila 8,7 mlrd. kuna. Međutim, njihov udio u rizičnim plasmanima tijekom 2006. godine smanjen je s 3,0% na 2,5% što također upućuje na smanjenje ukupnoga kreditnog rizika u portfelju hrvatskih banaka. Međutim, pokrivenost djelomično nadoknadivih i nenadoknadivih plasmana uvećanih za dospjela nenaplaćena (dulje od 90 dana) potraživanja s osnove potpuno nadoknadivih plasmana stalno se smanjuje, osim 2004. godine kad su zbog velikih računovodstvenih promjena banke bile primorane jednokratno povećati ispravke vrijednosti svojih plasmana stanovništvu. Tako je pokrivenost djelomično nadoknadivih i nenadoknadivih plasmana uvećanih za dospjela nenaplaćena (dulje od 90 dana) potraživanja s osnove potpuno nadoknadivih plasmana pala sa svoje najviše vrijednosti u promatranom razdoblju od 36,9% na kraju 2002. godine na 33,1% na kraju 2006. godine.

Slika 48. Ispravci vrijednosti banaka s osnove kredita i depozita, na kraju razdoblja

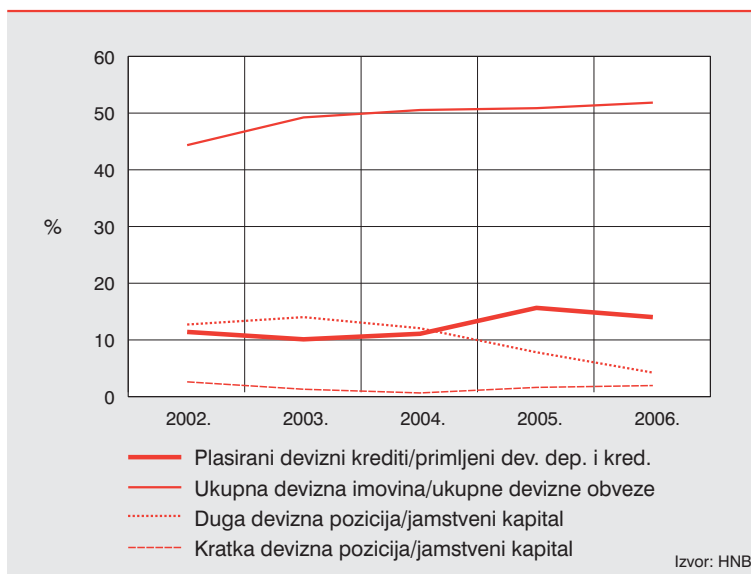


U visoko euroiziranim zemljama poput Hrvatske stalno je prisutna i sistemska izloženost banaka valutnom riziku. Zbog toga je u Hrvatskoj dopuštena izloženost banaka izravnom valutnom riziku mjerena njihovom ukupnom otvorenom deviznom pozicijom ograničena na 20% njihova jamstvenoga kapitala. Na kraju 2006. godine omjer zbroja kratkih pozicija banaka i zbroja njihovih jamstvenih kapitala iznosio je 2,1%. Kod dugih pozicija banaka taj je omjer na kraju lipnja iznosio 4,3% što je znatno smanjenje u odnosu na 7,7% koliko je taj omjer iznosio na kraju 2005. godine.²⁵ Takve vrijednosti upućuju na to da je izravni utjecaj hipotetske promjene tečaja na adekvatnost kapitala banaka vrlo malen.

25 Od travnja 2003. propisani izračun otvorene devizne pozicije banke nalaže i uključivanje ekvivalentnih vrijednosti otvorenih deviznih pozicija u klasičnim i ugrađenim opcijama.

Međutim, zbog velikog udjela kredita banaka ugovorenih uz valutnu klauzulu u Hrvatskoj je izražena prisutnost valutno induciranoga kreditnog rizika, tj. neizravnoga valutnog rizika. Naime, na kraju 2006. godine 25,5% imovine hrvatskoga bankarskog sektora bilo je u stranoj valuti, a znatno više (39,4%) bilo je indeksirano uz stranu valutu. Što se tiče pasive, dominirala je pasiva u stranoj valuti (49,2%) dok su obveze uz valutnu klauzulu bile slabije zastupljene (10,8%). Do lipnja 2006. godine taj je rizik bio teško mjerljiv zbog nedostupnosti potrebnih podataka. No, imajući na umu važnost toga rizika za bankarski sektor, središnja je banka donijela propise prema kojima su, počevši od 30. lipnja 2006., banke obvezne posebno utvrđivati, mjeriti, pratiti i kontrolirati svoju izloženost VIKR-u. Iako je razdoblje za koje su prikupljeni podaci o VIKR-u prekratko za provođenje detaljnijih analiza, podaci pokazuju da su plasmani svim sektorima (osim nerezidentima) izloženi VIKR-u. Ukupna izloženost VIKR-u na kraju 2006. iznosila je 210,2 mlrd. kuna što čini 61,2% ukupnih plasmana. Od toga iznosa prema procjeni samih banaka zaštićeno je tek 22,8% plasmana. Stanovništvo je sektor u kojem je najviše zastupljen taj rizik. Osim stanovništva, od VIKR-a su nezaštićeni i sektori državne jedinice, neprofitne institucije i trgovačka društva. Zaštićeni sektori su nerezidenti i financijske institucije.

Slika 49. Osnovni pokazatelji valutne izloženosti bankarskog sektora, na kraju razdoblja

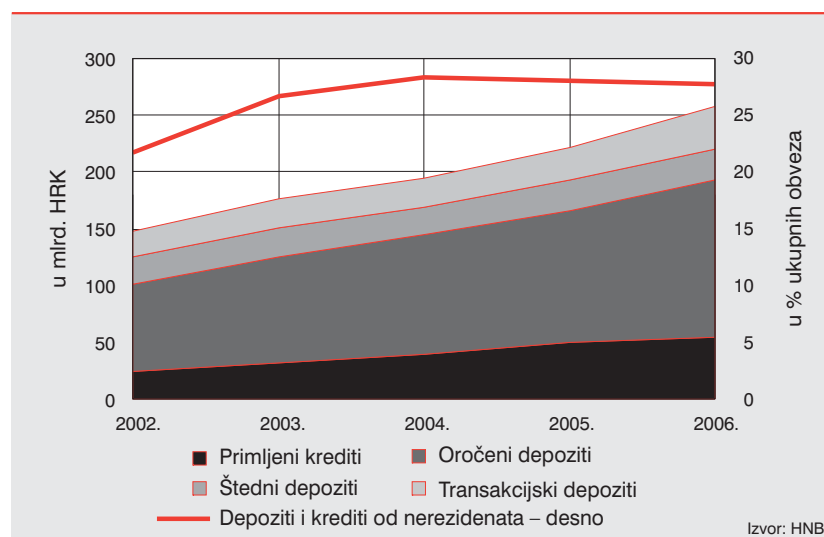


Banke su od lipnja 2006. dužne detaljno procjenjivati i kvalitetu instrumenata osiguranja kredita. Prema prvim dostupnim podacima 33,5% neto plasmana banaka osigurano je kvalitetnim instrumentima osiguranja, pri čemu je osigurani iznos u visini 87,9% iznosa osiguranih potraživanja. Kao instrument osiguranja najviše se ističu nekretnine (58,5%), i to stambene nekretnine kod stambenih kredita, te poslovne nekretnine kod kredita trgovačkim društvima. Kod kredita državi i financijskim institucijama najčešće se koriste ostali kvalitetni instrumenti osiguranja kao što su vrijednosni papiri i bezuvjetna jamstva. Krediti nerezidentima jedini su krediti koji su u cijelosti osigurani kvalitetnim instrumentima. Važna je promjena u izvještavanju banaka i praćenje rizič-

nosti izvedenica ugrađenih u plasmane na razini pojedinoga klijenta, vrste plasmana i sektora, a koji se uključuju u procjenu rizika kao i sam osnovni ugovor. Prvi prikupljeni podaci pokazuju da je udio ugrađenih izvedenica u ukupnim plasmanima banaka bio zanemariv.

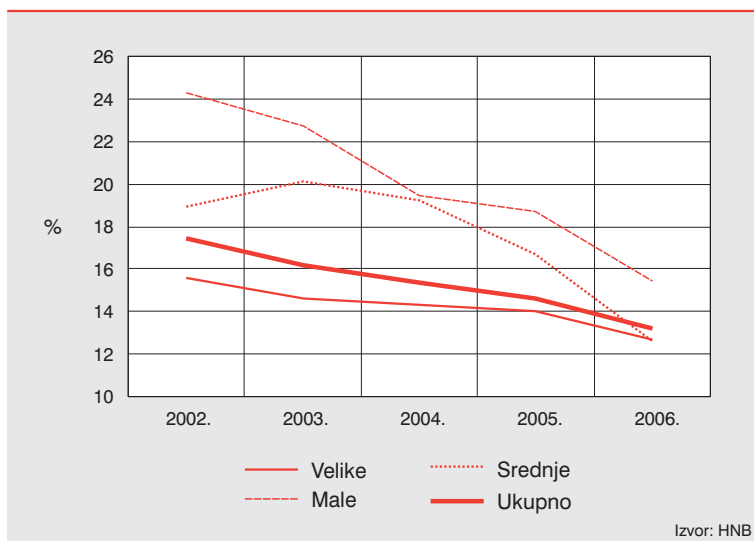
Od rizika u međunarodnom poslovanju banaka, prekogranični kreditni rizik praktički je zanemariv jer udio kredita nerezidentnima u ukupnim kreditima još od 2000. iznosi manje od 0,6%. S druge strane, udio stranih vrijednosnih papira u ukupnim dužničkim vrijednosnim papirima tijekom 2004. godine više se nego udvostručio, te je iznosio 39,0%, a do kraja 2006. njihov je udio porastao na 40,3%. Još je važniji tzv. rizik financiranja, s obzirom na to da je udio kredita primljenih od nerezidenata u ukupnim obvezama banaka na kraju 2006. iznosio 14,4%, slično kao i krajem prethodne dvije godine, i da zajedno s depozitima primljenim od nerezidenata izvori iz inozemstva čine 27,8% ukupnih obveza banaka.

Slika 50. Struktura obveza banaka prema instrumentima, na kraju razdoblja



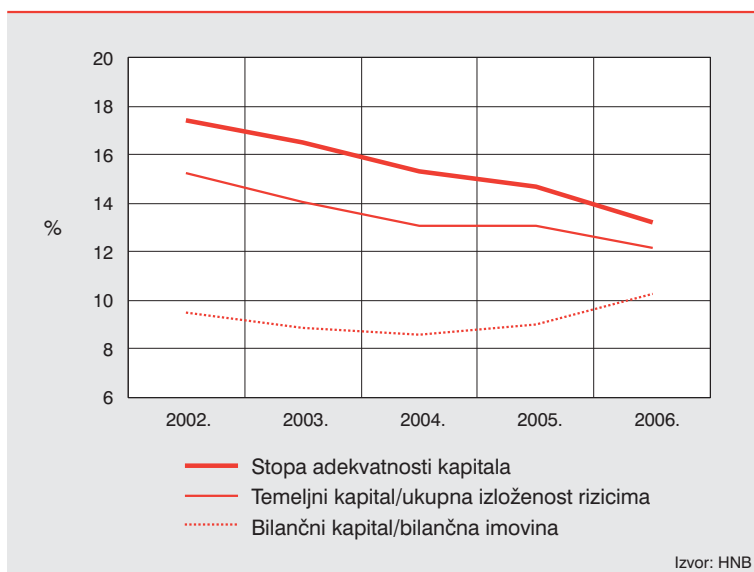
Unatoč smanjenju izloženosti banaka financijskim rizicima u poslovanju dugogodišnji trend smanjivanja agregatne stope adekvatnosti kapitala hrvatskoga bankarskog sektora nastavio se i u 2006., pa je ta stopa na kraju 2006. iznosila 13,2% što je njezina najniža do sada zabilježena razina. Na kraju lipnja 2006. ta je stopa bila još niža (12,9%), ali su neke banke u drugoj polovini godine povećale svoj jamstveni kapital (prije svega dokapitalizacijom). Na kretanje agregatne stope adekvatnosti kapitala najveći utjecaj imaju velike banke, koje tradicionalno imaju nižu stopu adekvatnosti kapitala. Na kraju 2006. godine skupina srednje velikih banaka imala je najnižu stopu adekvatnosti kapitala, nižu od agregatne stope za cijeli bankarski sektor, što se može povezati sa snažnim kreditnim rastom banaka iz ove skupine tijekom 2006. godine. Za razliku od 2005. godine, na kraju 2006. niti jedna banka nije iskazala stopu adekvatnosti kapitala ispod propisanih 10%, ali je čak kod četiri banke ta stopa bila manja od 11%, pa se tijekom 2007. može očekivati nastavak vala dokapitalizacija koji je obilježio 2006. godinu.

Slika 51. Stope adekvatnosti kapitala po grupama banaka usporedivih značajki



U posljednjih nekoliko godina jamstveni kapital banaka raste sporije od ukupne izloženosti rizicima uzrokujući kontinuirani pad stope adekvatnosti kapitala. U 2006. godini najznačajniji utjecaj na smanjenje stope adekvatnosti kapitala bio je regulatorne prirode. Naime, pod utjecajem novih propisa prema kojima su prva financijska izvješća sastavljena sa stanjem na dan 30. lipnja 2006. dosadašnji ponderi za devizne kredite i kredite s valutnom klauzulom kod klijenata čija je devizna pozicija nezaštićena povećani su za 25 postotnih bodova. Nakon te promjene stavke aktive kod kojih je pri izračunu rizikom ponderirane aktive (koja je najznačajnija sastavnica u nazivniku stope adekvatnosti kapitala) korišten ponder 50%, gotovo su se u cijelosti preselile u razred koji se važe ponderom 75%. To se može objasniti činjenicom da su gotovo svi krediti uz valutnu klauzulu koji su u cijelosti osigurani hipotekama nad stambenim nekretninama, plasirani osobama s nezaštićenom deviznom pozicijom. Zbog promjene regulative tijekom 2006. došlo je do izrazitog pada agregatne stope adekvatnosti

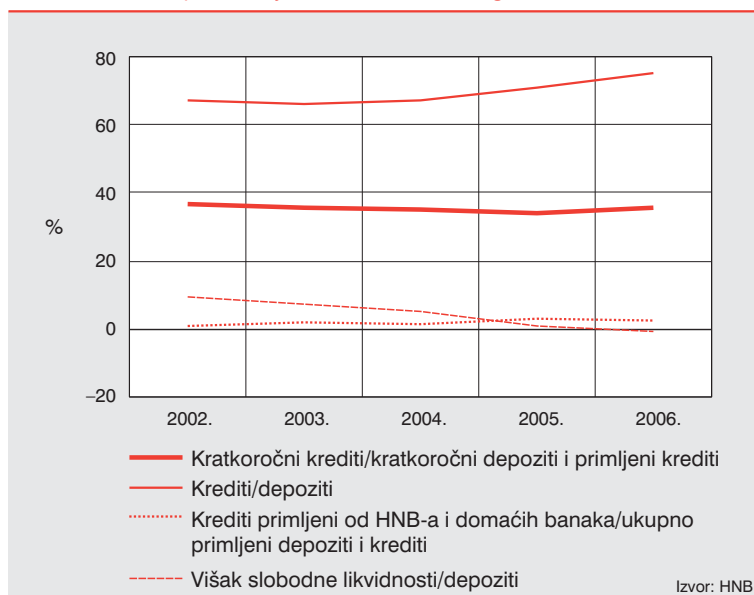
Slika 52. Pokrivenost imovine banaka vlastitim kapitalom



kapitala uz istodobno izražen rast omjera bilančnoga kapitala i bilančne imovine banaka.

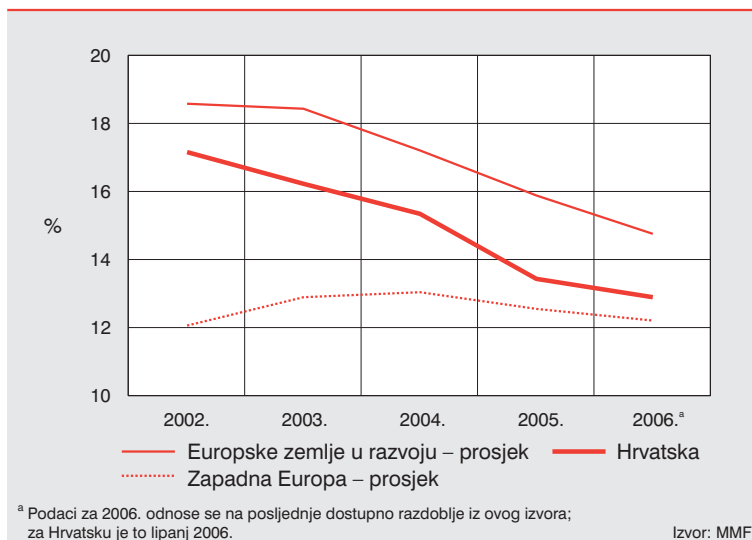
Uz smanjenje većine pokazatelja adekvatnosti kapitala, posljednje dvije godine obilježilo je i smanjenje većine pokazatelja likvidnosti bankarskog sektora, iako je njegova još uvijek razmjerno dobra likvidnost obilježila i 2006. godinu. Banke su sredinom 2005. godine počele aktivno sudjelovati na obratnim repo aukcijama središnje banke (tijekom 2006. održana je 51). Osim toga, središnja banka podržala je likvidnost bankarskog sektora tijekom 2006. godine tako što je intervenirala na deviznom tržištu 13 puta kako bi otkupila velike priljeve deviza iz inozemstva. Na i nadalje dobru likvidnost bankarskog sektora upućuje i smanjenje relativnog udjela kredita primljenih od HNB-a i domaćih banaka u ukupno primljenim depozitima i kreditima s 2,8% na kraju 2005. na 2,5% na kraju 2006. Međutim, drugi pokazatelji likvidnosti banaka upućuju na moguće smanjenje likvidnosti banaka tijekom 2006. godine: kunska likvidnost mjerena pokazateljem viška kunske likvidnosti bankarskog sektora u odnosu na njegovu depozitnu bazu smanjena je s 1,1% na kraju 2005. godine na -0,5%, dok je omjer kredita u aktivi i depozita u pasivi banaka povećan sa 67,3% u 2004. na 71,2% godinu poslije i na 75,1% na kraju 2006.

Slika 53. Osnovni pokazatelji likvidnosti bankarskog sektora



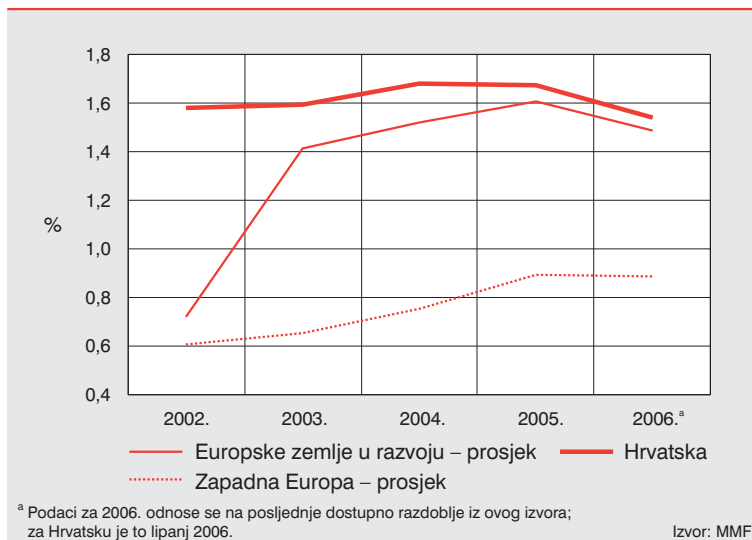
Unatoč opisanim trendovima koji su tijekom 2006., drugu godinu zaredom, doveli do smanjenja relativnih pokazatelja profitabilnosti i adekvatnosti kapitala banaka koje posluju u Hrvatskoj, međunarodna usporedba upućuje na solidnu profitabilnost i kapitaliziranost hrvatskoga bankarskog sektora. Prema privremenim podacima MMF-a za 2006. godinu (koji europske zemlje dijeli na europske zemlje u razvoju i Zapadnu Europu) agregatna stopa adekvatnosti kapitala za hrvatski bankarski sektor među nižima je u skupini europskih zemalja u razvoju, ali je veća od agregirane stope adekvatnosti kapitala bankarskih sektora razvijenih europskih zemalja. No, u posljednjih nekoliko godina primjetno je približavanje stope adekvatnosti kapitala hrvatskoga bankarskog sektora onoj bankarskih sektora zemalja Zapadne Europe.

Slika 54. Stopa adekvatnosti kapitala u Hrvatskoj i u odabranim skupinama europskih zemalja



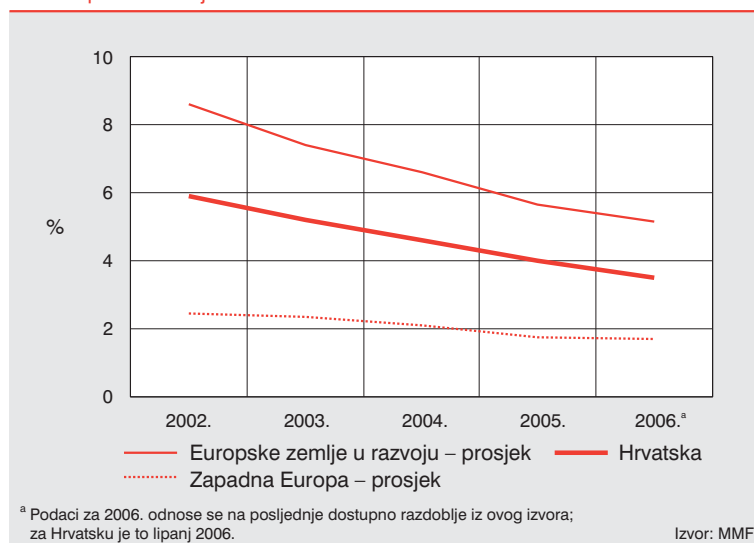
Nadalje, razvijeniji bankarski sektori tradicionalno imaju nižu stopu prinosa na imovinu i na kapital od manje razvijenih, pa se Hrvatska i po tim pokazateljima tradicionalno nalazi između spomenute dvije skupine zemalja. Osim metodološkim promjenama, to se može opisati i sazrijevanjem hrvatskoga bankarskog sektora te smanjivanjem percepcije njegove rizičnosti. Istodobno, prema istom izvoru, hrvatski bankarski sektor ostvaruje izuzetno veliku bruto zaradu po jedinici imovine u odnosu na zemlje Zapadne Europe, ali veće i od prosjeka europskih zemalja u razvoju.

Slika 55. Prinos na imovinu bankarskog sektora u Hrvatskoj i u odabranim skupinama europskih zemalja



Usporedba udjela loših u ukupnim plasmanima smješta Hrvatsku po rizičnosti bankarskih plasmana otprilike između zemalja Zapadne Europe i europskih zemalja u razvoju, što u kombinaciji s višom profitabilnošću imovine od europskih zemalja u razvoju čini hrvatski bankarski sektor i nadalje vrlo poželjnim stranim ulagačima.

Slika 56. Udio loših u ukupnim plasmanima u Hrvatskoj i u odabranim skupinama europskih zemalja



Upravo u tom svijetlu trebalo bi promatrati nastavljanje procesa ulaska banaka iz EU u vlasničku strukturu hrvatskih banaka i u 2007. godini.²⁶

U zaključku može se reći da je hrvatski bankarski sektor u 2006. ostvario zadovoljavajući poslovni rezultat ako se uzme u obzir da su se banke u 2006. suočile s nekoliko izazova koji su otežali njihovo poslovanje. Zbog jake tržišne utakmice banke nisu povećavale aktivne kamatne stope, a pasivne kamatne stope rasle su pod utjecajem cijene inozemnog zaduživanja. Također, mjere monetarne politike za ograničavanje kreditnog rasta i inozemnog zaduživanja banaka te mjere bonitetne regulative izravno su utjecale u smjeru smanjenja relativnih pokazatelja profitabilnosti banaka. Banke su na sve to odgovorile povećanjem nekamatnih prihoda te snažnim kreditnim rastom, ali ukupne troškove poslovanja nisu uspjele sniziti što je u kombinaciji s daljnjim sužavanjem kamatnog raspona ipak dovelo do blagog smanjenja relativnih pokazatelja profitabilnosti.

²⁶ Strani vlasnici preuzeli su Banku Sonic i Gospodarsko-kreditnu banku u 2006., te Banku Kovanicu u prvoj polovini 2007.

Tablica A

Odabrani pokazatelji poslovanja bankarskog sektora,²⁷
u postocima ako nije drukčije navedeno

Pokazatelj	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.
Veličina					
Broj banaka	46	41	37	34	33
Imovina (u milijunima HRK)	174.139	204.043	229.305	260.594	304.874
Profitabilnost					
Prinos na prosječnu imovinu (ROAA) ^a	1,6	1,6	1,7	1,6	1,5
Prinos na prosječni kapital (ROAE) ^b	13,7	14,1	16,1	15,0	12,7
Prilagođeni ROAA ^c	1,6	1,5	1,7	1,6	1,5
Pokazatelj neto operativnog prihoda ^d	1,9	1,9	2,0	1,9	1,7
Pokazatelj neto kamatnog prihoda ^e	3,3	3,4	3,0	2,9	2,7
Pokazatelj općih administrativnih troškova i amortizacije ^f	2,7	2,6	2,3	2,2	2,1
Udio kamatnih prihoda na kredite u prosječnim kreditima	9,6	8,7	8,1	7,7	7,2
Udio kamatnih troškova za depozite u prosječnim depozitima	2,8	2,5	2,4	2,5	2,6
Udio razlike između kamatnih prihoda na kredite i kamatnih troškova za depozite u prosječnoj imovini	2,7	2,9	2,7	2,7	2,6
Kreditni rizik					
Udio ispravaka vrijednosti u ukupnom iznosu kredita financijskim institucijama	3,1	2,0	0,3	0,3	0,3
Udio ispravaka vrijednosti u ukupnom iznosu kredita stanovništvu	2,2	1,8	2,6	2,2	2,0
Udio ispravaka vrijednosti u ukupnom iznosu kredita ostalim trgovačkim društvima	6,2	4,2	4,3	3,6	2,6
Udio posebnih rezervacija u ukupnom iznosu izvanbilančnih rizika	0,4	0,1	0,0	0,0	0,0
Likvidnost					
Udio depozita i kredita primljenih od nerezidenata u ukupnim obvezama	21,7	26,7	28,4	28,1	27,8
Omjer danih kratkoročnih kredita i zbroja kratkoročnih primljenih depozita i kredita	37,0	35,5	35,0	34,3	35,7
Omjer danih kredita i primljenih depozita i kredita	67,0	66,2	67,3	71,2	75,1
Udio kredita primljenih od HNB-a i domaćih banaka u ukupno primljenim depozitima i kreditima	0,9	2,1	1,5	2,8	2,5
Valutni rizik					
Omjer danih deviznih kredita prema primljenim deviznim depozitima i kreditima	11,3	10,2	11,2	15,6	14,1
Omjer ukupne devizne imovine i ukupnih deviznih obveza	44,5	49,3	50,5	50,7	51,9
Udio duge devizne pozicije u jamstvenom kapitalu	12,8	13,9	12,1	7,7	4,3
Udio kratke devizne pozicije u jamstvenom kapitalu	2,7	1,4	0,8	1,6	2,1
Kapitalizacija					
Stopa adekvatnosti kapitala ^g	17,4	16,5	15,3	14,6	13,2
Omjer bilančnoga kapitala i bilančne imovine	9,5	8,9	8,6	9,0	10,4
Omjer temeljnoga kapitala i ukupne izloženosti rizicima	15,2	14,1	13,1	13,0	12,2

^a Postotni udio dobiti prije oporezivanja u prosječnoj imovini

^b Postotni udio dobiti poslije oporezivanja u prosječnom kapitalu

^c Dobit prije oporezivanja ne uključuje izvanredne prihode i izvanredne rashode

^d Postotni udio neto prihoda od poslovanja prije rezerviranja za gubitke u prosječnoj imovini

^e Postotni udio neto kamatnog prihoda u prosječnoj imovini

^f Postotni udio općih administrativnih troškova i amortizacije u prosječnoj imovini

^g Omjer jamstvenog kapitala i ukupne izloženosti rizicima

27 Prema nekonsolidiranim preliminarnim statističkim izvješćima banaka za 31. prosinac 2006. i nekonsolidiranim revidiranim izvješćima za ranija razdoblja dostupnim na dan 30. ožujka 2006. (bez banaka u likvidaciji). Svi su pokazatelji izračunati na osnovi agregiranih nekonsolidiranih podataka za bankarski sektor na neto načelu (vrijednosti stavki imovine umanjene su za pripadajuće posebne rezervacije). Kod pokazatelja koji se računaju na osnovi prosječnog stanja neke od stavki, prosjeci su izračunati kao aritmetička sredina stanja s početka i stanja s kraja označenog razdoblja. Opisana metodologija proizvodi manje kolebljive pokazatelje, ali i blaga odstupanja njihovih vrijednosti od vrijednosti sličnih pokazatelja u ostalim publikacijama HNB-a.

Tablica B

Odabrani pokazatelji zaduženosti nefinancijskih sektora,²⁸
u postocima

Pokazatelj	2002.	2003.	2004.	2005.	2006.
Dug stanovništva					
– kao % BDP-a	24,8	28,9	31,8	35,6	40,3
– kao % bruto raspoloživog dohotka ^a	49,3	63,5	68,5	81,7	96,2
– kao % bankovnih depozita stanovništva	60,8	71,0	77,2	82,9	89,6
– godišnja stopa rasta	42,5	27,9	19,2	20,2	22,6
Dug nefinancijskih poduzeća					
– kao % BDP-a	45,2	45,4	47,2	51,4	58,7
– kao % bankovnih depozita poduzeća	308,5	290,7	302,4	347,6	340,5
– godišnja stopa rasta	15,2	10,0	12,6	17,2	23,5
UKUPNO – nefinancijski privatni sektor					
– kao % BDP-a	70,0	74,4	79,1	87,0	98,9
– godišnja stopa rasta	23,6	16,4	15,2	18,4	23,2
Dug opće države ^b					
– kao % BDP-a	42,1	43,3	45,9	46,9	44,0
– godišnja stopa rasta	8,5	12,6	15,0	9,9	1,5
– otplaćene kamate kao % BDP-a	2,0	2,0	2,0	2,2	2,2
UKUPNO – nefinancijski sektor					
– kao % BDP-a	112,0	117,6	125,0	133,9	142,9
– godišnja stopa rasta	17,4	15,0	15,1	15,3	15,6
Implicitni kamatni trošak ^c					
– stanovništva, kao % bruto raspoloživog dohotka	4,5	5,7	5,9	6,5	7,0
– nefinancijskih poduzeća, kao % BDP-a	3,2	3,0	2,8	2,9	3,1

^a Bruto raspoloživi dohodak stanovništva procijenjen je na osnovi podataka iz Ankete o potrošnji kućanstava u RH, uz pomoć podataka o stanovništvu iz Statističkog ljetopisa RH, obje publikacije DZS-a. Podaci o stanovništvu nakon 2001. godine procijenjeni su na osnovi podataka o migraciji stanovništva.

^b Prema interno konzistentnom najširem obuhvatu opće države, uključujući dug HBOR-a i isključujući neaktivirana državna jamstva. Sva odstupanja u odnosu na pokazatelj izračunat na osnovi službene statistike HNB-a ili MF-a mogu se pripisati različitom obuhvatu opće države.

^c
$$\frac{\text{Kamatni prihodi banaka od stanovništva}}{\text{Ukupni dug stanovništva bankama}} \times \text{Ukupni dug stanovništva}$$

28 Stručna procjena prema podacima HNB-a, DZS-a, Fine, HANFA-e i MF RH, dostupnim na dan 18. lipnja 2007. Moguće su naknadne revizije podataka povezane s redovitim revizijom statistike inozemnog duga. Podaci o dugu ne uključuju dug prema kartičnim kućama koje izdaju nebankarske kartice – moguća je revizija vrijednosti pokazatelja naviše ako sektorski podaci o potraživanjima kartičnih kuća naknadno postanu dostupni. Dug pojedinih sektora prema nebankarskim financijskim institucijama procijenjen je na osnovi nepotpunih podataka – moguće je naknadno povećanje vrijednosti pokazatelja za neke sektore uz odgovarajuće smanjenje za druge sektore ako sektorski podaci o potraživanjima nefinancijskih institucija naknadno postanu potpuni. Podaci o dugu ne uključuju unutarnji dug sektora kao ni međusobna dugovanja između nefinancijskih sektora.

Literatura

- Analiza financijskih rezultata poduzetnika Republike Hrvatske u 2006. godini*, Fina, svibanj 2007.
- Analiza inozemne zaduženosti RH*, HNB, travanj 2006.
- Bilten HNB-a, br. 119, 121, 124*, HNB
- Financial Stability Review*, ESB, lipanj 2007.
- Global Financial Stability Report*, MMF, travanj 2007.
- Godišnje izvješće i strategija upravljanja javnim dugom*, MF RH, 2006.
- Izvješće članova Misije o konzultacijama u vezi s člankom IV. Statuta MMF-a, održanim 2006.*, MMF, siječanj 2007.
- Makrobonitetna analiza, br. 1 – 4*, HNB
- Mjesečni izvještaj za prosinac 2006.*, HANFA, siječanj 2007.
- World Economic Outlook*, MMF, travanj 2007.
- Zakon o investicijskim fondovima* ("Narodne novine", br. 150/2005.)
- Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga* ("Narodne novine", br. 140/2005.)
- Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o bankama* ("Narodne novine", br. 141/2006.)
- Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o Hrvatskoj narodnoj banci* ("Narodne novine", br. 135/2006.)
- Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o kreditnim unijama* ("Narodne novine", br. 141/2006.)
- Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o tržištu vrijednosnih papira* ("Narodne novine", br. 138/2006.)
- Zakon o leasingu* ("Narodne novine", br. 135/2006.)
- Zakon o proračunu* ("Narodne novine", br. 96/2003.)

Izvori na internetu

- Službene internetske stranice središnjih banaka EMU, Bugarske, Češke, Mađarske, Poljske, Rumunjske, SAD i Slovenije
- Banka magazine: www.bankamagazine.hr
- Državni zavod za statistiku: www.dzs.hr
- Europska središnja banka: www.ecb.int
- Eurostat: www.europa.eu.int/comm/eurostat
- Hrvatska gospodarska komora: www.hgk.hr
- Hrvatska narodna banka: www.hnb.hr
- Hrvatska udruga banaka: www.hub.hr
- Hrvatski registar obveznika po kreditima: www.hrok.hr
- Međunarodni monetarni fond: www.imf.org
- Ministarstvo financija Republike Hrvatske: www.mfin.hr
- Ministarstvo pravosuđa Republike Hrvatske: www.pravosudje.hr
- Javno-privatni Odbor za konzultacije o budućem hrvatskom Zakonu o sekuritizaciji: www.crosecuritization.com
- Nacionalni program sređivanja zemljišnih knjiga i katastra: www.uredjenazemlja.hr

Kratice i znakovi

BDP	– bruto domaći proizvod
BND	– bruto nacionalni dohodak
CROSEC	– Komisija za vrijednosne papire
DAB	– Državna agencija za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka
DINADOS	– Direkcija za nadzor društava za osiguranje
dep.	– depoziti
dev.	– devizni
dr.	– drugo
DZS	– Državni zavod za statistiku
EMU	– Ekonomska i monetarna unija
ESB	– Europska središnja banka
EU	– Europska unija
EUR	– euro
Fina	– Financijska agencija
HANFA	– Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
HBOR	– Hrvatska banka za obnovu i razvitak
HGK	– Hrvatska gospodarska komora
HNB	– Hrvatska narodna banka
HRK	– kuna
HROK	– Hrvatski registar obveznika po kreditima
HSVP	– Hrvatski sustav velikih plaćanja
IBAN	– međunarodni broj bankovnog računa
INA	– Industrija nafte d.d.
ind.	– industrija
kred.	– kredit
MF	– Ministarstvo financija
mil.	– milijun
mlrd.	– milijarda
MMF	– Međunarodni monetarni fond
MRS	– Međunarodni računovodstveni standardi
MSFI	– Međunarodni standardi financijskog izvještavanja
NKD	– Nacionalna klasifikacija djelatnosti
ODMF	– otvoreni dobrovoljni mirovinski fond
OMF	– obvezni mirovinski fond
ost.	– ostalo
poljop.	– poljoprivreda
prerađ.	– prerađivačka
rib.	– ribarstvo
ROAA	– prinos na prosječnu imovinu
ROAE	– prinos na prosječni kapital

T-HT	– Hrvatske telekomunikacije d.d.
trg.	– trgovački
šum.	– šumarstvo
USD	– američki dolar
ZDMF	– zatvoreni dobrovoljni mirovinski fond
–	– nema pojave
....	– ne raspolaže se podatkom
0	– podatak je manji od 0,5 upotrijebljene jedinice mjere
∅	– prosjek
a, b, c,...	– oznaka za napomenu ispod tablice i slike
*	– ispravljen podatak
()	– nepotpun, odnosno nedovoljno provjeren podatak

