

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>

GLAVNI UREDNIK

Relja Martić

UREDNIŠTVO

mr. sc. Ljubinko Jankov
Vanja Jelić
Tomislav Galac

UREDNICA

mr. sc. Romana Sinković

GRAFIČKI UREDNIK

Slavko Križnjak

LEKTORICA

Marija Grigić

SURADNICA

Ines Merkl

TISAK

Kratis d.o.o., Zagreb

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, 2006.

Sadržaj

1. Uvod	1
2. Makroekonomska kretanja	4
3. Međunarodno okruženje	8
4. Inozemni dug	12
5. Javni dug	15
6. Nefinancijska poduzeća	17
7. Stanovništvo	20
8. Financijsko posredovanje	25
9. Tržište kapitala	30
10. Tržište novca	33
11. Devizno tržište	36
12. Institucionalno okruženje	39
13. Bankarski sektor	43
Tablica A Odabrani pokazatelji poslovanja bankarskog sektora	55
Tablica B Odabrani pokazatelji zaduženosti nefinancijskih sektora	56
Literatura	57
Izvori na internetu	57
Kratice i znakovi	58

1. Uvod¹

U trećem broju publikacije “Makrobonitetna analiza” raspravlja se o kretanju makrobonitetnih pokazatelja hrvatskoga gospodarstva u 2005. godini prema statističkim podacima raspoloživim do kraja prvog tromjesečja 2006.

U 2005. godini nastavljeno je pozitivno kretanje nekih osnovnih makrobonitetnih pokazatelja započeto u prvom polugodištu. Unatoč činjenici da je u 2005. inflacija u Hrvatskoj bila viša od prosječne godišnje inflacije ostvarene u eurozoni, ona se i dalje može smatrati niskom. Realni gospodarski rast ubrzan je i iznosio je 4,3%, a najveći doprinos ovom rastu dala su kretanja iz prve polovine godine. Osnovni pokretač rasta opet je bila osobna potrošnja, s time da su važnu ulogu imale i bruto investicije. Pozitivno kretanje zabilježeno je i kod udjela manjka konsolidirane središnje države u BDP-u na gotovinskom načelu, koji se nastavio smanjivati. S druge strane, neki su se makrobonitetni pokazatelji pogoršali, a to se prije svega odnosi na povećanje godišnjeg deficita na tekućem računu platne bilance i na blago povećanje udjela inozemnog duga zemlje u BDP-u. Ponovno ubrzanje kreditne aktivnosti banaka također je utjecalo na nastavak brzog rasta zaduženosti stanovništva. Međutim, iako u strukturi porasta bankovnih kredita i dalje prevladavaju krediti stanovništvu, 2005. godinu posebno je obilježio snažan rast plasmana nefinancijskim poduzećima. Na porast zaduženosti nefinancijskih poduzeća utjecao je i nastavak snažnog rasta aktivnosti društava za lizing, uz, u 2005., još uvijek povoljne uvjete izravnoga inozemnog zaduživanja. Rast pokazatelja zaduženosti javnog sektora u 2005. usporen je u odnosu na prethodnu godinu, a zbog najavljenih procesa fiskalne konsolidacije i smanjenja proračunskog manjka, u idućem razdoblju trebalo bi doći i do smanjenja tih pokazatelja.

Udio inozemnog duga u bruto nacionalnom dohotku na kraju 2005. iznosio je 85,2%, što je porast od 3,1 postotnog boda u odnosu na stanje na kraju 2004. To pokazuje da je snažan rast inozemnog duga napokon usporen. Prema kriterijima Svjetske banke ova razina inozemnog duga Hrvatsku svrstava među zaduženije zemlje, međutim, prema istim kriterijima udio inozemnog duga u prihodima od izvoza i inozemnog dohotka od 167% znatno je ispod razine od 220%, koja se smatra upozorenjem o mogućoj pojavi nelikvidnosti u inozemnim plaćanjima.

Ukupni dug javnog sektora, ne uključujući državna jamstva, u 2005. godini nastavio je rasti, te je na kraju prosinca iznosio 108,6 mlrd. kuna, tj. 47,4% BDP-a. Iako je relativna zaduženost javnog sektora tek neznatno porasla, te se i dalje nalazi daleko od gornje razine prema kriteriju EU, ona je veća u usporedbi sa zaduženošću u zemljama regije. To je zato što kod svih tih zemalja ona stagnira ili se smanjuje kao posljedni-

1 Definicije i smjernice za makrobonitetnu analizu na kojima se zasniva ova analiza, dane su u publikaciji MMF-a *Financial Soundness Indicators – Background Paper* iz svibnja 2003. godine. U tijeku je dugoročni statistički projekt usklađivanja metodološkog okvira za ovu analizu s najnovijim preporukama iz MMF-ova priručnika *Compilation Guide on Financial Soundness Indicators* iz kolovoza 2004. Analizirani su pokazatelji za 2005. izračunati prema podacima dostupnim za 31. ožujka 2006.

ca provedene konsolidacije državnih financija u tim zemljama. Za razliku od prethodnih godina, cjelokupno povećanje zaduženosti javnog sektora u 2005. godini odnosi se na zaduživanje na domaćem financijskom tržištu. To je pridonijelo smanjenju udjela inozemne sastavnice javnog duga, odnosno poboljšanju inače nepovoljne valutne strukture javnog duga, pa je na kraju 2005. godine odnos domaće i inozemne sastavnice javnog duga bio 24,7% naprama 22,7% nominalnog BDP-a.

Procijenjena vrijednost ukupnog duga nefinancijskih poduzeća do kraja 2005. popekla se na 52,5% BDP-a, a rasla je po najvišoj dosad zabilježenoj godišnjoj stopi rasta od 18%. Prema europskim mjerilima to je i dalje relativno niska razina zaduženosti. U strukturi ukupnog duga nefinancijskih poduzeća i dalje dominira dug prema bankama s udjelom od 56%, ali sve naglašeniju ulogu imaju i financiranje iz inozemstva, te dug prema društvima za lizing, gdje je u 2005. zabilježena visoka stopa rasta od 70,5%, na godišnjoj razini. Poboljšani uvjeti financiranja utjecali su na znatno sporiji rast tereta otplate duga od rasta ukupne zaduženosti poduzeća pa se teret otplate kamata nastavio smanjivati i iznosio je 5,2% ukupnih prihoda poduzeća. Najznačajniji rizici kojima su izložena nefinancijska poduzeća vezani su uz očekivano povećanje dugoročnih kamatnih stopa na svjetskim tržištima, te uz manje vjerojatan scenarij slabljenja domaće valute. To je stoga što je udio dugoročnih bankovnih kredita s promjenljivom kamatnom stopom u ukupnim kreditima na kraju 2005. iznosio nešto manje od 86%, a udio onih nominiranih u stranoj valuti povećao se na 87,9%.

Rast ukupnog duga stanovništva nastavio se u apsolutnom i u relativnom smislu, pa je zaduženost stanovništva na kraju 2005. godine iznosila 35,9% BDP-a. Neznatno manje od 96% duga stanovništva i dalje se odnosi na obveze prema bankama, a sve značajniji postaje i dug prema društvima za lizing. Dug stanovništva bankama tako je ostao znatno veći nego u drugim državama kandidatkinjama za prijam u EU i njezinim novim članicama. Unatoč dugotrajnom snažnom rastu ukupne zaduženosti, zbog sve povoljnijih uvjeta financiranja potrošnje, agregatni pokazatelji tereta otplate duga stanovništva još uvijek ne zabrinjavaju. Procijenjeni teret otplate glavnice s kamatama u bruto raspoloživom dohotku za 2005. trebao bi iznositi oko 6,8%, što je porast u odnosu na 6,0% u 2004., a to je i dalje gotovo upola manje nego u članicama EMU, gdje taj pokazatelj još od 2000. nije iznosio manje od 10%. Do kraja 2005. udio dugoročnih kredita banaka stanovništvu nominiranih u stranoj valuti porastao je na visoku razinu od 88%, a onih s promjenljivom kamatnom stopom 86%, pa je izloženost stanovništva valutnom riziku i riziku promjene kamatnih stopa vrlo velika.

Povećana zaduženost nefinancijskoga privatnog sektora za sada se nije odrazila na pokazatelje njegova kreditnog rizika u portfelju poslovnih banaka. Udio ispravaka vrijednosti i rezervacija za identificirane gubitke u ukupnoj imovini banaka na kraju 2005. iznosio je 2,5%, što je smanjenje u odnosu na 2,8% s kraja 2004. godine. Ovom smanjenju najviše je pridonijelo poboljšanje ocjene kreditnog rizika privatnih trgovačkih društava i stanovništva. Međutim, relativna razina dospjelih nenaplaćenih potraživanja tijekom 2005. naglo je porasla na 21,6% ukupne imovine banaka, što je za četiri postotna boda više nego prethodne godine. Kao posljedica toga, omjer ne-

naplaćenih potraživanja i ukupnih ispravaka vrijednosti (i posebnih rezervacija) banaka s osnove plasmana ostalim trgovačkim društvima povećao se, dok se istodobno taj omjer po kreditima stanovništvu u odnosu na prethodnu godinu znatno smanjio.

Nastavak kreditnog rasta i bolja ocjena kreditnog rizika nisu bili dostatni da se nastavi višegodišnji trend povećanja profitabilnosti hrvatskih banaka. Nakon najboljeg ostvarenja od 1,68% za 2004. godinu godišnji prinos na prosječnu imovinu prije opozivanja u 2005. neznatno je smanjen pa je na kraju godine iznosio 1,67%. Razlog ovog smanjenja ponajviše je sporiji rast dobiti od rasta prosječne imovine. Istodobno, prinos na prosječni kapital nakon svojega najboljeg ostvarenja od 16,1%, također za 2004. godinu, u posljednjih je godinu dana smanjen na 15,6%. Najveći utjecaj na ovo smanjenje, prvo od 2001. godine, imalo je veliko povećanje prosječnoga kapitala bankarskog sektora, potaknuto pojeftinjenjem samofinanciranja banaka u odnosu na ostale izvore sredstava.

Kao i prethodnih godina, brži rast kreditnim rizikom ponderirane aktive od rasta jamstvenoga kapitala uzrokovao je nastavak višegodišnjeg trenda smanjivanja agregirane stope adekvatnosti kapitala, koja se smanjila s 15,3% u 2004. na 13,4% u 2005. Istodobno je smanjen i omjer temeljnoga kapitala i rizikom ponderirane imovine banaka s 13,1% na 11,8%, dok se omjer bilančnoga kapitala i bilančne imovine povećao za 0,4 postotna boda. Nastavak trenda smanjivanja agregatne stope adekvatnosti kapitala banaka mogao bi se protumačiti kao nastavak trenda smanjenja njihove ocjene rizika od neočekivanih gubitaka u poslovanju. To bi moglo značiti da banke očekuju daljnja poboljšanja u makroekonomskom i institucionalnom okružju ili da je pak riječ samo o nastavku trenda racionalizacije kapitalne baze banaka radi povećanja profitabilnosti njihova kapitala.

Osnovu za optimističnost hrvatskih banaka glede pravne sigurnosti djelovanja na financijskom tržištu treba tražiti i u aktivnostima usklađivanja pravne regulative hrvatskoga financijskog sustava s europskim, koje su znatno pojačane u 2005. godini. Tako je u 2005. doneseno nekoliko novih zakona, neki su zakoni izmijenjeni, a istodobno je nastavljen rad na projektima od kojih se također očekuje doprinos transparentnosti hrvatskoga financijskog sustava. Početkom godine donesen je novi, vrlo opsežan Zakon o obveznim odnosima, koji je obuhvatio i područje ugovornih i zateznih kamata. Doneseni su i novi Zakon o investicijskim fondovima te Zakon o osiguranju, kojima se regulativa nastojala prilagoditi najnovijim kretanjima na tržištima investicijskih fondova i osiguranja. Novi Zakon o računovodstvu i novi Zakon o reviziji karakterizira niz tehničkih izmjena koje je zahtijevala struka, ali i usklađivanje s pravnom stečevinom EU. Od novih zakona svakako treba istaknuti Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga, kojim je formalizirano objedinjenje nadzornih institucija nebankarskoga financijskog sektora. Tako od početka 2006. godine posluje Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA), dok su istodobno prestale postojati Komisija za vrijednosne papire, Hrvatska agencija za nadzor mirovinskih fondova te Direkcija za nadzor društava za osiguranje.

Osim niza novih zakona, institucionalni okvir hrvatskoga financijskog sektora izmijenjen je i pomoću izmjena i dopuna postojećih zakona. Tako su stupile na snagu izmjene i dopune Ovršnog zakona, Zakona o stambenoj štednji i državnom poticanju stambene štednje te Zakona o deviznom poslovanju. Također, u 2006. godini trebao bi početi djelovati registar kreditnih obveza (tzv. HROK), no valja spomenuti da njegova realizacija kasni u odnosu na planove. Također, registar pokretne imovine još nije pokrenut, a dogovori oko njegova uvođenja tek su u tijeku. Projekt sređivanja zemljišnih knjiga i katastra napreduje prema planu, no zbog svoje kompleksnosti on se odvija u četiri koraka, od kojih je tek jedan u potpunosti završen.

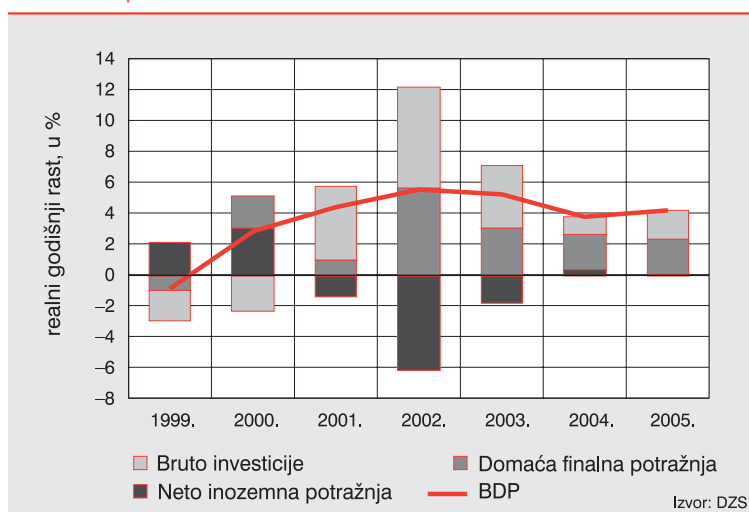
2. Makroekonomska kretanja

Pozitivna kretanja osnovnih agregatnih gospodarskih i financijskih pokazatelja iz prvog polugodišta nastavila su se i u drugoj polovini 2005. Došlo je do daljnjeg ubrzanja gospodarskog rasta, stopa inflacije je, unatoč porastu, ostala niska, a zbog zaduživanja države na domaćem tržištu i mjera monetarne politike HNB-a usporen je rast inozemnog duga. Međutim, povećanje deficita na tekućem računu platne bilance ipak upućuje na daljnje pogoršanje vanjske neravnoteže. To zasad nije dovelo do slabljenja domaće valute koja je i dalje stabilna, već naprotiv, sezonski neuobičajeni aprecijacijski pritisci iz druge polovine 2005. godine početkom 2006. još su naglašeniji. Takvo kretanje tečaja kune najvjerojatnije pokazuje da, unatoč nastavku rasta vanjske neravnoteže, financijska tržišta optimistično gledaju na rast hrvatskoga gospodarstva i cjelokupni razvoj zemlje na putu prema punopravnom članstvu u EU, posebice nakon otvaranja pristupnih pregovora s EU početkom listopada 2005.

Realni gospodarski rast nije se u drugoj polovini 2005. održao na visokoj razini iz prvog polugodišta, ali je ubrzan u usporedbi s prethodnom godinom, pa se prema tromjesečnom obračunu BDP-a stopa rasta s 3,8% u 2004. povećala na razinu od 4,3% za cijelu 2005. godinu. Najznačajniji pokretač rasta opet je bila osobna potrošnja, koja se, s obzirom na to da je rast plaća bio nešto sporiji, povećala prije svega pod utjecajem rasta potrošačkih kredita. Gospodarskom rastu značajno su pridonijele i bruto investicije, i to zahvaljujući porastu privatnih investicija. Najznačajniju ulogu imala su ulaganja u građevinarstvu, dok su kapitalni rashodi države nakon svršetka investicijskog ciklusa u cestogradnji imali manji utjecaj. Za razliku od prvog polugodišta, kad je doprinos neto inozemne potražnje gospodarskom rastu bio negativan, do kraja godine je, zbog visokih prihoda od turizma u trećem tromjesečju i oporavka gospodarstava glavnih hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera u četvrtom tromjesečju, neto inozemna potražnja ipak pozitivno pridonijela gospodarskom rastu. Do sada prikupljeni podaci upućuju na nastavak snažnoga gospodarskog rasta i u prvim mjesecima 2006. godine.

Zbog svoje razine, ali još više zbog svoje strukture, ovakav gospodarski rast ni u 2005. nije pridonio poboljšanju pokazatelja vanjske ravnoteže hrvatskoga gospodar-

Slika 1. Gospodarski rast

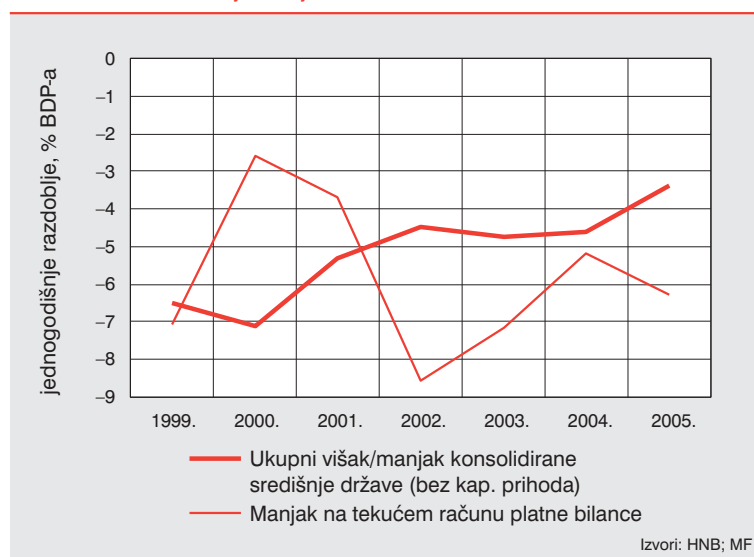


stva. Naprotiv, godišnji deficit na tekućem računu platne bilance povećao se s 5,1% u 2004. na 6,3% u 2005. godini. Do povećanja je došlo zbog smanjenja rasta godišnje stope robnog izvoza u odnosu na prethodnu godinu, uz istodobno povećanje stope rasta robnog uvoza. Još veći platnobilančni deficit od zabilježenoga spriječili su znatno bolji prihodi od turizma, kod kojih je u 2005. nominalno zabilježen snažan rast od 11,9% na godišnjoj razini.

S druge strane, naponi poduzeti u sferi fiskalne politike tijekom 2005. doveli su do najvećeg poboljšanja pokazatelja državnih financija u posljednje tri godine. Manjak konsolidirane opće države, iskazan na modificiranome obračunskom načelu, tako je u 2005. godini dosegnuo 4,1% BDP-a što je za 0,8 postotnih bodova manje nego u 2004. godini te za 2,1 postotni bod manje nego u 2003. godini. Iskazan na gotovinskom načelu, manjak opće države u 2005. godini dosegnuo je 3,7% BDP-a, nakon 5%, koliko je iznosio godinu dana prije. Nastavio se smanjivati i manjak konsolidirane središnje države, koji je na kraju 2005. iznosio 3,4% BDP-a, na gotovinskom načelu. Ipak, prema procjenama analitičara značajnije smanjenje proračunskog manjka u 2006. neće biti moguće zbog snažnije javne potrošnje pa bi, unatoč boljim poreznim prihodima, prema njihovim prognozama fiskalni deficit mogao biti viši od planiranih 3,3% BDP-a. Dodatni negativni učinak očekuje se od isplate duga umirovljenicima jer bi to moglo povećati potrošnju i ubrzati rast uvoza. Nadalje, porast kamatnih stopa u inozemstvu koji se očekuje tijekom cijele 2006. mogao bi negativno utjecati na kamatne rashode države, a time i na ukupne rashode države.

Trend rasta inflacije iz 2004. nastavio se i u 2005. godini. Godišnja stopa promjene indeksa potrošačkih cijena u prosincu 2005. dosegla je najvišu razinu u proteklih pet godina, 3,6%, što je znatno povećanje u odnosu na stopu od 2,7% iz 2004. Unatoč tome, ovogodišnja stopa inflacije i dalje se može smatrati niskom, iako je viša od prosječne godišnje stope inflacije ostvarene u eurozoni, koja je iznosila 2,3%. U 2004. godini te su dvije stope bile jednake. Jedan od glavnih razloga porasta inflacije

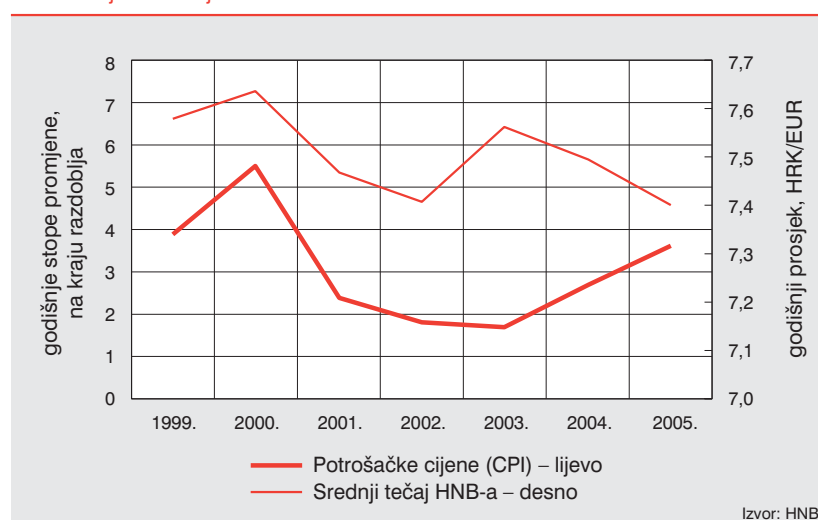
Slika 2. Državne financije i vanjska ravnoteža



veliki je rast cijene sirove nafte na svjetskom tržištu, koji je utjecao na rast uvoznih, ali i domaćih cijena. Na povećanje cijena utjecala su i nepovoljna kretanja cijena prehrambenih proizvoda te porast administrativno reguliranih cijena. Međutim, u 2005. godini porasla je i temeljna inflacija iz koje su isključene te dvije kategorije cijena, te je ona iznosila 3%, dok je u 2004. iznosila 1,9%. Do još značajnijeg porasta inflacije nije došlo zahvaljujući nominalnom jačanju domaće valute u odnosu na euro, sporijem rastu plaća, porastu konkurentnosti u maloprodaji i općem rastu proizvodnosti rada. U 2006. godini ne očekuje se daljnje povećanje inflatornih pritisaka.

Cjenovna se stabilnost i u 2005. godini zasnivala, između ostaloga, na održavanju relativne stabilnosti nominalnog tečaja kune prema euru, koji ima ulogu glavnog sidra inflacijskih očekivanja u zemlji i utječe na stabilnost uvoznih cijena iz eurozone. Prosječni godišnji tečaj kune ojačao je sa 7,50 HRK/EUR u 2004. na 7,40

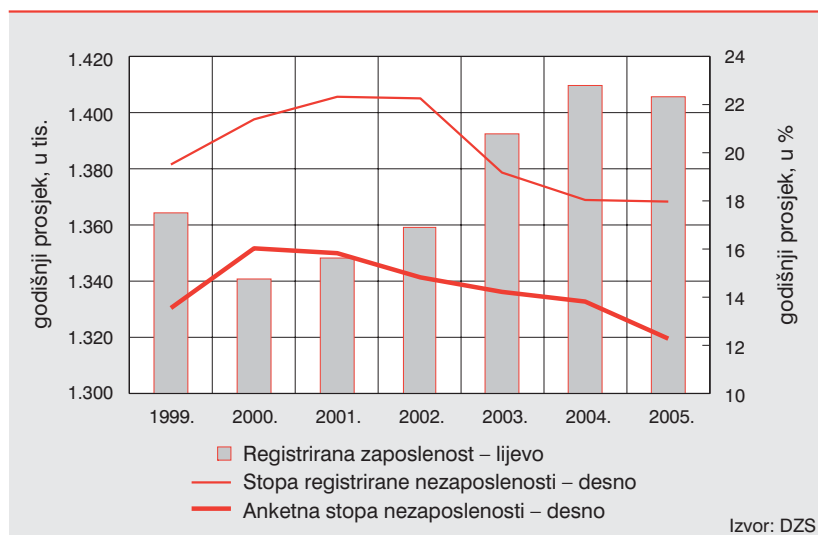
Slika 3. Cijene i tečaj



HRK/EUR u 2005. godini. Budući da se u posljednjih sedam godina prosječni godišnji tečaj kretao u rasponu od 7,4 do 7,6 kuna za euro, može se ocijeniti da je tečaj i dalje stabilan. Međutim, zbog izostanka uobičajenih deprecijacijskih pritisaka krajem 2005. i sve jačih aprecijacijskih pritisaka na tečaj kune prema euru u 2006., tečaj bi tijekom 2006. mogao izaći iz ustaljenog raspona. Razlog je velika potražnja za kunama na koju ponajprije utječe puno snažnije kunsko zaduživanje države na domaćem tržištu, ali i sve češća izdanja kunskih vrijednosnih papira od strane domaćih poduzeća.

Unatoč snažnom gospodarskom rastu stopa registrirane nezaposlenosti tek se neznatno smanjila s 18,1% na kraju 2004. na 18,0% na kraju 2005. godine, a u 2005. smanjila se na žalost i registrirana zaposlenost. Ipak, pozitivno kretanje zabilježeno je kod anketne stope nezaposlenosti, koja se smanjila s 13,8% na kraju 2004. na 12,3% na kraju 2005., što je njezina najniža razina još od 1998. godine.

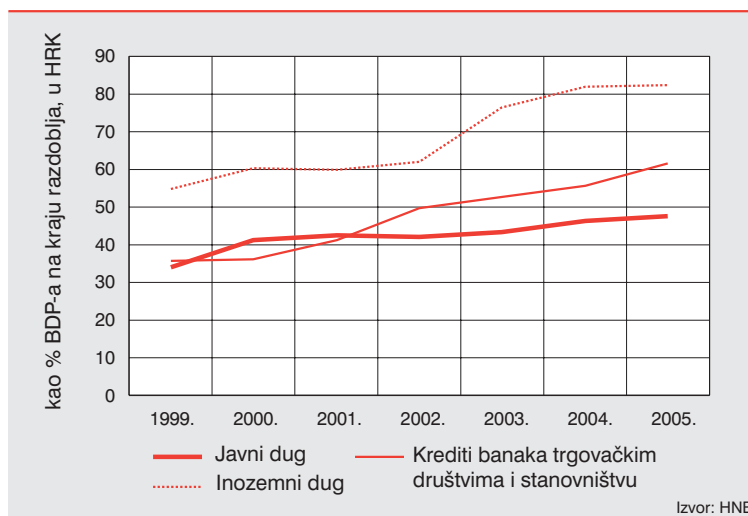
Slika 4. Zaposleni i nezaposlenost



Gospodarski rast zasnovan na potrošnji i privatnim investicijama uvelike je podržan nastavkom snažne kreditne aktivnosti bankarskog sektora. Krediti banaka trgovačkim društvima i stanovništvu porasli su do kraja 2005. na 61,4% BDP-a, u odnosu na 55,7% BDP-a na kraju 2004. Iako u strukturi porasta bankovnih kredita i dalje prevladavaju krediti stanovništvu, koji su narasli za 20,3% u odnosu na prethodnu godinu, 2005. godinu posebno je obilježio snažan rast plasmana poduzećima. Stopa rasta kredita banaka odobrenih poduzećima porasla je s 8,0% u 2004. na 16,3% u 2005. godini.

Budući da je rast domaćih depozita u 2005. iznosio 10,1%, tako snažna kreditna aktivnost banaka nije mogla biti financirana nedostatnim domaćim izvorima sredstava. Zato se tijekom 2005. inozemna pasiva banaka povećala za 9,7%, što je znatno pridonijelo tome da se udio inozemnog duga u BDP-u poveća na 82,3%, a to je za 0,2

Slika 5. Glavni financijski pokazatelji



postotna boda više nego na kraju 2004. Mjere monetarne politike kojima je cilj zaustaviti rast inozemnog zaduživanja privatnog sektora u odnosu na BDP na zatečenoj razini, tijekom 2005. još se nisu pokazale dovoljno djelotvornima, a sve više postaje jasno da je za smanjenje inozemne zaduženosti nužno usklađeno djelovanje mjera monetarne i fiskalne politike. Naime, rast duga možda bi se mogao obuzdati i još oštrijim mjerama monetarne politike, ali to bi moglo imati i negativne posljedice za gospodarski rast.

3. Međunarodno okruženje

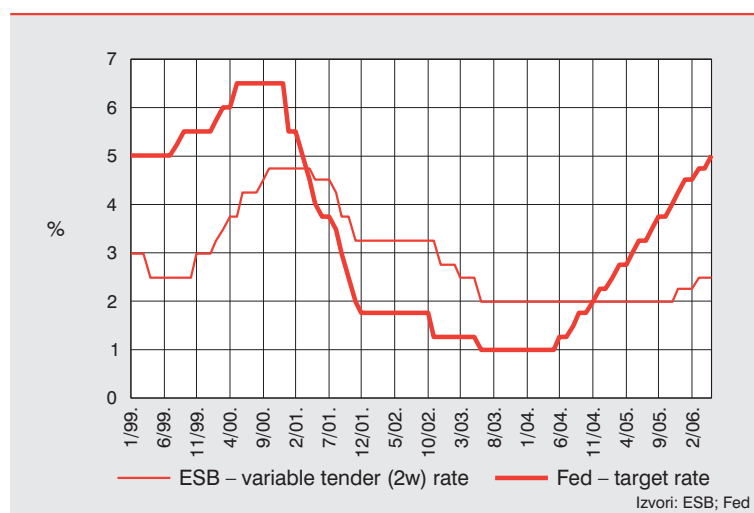
U drugom polugodištu 2005. godine nastavljen je snažan rast svjetskoga gospodarstva unatoč rastu cijena energenata i sirovina te brojnim vremenskim nepogodama. Sjedinjene Američke Države ostale su glavni generator rasta među industrijskim zemljama, a rastu je pridonio i nastavak oporavka japanskoga gospodarstva, te gospodarstava država članica Europske unije. Kao i u prvom polugodištu, gospodarski rast u zemljama Srednje i Istočne Europe, koji se kretao u prosjeku iznad 5%, bio je znatno veći od rasta u državama članicama EMU. Snažniji rast i dalje je prisutan na tržištima u nastajanju i u zemljama u razvoju gdje glavne uloge imaju Kina i Indija sa stopom rasta većom od 8% i Ruska Federacija sa stopom rasta iznad 6%. Upravo potražnja iz tih zemalja ima veliki utjecaj na porast cijena sirovina, koji je također obilježio drugo polugodište 2005., te je pridonio porastu inflatornih očekivanja u EMU i većini ostalih zemalja. Prema procjenama međunarodnih financijskih institucija globalni gospodarski rast mogao bi dobiti daljnji snažan poticaj u 2006. ako gospodarski rast tržišta u nastajanju premaši očekivanja te ako se financijski viškovi poduzeća razvijenih zemalja usmjere u nove investicije ili rast plaća i dividendi. Prema procjeni Europske komisije u 2006. godini očekuje se realni svjetski gospodarski rast od 4,6% te rast od 4,3% u 2007.

Tablica 1. Realni gospodarski rast u odabranim zemljama

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

^a Prognoza; Izvor: MMF, *World Economic Outlook Database*, travanj 2006.

U državama članicama EMU drugo polugodište 2005. godine obilježila je niska stopa gospodarskog rasta, ali i porast pokazatelja koji upućuju na početak oporavka gospodarstva ove regije te pojava špekulacija o mogućem podizanju ključne kamatne stope Europske središnje banke zbog porasta inflatornih pritisaka koje je ponajviše uzrokovao porast cijena nafte. U skladu s tim očekivanjima ESB je započeo s postupnim zaoštavanjem monetarne politike te je u prosincu podigao za 25 baznih bodova ključnu kamatnu stopu s najniže razine u povijesti od 2% na 2,25%. To je bila prva promjena ključne kamatne stope poslije lipnja 2003. i prvo povećanje nakon listopada 2000. godine. Prema predviđanjima svjetskih analitičara očekuje se da bi ona na kraju 2006. mogla iznositi između 3% i 3,5%. Godišnja stopa inflacije u prosincu 2005. iznosila je 2,2% što je nešto niže nego prethodnih mjeseci, ali nije ostvaren cilj ESB-a da godišnja stopa inflacije bude niža od 2%. Očekuje se da će se i u prvoj polovini 2006. godišnja stopa inflacije zadržati iznad 2% i da bi se ona tek u drugom polugodištu mogla spustiti na željenu razinu. Poboljšanje pokazatelja stanja gospodarstva i poslovnog povjerenja za EMU krajem 2005. godine upućuje na jačanje gospodarskih aktivnosti i potvrđuje predviđanja o nastavku gospodarskog oporavka započetog u drugoj polovini 2005. To je potaknulo ESB na još jedno povećanje ključne kamatne stope u ožujku 2006., i to na 2,5%. Na pozitivna očekivanja gospodarskog

Slika 6. Ključne europske i američke kamatne stope

rasta u 2006. reagirali su i prinosi europskih obveznica, koji su krajem 2005. bili viši nego na kraju prvog polugodišta, a rast prinosa nastavio se i u 2006. godini.

Nakon višemjesečne aprecijacije dolara prema europskoj valuti, koja je trajala od ožujka do srpnja 2005., početkom kolovoza dolazi do slabljenja dolara, iako ono nije bilo značajno zahvaljujući dobrim pokazateljima američkoga gospodarstva. Međutim, zbog neizvjesnosti rezultata izbora koji su se u rujnu održavali u Njemačkoj, aprecijacija dolara prema euru se nastavila. Jedan od razloga jačanja dolara u odnosu na euro bila je i sve veća razlika između ključnih kamatnih stopa Feda i ESB-a. Međutim, zbog očekivanja da je Fed dosegnuo ili da je vrlo blizu neutralne kamatne stope, jer je šesnaestim uzastopnim povećanjem u svibnju 2006. Fedova ključna kamatna stopa došla na razinu od 5%, te zbog istodobnog podizanja ključne kamatne stope od strane ESB-a s 2% na 2,5% i sve češćih nagađanja da bi uskoro moglo slijediti i novo povećanje od 25 baznih bodova, u svibnju 2006. zabilježena je najniža vrijednost dolara u proteklih godinu dana. U nastavku 2006. očekuju se daljnji pritisci na slabljenje tečaja dolara, čemu u prilog ide trajno visoki deficit na tekućem računu američke platne bilance, što otvara pitanje njegove dugoročne održivosti. Američkom deficitu platne bilance nije pomoglo ni to što je u srpnju 2005. Kina objavila da će odustati od fiksiranog tečaja juana i da će svojoj nacionalnoj valuti dopustiti aprecijaciju prema američkom dolaru. Naime, juan je ojačao za samo 2,1% što nije zadovoljilo SAD, pa on i dalje vrši snažan pritisak na Kinu jer se podcijenjeni juan smatra jednim od važnih uzroka visokoga američkoga trgovinskog deficita.

Unatoč rastu kratkoročnih kamatnih stopa u SAD-u uvjeti financiranja na svjetskom financijskom tržištu tijekom 2005. ostali su vrlo povoljni zahvaljujući neuobičajeno niskoj premiji rizika te visokoj štednji sektora poduzeća u najrazvijenijim zemljama. Predviđa se da će se zbog povećanja investicija štednja poduzeća ipak s vremenom smanjivati, pa bi to moglo dovesti do rasta dugoročnih kamatnih stopa u idućem razdoblju.

Najveći rizik ostvarenju predviđenih visokih stopa rasta svjetskoga gospodarstva i dalje je rast cijena sirove nafte na svjetskom tržištu. Nakon što je cijena sirove nafte u drugoj polovini 2005. godine dosegla do tada najvišu razinu od oko 60 američkih dolara po barelu, pod utjecajem najava iz OPEC-a o povećanju dnevne proizvodnje slijedilo je razdoblje smirivanja cijena nafte te njihova blagog pada. Međutim, nestabilna situacija na Bliskom istoku gdje su nastavljeni sukobi u Iraku te je došlo do prijetnje Irana, četvrtoga najvećeg izvoznika i druge zemlje po količini zaliha nafte, da će nastaviti nuklearni program i obustaviti isporuke nafte, u kolovozu je porasla cijena na razinu od čak 70 američkih dolara za barel. Razdoblje nakon toga obilježeno je vremenskim nepogodama u Sjedinjenim Američkim Državama i oštećenjima rafinerija u Meksičkom zaljevu, ali i najavom Međunarodne agencije za energiju o plasmanu 60 milijuna barela iz njezinih strateških rezervi, te se cijena sirove nafte nastavila kretati oko 70 američkih dolara po barelu. Zbog svega toga, pored zemalja OPEC-a, na važnosti su sve više počele dobivati i druge zemlje izvoznice nafte kao što su Rusija, zemlje kaspijske regije, Kanada i Brazil. Tijekom posljednjeg tromjesečja

2005. opet je došlo do pada i privremene stabilizacije cijena nafte i takva situacija trajala je do početka 2006. godine kad se javljaju problemi s isporukom ruskog plina te s isporukom sirove nafte iz najveće afričke izvoznice Nigerije, pa to ponovo rezultira kolebanjem cijena nafte. Uz nastavak pritisaka iz Irana na smanjenje proizvodnje OPEC-a te zbog političke situacije u Boliviji i Venezueli u travnju 2006. cijena nafte dosegla je najvišu razinu zabilježenu u povijesti, od 75,35 američkih dolara po barelu. Navedena kretanja utječu i na maloprodajne cijene naftnih preradivina u Hrvatskoj, ali i u mnogim drugim zemljama, pa je samo pitanje trenutka kada će se to odraziti i na ostale potrošačke cijene.

Osim rasta cijena nafte, čimbenici koji bi negativno mogli utjecati na nastavak rasta svjetskoga gospodarstva, sve su oštriji uvjeti financiranja zbog rasta ključnih kamatnih stopa u SAD-u i EMU te prijetnja mogućeg kolapsa nabujalih cijena na većim svjetskim tržištima nekretnina. Ne smije se zanemariti ni utjecaj sve veće globalne neravnoteže gdje se s jedne strane nalazi rekordno visoki platnobilančni deficit SAD-a, a s druge strane sve veći suficit u zemljama izvoznicama nafte, nekim industrijskim zemljama, Japanu, Kini i još nekim rastućim azijskim tržištima. Prijetnja nastavku pozitivnih trendova na mnogim rastućim tržištima veliki su deficiti platnih bilanci, što je posebno izraženo u Europi, te prebrz rast kredita u tim zemljama, među kojima je i Hrvatska, pa tim gospodarstvima međunarodne financijske institucije preporučuju promjene u fiskalnoj politici i ograničavanje kreditne aktivnosti.

Tablica 2. Globalno predviđanje glavnih ekonomskih pokazatelja

Predviđanje MMF-a za 2005. godinu	BDP, realna godišnja stopa promjene	Inflacija, godišnja stopa	Račun opće države, % BDP-a	Tekući račun platne bilance, % BDP-a
Svijet	4,9	3,8		
Najveće razvijene zemlje	2,8	2,3	-3,9	-2,5
EU	2,4	2,1	-2,6	-0,7
EMU	2,0	2,1	-2,3	-0,2
Tržišta u nastajanju	6,9	5,4		4,1
Srednja i Istočna Europa	5,2	4,1		-5,5

Izvor: MMF, *World Economic Outlook Database*, travanj 2006.

4. Inozemni dug

Inozemni dug Republike Hrvatske na kraju 2005. godine iznosio je 25,54 mlrd. EUR, što je za 2,76 mlrd. EUR ili 12,1% više nego na kraju 2004. godine. Udio inozemnog duga u BDP-u tijekom 2005. godine porastao je za 2,3 postotna boda, te je na kraju godine iznosio 82,5%. Udio inozemnog duga u BND-u² tijekom 2005. porastao je za 3,1 postotni bod te je na kraju godine iznosio 85,2%. Ovakav udio inozemnog duga u BND-u, prema kriterijima Svjetske banke, Hrvatsku svrstava među visokozadužene zemlje³. Međutim, udio inozemnog duga u vrijednosti izvoza robe i usluga, koji je na kraju 2005. godine iznosio 167,0%, znatno je ispod razine od 220% koja bi prema istim kriterijima upućivala na moguću pojavu nelikvidnosti u inozemnim plaćanjima. 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 rasti i u sljedećem srednjoročnom razdoblju, ali isto tako treba uzeti u obzir i to da je ta vrsta prihoda najosjetljivija na negativne vanjske činitelje (ratne sukobe, terorizam, elementarne nepogode i sl.). Da bi slika inozemne zaduženosti bila cjelovita, valja upozoriti i na činjenicu da statistika inozemnog duga Hrvatske i Svjetske banke ne obuhvaća stanje kratkoročnih trgovinskih kredita s rokom dospelja do šest mjeseci, koji su za RH na kraju 2005. godine bili procijenjeni na 3,2 mlrd. EUR. Nakon uključivanja ovih kredita u inozemni dug njegov udio u BDP-u na kraju 2005. godine iznosi 92,9%, u BND-u 96,0% i u izvozu robe i usluga 188,1%.

Tablica 3. Odabrani pokazatelji inozemne zaduženosti i vanjske likvidnosti RH

Pokazatelji stanja zaduženosti	31.12.2001.	31.12.2002.	31.12.2003.	31.12.2004.	31.12.2005.
Inozemni dug kao % BDP-a	60,7	61,5	75,5	80,2	82,5
Inozemni dug kao % BND-a	62,4	63,0	78,7	82,1	85,2
Inozemni dug kao % izvoza robe i usluga	124,6	135,3	150,8	160,0	167,0
Bruto međunarodne pričuve kao % inozemnog duga	39,6	37,5	33,1	28,3	29,1
Bruto međunarodne pričuve u mjesecima pokrivenosti uvoza robe i usluga	5,3	4,9	5,2	4,8	5,1
Pokazatelji toka zaduženosti					
Otplate glavnice i kamata kao % izvoza robe i usluga ^a	26,2	27,4	20,1	21,3	23,7
Plaćanja kamata kao % izvoza robe i usluga ^a	6,2	5,7	4,6	4,6	5,0

^a Otplate glavnice i kamata uključuju otplatu glavnice po dugoročnom dugu, bez otplate glavnice s osnove trgovinskih kredita i izravnih ulaganja te ukupnu otplatu kamata, bez otplate kamata s osnove izravnih ulaganja. Izvor: HNB

- 2 Bruto nacionalni dohodak (BND) izvodi se kao zbroj bruto domaćeg proizvoda i salda na računu faktorskih dohodaka platne bilance.
- 3 Prema klasifikaciji Svjetske banke visokozadužene zemlje karakterizira visina inozemnog duga veća od 80% HND-a i/ili veća od 220% prihoda od izvoza robe i usluga.

Teret otplate inozemnog duga mjeran omjerom otplata inozemnog duga i izvoza robe i usluga, koji od 2003. godine pokazuje tendenciju porasta, na kraju 2005. godine iznosio je 23,7%, što znači da Hrvatska nešto manje od četvrtine svojih ukupnih prihoda od izvoza robe i usluga odvaja za otplate glavnice i kamata na inozemni dug. Prihvatljivom gornjom granicom tog omjera smatra se 30%⁴, tako da se Hrvatska prema tom pokazatelju trenutačno ne ubraja u skupinu zemalja koje su relativno visoko opterećene otplatama inozemnog duga. Ipak, pojednostavljeni izračuni pokazuju da bi nastavak prosječnih ostvarenja rasta hrvatskoga inozemnog duga i BDP-a u razdoblju od 1999. do 2005. godine⁵ i uz vaganu kamatnu stopu na dug od 4%, već 2010. godine utjecao na to da trošak otplate kamata na inozemni dug premaši godišnji prirast BDP-a. Međutim, povećanje stope rasta BDP-a u 2005. godini, uz istodobno smanjenje stope rasta inozemnog duga, daje povoljniju sliku razvoja događaja u budućnosti. Dakle, ovaj proračun pokazuje da je u srednjoročnom razdoblju ključno 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.⁶

Za razliku od 2004. godine, kada je najveći porast inozemnog duga kod domaćih sektora u apsolutnom i relativnom iznosu bio zabilježen kod bankarskog sektora, tijekom 2005. godine to je slučaj s ostalim domaćim sektorima⁷, čiji je inozemni dug porastao za 1,35 mlrd. EUR (23,2%) što je gotovo 50% porasta ukupnoga inozemnog duga svih domaćih sektora tijekom 2005. godine. Takvo kretanje treba pripisati aktivnosti banaka koje su nastojale izbjeći mjere HNB-a za usporavanje rasta njihove inozemne zaduženosti, pa su dio svoga poslovanja prebacile na izravno i neizravno povezana nebankarska poduzeća, a drugi dio svojih klijenata usmjeravale su na izravno zaduživanje kod svojih vlasnika u inozemstvu. Udio duga države u ukupnome inozemnom dugu istodobno je smanjen s 31,8% na 27,6% kao posljedica aktivne strategije države koja uključuje postupno smanjivanje proračunskog manjka i njegovo veće financiranje sredstvima s domaćeg tržišta kapitala. Međutim, u uvjetima ograničene domaće štednje zamjena inozemnih obveza države domaćim obvezama rezultirala je upravo opisanim rastom inozemnih obveza drugih domaćih sektora, osobito banaka, kod kojih se država zadužuje na domaćem tržištu kapitala, pri čemu banke pozajmice državi djelomično financiraju iz inozemnih izvora.

Najveći rizik za urednu otplatu inozemnog duga RH tijekom 2006. bit će najavljeni rast kamatnih stopa u EMU. Naime, inozemne obveze banaka uglavnom su ugovorene uz promjenljivu kamatnu stopu koja se zasniva na EURIBOR-u, tržište očekuje nastavak rasta glavne kamatne stope ESB-a prema razini od 3% do kraja 2006. godi-

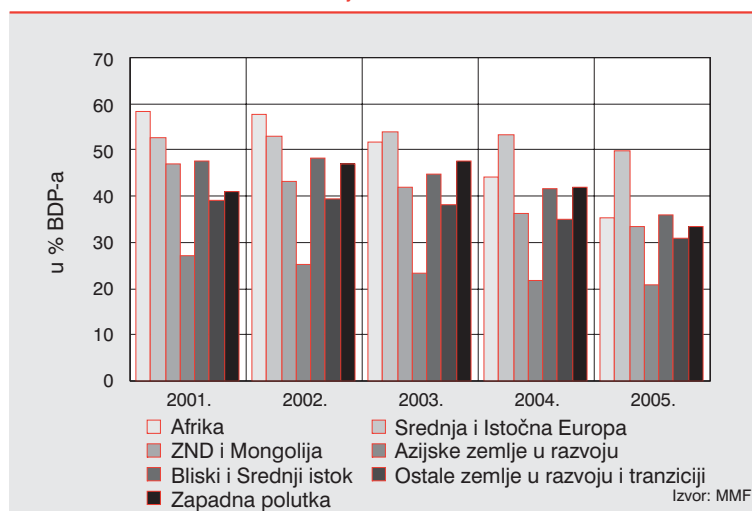
4 Babić, M. i Babić, A., Međunarodna ekonomija, 2003., str. 471

5 U razdoblju od 1999. do 2005. prosječan godišnji rast inozemnog duga RH iznosio je 15,7%, a nominalni rast BDP-a 7,0%. Oba pokazatelja izvedena su iz eurskih vrijednosti.

6 Analiza inozemne zaduženosti RH, Hrvatska narodna banka, travanj 2006.

7 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.

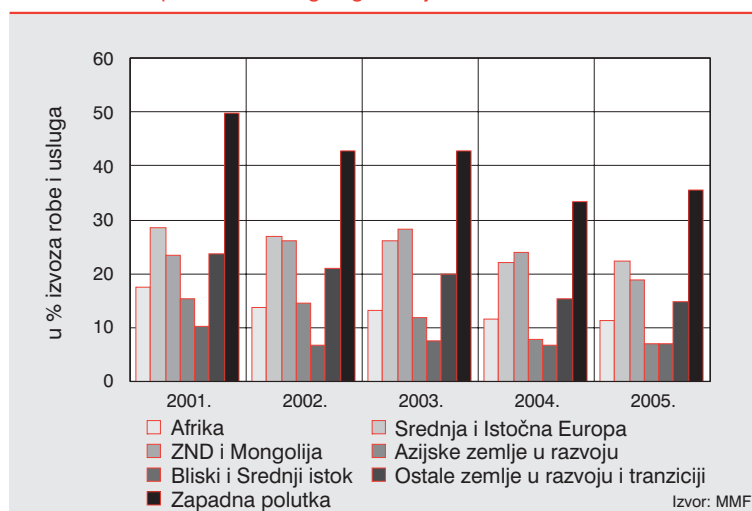
Slika 7. Inozemna zaduženost u svijetu



ne, a moguće je i daljnje povećanje premije rizika na dug zemalja poput Hrvatske ako povećanje američkih i europskih kamatnih stopa još umanjuje apetit globalnih ulagača za takva ulaganja. Iako se trenutno ne očekuje slabljenje kune tijekom 2006. godine, ako se ostvari opisana promjena apetita ulagača primjetna već krajem 2005., a RH nastavi povećavati inozemni dug dinamikom iz prethodnih nekoliko godina, ipak su moguće promjene u smjeru kretanja deviznog tečaja koje bi negativno utjecale na teret otplate već akumuliranoga inozemnog duga.

U međunarodnoj usporedbi Hrvatska se, prema udjelu inozemnog duga u BDP-u, nalazi dosta iznad prosjeka toga pokazatelja za zemlje Srednje i Istočne Europe, koje su prema tom pokazatelju i dalje najzaduženija regija u svijetu. Slijede zemlje Bliskog i Srednjeg Istoka te Afrika. Štoviše, kod svih tih regija u posljednjih je nekoliko godina primjetan trend smanjenja prosječnog udjela inozemnog duga u BDP-u, dok je on u Hrvatskoj znatno porastao u tom razdoblju. S druge strane, po udjelu otplate duga

Slika 8. Teret otplate inozemnog duga u svijetu



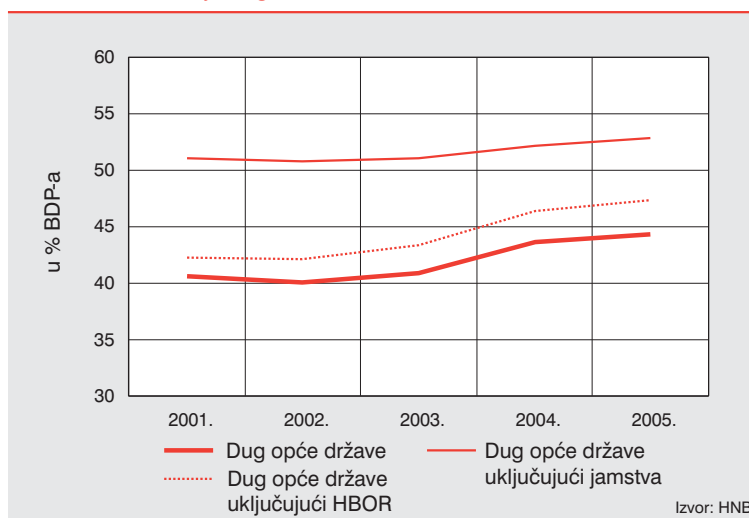
u izvozu robe i usluga, koji pokazuje razinu tereta otplate inozemnog duga, Hrvatska se ne izdvaja iz prosjeka za skupinu zemalja Srednje i Istočne Europe. Najveća vrijednost tog pokazatelja zabilježena je kod skupine zemalja Zapadne polutke, koju uglavnom čine zemlje Latinske Amerike, koje obično imaju najvećih teškoća u urednoj otplati svoga inozemnog duga.

5. Javni dug

Razina udjela javnog duga u BDP-u stabilno je ispod maastrichtskoga kriterija od 60%, s tim da prema tom kriteriju u javni dug ulazi samo dug opće države, ne uključujući izdana državna jamstva. Udio duga opće države u nominalnom BDP-u na kraju 2005. godine iznosio je 44,3%, što je, u odnosu na kraj 2004. godine, porast od 0,6 postotnih bodova (8,4 mlrd. kuna), a to pokazuje usporavanje rasta ovog pokazatelja tijekom 2005. godine u odnosu na prethodnu godinu. I u sljedećem razdoblju trebalo bi doći do smanjenja pokazatelja relativne zaduženosti javnog sektora, ponajprije zbog planiranog nastavka procesa fiskalne konsolidacije i smanjenja proračunskog manjka. U usporedivim zemljama Srednje i Istočne Europe najveća vrijednost udjela duga opće države u BDP-u zabilježena je u Mađarskoj (60,2%), Poljskoj (52,3%) i Slovačkoj (36,8%).

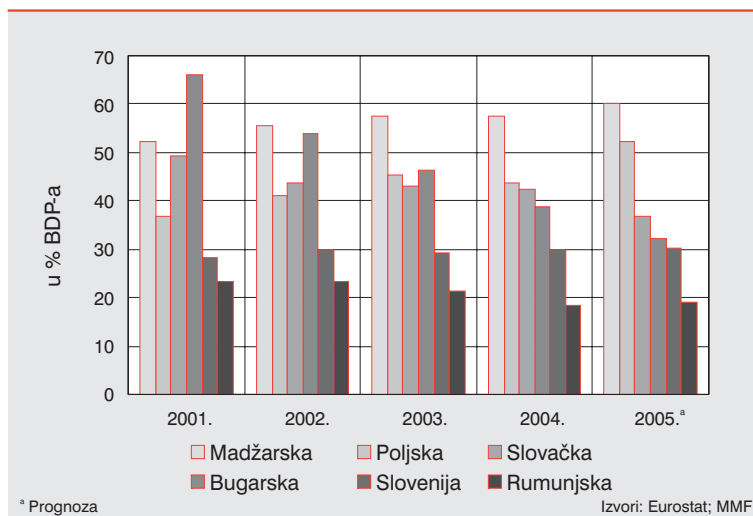
Ipak, zaduženost javnog sektora (dug opće države i HBOR-a, bez neaktiviranih državnih jamstava) nastavila je rasti, te je na kraju prosinca 2005. godine dosegla 108,6 mlrd. kuna, odnosno 47,4% vrijednosti nominalnog BDP-a za 2005. godinu. Naposljetku, ukupni javni dug (ukupni dug opće države i HBOR-a, uključujući i iznos od 12,4 mlrd. kuna izdanih državnih jamstava)⁸, iznosio je 120,9 mlrd. kuna, odnosno 52,8% vrijednosti nominalnog BDP-a na kraju 2005.

Slika 9. Zaduzenost javnog sektora



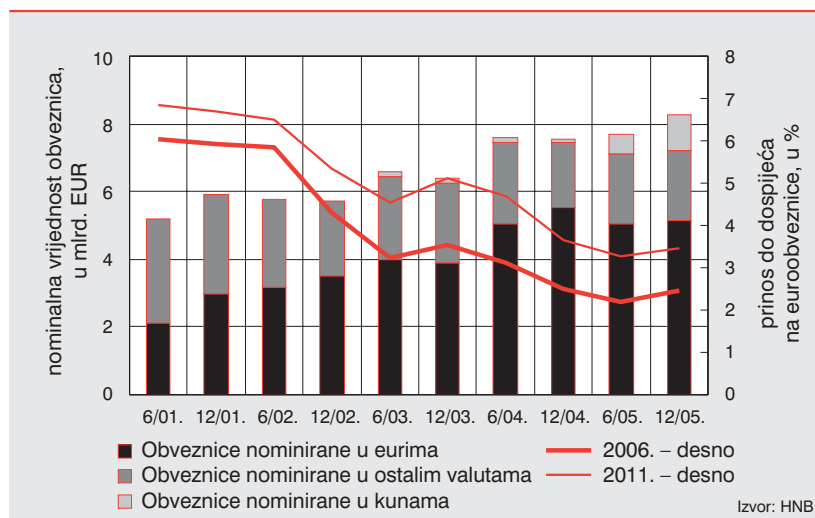
8 Takvu definiciju javnog duga daje Zakon o proračunu (NN, br. 96/2003.).

Slika 10. Dug konsolidirane opće države u zemljama Srednje i Istočne Europe



Za razliku od prethodnih godina, cjelokupno povećanje zaduženosti javnog sektora (dug opće države i HBOR-a, bez neaktiviranih državnih jamstava) u 2005. godini odnosi se na zaduživanje na domaćem financijskom tržištu pa je domaća sastavnica duga, u odnosu na kraj 2004. godine, uvećana za 13,5 mlrd. kuna i na kraju godine njezin je udio u nominalnom BDP-u iznosio 24,7%. Istodobno je inozemna sastavnica duga smanjena za 3,7 mlrd. kuna te je njezin udio u nominalnom BDP-u iznosio 22,7%.

Slika 11. Obveznice RH i prinosi na euroobveznice



Unatoč znatnom smanjenju i dalje veliki udio inozemnoga u ukupnome javnom dugu državu čini osjetljivom na rizik kamatnih stopa kod inozemnog refinanciranja. Nedavna ilustracija pojave toga rizika jest i porast prinosa na hrvatske euroobveznice u drugom polugodištu 2005. godine. Rizik kamatnih stopa prisutan je i kod obveza s varijabilnom kamatnom stopom. U svrhu postizanja stabilnosti u troškovima servisi-

ranja javnog duga, strategija upravljanja javnim dugom za 2006. godinu⁹ predviđa fiskalnu disciplinu i rast udjela duga s fiksnom kamatnom stopom u ukupnom dugu.

Osim rizika kamatnih stopa kod refinanciranja, država je zbog velikog udjela inozemnog duga u svome ukupnome dugu (47,9%) i dalje izložena značajnom valutnom riziku. To je još izraženije zbog indeksiranja većeg dijela njezina duga na domaćem tržištu uz tečaj eura, iako je krajem 2005. i početkom 2006. godine došlo do smanjenja udjela devizno nominiranoga duga u ukupnome domaćem dugu države. Udio nominalne vrijednosti državnih i municipalnih obveznica nominiranih u stranoj valuti u ukupnom iznosu ovih obveznica izdanih na domaćem tržištu iznosio je na kraju 2005. godine 72% što je za osjetna 22 postotna boda manje nego na kraju 2004. godine. Međutim, i na toj razini izloženost javnog sektora valutnom riziku daje dodatni poticaj monetarnoj vlasti za održavanje stabilnoga nominalnog tečaja domaće valute prema euru.

S ciljem smanjenja opisane valutne izloženosti država je u prosincu 2005. izdala desetogodišnju kunsku obveznicu u iznosu od 3,5 mlrd. kuna (integralna nominalna vrijednost ove obveznice iznosi 5,5 mlrd. kuna jer je druga tranša u nominalnom iznosu od 2 mlrd. kuna izdana u veljači 2006.). Ova obveznica ima i iznimnu važnost za produljivanje kunske krivulje prinosa jer je riječ o prvoj ikada izdanoj desetogodišnjoj obveznici nominiranoj u kunama. Ona je značajna i zbog usklađivanja RH s četvrtim maastrichtskim kriterijem, koji se odnosi na stabilnost dugoročnih kamatnih stopa na desetogodišnje državne obveznice ili usporedive instrumente. Prihodi od ove obveznice bili su najvećim dijelom namijenjeni za otplatu u prosincu dospjele obveznice Državne agencije za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka izdane 2000. godine.

6. Nefinancijska poduzeća¹⁰

Relativna zaduženost sektora nefinancijskih poduzeća tijekom 2005. godine nastavila je rasti, i to izraženijim intenzitetom nego u prethodnih nekoliko godina, pa se procijenjena vrijednost njihova ukupnog duga do kraja 2005. popela na 52,5% BDP-a. Godišnja stopa rasta zaduženosti nefinancijskih poduzeća u 2005. iznosila je do sada najviših 18%. U strukturi njihova duga i dalje najveći udio ima dug prema bankama, premda je njegov udio u 2005. blago smanjen u korist duga prema inozemstvu i, posebice, duga prema društvima za lizing, koji je tijekom 2005. zabilježio izrazito visoku stopu rasta na godišnjoj razini od 70,5%. Ovako brz rast zaduženosti nefinancij-

9 Vodič kroz proračun za 2006. godinu, MFRH, prosinac 2005., str. 22 – 24

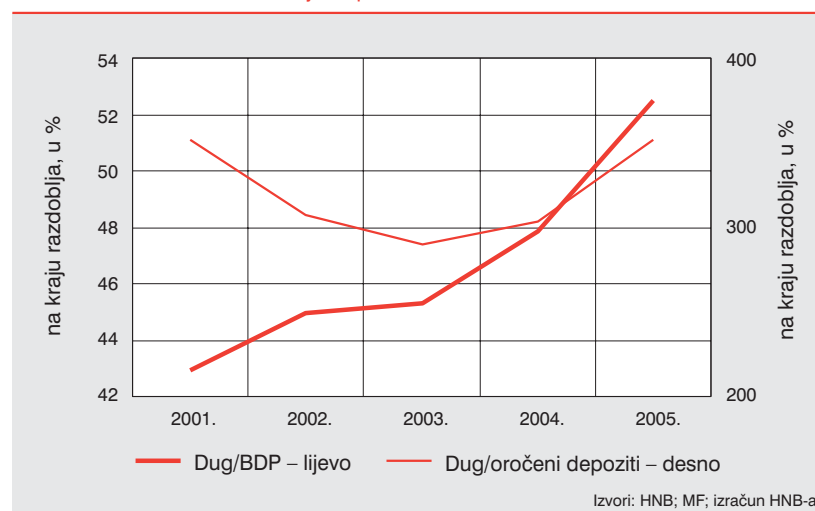
10 Državni zavod za statistiku ne izrađuje konsolidiranu bilancu za sektor nefinancijskih poduzeća, a središnja banka ne izrađuje financijski pregled, već samo monetarni pregled, pa je financijsku imovinu i obveze sektora nefinancijskih poduzeća moguće tek grubo procijeniti na osnovi monetarnog pregleda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

skih poduzeća kod nebankarskog sektora utječe i na strukturu njihova duga, pa je njegov dio koji se odnosi na dug prema bankama pao na manje od 56% ukupnog duga, u odnosu na 63,5%, koliko je udio iznosio na kraju 2002. godine. Povećanje udjela financiranja izvan banaka i poboljšanje uvjeta financiranja kod banaka utjecali su i na strukturu otplate duga nefinancijskih poduzeća. Tako je teret otplate kamata rastao znatno sporije od samog tereta duga, i to po vrlo kolebljivim jednoznamenkastim stopama, što je naposljetku rezultiralo značajnim smanjenjem udjela plaćenih kamata u prosječnom dugu prema bankama na 5,2% tijekom 2005. godine, u usporedbi sa 7,1% tijekom 2001. godine.

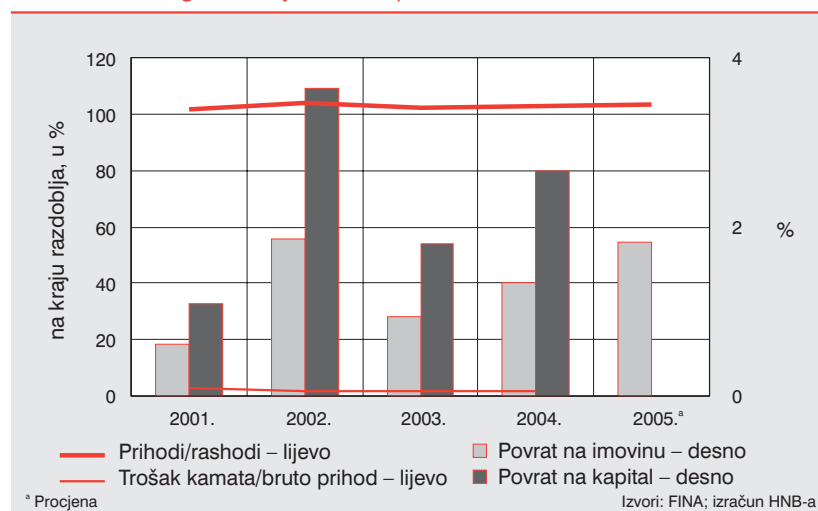
Kao referentna vrijednost koja upućuje na nisku razinu duga sektora nefinancijskih poduzeća u Hrvatskoj u odnosu na njihovu zaduženost u razvijenim gospodarstvima, može poslužiti pokazatelj za EMU gdje već nekoliko godina taj dug oscilira oko 62% BDP-a, uz stope rasta kredita ovom sektoru u rasponu od 5% do 10% na godinu, ovisno o ročnosti. Međutim, u slučaju nastavka opisanog trenda u EMU te rasta zaduženosti hrvatskih nefinancijskih poduzeća i nominalnog BDP-a po stopama iz 2005., udio zaduženosti nefinancijskih poduzeća u BDP-u u EMU će biti premašen već za dvije godine. U međuvremenu kretanje omjera duga nefinancijskih poduzeća i njihovih oročenih depozita položenih kod banaka već nagovještava moguće smanjenje njihove likvidnosti, jer je taj omjer u 2005. godini porastao iznad razine od 350% te došao na istu razinu na kojoj je bio na kraju 2001. godine kada su pokazatelji financijskog stanja ovog sektora bili znatno nepovoljniji nego danas.

Rast ukupne zaduženosti sektora nefinancijskih poduzeća nije utjecao na pogoršanje pokazatelja njihova financijskog rezultata, već su se oni i dalje nastavili poboljšavati. Naime, prema procjeni koja se zasniva na podacima za prvih devet mjeseci 2005. godine, pokazatelj profitabilnosti imovine nefinancijskih poduzeća (ROA) mogao bi za 2005. godinu iznositi 1,83% što bi bio osjetan porast u odnosu na 2003. i 2004. godinu kad je taj pokazatelj iznosio 0,94%, odnosno 1,35%. Tome bi trebao pridonijeti

Slika 12. Zaduzenost nefinancijskih poduzeća



Slika 13. Teret duga i finansijski rezultat poduzeća

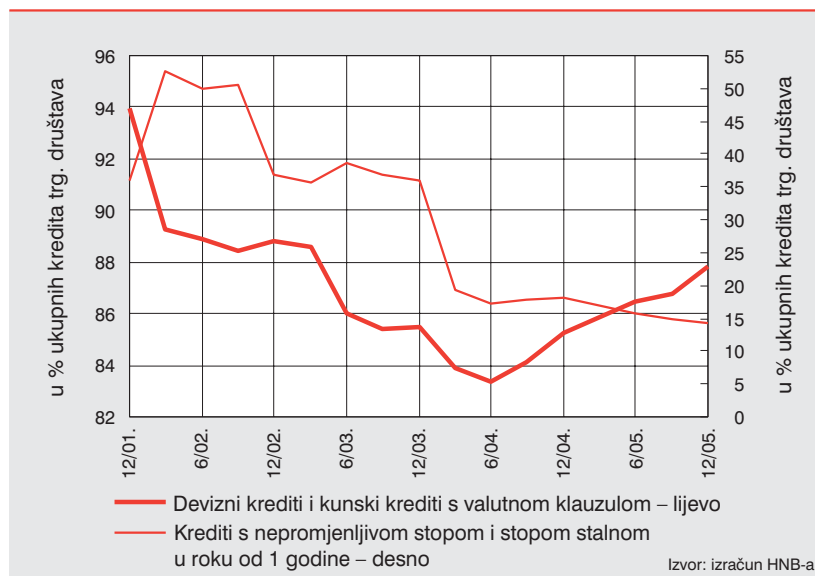


i pokazatelj omjera prihoda i rashoda (prije oporezivanja) nefinancijskih poduzeća, koji je već dulje vrijeme stabilan na razini višoj od 100%. Prema procjeni na osnovi podataka za prvih devet mjeseci 2005., taj pokazatelj na kraju 2005. godine mogao bi iznositi 103,5%, što je vrlo blizu dosadašnje rekordne razine iz 2002. godine kad je ovaj pokazatelj bio neznatno viši i iznosio 103,7%.

Rizici kojima su izložena nefinancijska poduzeća nastavili su se blago povećavati i tijekom 2005. godine, a najvažniji rizici i dalje su očekivani rast globalnih dugoročnih kamatnih stopa i manje vjerojatan, ali opasniji, scenarij slabljenja domaće valute. Naime, udio dugoročnih kredita banaka odobrenih trgovačkim društvima čija se kamatna stopa može promijeniti u roku kraćem od godine dana nastavio se povećavati, te on za kraj godine iznosi nešto manje od 86% ukupnih dugoročnih kredita banaka. I udio deviznih bankovnih kredita trgovačkim društvima, uključujući kunske kredite s valutnom klauzulom, povećao se s 85,2% na 87,9% u posljednjih godinu dana. Međutim, trenutni trend snižavanja deviznog tečaja zapravo odgovara većini poduzeća kojima su devizni rashodi veći od deviznih prihoda, dok je njegov utjecaj negativan na manji broj izvozno usmjerenih poduzeća što bi moglo imati negativne makroekonomske posljedice ako se taj trend nastavi. S druge strane, naglo ili jače i trajnije slabljenje kune imalo bi negativan utjecaj na teret otplate duga većine nefinancijskih poduzeća.

Valutni rizik kojem su izložena hrvatska poduzeća, u uvjetima u kojima je gotovo 90% bankovnih kredita indeksirano uz tečaj strane valute, teško je precizno kvantificirati zbog nedostatka dovoljno detaljnih statističkih podataka. Njega ponajprije uzrokuje valutna neusklađenost prihoda i rashoda prisutna kod većine poduzeća, koja u slučaju znatnije promjene deviznog tečaja može negativno utjecati na likvidnost poduzeća. Međutim, slabljenje domaće valute dovelo bi i do slabljenja bilance većine poduzeća što bi imalo negativan učinak na njihovu kreditnu sposobnost, pa samim time i na uvjete budućeg financiranja. Naposljetku, utjecaj znatnijeg poremećaja

Slika 14. Valutni i kamatni rizik trgovačkih društava



tečaja na domaću potražnju kao i na formiranje lanca nelikvidnosti među samim poduzećima, počevši od valutno najizloženijih, koji bi dodatno utjecali na smanjenje prihoda poduzeća, zasad je nemoguće procijeniti.

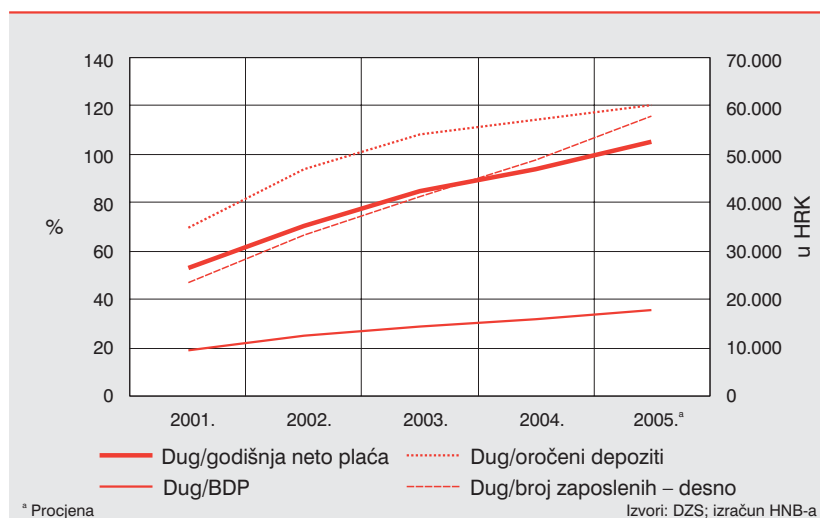
7. Stanovništvo¹¹

Tijekom 2005. godine ukupna zaduženost sektora stanovništvo nastavila je rasti, u apsolutnom i relativnom smislu. Procijenjena kreditna zaduženost stanovništva u odnosu na BDP narasla je s 32,1% na kraju 2004. na 35,9%. Nešto manje od 96% duga stanovništva odnosi se na obveze prema bankama. Udio duga stanovništva u procijenjenoj godišnjoj masi neto plaća u 2005. prešao je prvi put 100%, te je na kraju 2005. godine iznosio oko 105,3%. I prosječna zaduženost po zaposlenom nastavila je kontinuirano rasti, s oko 49 tisuća kuna na kraju 2004. godine na oko 58 tisuća kuna na koncu 2005. Omjer duga i oročenih depozita stanovništva kod poslovnih banaka, koji je u 2003. godini prvi put prešao razinu od 100%, narastao je do kraja 2005. na 120,5%.

Ovakva kretanja relativnih pokazatelja zaduženosti stanovništva rezultat su nastavka snažnog rasta ponude sve jeftinijih kredita, ponajprije poslovnih banaka, koji traje još od 2002. godine. Međutim, nakon snažnog rasta tijekom 2002., godišnja stopa

11 Državni zavod za statistiku ne izrađuje konsolidiranu bilancu za sektor stanovništvo, a središnja banka ne izrađuje financijski pregled, već samo monetarni pregled, pa je financijsku imovinu i obveze sektora stanovništva moguće tek grubo procijeniti na osnovi monetarnog pregleda i nekonsolidiranih bilanci financijskih institucija. Nefinancijska imovina sektora stanovništvo nije poznata. Glavni izvor za procjenu primanja i izdataka sektora stanovništvo je Anкета o potrošnji kućanstava, koju jednom na godinu provodi Državni zavod za statistiku.

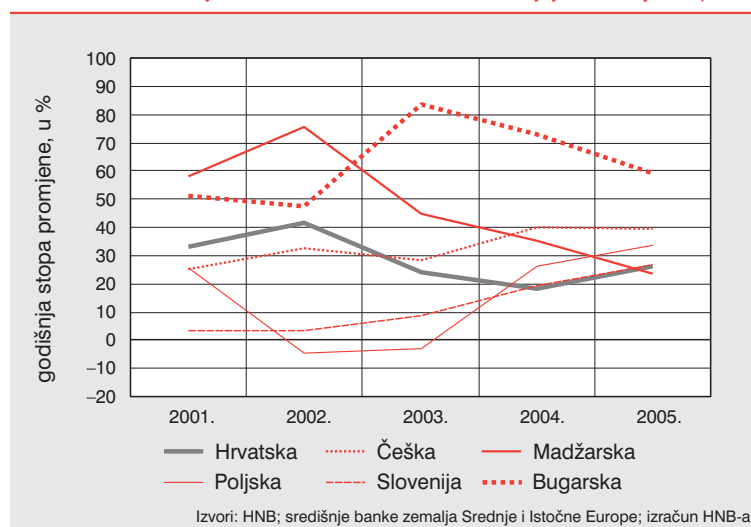
Slika 15. Zaduženost stanovništva



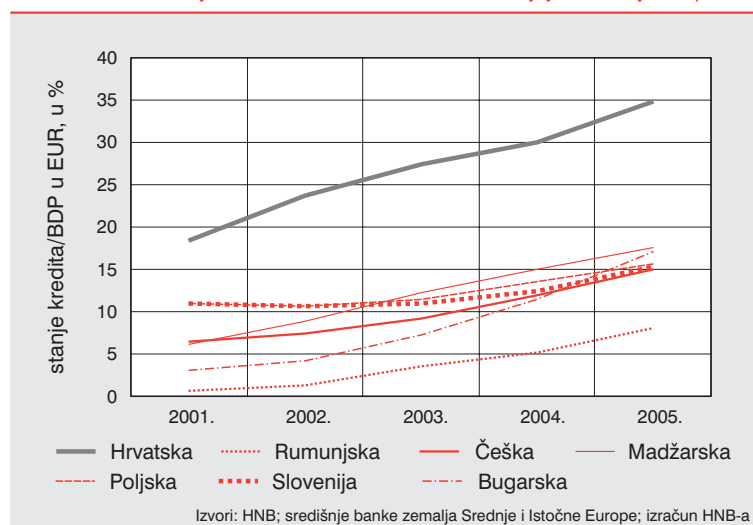
rasta ukupne zaduženosti stanovništva počela se smanjivati, te je za 2005. godinu iznosila 20,3%, što je ipak nešto više od 19,2% koliko je iznosila za 2004., ali je i znatno manje od stope rasta kod drugih država kandidatkinja za prijam u EU te kod većine novih članica EU.

Iako rast vrijednosti pokazatelja zaduženosti stanovništva, s gledišta financijske stabilnosti i boniteta banaka, upozorava na oprez, na kraju 2005. zaduženost je, iskazana u eurima, iznosila 34,8% BDP-a, što je još uvijek znatno ispod zaduženosti stanovništva u EMU, koja je na kraju trećeg tromjesečja 2005. iznosila 57% BDP-a. Dok je zaduženost hrvatskog stanovništva znatno manja od zaduženosti stanovništva starih članica EU, usporedba s novim članicama daje drukčije rezultate. Na kraju 2005. godine udio potraživanja banaka od stanovništva u tim zemljama nije prelazio 18% BDP-a, što je još uvijek otprilike upola manje nego u Hrvatskoj.

Slika 16. Potraživanja banaka od stanovništva u Srednjoj i Istočnoj Europi

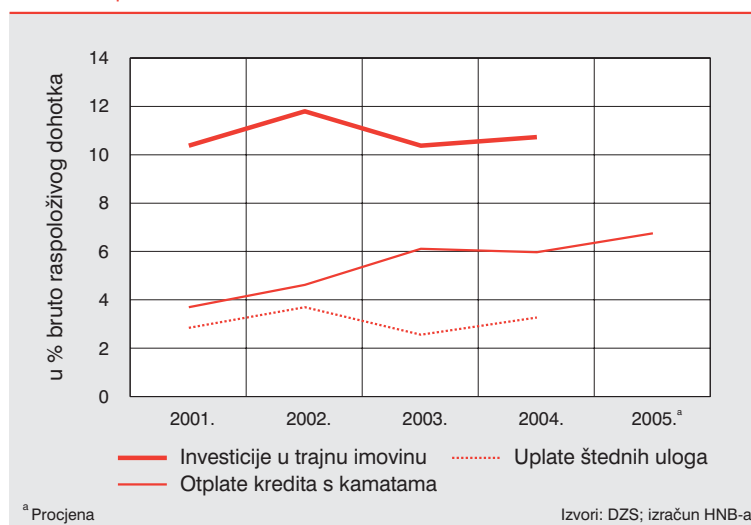


Slika 17. Potraživanja banaka od stanovništva u Srednjoj i Istočnoj Europi



Agregatni pokazatelji tereta otplate duga stanovništva također ne zabrinjavaju. Tako bi teret otplate glavnice s kamatama u bruto raspoloživom dohotku za 2005. godinu, procijenjen na osnovi kretanja dugoročnih kredita stanovništvu s jedne strane, te kretanja BDP-a, broja stanovnika i mase neto plaća, s druge strane, trebao iznositi 6,8% što je porast u odnosu na 6,0% koliko je iznosio u 2004. godini ili 3,6% u 2000. godini. To je otprilike upola manje nego u članicama EMU, gdje još od 2000. godine ovaj pokazatelj prelazi 10%, a prema procjeni na kraju 2004. iznosio je nešto manje od 12%. Relativno sporiji rast pokazatelja tereta otplate duga za sektor stanovništvo od rasta pokazatelja ukupne zaduženosti ovog sektora može se pripisati smanjenju kamatnih stopa poslovnih banaka na dugoročne kredite stanovništvu s oko 12%, zabilježenih na kraju 2000. godine na oko 7% na kraju 2005. Također, na olakšanje tereta otplate duga utjecala je i sve veća ponuda kredita na sve dulje rokove u protekle

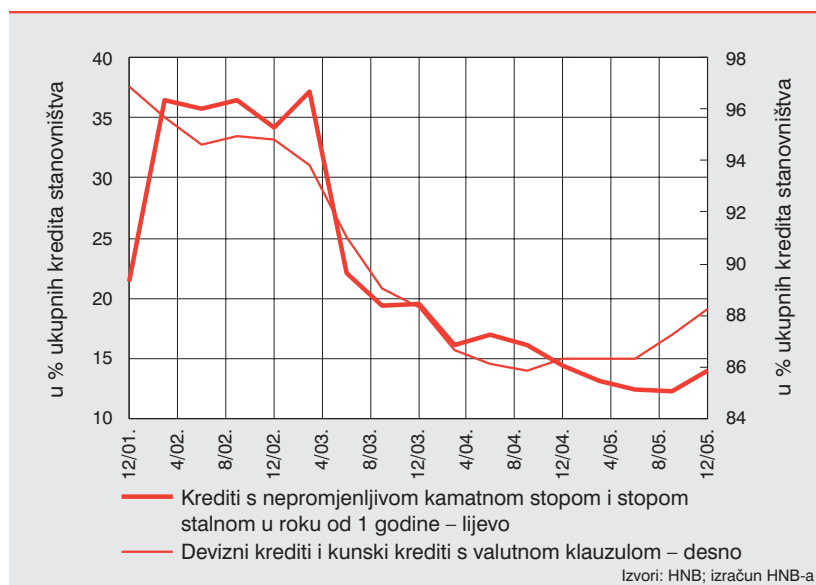
Slika 18. Uporaba sredstava kućanstava



četiri godine. S druge strane, teret otplate duga stanovništva u EMU nije se znatnije promijenio u posljednjih deset godina.

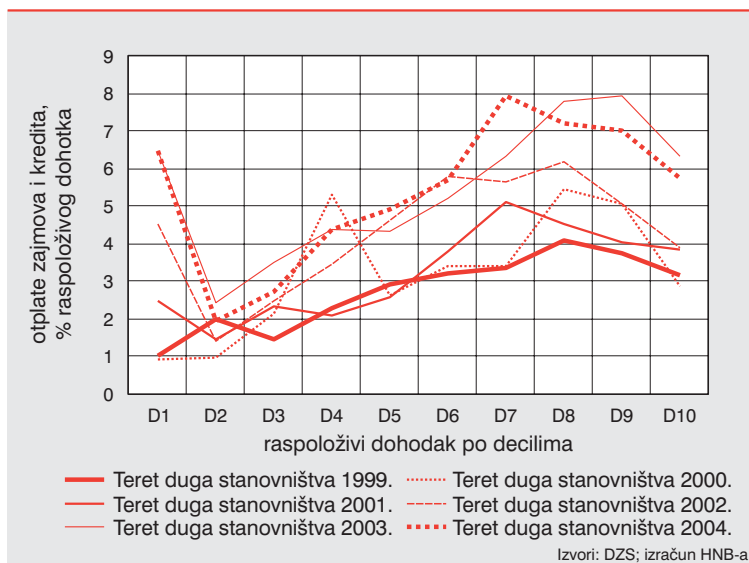
U posljednjih godinu dana udio kredita vezanih uz tečaj strane valute u ukupnoj bruto vrijednosti dugoročnih kredita poslovnih banaka blago je porastao, i to na oko 88% do kraja 2005. godine. Unatoč činjenici da se taj omjer znatno smanjio u odnosu na kraj 2001. godine, kad je iznosio više od 97%, on je zbog specifičnosti hrvatskoga gospodarstva i dalje visok, a ovakva struktura kreditnih obveza ostavlja stanovništvo izravno izloženo visokoj razini valutnog rizika. Ni velika izloženost stanovništva riziku promjene kamatnih stopa, promatrana s obzirom na udjel kredita s preostalim rokom dospijeca dužim od godinu dana u ukupnim kreditima stanovništva, kod kojih se ugovorena kamatna stopa ne može promijeniti u roku kraćem od godine dana, u posljednjih godinu dana nije se bitno promijenila jer se spomenuti pokazatelj zadržao na približno istoj razini od samo 14%.

Slika 19. Valutni i kamatni rizik stanovništva



Stvarna razina valutnog rizika kojem je izloženo hrvatsko stanovništvo, uz opisanu valutnu strukturu njegovih bankovnih kredita, ne može se točno izračunati. Međutim, može se sa sigurnošću ustvrditi da je on najveći kod segmenta mlađe i obrazovanije populacije u nesamostalnom radnom odnosu. Naime, to je kreditno najsposobnija populacija, ali istodobno i populacija s najmanje imovine. Podaci Državnog zavoda za statistiku potvrđuju ovu pretpostavku. Oni pokazuju da je distribucija kredita koncentrirana na stanovništvo s većim raspoloživim dohotkom. Teret duga stanovništva najizraženiji je od sedmog do devetog decila stanovništva prema veličini raspoloživog dohotka, što obuhvaća oko 41% ukupnoga raspoloživog dohotka stanovništva, prema podacima za 2004. godinu. Od 2002. godine prisutna je i visoka razina tereta duga u prvom decilu stanovništva prema raspoloživom dohotku, ali je

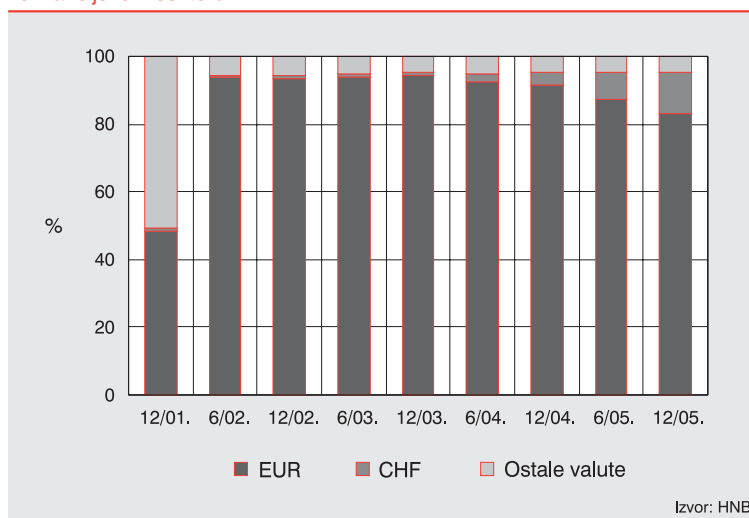
Slika 20. Distribucija tereta duga stanovništva prema raspoloživom dohotku



ona ipak bila manja od razine tereta duga sedmog do devetog decila, gdje se u 2003. i 2004. godini bilježi visoki rast. Velika zaduženost najsiromašnijeg dijela stanovništva ne bi trebala biti opasnost za bankovni sektor jer je ukupni iznos odobrenih kredita tom najsiromašnijem dijelu populacije gotovo sedam puta manji od iznosa ukupno odobrenih kredita sedmom decilu stanovništva prema raspoloživom dohotku.¹² Ona, dakle, prije svega odražava nizak (prijavljeni) prihod, a ne visoku zaduženost ovog segmenta populacije.

Izloženost sektora stanovništvo valutnom riziku dodatno je povećana porastom kredita stanovništvu odobrenim u švicarskim francima ili vezanim uz tu valutu. Naime,

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



¹² Kraft, E., Household Lending in Croatia: A Comparative Perspective, 12. dubrovačka ekonomska konferencija, 2006., u pripremi, str. 8

kunski tečaj švicarskog franka pokazuje veću kolebljivost u odnosu na kunski tečaj eura jer je domaća monetarna politika tečaja orijentirana na stabilniji odnos kune prema euru. Istodobno, udio kredita nominiranih u švicarskim francima u ukupnim deviznim kreditima i kreditima s valutnom klauzulom plasiranim domaćemu nefinancijskom sektoru¹⁵ na kraju 2003. iznosio je 1,1%, na kraju 2004. 4,0%, a do kraja 2005. godine osjetno porastao, na 12,4%.

8. Financijsko posredovanje

U 2005. godini nastavio se rast udjela imovine nebankarskih financijskih posrednika u ukupnoj imovini financijskog sektora. Ovom rastu najviše je pridonio porast udjela investicijskih i mirovinskih fondova, a udio dominantnoga bankarskog sektora u ukupnoj imovini prvi je put iznosio manje od 80%. Nakon bankarskog sektora, drugo mjesto zauzimaju društva za lizing s udjelom od 6,2%, a na trećem su mjestu i dalje društva za osiguranje (5,1%), čiji se udio smanjuje još od 1999. godine. U 2005. godini rast lizinga bio je znatno sporiji nego u 2004. godini, u kojoj je također došlo do usporavanja rasta. Imovina društava za lizing koja ulaze u monetarnu statistiku HNB-a, iznosila je 20,2 mlrd. kuna, što je za 22,3% više nego na kraju 2004. godine.

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

	XII. 1999.	XII. 2000.	XII. 2001.	XII. 2002.	XII. 2003.	XII. 2004.	XII. 2005.
1. Banke, konsolidirana imovina na bruto načelu	87,7	87,0	87,5	85,0	83,3	81,4	78,6
2. Otvoreni investicijski fondovi, neto imovina	0,02	0,2	0,9	1,4	1,4	1,8	2,8
3. Zatvoreni investicijski fondovi neto imovina ^{a,b}	2,6	3,0	2,3	1,6	0,4	0,4	1,2
4. Društva za osiguranje	7,2	6,8	5,9	5,7	5,4	5,2	5,1
5. Stambene štedionice, konsolidirana imovina na bruto načelu	0,1	0,4	0,8	1,1	1,5	1,8	1,8
6. Obvezni mirovinski fondovi, neto imovina				1,1	2,0	2,9	3,6
7. Dobrovoljni mirovinski fondovi, neto imovina					0,0	0,0	0,1
8. Štedno-kreditne zadruge ^c	1,1	0,9	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5
9. Društva za lizing ^c	1,3	1,7	2,0	3,6	5,4	6,0	6,2
Ukupno	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Bilješka							
^a U tome PIF-ovi	2,0	0,2					
^b U tome Fond branitelja							0,6
^c Preliminarni podaci							

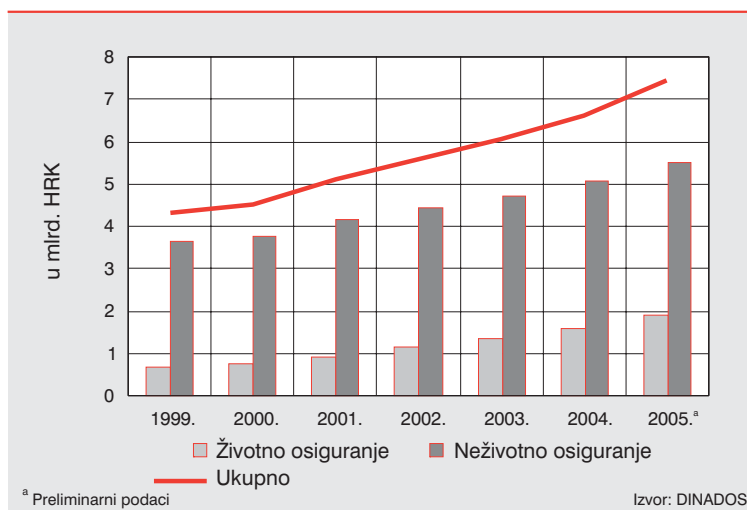
Izvori: HNB; HANFA; MF

15 Zbog nepostojanja podataka o valutnoj strukturi kredita s valutnom klauzulom i deviznih kredita sektoru stanovništva kao referentna vrijednost koriste se podaci za cjelokupni domaći nefinancijski sektor.

Prema prometu, u strukturi portfelja društava za lizing i dalje prevladavaju lizing osobnih automobila kod operativnog lizinga i lizing nekretnina kod financijskog lizinga. Također, imovina društava za lizing i dalje je gotovo u cijelosti nominirana u stranoj valuti, a od ukupne imovine u lizingu, na kraju 2005. godine, 35% odnosilo se na financijski lizing.

Udio društava za osiguranje u ukupnoj imovini financijskih posrednika u 2005. godini nastavio se smanjivati, ali po manjoj stopi, pa je tako njihov udio na kraju 2005. godine iznosio 5,1% što je neznatno manje nego na kraju 2004. godine. Prema preliminarnim podacima ukupne prikupljene bruto premije osiguranja u 2005. godini porasle su za 12,2%. Segment životnog osiguranja i dalje raste po znatno višim stopama od neživotnog. Tako je stopa porasta prikupljenih bruto premija životnog osiguranja u 2005. godini iznosila 22,3%, a neživotnog 9,1%. No, neživotno osiguranje i dalje je dominantan oblik osiguranja te se 74,2% svih prikupljenih premija osiguranja odnosi na taj oblik osiguranja.

Slika 22. Zaračunate bruto premije osiguranja



Nastavio se i rast imovine obveznih mirovinskih fondova, te je relativna važnost tih financijskih posrednika u ukupnoj imovini domaćih financijskih institucija porasla s 2,9%, koliko je iznosila na kraju 2004. godine, na 3,6% na kraju 2005. Prema podacima HANFA-e ukupna imovina obveznih mirovinskih fondova na kraju 2005. godine iznosila je 12,0 mlrd. kuna, što je godišnji porast od 48,3%. Najveći dio te imovine bio je uložen u dužničke vrijednosne papire (82,6%), od čega 72,3% (9,9 mlrd. kuna) u obveznice Republike Hrvatske. U odnosu na kraj 2004. godine udio dužničkih vrijednosnih papira u bilanci mirovinskih fondova smanjen je (s 86,3 na 82,6%), dok se istodobno udio vlasničkih vrijednosnih papira i stranih dužničkih vrijednosnih papira povećao (s 8,2% na 10,6%).¹⁴ Prosječan nominalni prinos obveznih mirovinskih fondova u 2005. godini iznosio je 7,0%.

14 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

Unatoč stopi rasta neto imovine od čak 135,0%, dobrovoljni mirovinski fondovi i nadalje su najmanji posrednici na hrvatskom financijskom tržištu. Njihova je neto imovina tako na kraju 2005. godine iznosila 227,8 mil. kuna, od čega se 74,4% odnosi na dužničke vrijednosne papire, dok je udio vlasničkih vrijednosnih papira povećan, te je iznosio 14,6%. Na kraju godine šest dobrovoljnih mirovinskih fondova ostvarilo je godišnje prinose u rasponu od 7,1% do 11,1%. Iako je udio njihove imovine u financijskom sektoru zanemariv, valja spomenuti da u Hrvatskoj posluje i osam zatvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova, od kojih su četiri osnovana u 2004. godini, a četiri u 2005. godini. Na kraju 2005. njihova neto imovina iznosila je 21,5 mil. kuna.

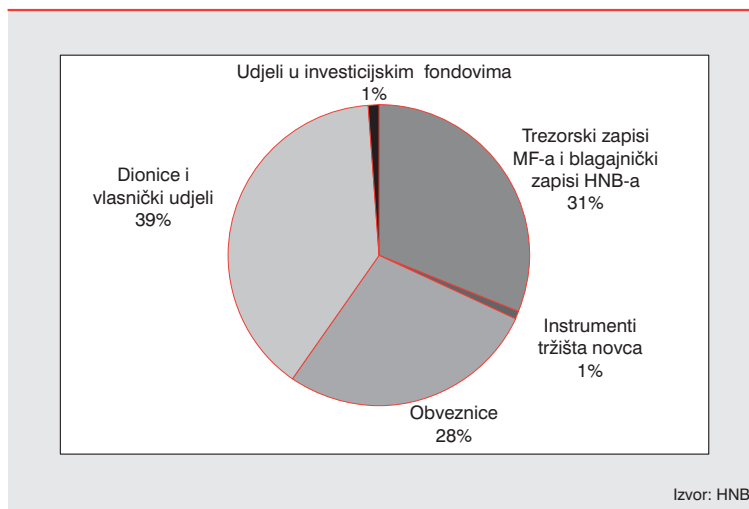
Udio otvorenih investicijskih fondova u ukupnoj imovini financijskog sustava u 2005. godini znatno je porastao, s 1,8% na 2,8%. Iznos ukupnih ulaganja otvorenih investicijskih fondova tijekom 2005. godine porastao je za čak 76,4%, te je iznosio 7,1 mlrd. kuna, od čega se najveći dio (3,3 mlrd. kuna ili 45,7% ukupnih ulaganja) odnosio na novčane fondove. Na kraju godine poslovalo je 49 otvorenih investicijskih fondova, što je za 12 više nego na kraju 2004. i 17 više nego na kraju 2003. godine. Prema vlastitom statutu 14 ih je bilo novčanih, 13 ih je registrirano kao obveznički fond, 13 kao dionički i 9 kao mješoviti investicijski fond. Fond branitelja po svom statutu otvoreni je dionički investicijski fond, no sa stajališta financijskog sektora, on je u biti zatvoreni dionički investicijski fond, odnosno otvoren je samo unutar određene populacije. Na kraju 2005. godine ukupna ulaganja Fonda branitelja iznosila su gotovo 2 mlrd. kuna, po čemu on trostruko nadmašuje sve otvorene dioničke fondove zajedno.

Dominacija novčanih fondova u skupini investicijskih fondova na hrvatskom financijskom tržištu oslikava sve bolje upravljanje likvidnošću od strane pravnih osoba, koje ulaganjem novčanih viškova u novčane fondove ostvaruju veće prinose nego što su prinosi na bankovne depozite. No, u 2005. godini, zbog pozitivnih trendova na hrvatskom tržištu kapitala, i stanovništvo je sve više ulagalo u otvorene investicijske fondove, a pogotovo u mješovite i dioničke. Zato su se udjeli ovih vrsta otvorenih investicijskih fondova u ukupnoj imovini svih otvorenih investicijskih fondova u 2005. godini udvostručili.

Štedno-kreditne zadruge još su najbrojnija, ali pojedinačno financijski najslabija skupina financijskih posrednika na hrvatskom tržištu (osim dobrovoljnih mirovinskih fondova). Prema preliminarnim podacima Ministarstva financija RH, koje je zaduženo za nadzor nad tim institucijama, a koji su dostupni samo na godišnjoj razini, na kraju 2005. godine njihova je ukupna imovina iznosila 1,7 mlrd. kuna, odnosno

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 smiju ulagati najviše do 30% imovine fonda, pri čemu u dionice samo ako su uvrštene u službenu kotaciju burze (što zasad zadovoljavaju samo dionice četiri trgovačkih društava: Plive, Podravke, Croatia osiguranja i Varteksa). U inozemne vrijednosne papire obvezni mirovinski fondovi smiju uložiti najviše 15% svoje imovine.

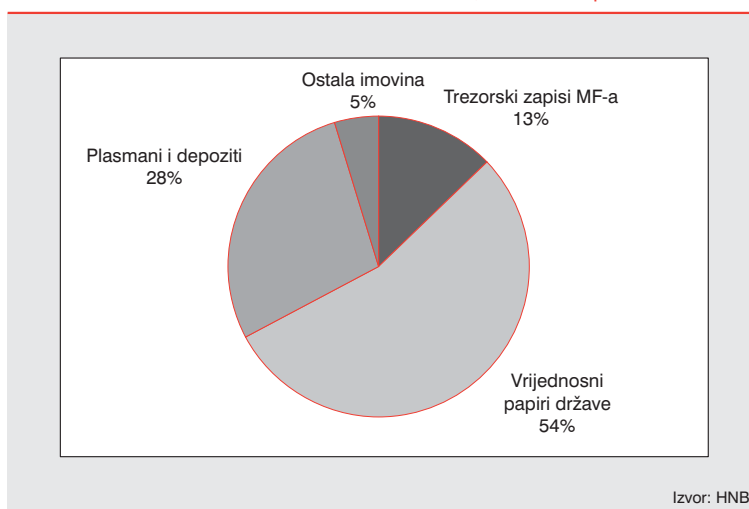
Slika 23. Struktura ulaganja otvorenih investicijskih fondova u vrijednosne papire, na dan 31. prosinca 2005.



oko 0,5% ukupne imovine financijskih posrednika što je tek neznatno više nego na kraju 2004. godine, a njihov se broj neznatno povećao u istom razdoblju sa 111 na 116. Ono što će u skoroj budućnosti odrediti sudbinu ove skupine financijskih posrednika jest usklađivanje hrvatskog zakonodavstva sa zakonodavstvom Europske unije. Nakon potpunog usklađivanja izgledno je da će se manji dio ovih posrednika dokapitalizirati i postati kreditne institucije prema europskim kriterijima. Međutim, zbog vrlo visokih kapitalnih zahtjeva propisanih za kreditne institucije u usporedbi s trenutačnom razinom kapitala većine štedno-kreditnih zadruga, ta će prilagodba biti veliki izazov za ove financijske posrednike.

Relativna važnost stambenih štedionica u 2005. godini nije se promijenila te i dalje iznosi 1,8% ukupne imovine financijskih posrednika. No, prema veličini imovine svaka od četiri stambene štedionice premašuje veliki broj manjih poslovnih banaka.

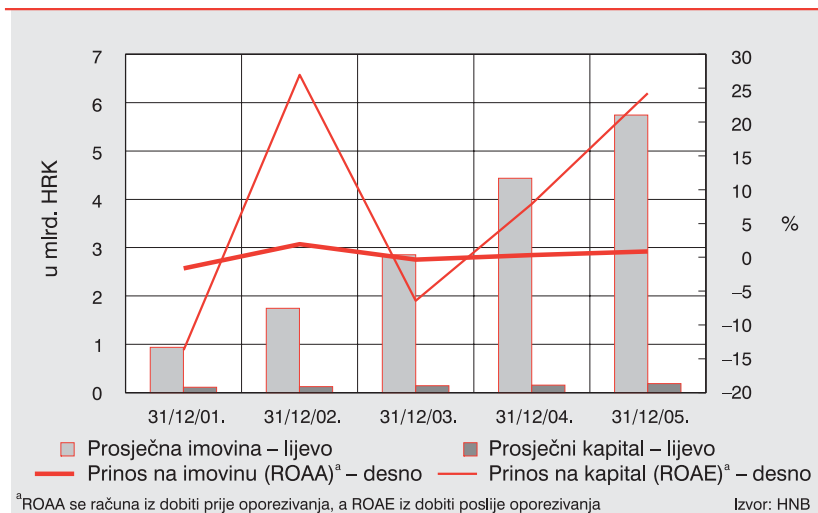
Slika 24. Struktura imovine stambenih štedionica, na dan 31. prosinca 2005.



Iako se udio trgovačkoga i investicijskog portfelja u bilanci stambenih štedionica u posljednjih nekoliko godina smanjuje, vrijednosni su papiri i dalje dominantan oblik njihove imovine, te je na kraju 2005. godine njihov udio iznosio 55% ukupne imovine stambenih štedionica. Investicijski i trgovački portfelj stambenih štedionica gotovo se u cijelosti odnosi na dužničke vrijednosne papire državnih jedinica, dok je udio ostalih dužničkih vrijednosnih papira zanemariv. Zbog rasta ulaganja u državne vrijednosne papire, strukturu ukupnih plasmana i potencijalnih obveza stambenih štedionica na kraju 2005. godine čine isključivo plasmani najmanje rizične skupine. Osnovni izvor sredstva stambenih štedionica čine oročeni depoziti, koji imaju udio u pasivi od 93,2%.

Tijekom 2005. godine krediti stambenih štedionica odobreni financijskim institucijama i ostalim komitentima porasli su 17,7% u odnosu na stanje na kraju 2004., dok su stambeni štediše povećali korištenje namjenskih kredita na osnovi stambene štednje za 54,1%. Udio kredita stanovništvu u ukupnoj imovini stambenih štedionica na kraju 2005. iznosio je 9,4%. U 2005. godini sve su stambene štedionice iskazale dobit, a kao posljedica dobrog poslovanja, te porasta iskazane agregatne dobiti tekuće godine za 272,6%, kapital stambenih štedionica porastao je za 42,2%, a također su porasli relativni pokazatelji njihove profitabilnosti.

Slika 25. Imovina, kapital i pokazatelji profitabilnosti stambenih štedionica



9. Tržište kapitala

Hrvatsko tržište kapitala tijekom 2005. godine obilježeno je rastom obujma prometa, broja trgovinskih transakcija i vrijednosti burzovnih indeksa, čemu je znatno pridonio i rast likvidnosti institucionalnih ulagača, osobito obveznih mirovinskih fondova. Njihova se imovina u 2005. godini povećala za 3,9 mlrd. kuna (48,3%), a od toga se porasta na ulaganja u dionice i obveznice na domaćem tržištu kapitala odnosilo 2,5 mlrd. kuna. Važan doprinos u porastu prometa i tržišne kapitalizacije dionica imala je i akcija otkupa domaćih dionica od strane dvaju skandinavskih fondova početkom godine. Međutim, i dalje imovina bankarskog sektora višestruko nadmašuje hrvatsko tržište kapitala mjereno tržišnom kapitalizacijom dionica. Činjenica da je tijekom 2005. godine realizirana samo jedna emisija dionica javnom ponudom i samo dvije takve emisije korporacijskih obveznica, dodatno pojačava još uvijek zanemarivu ulogu tržišta kapitala u financiranju gospodarstva.

Tablica 5. Emisije dionica i korporacijskih obveznica javnom ponudom

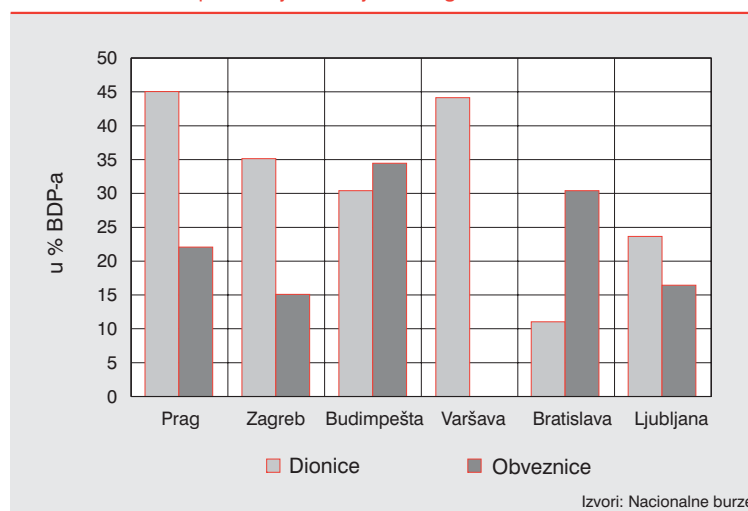
	Broj emisija dionica	Ukupna vrijednost emisija dionica (u mil. HRK)	Broj emisija korporac. obveznica ^a	Ukupna vrijednost emisija korporac. obveznica ^a (u mil. HRK)
2001.	1	13,0	–	–
2002.	1	11,8	2	215,8
2003.	1	1,2	1	150,0
2004.	2	11,0	4	2.637,5
2005.	1	9,5	2	180,7

^a Ne uključuje korporacijske obveznice izdane uz državno jamstvo.

Izvori: CROSEC i Zagrebačka burza

Korporacijske su obveznice u 2005. godini zadržale mali udio u ukupnom prometu i tržišnoj kapitalizaciji obveznica na domaćem tržištu. Udio tržišne kapitalizacije obveznica u BDP-u na Zagrebačkoj burzi i dalje je najmanji među glavnim burzama us-

Slika 26. Tržišna kapitalizacija na kraju 2005. godine



poredivih zemalja Srednje Europe. No, udio prometa obveznica u BDP-u veći je samo na Bratislavskoj burzi, što potvrđuje spremnost tržišta da apsorbira nova izdanja obveznica. To će se sigurno i dogoditi s predvidivim rastom imovine institucionalnih ulagača na hrvatskom tržištu kapitala.

Tržišna kapitalizacija dionica na Zagrebačkoj burzi porasla je tijekom 2005. te je na kraju 2005. iznosila 35,2% BDP-a, 6,2 postotna boda više nego na kraju 2004. Prema tom pokazatelju Zagrebačka je burza iza Praške i Varšavske burze, ali ispred Budimpeštanske, Ljubljanske i osobito Bratislavske burze. Nasuprot tome, likvidnost hrvatskih dionica ostala je među najnižima u regiji. Prosječni dnevni promet dionica ostvaren na Zagrebačkoj burzi u prosincu 2005. iznosio je samo 2,0% BDP-a. U istom razdoblju prosječni dnevni promet dionica na Varšavskoj burzi iznosio je 23,7% BDP-a, na Budimpeštanskoj burzi 27,4% BDP-a, a na Praškoj burzi 51,1% BDP-a.

U odnosu na kraj prethodne godine vrijednost indeksa Zagrebačke burze porasla je 27,6%. U istom razdoblju veći rast zabilježen je kod indeksa Praške burze (42,7%), Budimpeštanske burze (40,1%) te Varšavske burze (33,7%).

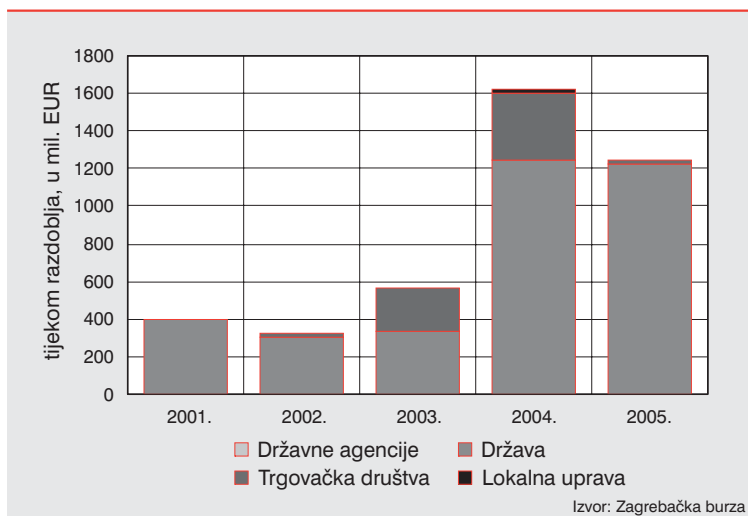
Tablica 6. Godišnji prinosi indeksa odabranih burza, u postocima

	2002.	2003.	2004.	2005.
Bratislava – SAX	15,90	26,90	83,89	26,54
Budimpešta – BUX	0,94	30,31	57,17	40,98
Ljubljana – SBI20	55,24	17,71	24,87	-5,69
Prag – PX50	16,75	43,06	56,58	42,73
Varšava – WIG	3,19	44,92	27,94	33,66
Zagreb – CROBEX	13,33	1,07	32,05	27,64

Izvori: Nacionalne burze

Na tržištu obveznica u Hrvatskoj i dalje dominiraju državne obveznice, čemu je dodatno pridonio i plan vlade RH da u 2005. ograniči svoje inozemno zaduživanje. U skladu s tim država u 2005. nije izdavala obveznice na inozemnim tržištima, ali je zato na domaćem tržištu izdala tri nove obveznice (dvije kunske i jednu eursku) ukupne nominalne vrijednosti 1,23 mlrd. EUR. Pri tome je osobito važna obveznica izdana u prosincu 2005. jer je to prva ikada izdana desetogodišnja kunska obveznica, koja stoga ima iznimnu važnost za produljivanje kunske krivulje prinosa i za usklađivanje RH s četvrtim maastrichtskim kriterijem. Tijekom 2005. na domaćem tržištu kapitala izdane su i dvije korporacijske obveznice ukupne nominalne vrijednosti 25 mil. EUR. Na domaćem tržištu dužničkih vrijednosnih papira na kraju prosinca 2005. godine kotiralo je 20 izdanja obveznica (9 državnih obveznica, 1 obveznica HBOR-a, 2 municipalne i 8 korporacijskih obveznica), što je nešto više nego na kraju prosinca 2004. godine kada je kotiralo 17 izdanja obveznica. Tržišna kapitalizacija obveznica na Zagrebačkoj burzi na kraju prosinca 2005. iznosila je 34,4 mlrd. kuna (4,7 mlrd. EUR), odnosno 15,0% BDP-a za 2005. godinu. Od toga je tržišna kapitalizacija osam korporacijskih obveznica na kraju prosinca 2005. iznosila 4,5 mlrd. kuna (608 mil. EUR), što je samo 2% BDP-a za 2005. godinu.

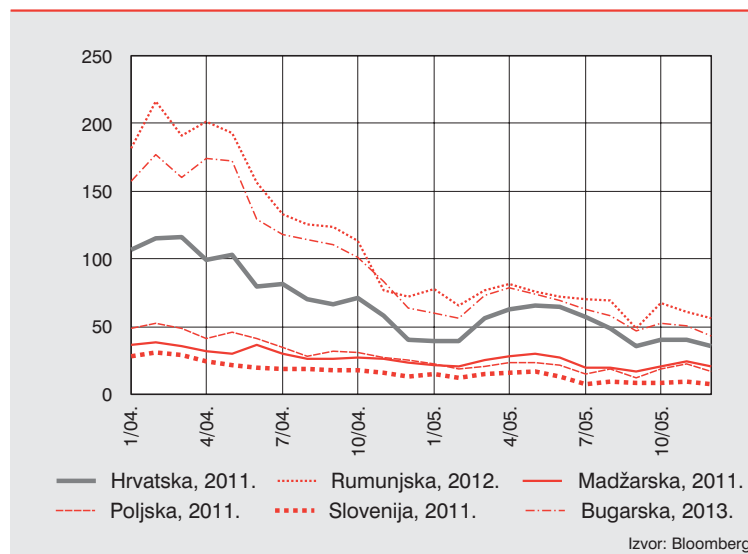
Slika 27. Obveznice izdane na domaćem tržištu



Razlika prinosa između hrvatskih euroobveznica i referentnih njemačkih obveznica tijekom 2005. godine varirala je pod utjecajem vijesti o početku procesa pridruživanja Hrvatske Europskoj uniji i pod utjecajem izbornih rezultata u Njemačkoj. Međutim, nedugo nakon službenog početka pristupnih pregovora za ulazak RH u EU, razlike prinosa hrvatskih euroobveznica svih promatranih rokova dospijeća ustalile su se na niskoj razini od oko 40 baznih bodova. Na kraju godine razlika prinosa za hrvatsku euroobveznicu s dospijećem 2011. iznosila je 36 baznih bodova, što je Hrvatsku svrstalo ispred Rumunjske i Bugarske.

Očekivana kretanja u 2006. na tržištima kapitala u Hrvatskoj i ostalim tranzicijskim zemljama pod utjecajem su već započetog porasta kamatnih stopa na razvijenim fi-

Slika 28. Usporedba razlike prinosa između obveznica odabranih zemalja nominiranih u EUR i referentne njemačke obveznice

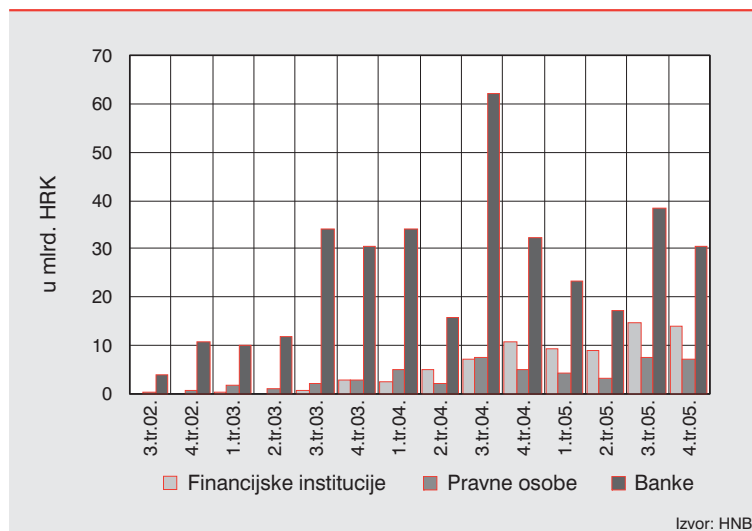


nancijskim tržištima, koji bi mogao dovesti do smanjenja apetita ulagača za ulaganja u našu regiju. U prilog ovoj tvrdnji ide i porast razlike prinosa između hrvatskih obveznica i sličnih obveznica usporedivih tranzicijskih zemalja te referentne njemačke obveznice početkom 2006.

10. Tržište novca

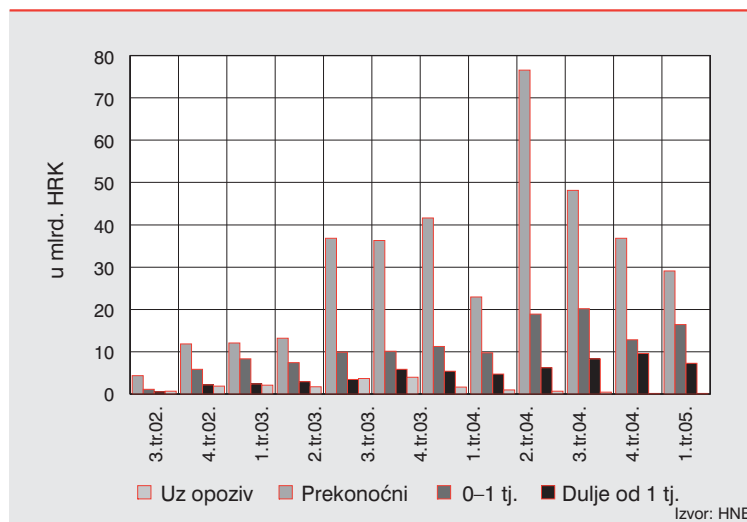
Zbog visoke likvidnosti bankarskog sektora prekonocni se promet u neposrednoj trgovini novcem u 2005. godini između svih sudionika na tržištu smanjio. Udio prometa u trgovanju banaka s nebankarskim financijskim institucijama i nefinancijskim poduzećima ima, nakon kraćeg zastoja u prvom polugodištu 2005., trend porasta. Međutim, obujam međusobnog trgovanja banaka, iako smanjen, ostao je osjetno veći od trgovanja banaka s drugim sudionicima, i u neposrednoj trgovini novcem, i na cjelokupnom novčanom tržištu.

Slika 29. Prekonocni promet u neposrednoj trgovini novcem s bankama



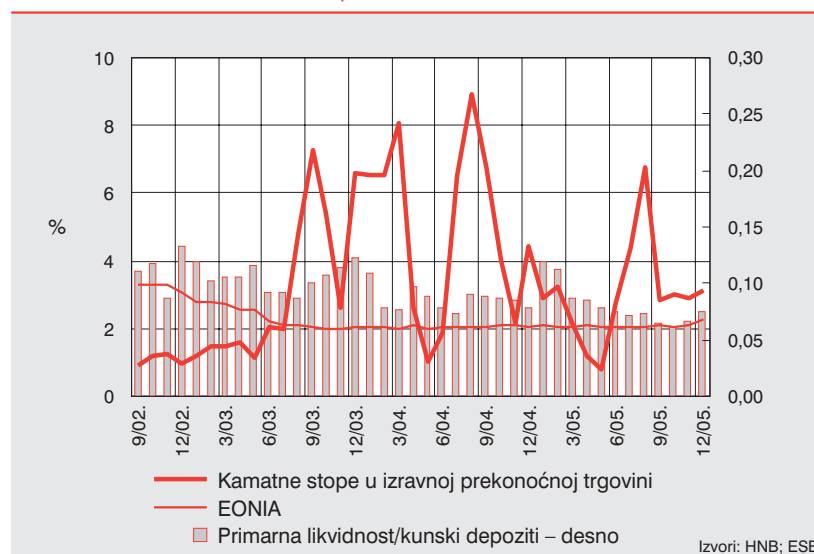
Izravno kreditiranje, kao oblik trgovanja novcem, na domaćem tržištu i dalje znatno nadmašuje repo trgovinu vrijednosnim papirima. U ročnoj strukturi kredita još uvijek prevladavaju prekonocni krediti, iako je, istodobno sa smanjenjem ukupnog prometa na novčanom tržištu, došlo i do smanjenja njihova udjela u ukupnim kreditima. To je posljedica nešto bolje likvidnosti banaka u usporedbi s 2004. godinom, zbog čega su likvidni sudionici na novčanom tržištu bili skloni kreditiranju i na nešto duže rokove, a među tim kreditima prevladavali su oni s rokom do jednog tjedna, čiji je udio u ukupnim kreditima na novčanom tržištu porastao. Trgovanje novcem na rokove dulje od jednog tjedna bilo je sporadično, a javljalo se najčešće u razdobljima visokih kamatnih stopa kao posljedica uspješne maksimizacije kratkoročne dobiti najlikvidnijih sudionika novčanog tržišta.

Slika 30. Ročna struktura prometa na novčanom tržištu

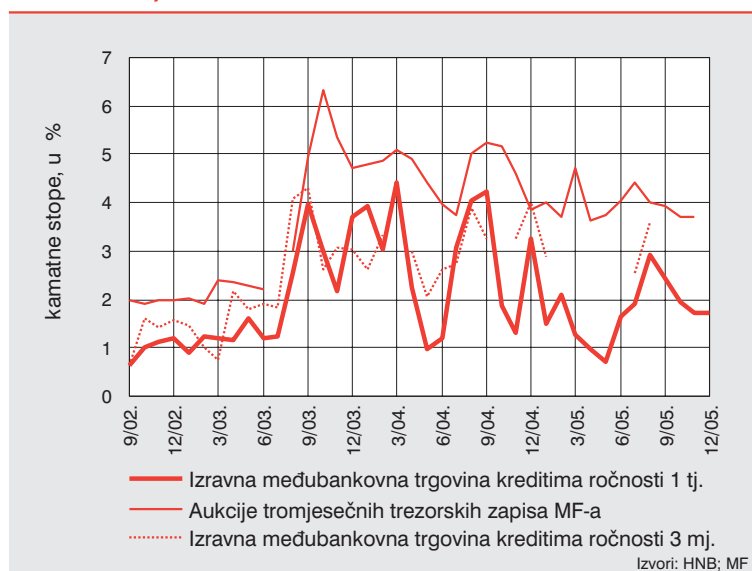


U travnju 2005. počele su se provoditi obratne repo aukcije HNB-a s ciljem formiranja referentne kamatne stope u trgovanju depozitnim novcem kako bi se ublažila kolebljivost kamatnih stopa na novčanom tržištu, koja je bila uzrokovana čestim velikim promjenama likvidnosti bankarskog sustava. Međutim, pokazalo se da samo uvođenje obratnih repo aukcija nije smanjilo kolebljivost kamatnih stopa na novčanom tržištu. Zato je HNB u studenome 2005. uveo dodatne mjere kako bi uklonio negativni utjecaj procesa izdvajanja i održavanja obvezne pričuve banaka na kolebljivost kamatnih stopa na novčanom tržištu. Prvi podaci nakon ovih promjena pokazuju da je razumno očekivati izrazitije smanjenje kolebljivosti kamatnih stopa na novčanom tržištu tijekom 2006. godine te snaženje uloge kamatne stope na obratne repo aukcije HNB-a kao referentne kratkoročne kamatne stope na hrvatskom novčanom tržištu.

Slika 31. Prekonoćne kamatne stope i likvidnost banaka

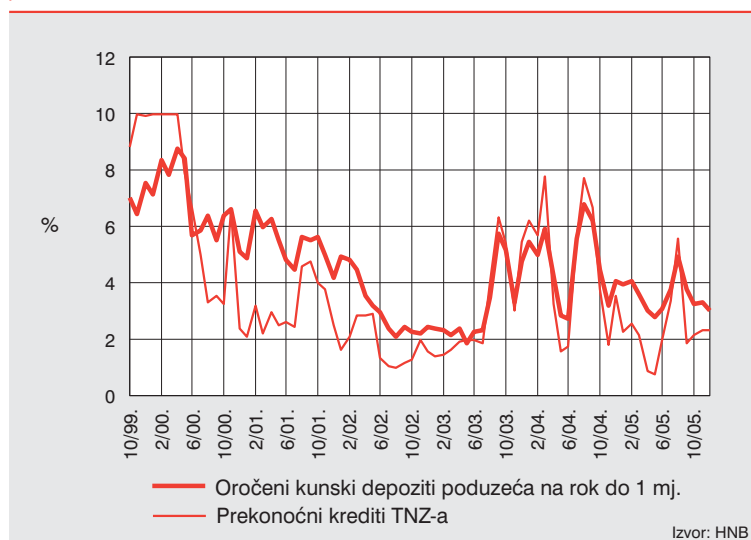


Slika 32. Premija rizika i likvidnosti na novčanom tržištu



Kao posljedica visoke likvidnosti na novčanom tržištu tijekom 2005. došlo je do velikog porasta stanja upisanih trezorskih zapisa Ministarstva financija svih rokova dospijeca, koje je na kraju godine iznosilo 11,72 mlrd. kuna. Velika potražnja za ovim najlakše utrživim nerizičnim vrijednosnicama na domaćem tržištu dovela je do značajnog pada njihovih prinosa što je pridonijelo jeftinijem kratkoročnom financiranju države. Referentne kratkoročne kamatne stope na trezorske zapise MF-a s rokom dospijeca od tri mjeseca ustalile su se na razini od oko 4%, s manjim mjesečnim oscilacijama. Međutim, kamatne stope na aukcijama trezorskih zapisa MF-a tijekom 2005. ostale su više od kamatnih stopa na novčanom tržištu za podjednake rokove dospijeca što je najvjerojatnije samo odraz nelikvidnosti novčanog tržišta u segmentu trgovine na rokove dulje od tjedan dana.

Slika 33. Kamatne stope na prekonoćne kredite i na kratkoročne depozite poduzeća

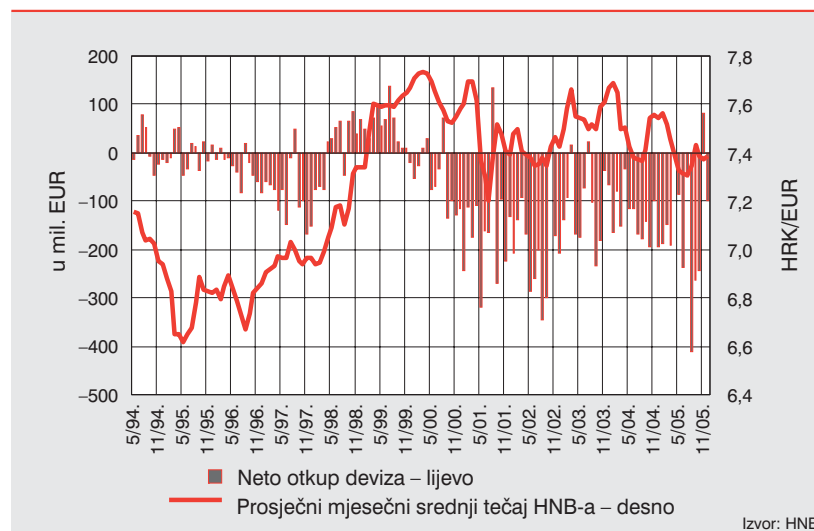


Dobra likvidnost na novčanom tržištu tijekom 2005. godine pridonijela je i nastavku vrlo postupnoga, ali upornog smanjenja aktivnih kamatnih stopa poslovnih banaka na kratkoročne kredite. S druge strane, kod pasivnih kamatnih stopa na kratkoročno oročene devizne depozite tijekom 2005. nastavljen je blagi trend rasta jer su takvi depoziti bankama jeftiniji izvor financiranja od inozemne pasive, koju poskupljuju trenutna aktivne mjere monetarne politike. Pasivne kamatne stope na oročene kunске depozite nastavile su pratiti kretanje kamatnih stopa na novčanom tržištu. To su likvidna trgovačka društva iskoristila za ostvarenje povremene veće kratkoročne zarade plasmanom viška svojih likvidnih sredstava u bankovne depozite po višoj stopi prinosa od uobičajene.

11. Devizno tržište

Kretanje nominalnog tečaja kune prema euru tijekom 2005. godine obilježili su stalni aprecijacijski pritisci. Uzrok tome leži u povećanoj ponudi deviza zbog nastavka financiranja kreditne aktivnosti banaka stalnim smanjivanjem njihove neto inozemne aktive, u aprecijacijskim očekivanjima tržišnih sudionika izazvanih početkom pristupnih pregovora s EU, u povećanom zanimanju inozemnih ulagača za ulaganje u hrvatske vrijednosne papire, te u solidnom priljevu deviza od izvoza robe i osobito usluga te od doznaka iz inozemstva. Radi ublažavanja aprecijacijskih pritisaka Hrvatska narodna banka je tijekom 2005. godine održala devet deviznih aukcija, na kojima je otkupila od banaka 570,8 mil. EUR. U usporedbi s 2004. godinom, kad je prosječni tečaj bio 0,8% viši, to je porast neto otkupa za 200,6 mil. EUR. U 2005. godini srednji tečaj kune kretao se u rasponu od 7,29 do 7,66 HRK/EUR. Razlika između najvišega i najnižega zabilježenoga srednjeg tečaja kune otprilike je jednaka onoj u 2004. godini kad se srednji tečaj kune prema euru kretao u rasponu od 7,34

Slika 34. Neto otkup deviza preko poslovnih banaka i srednji tečaj HNB-a

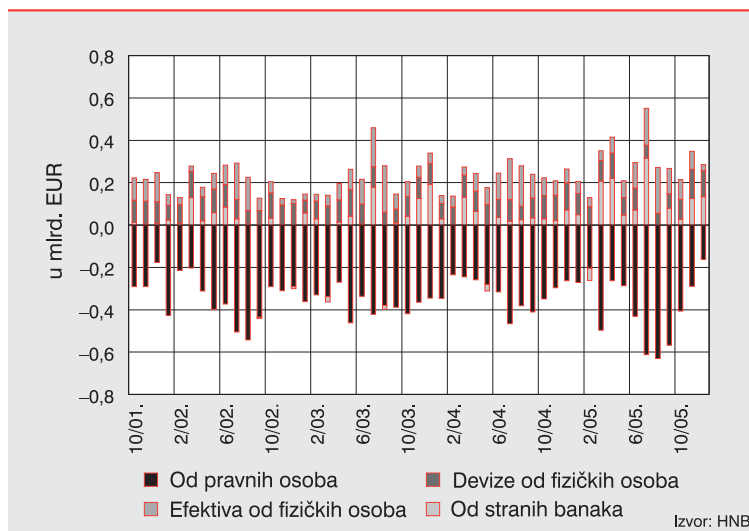


do 7,72 HRK/EUR. Međutim, trend nominalnog jačanja kune u odnosu na euro sad je očit, te se može reći da on traje još od kraja 2003. godine, kada se eliminiraju sezonski utjecaji.

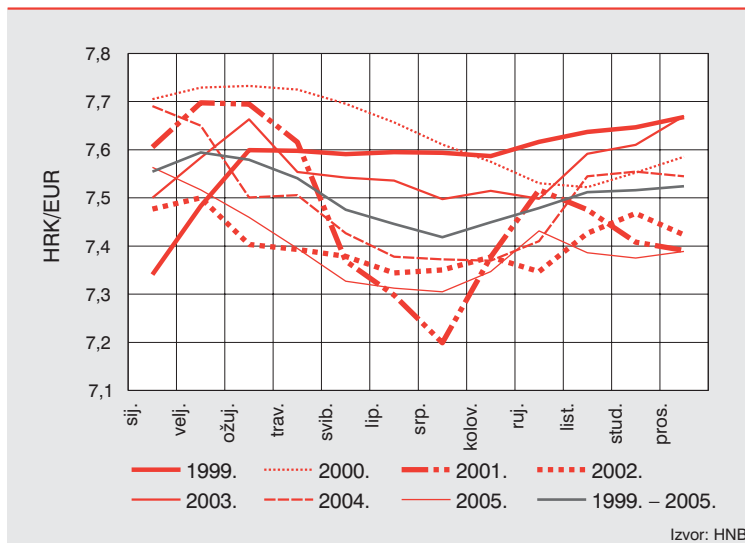
Obujam transakcija na hrvatskom deviznom tržištu u posljednjih nekoliko godina u stalnom je porastu. Istodobno, udio se vrijednosti ukupnog uvoza robe i usluga u ukupnim promptnim transakcijama smanjuje, iako je u 2005. godini došlo do usporavanja trenda smanjenja toga pokazatelja, koji je iznosio 33,5% (za 2004. godinu iznosio je 33,8%). To bi moglo značiti da trgovanje sve više generira inozemna potražnja za kunama, a sve manje domaća potražnja za devizama. Nadalje, postoje naznake da sezonski utjecaji i velike transakcije najjačih sudionika na tržištu kratkoročno utječu na tečaj, što znači da je, unatoč porastu obujma transakcija, devizno tržište i dalje slabo likvidno. Tome u prilog govori i razlika između prosječnoga prodajnog i kupovnog tečaja kune, koja je za pravne osobe stabilna još od početka 2003., nakon znatnog smanjenja tijekom 2002. U proteklih nekoliko godina domaće su se pravne osobe redovito pojavljivale na deviznom tržištu kao neto kupci deviza, dok su se ostali sektori (fizičke osobe i strane banke) gotovo uvijek pojavljivali kao neto prodavatelji. Takav se trend nastavio i u 2005. godini.

Tržište deviza još je uvijek nesofisticirano (na njemu obujmom prevladavaju promptne transakcije), iako je u 2004. počeo razvoj tržišta deviznih zamjena (swap transakcija), koji se nastavio i u 2005. godini te se obujam trgovanja ovim instrumentom u posljednjih godinu dana popeo na 29% iznosa ukupne trgovine devizama. Porast prometa s osnove deviznih zamjena može se izravno povezati s rastom zanimanja inozemnih ulagača za kunske vrijednosne papire na domaćem tržištu kapitala. Za intenziviranje korištenja deviznih zamjena u poslovanju hrvatskih banaka neizravno je zaslužan i HNB, odnosno mjera granične obvezne pričuve (GOP). Naime, nakon njezina uvođenja devizne zamjene ostale su jedini instrument pomoću kojeg banke

Slika 35. Vrijednost mjesečnog neto spot otkupa deviza preko banaka



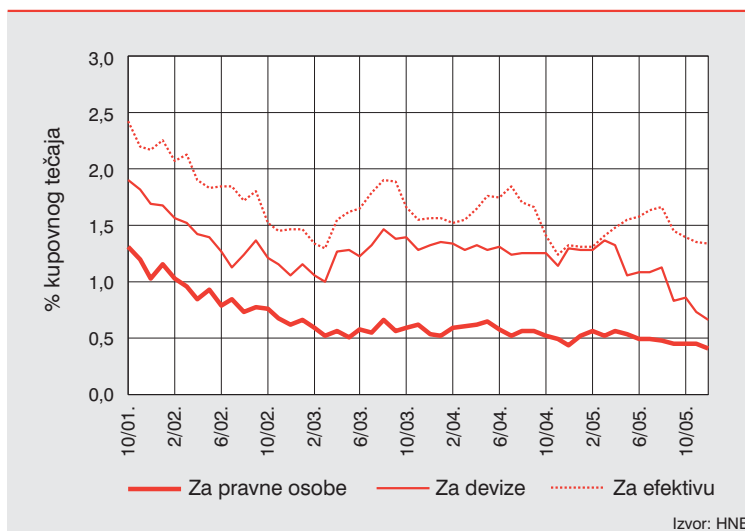
Slika 36. Sezonalnost prosječnoga mjesečnoga srednjeg tečaja HNB-a



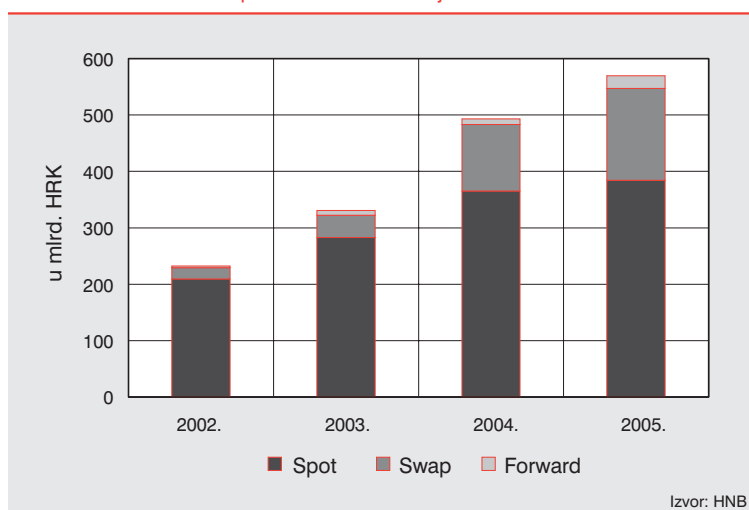
moгу doći do eura bez dodatnog izdvajanja GOP-a. Za razliku od deviznih zamjena, trgovanje deviznim terminskim ugovorima (forward transakcijama) još uvijek je vrlo nerazvijeno, iako se obujam trgovine ovim instrumentima tijekom 2005. udvostručio, te je iznosio oko 4% ukupne trgovine devizama.

Povećanje prometa na deviznom tržištu donijelo je znatno smanjenje marži u deviznoj trgovini tijekom 2002. godine. Međutim, one su od tada relativno stabilne u ekonomski najvažnijem segmentu – trgovini s pravnim osobama. Razlika između prodajnoga i kupovnoga deviznog tečaja u trgovini s pravnim osobama blago se smanjila tijekom 2005. i iznosila je oko 0,5% kupovnog tečaja. Istodobno, marža u trgovini za devize s fizičkim osobama osjetno se smanjila na razinu znatno ispod 1%. Kod trgovine za efektivu prisutne su sezonske oscilacije, no i tu se marža blago smanjila i pala je ispod razine od 1,5%.

Slika 37. Razlika između prodajnoga i kupovnoga prosječnoga mjesečnoga tečaja



Slika 38. Promet deviza prema vrsti transakcije



Hrvatsko tržište deviza nastavlja se razvijati u povoljnom makroekonomskom okruženju, pa se kod kretanja nominalnog tečaja kune prema euru i dalje ne bilježe značajnije neočekivane oscilacije, ni dnevno, ni u duljem razdoblju. Indeks pritiska na devizno tržište daleko je od zabrinjavajuće razine, još od kratkotrajnog porasta u ljeto 2001. kad je središnja banka s lakoćom spriječila pokušaj špekulativnog napada. Trend porasta ukupnog prometa trebao bi pozitivno utjecati i na daljnje jačanje likvidnosti ovog tržišta. Konačno, primjetan rast još uvijek nedovoljno razvijenog segmenta terminskog trgovanja trebao bi se nastaviti i u budućnosti, a potražnju za ovim instrumentima deviznog tržišta trebali bi generirati prije svega izvoznici kojima ne odgovara sadašnji trend jačanja domaće valute u odnosu na euro.

12. Institucionalno okruženje

Većina promjena u institucionalnom okruženju tijekom 2005. godine povezana je s usklađivanjem hrvatskoga financijskog zakonodavstva s pravnom stečevinom EU. Početkom godine donesen je novi, vrlo opsežan Zakon o obveznim odnosima, koji je obuhvatio i područje ugovornih i zateznih kamata. Između ostaloga, taj zakon utvrđuje najviše dopuštene ugovorne stope u odnosu na eskontu stopu HNB-a. Odredbe ovog zakona koje se odnose na najviše dopuštene ugovorne stope, počinju se primjenjivati tek od 2008. godine, pa će zbog toga HNB do tada morati aktivirati ovaj instrument monetarne politike, čak i ako ne počne provoditi monetarnu politiku putem kamatnoga kanala. Također, početkom kolovoza stupile su na snagu izmjene i dopune Ovršnog zakona. Nakon ovih izmjena i dopuna dužnicima je omogućeno da dopuste da im se u slučaju neredovite otplate dugova plijene sva redovna primanja, a ne samo trećina kao što je bilo propisano prije ovih izmjena. Kao posljedica ovih izmjena mogao bi se javiti problem moralnoga hazarda kod već zaduženih građana, koji bi mogli biti voljni potpisati pristanak na pljenidbu svih primanja u slučaju nevratanja kredita kako bi dobili novi kredit.

I regulatorni okvir deviznog poslovanja doživio je znatne izmjene. Prije isteka roka od četiri godine koji se spominje u Sporazumu o stabilizaciji i pridruživanju, u ožujku 2005. godine Odlukom HNB-a ukinuta su mnoga ograničenja vezana uz devizno poslovanje. Tako su prestala vrijediti ograničenja koja su se odnosila na obvezu nerezidenata da otvore skrbnički račun kod banaka i potpišu izjavu kojom jamče da neće u roku od jedne godine od stjecanja otuđiti ili založiti kupljeni vrijednosni papir, osim drugom nerezidentu. Isto tako, ukinuta je zabrana ulaganja nerezidenata u domaće kratkoročne vrijednosne papire s preostalim rokom dospijeca do šest mjeseci. Nadalje, više ne vrijedi odredba prema kojoj nerezidenti ne smiju kupovati udjele, odnosno dionice u onim domaćim investicijskim fondovima kod kojih se, prema statutu fonda, više od polovine portfelja može odnositi na blagajničke zapise HNB-a ili na trezorske zapise MF-a. Valja reći kako se ova ograničenja ni prije njihova ukidanja nisu odnosila na zemlje s kojima je Republika Hrvatska potpisala ugovore o poticanju i uzajamnoj zaštiti ulaganja, što se, primjerice, odnosilo na većinu zemalja članica EU. S druge strane, u slučaju većeg poremećaja u inozemnim plaćanjima ili na deviznom tržištu, Hrvatska narodna banka zadržala je pravo na uvođenje privremenih mjera ograničavanja kretanja kapitala. Što se tiče načina i uvjeta pod kojima rezidenti ulažu u strane vrijednosne papire i udjele u stranim investicijskim fondovima, najvažnija promjena odnosi se na uklanjanje pravila o zemljama u kojima se mogu kupovati vrijednosni papiri i udjeli u investicijskim fondovima, pa se tako više ne zahtijeva da emitent bude država članica OECD-a, međunarodna financijska institucija ili da posjeduje odgovarajući rejting međunarodno priznate agencije za ocjenjivanje rejtinga.

Također, vezano uz devizno poslovanje, u studenome su donesene izmjene i dopune Zakona o deviznom poslovanju kojima se regulira poslovanje ovlaštenih mjenjača, inače segmenta hrvatskoga deviznog tržišta čiji je pravni okvir u povijesti pretrpio mnoge izmjene. Ovim se izmjenama i dopunama u nadležnost HNB-a stavlja davanje odobrenja te oduzimanje odobrenja za poslovanje ovlaštenih mjenjača. Također, detaljno je propisana dokumentacija potrebna za dobivanje odobrenja za poslovanje ovlaštenih mjenjača, ali i uvjeti pod kojima je HNB ovlašten oduzeti to odobrenje. No, bez obzira na činjenicu da je licenciranje ovlaštenih mjenjača stavljeno u nadležnost HNB-a, nadzor nad poslovanjem ovlaštenih mjenjača i dalje se nalazi u nadležnosti Deviznog inspektorata.

Krajem srpnja donesene su izmjene i dopune Zakona o stambenoj štednji i državnom poticanju stambene štednje, kojima je poticaj smanjen s najviše 1250 na najviše 750 kuna godišnje, odnosno kojima je državna premija smanjena s 25% na 15% vrijednosti položene štednje na računu. Izmjene se primjenjuju retroaktivno na sve štediše za 2005. godinu, a unatoč znatnom smanjenju poticaja i negodovanju stručne javnosti, državna poticajna sredstva za stambenu štednju i nadalje su najviša u Europi. Novost je također mogućnost tzv. međufinanciranja, odnosno izravnoga kreditiranja građana, što znači da štediše više nisu dužni štedjeti najmanje dvije godine prije stjecanja prava na podizanje kredita. Mogućnost plasiranja sredstava štedionica u stambenu izgradnju zasad nije predviđena zakonom.

Sredinom listopada odlukom Vlade osnovana je Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, koja je objedinila bivšu Komisiju za vrijednosne papire, Hrvatsku agenciju za nadzor mirovinskih fondova i Direkciju za nadzor društava za osiguranje. Krajem studenoga donesen je Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga, kojim je i formalizirano objedinjenje nadzornih institucija nebankarskoga financijskog sektora. Zakon se primjenjuje od početka 2006. godine, a institucije čiji je HANFA pravni sljednik, istodobno su prestale poslovati. Postoje i neke naznake da bi se u HANFA-u u budućnosti mogao uključiti i nadzor nad bankama. Na taj bi način cijelo financijsko tržište dobilo bi jednog regulatora, koji bi obavljao posao koji sada obavljaju Hrvatska narodna banka, HANFA i Ministarstvo financija. U kratkom roku, ipak, prioritet je svakako uspostavljanje nadzora nad društvima za lizing, koja su zasada bez nadzora, te prenošenje nadzora štedno-kreditnih zadruga, koje su još uvijek u nadležnosti Ministarstva financija u neku od nadzornih institucija financijskog sustava (HNB ili HANFA-u). HANFA bi se u početku trebala financirati iz proračuna, a postupno bi u dijelu tereta financiranja trebale sudjelovati i financijske institucije koje se nalaze u njezinoj nadležnosti.

Zakon koji bi regulirao poslovanje društava za lizing još nije donesen, a to bi se trebalo dogoditi tijekom 2006. godine. Trenutačno se vode rasprave treba li zakonom o lizingu obuhvatiti sve lizinške poslove ili samo one koji podrazumijevaju mogućnost naknadne kupnje imovine u najmu, tzv. financijski lizing. HANFA bi u budućnosti trebala preuzeti i nadzor nad poslovima faktoringa. S obzirom na najave da bi poslovi faktoringa uskoro mogli naglo početi rasti, kao što se svojedobno dogodilo s poslovima lizinga, treba izbjeći ostavljanje ovog financijskog proizvoda izvan regulative. Bankovnim uslugama faktoringa i forfaitinga poduzeća su se počela intenzivnije koristiti u 2002. godini, a najveći porast ovih bankovnih proizvoda zabilježen je u 2005. godini. Budući da se on sve više razvija, neke banke planiraju izdvojiti poslove faktoringa u zasebna poduzeća kćeri. Smatra se da bi u budućnosti ovaj oblik bankovnih usluga mogao postati vrlo popularan, pogotovo kod nelikvidnih poduzeća koja bi prodajom potraživanja brže došla do gotovog novca, a osim toga, kupnjom paketa usluga faktoringa (koji uključuje financiranje, osiguranje plaćanja te upravljanje potraživanjima) nefinancijskim bi se poduzećima olakšalo poslovanje s inozemstvom.

Krajem 2005. godine donesen je i novi Zakon o investicijskim fondovima, koji se primjenjuje od početka 2006. godine. Ovim se Zakonom prvi put regulira osnivanje i poslovanje otvorenih investicijskih fondova s privatnom ponudom (*private equity funds*) i otvorenih investicijskih fondova rizičnoga kapitala s privatnom ponudom (*venture capital funds*), odnosno fondova koji su donedavno djelovali praktički izvan djelatnosti fondova. Otvorenim fondovima s privatnom ponudom članstvo je ograničeno na precizno definirane ulagače, što znači da se i strategija ulaganja može prilagoditi njihovim potrebama. Otvoreni fondovi rizičnoga kapitala s privatnom ponudom usmjereni su pak ponajprije na ulaganja u razvoj i restrukturiranje poduzeća, te pretpostavljaju znatan utjecaj društva za upravljanje fondom na poduzeća u koja ulažu, a to podrazumijeva i stjecanje značajnoga vlasničkog udjela u nekom podu-

zeću, što inače nije karakteristika investicijskih fondova. Ovaj zakon također pobliže regulira i pravila nastupa inozemnih investicijskih fondova na hrvatskom tržištu.

Krajem prosinca 2005. donesen je i novi Zakon o osiguranju. Ovaj zakon vrlo detaljno uređuje sve segmente poslovanja društava za osiguranje, pa tako donosi i detaljna pravila upravljanja likvidnošću tih društava, detaljnije se utvrđuju oblici tehničkih pričuva osiguranja, te načela, oblici i ograničenja ulaganja imovine za pokriće tehničkih pričuva. Vezano uz područje osiguranja, očekuje se i liberalizacija tržišta osiguranja od automobilske odgovornosti, no kako je riječ o kompleksnom području, ne treba očekivati kratko prijelazno razdoblje. Valja napomenuti da se regulator namjerava "obračunati" i s pojavom nelojalne konkurencije u politici prodaje ove vrste osiguranja, a to je podtarifiranje. Inače, kraj godine, na području osiguranja obilježilo je i pooštavanje mjera tadašnjeg regulatora, koje se najprije očitovalo u oduzimanju suglasnosti za rad predsjedniku uprave najstarijeg društva za privatno zdravstveno osiguranje na hrvatskom tržištu. Istom je osiguravatelju nekoliko mjeseci kasnije, zbog neracionalnog poslovanja i nemogućnosti podmirenja dospjelih obveza, HANFA oduzela odobrenje za rad. Također u prosincu 2005. doneseni su novi Zakon o računovodstvu i Zakon o reviziji. Zakoni, koji se od svojih prethodnih inačica razlikuju po nizu tehničkih izmjena, doneseni su po hitnom postupku iz više razloga. Prije svega bilo je nužno uskladiti ta dva zakona s pravnom stečevinom EU, a osim toga, zakonodavac je nastojao omogućiti poduzećima da računovodstveno izvještavanje i reviziju za poslovnu 2005. godinu izvrše u skladu s novim zakonima, na temelju kojih je moguće primijeniti Međunarodne računovodstvene standarde i Međunarodne standarde financijskog izvještavanja. Nadalje, na Zakon o računovodstvu stručna je javnost imala niz prigovora, a osim toga zbog neobjavljivanja promjena Međunarodnih računovodstvenih standarda u "Narodnim novinama" (kojom ti standardi službeno postaju dio nacionalnih računovodstvenih standarda) s vremenom su razlike između hrvatske računovodstvene prakse i prakse koja se primjenjuje u Europi, postajale sve značajnije. U skladu sa Zakonom o računovodstvu formiran je i Odbor za standarde financijskog izvještavanja što će pomoći pri usklađivanju hrvatskih s propisima Europske unije na području financijskog izvještavanja te pri njihovu vjerodostojnom tumačenju.

Od značajnih projekata u institucionalnom okružju čija realizacija kasni u odnosu na planove ističe se Hrvatski registar obveznika po kreditima (HROK), koji bi prema najavama trebao profunkcionirati u srpnju 2006. godine. HROK je kao društvo u siječnju 2005. godine dobio suglasnost Hrvatske narodne banke, te je registriran kao poduzeće za poslovne usluge. Bez obzira na to što aktivnosti za uspostavu HROK-a traju već tri godine, Hrvatska pripada skupini tranzicijskih zemalja koje su prilično napredovale u izgradnji kreditnog registra. Daljnji izazov svakako će biti uključivanje podataka o dužnicima nebankarskih vjerovnika u registar i pronalaženje kompromisa između funkcionalnosti registra i zaštite osobnih podataka. U međuvremenu, dok HROK ne profunkcionira, banke će i dalje razmjenjivati (samo negativne) informacije o svojim dužnicima na neformalnoj osnovi.

U razvojnoj se fazi nalaze i dva projekta od kojih se očekuje neizravni, ali značajan doprinos transparentnosti hrvatskoga financijskog sustava, a to su projekt sređivanja zemljišnih knjiga i katastra te osnivanje registra pokretne imovine. Cilj projekta sređivanja zemljišnih knjiga i katastra jest izgradnja učinkovitog sustava zemljišne uprave radi davanja doprinosa razvoju djelotvornog tržišta nekretnina, a predviđeno razdoblje potrebno za proširenje obuhvata na cijelu državu jest petnaest godina. Korist od ovog projekta za financijski sustav ponajviše će se očitovati kroz otklanjanje prepreka u održavanju efikasnoga hipotekarnog sustava. Projekt se razvija u četiri komponente: razvoj zemljišnoknjižnog sustava, razvoj katastarskog sustava, suradnja među institucijama i informatizacija, te upravljanje projektom, obuka i praćenje provedbe. Zbog kompleksnosti projekta komponente se razvijaju paralelno, a potpuno je razvijena zasada samo prva komponenta, pa je tako u studenome 2005. profunkcionirao tzv. e-katastar. Registar pokretne imovine, od kojeg se također očekuje veliki doprinos učinkovitosti hipotekarnog sustava, tek je u pripremnoj fazi. Osim transparentnosti u poslovima kreditiranja uz zalog pokretne imovine, ovaj bi registar omogućio poduzetnicima koji ne posjeduju vrijedne nekretnine, dobivanje kredita za obavljanje poslovnih aktivnosti uz zalog pokretnina.

13. Bankarski sektor¹⁵

U 2005. godini hrvatski bankarski sektor ostvario je nešto slabiji, iako i dalje solidan financijski rezultat uz znatno povećanje kapitalne baze i daljnje smanjenje ocijenjenoga kreditnog rizika. Istodobno, unatoč zaoštavanju monetarne politike, nastavio se zadovoljavajući rast njegove imovine. Tako je rast agregirane bilance u 2005. iznosio 14%, a rast kreditne aktivnosti čak 21%. Ovakvim kretanjima najviše je pridonio porast kredita odobrenih javnom sektoru (40%) i porast kredita odobrenih stanovništvu (21%). Budući da porast depozitne baze od 11% nije bio dovoljan za financiranje rasta bilance, banke su do sredstava za plasmane dolazile dodatnim zaduživanjem, prije svega kod financijskih institucija (porast od 64%). U 2005. godini kratkoročno se zaduživanje kod financijskih institucija i više nego udvostručilo.

Proces konsolidacije bankarskog sektora nastavio se i u 2005. godini, pa se broj banaka dodatno smanjio. Tako su na kraju 2005. godine na hrvatskom financijskom tržištu poslovale 34 banke, odnosno 3 manje nego na kraju 2004. godine. Nakon nestanka tri male banke (jedna postupkom redovne likvidacije, a dvije pripajanjem drugim bankama), ukupan broj malih banaka (banaka s udjelom u imovini bankarskog sektora manjim od 1%) na kraju 2005. godine, iznosio je 24, broj banaka srednje veličine (s udjelom u imovini bankarskog sektora između 1% i 5%) iznosio je 4, a

15 Svi pokazatelji izračunati su na osnovi nekonsolidiranih podataka banaka. Kod pokazatelja koji u nazivniku imaju stavku "imovina" ili "kapital" uzeta je prosječna imovina ili prosječni kapital u posljednjih godinu dana, odnosno 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.

Tablica 7. Osnovni podaci o poslovnim bankama u Hrvatskoj (u milijunima kuna i postocima)

	Stanje					Promjena 31.XII.05./31.XII.04.	
	31.XII.01.	31.XII.02.	31.XII.03.	31.XII.04.	31.XII.05.	Iznos	Postotak
Broj banaka	43	46	41	37	34	-3	-8
Imovina (aktiva)	148.455	174.139	204.043	229.305	260.594	31.289	14
Gotovina, depoziti i zapisi MF-a i HNB-a	55.885	51.651	67.010	71.823	73.063	1.240	2
Trgovački i investicijski portfelj	17.441	21.094	18.241	24.036	26.312	2.276	9
Kreditni portfelj	65.898	92.293	110.052	125.202	151.958	26.756	21
Ostala imovina	9.231	9.102	8.740	8.244	9.261	1.017	12
Obveze i kapital (pasiva)	148.455	174.139	204.043	229.305	260.594	31.289	14
Kratkoročne obveze	44.113	52.893	57.174	59.642	70.913	11.271	19
Dugoročne obveze	80.185	95.181	118.809	139.001	154.250	15.249	11
Podređeni i hibridni instrumenti i ost. obveze	10.439	9.557	9.977	10.980	11.864	884	8
Kapital	13.717	16.509	18.083	19.681	23.566	3.884	20

Izvor: HNB

broj velikih banaka (s udjelom u imovini bankarskog sektora većim od 5%) ostao je nepromijenjen: 6. U 2005. godini mađarski su dioničari preuzeli jednu banku na hrvatskom tržištu, te je na kraju 2005. godine broj banaka u domaćem vlasništvu bio 21, a u stranom 13. Zbog procesa konsolidacije bankarskog sektora koji i dalje traje, može se očekivati i daljnje smanjenje ukupnog broja banaka u budućnosti.

Hrvatski bankarski sektor i dalje karakterizira visoka koncentracija imovine i obveza u nekolicini najvećih banaka. To nije promijenilo ni višegodišnje nastojanje snažnijih srednjevelikih banaka da se priključe skupini velikih nacionalnih banaka. Udio dvije najveće banke u imovini bankarskog sektora na kraju 2005. godinu iznosio je 43,6% što je samo neznatno manje nego na kraju 2004. godine. Istodobno je neznatno povećan udio četiri najveće banke, te je na kraju 2005. godine iznosio 66,3%. U protekloj su godini samo tri banke iskazale pad ukupne imovine. Na kraju 2005. velike su banke upravljale s 82,0%, a strane s 91,3% ukupne imovine bankarskog sektora, pa su kretanja agregiranih financijskih pokazatelja za bankarski sektor slična njihovim kretanjima za te dvije kategorije banaka.

Na promjenu dinamike stavki bilance banaka tijekom 2005. godine utjecale su i promjene bankarske regulative, koja je mijenjana nekoliko puta, dok će dio odredbi o kontroli valutno indiciranoga kreditnog rizika svoje učinke imati tek u idućem razdoblju. Također, na poslovanje banaka utjecalo je i uvođenje dva nova instrumenta monetarne politike usmjerene na održavanje likvidnosti bankarskog sustava: redovitih obratnih repo aukcija HNB-a i prekonoćnog depozita kod HNB-a.

U financijskim izvješćima za 2005. godinu kvaliteta imovine banaka opisana je izmijenjenim i revidiranim Međunarodnim računovodstvenim standardima (MRS) i Međunarodnim standardima financijskog izvještavanja (MSFI). Počevši od 30. lipnja 2005., banke su promijenile način iskazivanja financijske imovine, a posebno se to odnosi na klasifikaciju vrijednosnih papira. Zbog tih promjena portfelj vrijednosnih papira i drugih financijskih instrumenata kupljenih prilikom emisije izravno od

izdavatelja više se ne iskazuje posebno, a postojeća su stanja preknjižena u druge kategorije financijske imovine.

U 2005. godini smanjenja je propisana pokrivenost deviznih obveza banaka njihovim deviznim potraživanjima s 35% na 32%. Nakon toga, granična obvezna pričuva banaka najprije je u veljači povećana s 24% na 30%, u svibnju na 40%, te naposljetku u prosincu na 55% s početkom primjene u 2006. Odluka o obveznoj pričuvi također je tri puta mijenjana. Najprije u ožujku povećanjem postotka izdvajanja kunskog dijela obvezne pričuve sa 60% na 70%, zatim u svibnju povećanjem obračunatoga deviznog dijela obvezne pričuve koja se izvršava u kunama s 42% na 50% i konačno u prosincu snižavanjem stope opće pričuve s 18% na 17%. Većina ovih odluka HNB-a bankama je nedvojbeno stvorila dodatne troškove u poslovanju jer su povećale udio njihove sigurnije, a samim time manje profitabilne imovine.

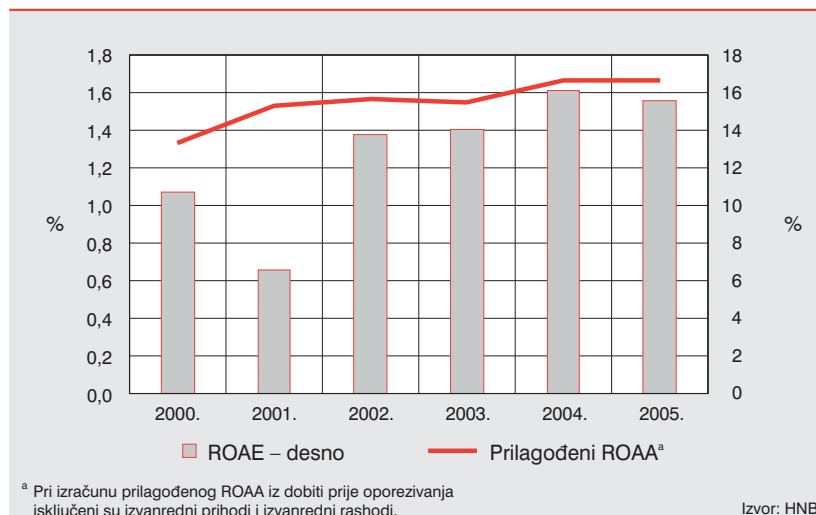
Na aktivnoj strani agregirane bilance hrvatskih banaka najveći porast zabilježen je kod nominalno najveće stavke, kredita ostalim komitentima, koji su porasli za 21,5% i čiji je udio u aktivni tako porastao na 56,8%. Stavka gotovina i depoziti kod HNB-a porasla je za 23%, ponajviše zahvaljujući porastu depozita kod HNB-a od 24%. Ovaj je porast pak izravna posljedica zaoštavanja mjera HNB-a protiv rasta inozemnog zaduživanja. Najveći relativni porast (95,7%) zabilježen je kod trezorskih zapisa MF-a, što je posljedica narasle potražnje banaka za založnom imovinom pogodnom za sudjelovanje u operacijama HNB-a na otvorenom tržištu.

S obzirom na to da su ukupni primljeni depoziti kod banaka rasli sporije od ukupne pasive, udio ove, inače najveće stavke u pasivi banaka, smanjio se, te je na kraju 2005. godine iznosio 65,9%. Ukupno primljeni krediti u pasivi banaka u 2005. godini porasli su za 25,6%, a među njima najveći je porast zabilježen kod kredita primljenih od financijskih institucija (63,6%). Značajan je i porast kredita primljenih od većinskoga stranog vlasnika (45,9%). Rast obveza po kratkoročnim kreditima od financijskih institucija (HNB-a) od 106,3% izravno je povezan s transakcijama u sklopu obratnih repo aukcija HNB-a.

Kapital bankarskog sektora u 2005. godini porastao je za 19,7%, a na njegov rast, apsolutno i relativno, najviše je utjecao rast kapitalnih rezervi (porast od 36,6%). Nešto manji utjecaj na porast kapitala imao je rast dioničkoga kapitala (13,9%) zbog pretvaranja podređenih i hibridnih instrumenata u obične dionice i povećanja iznosa uplaćenih običnih dionica. S obzirom na restriktivno djelovanje HNB-a koje je tijekom 2005. godine znatno poskupilo vanjske izvore financiranja banaka, ovaj porast kapitala dijelom odražava i smišljeno okretanje banaka k samofinanciranju.

U 2005. godini zaustavio se dugogodišnji trend porasta agregatnog prinosa na prosječnu imovinu (ROAA), koji se neznatno smanjio u odnosu na 2004. godinu, te je iznosio 1,67%. Razlog ovog smanjenja prije svega je sporiji rast dobiti od rasta prosječne imovine. Prinos na prosječni kapital (ROAE) u 2005. godini smanjen je sa 16,1% na 15,6%. Na ovo smanjenje, prvo od 2001. godine, utjecalo je ponajviše veliko povećanje prosječnoga kapitala bankarskog sektora.

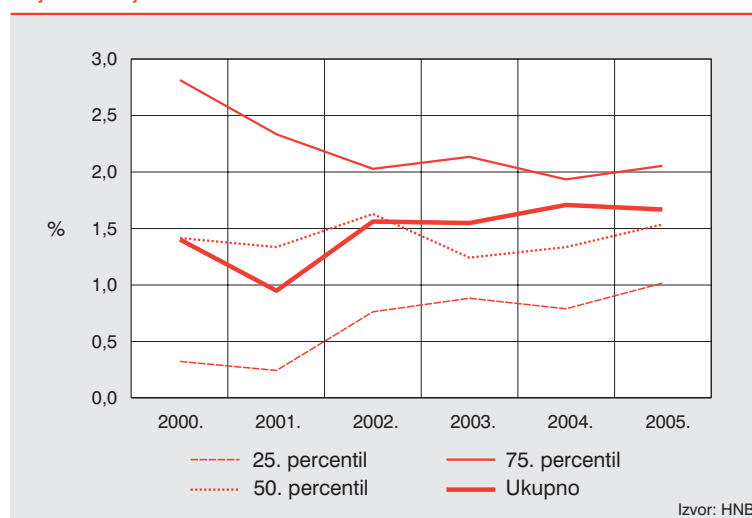
Slika 39. Prinos na imovinu i na kapital banaka



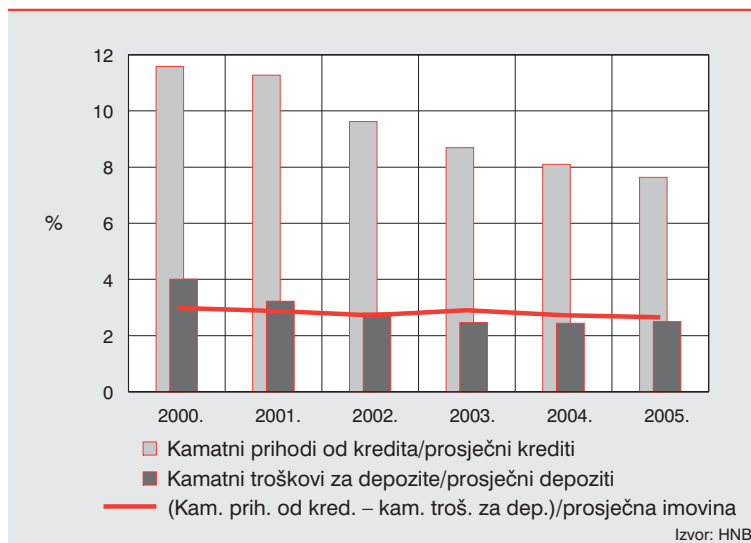
Empirijska razdioba pokazatelja profitabilnosti po bankama pokazuje da su u razdoblju od 2000. do 2005. velike banke imale stabilnije pokazatelje profitabilnosti, pri čemu se pokazatelj ROAA za velike banke kretao otprilike kao i pokazatelj ROAA za bankarski sektor u cjelini, dok je ROAE standardno veći za velike banke nego za bankarski sektor. To je stoga što velike banke, relativno gledano, imaju manji kapital od manjih banaka zbog tradicionalno manje kolebljivosti njihovih neočekivanih gubitaka. Drugo je opažanje, vezano uz razdiobu pokazatelja profitabilnosti po bankama, koje govori o tome kako se na nju odrazila konsolidacija bankarskog sektora, to da se međukvartilni raspon pokazatelja ROAA smanjio s čak 2,5 postotnih bodova 2000. godine na samo 1 postotni bod 2005. godine.

Dakle, u apsolutnom iznosu, hrvatske su banke u 2005. godini ostvarile do sada nominalno najvišu dobit prije oporezivanja, no rast dobiti poslije oporezivanja smanjen je što je negativno utjecalo na pokazatelje profitabilnosti. Također, u 2005. godini

Slika 40. Distribucija prinosa na prosječnu imovinu (ROAA) po bankama, na kraju razdoblja



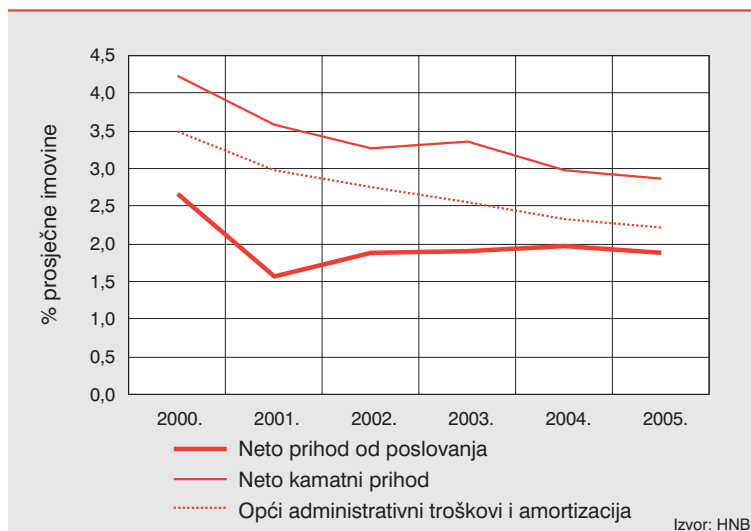
Slika 41. Kamatni prihodi od kredita i kamatni troškovi za depozite



čak 13 banaka iskazalo je manju dobit nego na kraju 2004. godine, ali je gubitak iskazala samo jedna mala banka. Zbog ubrzavanja rasta plasmana u 2005. godini, neto kamatni prihod porastao je za 9,3%. Budući da se udio kamatnih prihoda u prosječnoj kamatonosnoj aktivi nije znatnije mijenjao, a udio rashoda u kamatonosnoj pasivi uopće se nije promijenio, dobiva se dojam da račun dobiti i gubitka nije pretrpio značajnije promjene. No, zapravo, kako bi zadržale poželjnu razinu profitabilnosti, banke su morale neutralizirati negativne okolnosti s kojima su se suočile tijekom 2005. godine.

Prije svega treba istaknuti negativni trend ostalih nekamatnih prihoda, koji su u 2005. godini smanjeni za 6,2%. Konkretnije, element poslovnog rezultata koji je doživio najveće smanjenje jest neto ostali nekamatni prihod (pad od 16,5%), a stavka koja je uzrokovala njegovo smanjenje bio je računovodstveni gubitak od svođenja po-

Slika 42. Omjeri profitabilnosti imovine banaka



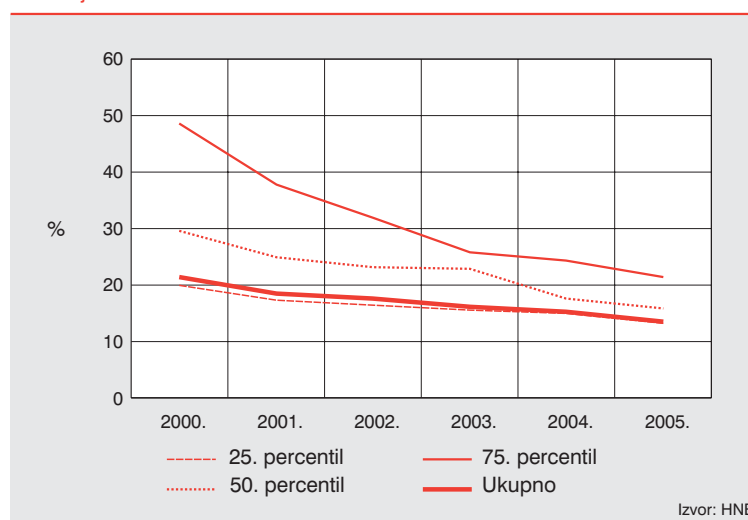
zicija bilance s valutnom klauzulom na ugovoreni tečaj. Osim toga, ukupni troškovi poslovanja ubrzano su rasli (7,6%), a istodobno se kamatna razlika nastavila smanjivati. Banke su na novonastalu situaciju odgovorile povećanjem neto prihoda od provizija i naknada (7,9%). Također, sniženi su troškovi rezerviranja za gubitke za 20,6% što bi trebalo upućivati i na značajan porast kvalitete plasmana.

Kao posljedica ovih promjena udio neto prihoda od redovnog poslovanja u prosječnoj imovini smanjen je s 2,0% na kraju 2004. godine, na 1,9% na kraju 2005. godine. Istodobno, smanjen je i omjer neto kamatnih prihoda i prosječne imovine banaka s 3,0% na 2,9%. S druge strane, smanjen je i udio općih administrativnih troškova i amortizacije u prosječnoj imovini s 2,3% u 2004. na 2,2% u 2005. godini. Sve je to na koncu rezultiralo stagnacijom, odnosno blagim smanjenjem profitabilnosti bankarskog sustava, ovisno o promatranom pokazatelju.

Za razliku od pokazatelja profitabilnosti, agregatna stopa adekvatnosti kapitala smanjuje se već godinama, što se ponovilo i u 2005. kad je ona smanjena s 15,3% na 13,4%. Razlog ovog smanjenja, kao i prethodnih godina, bio je brži rast kreditnim rizikom ponderirane aktive od rasta jamstvenoga kapitala. Inače, na ovaj trend najveći utjecaj imaju velike banke, koje imaju nižu stopu adekvatnosti kapitala od srednjih i malih banaka. Također, stopa adekvatnosti kapitala velikih banaka kontinuirano se smanjuje nakon 2002., pa se tako u posljednje tri godine smanjila za 3,1 postotni bod. Na kraju 2005. godine samo je jedna banka iskazala adekvatnost kapitala nižu od zakonom propisane, a ta se banka trenutačno nalazi pod posebnim nadzorom HNB-a.

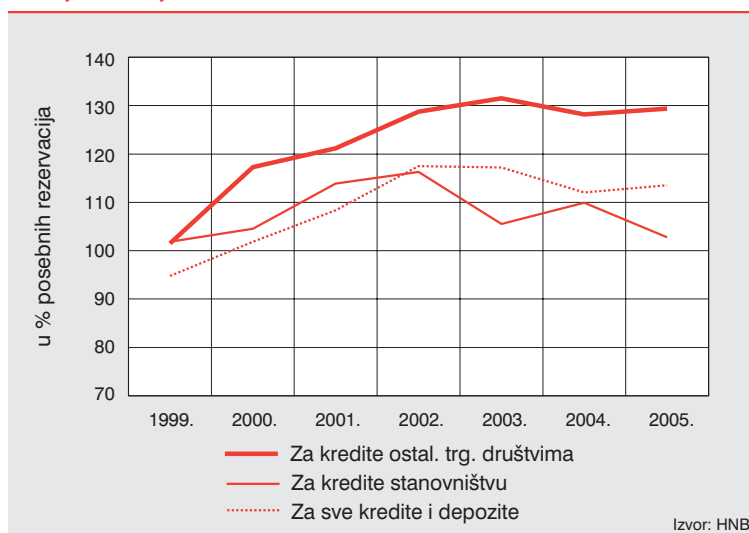
Zadržavanju zadovoljavajuće razine profitabilnosti banaka u 2005. godini pridonijeli su i relativno manji troškovi rezerviranja za kreditni rizik. Udio ispravaka vrijednosti i rezervacija za identificirane gubitke u ukupnoj imovini banaka na kraju 2005. godine iznosio je 2,5%, što je smanjenje u odnosu na 2,8% na kraju 2004. godine. Smanjenju kreditnog rizika u 2005. godini najviše je pridonijelo poboljšanje ocjene ko-

Slika 43. Distribucija stope adekvatnosti kapitala po bankama, na kraju razdoblja



jom su banke ocijenile kvalitetu svojih kredita ostalim trgovačkim društvima (koja nisu javna poduzeća) i stanovništvu. No, valja još jednom podsjetiti da su hrvatske banke u prošlosti često u vrijeme gospodarskog rasta podcjenjivale kreditni rizik svojih dugoročnih plasmana. Tome u prilog možda govori i to da su u 2005. godini ukupna dospjela nenaplaćena potraživanja banaka znatno porasla, sa 17,6% na 21,6% ukupne imovine banaka. Najveći porast dogodio se u prvoj polovini 2005. godine. Dospjela nenaplaćena potraživanja smanjena su kod sektora stanovništva, a povećana kod ostalih trgovačkih društava. Iako imaju manju relativnu važnost, rastu ukupnih dospjelih nenaplaćenih potraživanja pridonijeli su i krediti javnim poduzećima te krediti nerezidentima.

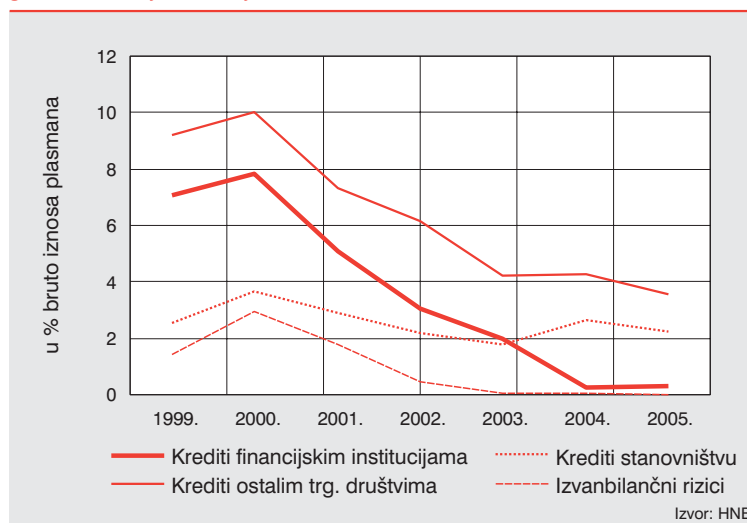
Slika 44. Dospjela nenaplaćena potraživanja banaka po kreditima i depozitima, na kraju razdoblja



Međutim, unatoč rastu dospjelih nenaplaćenih potraživanja, prijavljena kvaliteta plasmana banaka rasla je u 2005., što je osobito uočljivo iz smanjenja udjela B i C plasmana u ukupnim plasmanima, koji je na kraju 2005. godine iznosio 4,0%. Ovo se pogotovo odnosi na smanjenje potpuno nenadoknadivih plasmana (skupina C) s 1,8% na 1,5%. S druge strane, udio potpuno nadoknadivih plasmana (skupina A) porastao je s 95,4% na 96,0%. No, ovo naizgled znatno poboljšanje kvalitete plasmana hrvatskih banaka treba uzeti s dozom opreza, zbog i dalje brzoga kreditnog rasta jer, kako novoodobreni krediti stare, zasigurno će doći do ispravka ocjene njihove kvalitete. Također, zbog navedenih promjena u regulativi došlo je i do metodološki motiviranih promjena u klasifikaciji imovine banaka tijekom 2005. godine, zbog kojih je došlo do smanjenja troškova vrijednosnog usklađivanja plasmana za identificirane gubitke i porasta troškova vrijednosnog usklađivanja plasmana za neidentificirane gubitke.

I analiza otpornosti bankarskog sektora na kreditni rizik, koju interno provodi središnja banka, a koja je provedena na osnovi podataka s kraja 2005. godine, upućuje

Slika 45. Ispravci vrijednosti plasmana i posebne rezervacije za identificirane gubitke, na kraju razdoblja



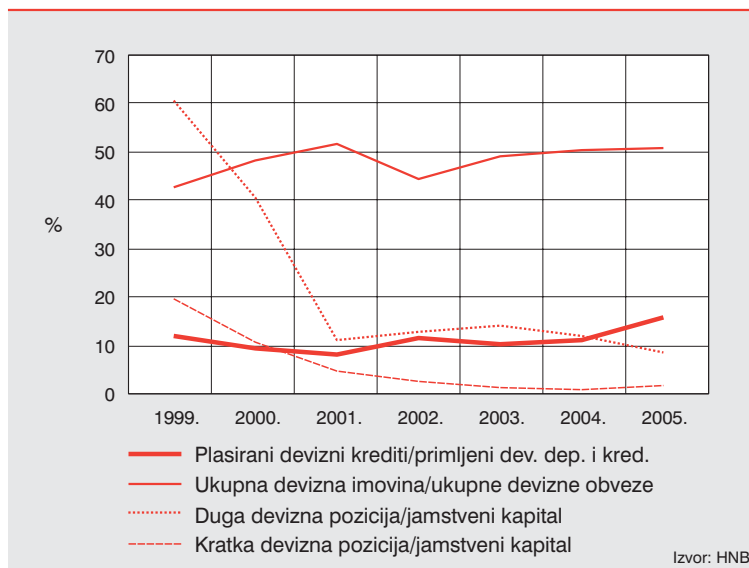
na to da je hrvatski bankarski sektor u stanju apsorbirati značajne gubitke u slučaju pogoršanja rizičnosti aktive, tj. u slučaju negativnog šoka u makroekonomskom okruženju. Ova analiza već standardno ukazuje i na veću otpornost na pogoršanje općega kreditnog rizika kod skupine malih banaka.

Dopuštena izloženost banaka izravnom valutnom riziku ograničena je propisima HNB-a, i to tako da ukupna otvorena devizna pozicija banke (a to je ili ukupna kratka devizna pozicija ili ukupna duga devizna pozicija banke, ovisno o tome koja je veća) ne smije prijeći iznos od 20% jamstvenoga kapitala banke. Banke nemaju poteškoća u ispunjavanju ovog uvjeta, iako je on propisan na dnevnoj razini, što ga svrstava u rigoroznije mjere HNB-a. Na kraju 2005. godine omjer zbroja kratkih pozicija banaka i zbroja njihovih jamstvenih kapitala bio je otprilike dvostruko veći nego na kraju 2004. godine, ali je iznosio i dalje relativno niskih 1,7%. Kod dugih pozicija banaka taj je omjer iznosio oko 8,4% što je znatno smanjenje u odnosu na 12,1% na kraju 2004. godine. Prema rezultatima analize otpornosti hrvatskoga bankarskog sektora na kraju 2005. izravni utjecaj promjene nominalnog tečaja kune na adekvatnost kapitala banaka gotovo je neutralan (ako se zanemari promjena tečaja pojedinih valuta). S druge strane, neizravni valutni rizik, koji je iznimno teško mjerljiv, znatno je veća opasnost za bankarski sektor jer je većina obveza klijenata banaka nominirana u stranoj valuti, dok su im prihodi većinom kunski.

Za hrvatski bankarski sektor u budućnosti bi sve izraženiji mogli postati rizici u međunarodnom poslovanju. Budući da se i dalje ne prikupljaju podaci nužni za precizniju ocjenu potencijalnog utjecaja ovih rizika na poslovne rezultate hrvatskih banaka, njih je za sada nemoguće kvantificirati. No, najvažniji takav rizik jest onaj povezan s nastavkom rasta zaduživanja banaka kod njihovih većinskih vlasnika tijekom 2005. godine.

S druge strane, međunarodni “klasični” kreditni rizik relativno je zanemariv zato što

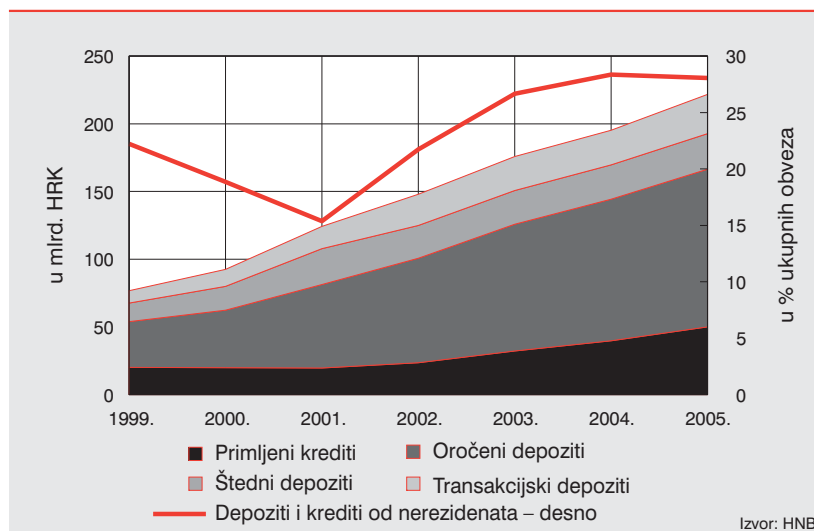
Slika 46. Osnovni pokazatelji valutne izloženosti bankarskog sustava, na kraju razdoblja



je udio kredita nerezidentnima u ukupnim kreditima domaćih banaka već nekoliko godina manji od 0,5% (0,34% na kraju 2005. godine). No, važnost međunarodnoga tržišnog rizika, kao i s njim povezanoga kreditnog rizika “druge strane”, te rizika države bio je u porastu nekoliko godina prije 2005. godine. Naime, udio vrijednosti stranih vrijednosnih papira u ukupnoj vrijednosti aktivnog portfelja vrijednosnih papira kod domaćih banaka tijekom 2004. godine i više se nego udvostručio (zbog porasta ulaganja u strane dužničke vrijednosne papire). Ipak, tijekom 2005. godine taj se udio zadržao otprilike na istoj razini te je iznosio 37,9%.

Što se tiče rizika likvidnosti, odnosno procjene opće razine likvidnosti bankarskog sektora i njezine kratkoročne perspektive, važno je spomenuti da je 2005. godinu obilježila visoka likvidnost banaka. To se pogotovo odnosi na prvu polovinu godine

Slika 47. Struktura obveza banaka prema instrumentima, na kraju razdoblja



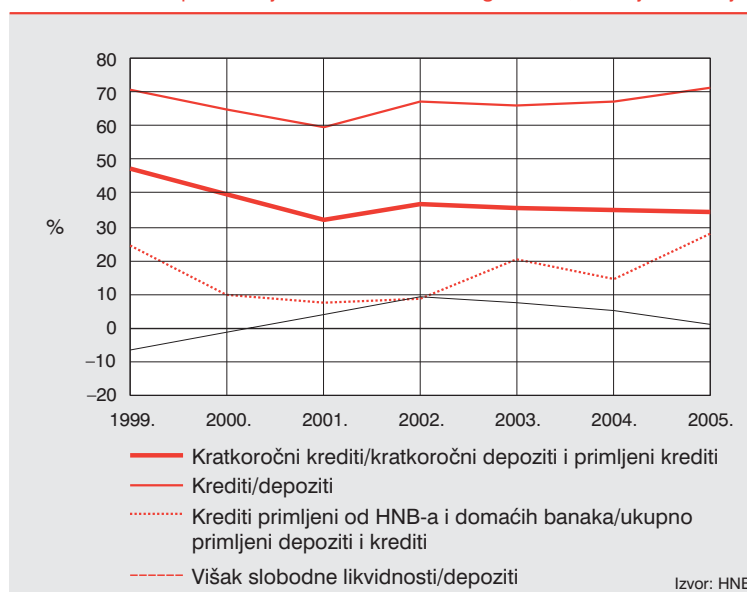
kad je središnja banka intenzivno otkupljivala devize od poslovnih banaka. Također, sredinom godine banke su počele aktivno sudjelovati na obratnim repo aukcijama središnje banke, koje su pogotovo postale popularne dolaskom turističke sezone kada se pojačala potražnja za kunama. No, već u rujnu ponovo je nastupilo razdoblje visoke primarne likvidnosti, koje se održalo do kraja godine, što je smanjilo zanimanje banaka za obratne repo aukcije HNB-a.

Ipak, u 2005. godini dodatno je povećan omjer danih kredita, uključujući forfaiting i faktoring, i primljenih depozita banaka s 80,8% na 88,7%, dok se omjer kratkoročnih kredita i kratkoročnih depozita neznatno smanjio, s 35,0% na 34,3%. S pasivne strane, najveći dio primljenih kredita u 2005. godini banke su primile od financijskih institucija, ali zbog mjera HNB-a protiv inozemnog zaduživanja, unatoč nominalnom rastu udio, se kredita od nerezidenata smanjio. Ovo se može protumačiti kao smanjivanje neizravnih kanala zaduživanja banaka i usmjeravanje na izravno zaduživanje kod njihovih većinskih vlasnika. Omjer viška slobodne likvidnosti i depozita nastavio se smanjivati te je u 2005. prosječno iznosio 1,1%.

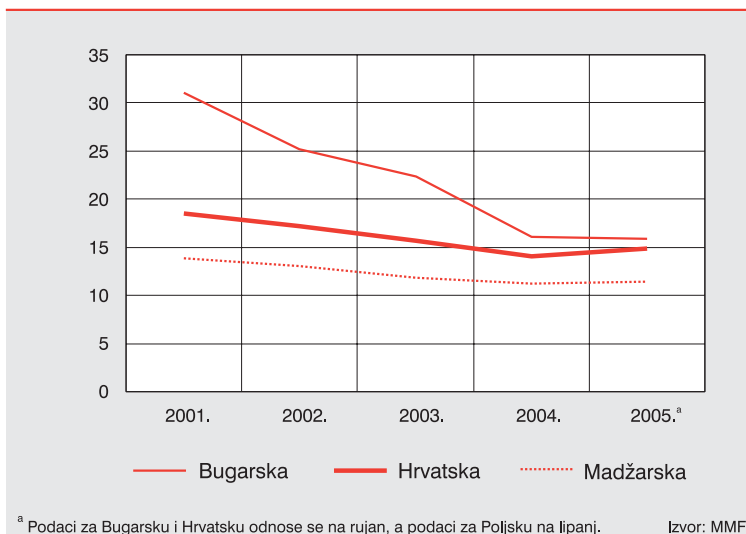
Analiza otpornosti hrvatskoga bankarskog sustava ukazuje na visoku likvidnost bankarskog sektora. Prema ovoj analizi hrvatske banke pokazuju otpornost na potencijalne jednokratne odljeve depozita, te bi samo dvije banke od deset najvećih imale potrebu za značajnim dodatnim financiranjem u slučaju većeg odljeva depozita.

I međunarodne usporedbe potvrđuju solidnu profitabilnost i kapitaliziranost hrvatskoga bankarskog sektora. Prema podacima Međunarodnoga monetarnog fonda Hrvatska i Mađarska jedine su zemlje Srednje i Istočne Europe u kojima se u prva tri tromjesečja 2005. godine adekvatnost kapitala banaka povećala. No, prema podacima HNB-a u Hrvatskoj je do kraja godine ova stopa ipak snižena, pa se može reći da se ona u Hrvatskoj ipak kreće otprilike kao i u većini zemalja Srednje i Istočne Eu-

Slika 48. Osnovni pokazatelji likvidnosti bankarskog sektora, na kraju razdoblja



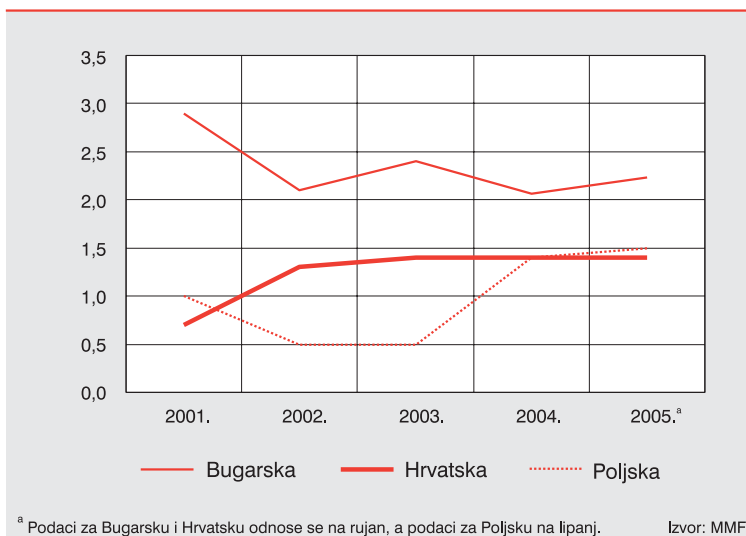
Slika 49. Stopa adekvatnosti kapitala u odabranim zemljama Srednje i Istočne Europe



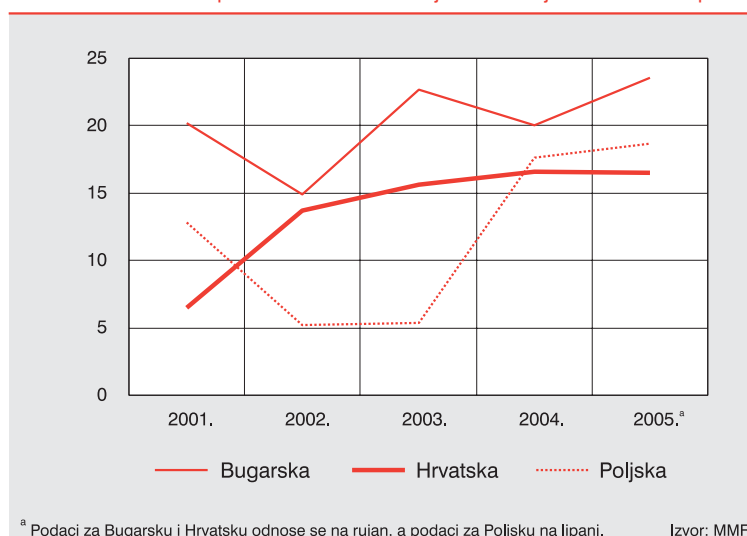
rope. Prema preliminarnim izračunima ESB-a za pedeset najvećih banaka eurozone, u prvoj polovini 2005. godine vagana prosječna adekvatnost kapitala povećala se u odnosu na prethodnu godinu s 8,6% na 11,7%.

Profitabilnost imovine hrvatskoga bankarskog sustava kreće se slično kao i u drugim zemljama. Budući da je obilježje razvijenih financijskih sustava smanjivanje prinosa na imovinu bankarskog sustava, može se reći da se Hrvatska i prema ovom pokazatelju približila zemljama koje su 2005. godine ušle u EU. Najviša stopa prinosa na imovinu bankarskog sektora u 2005. godini među zemljama Srednje i Istočne Europe zabilježena je u Rumunjskoj, te je iznosila 2,7%. Općenito, razvijeniji bankarski sektori imaju nižu stopu prinosa na imovinu. To se može povezati s većom konkurencijom na tržištu bankarskih usluga, kao i s manjim kreditnim rizikom. Tako se prema

Slika 50. Prinos na imovinu u odabranim zemljama Srednje i Istočne Europe



Slika 51. Prinos na kapital u odabranim zemljama Srednje i Istočne Europe



podacima ESB-a koji su dostupni za 2004. godinu, prosječna stopa prinosa na imovinu u zemljama eurozone kretala oko 0,45%.

Prema podacima MMF-a prinos na kapital hrvatskoga bankarskog sektora na kraju rujna 2005. godine iznosio je 16,5% što je nešto ispod prosjeka zemalja Srednje i Istočne Europe, čiji bankarski sektori standardno imaju viši prinos na prosječni kapital nego u razvijenim gospodarstvima. Prema istraživanju ESB-a na uzorku velikih banaka u zemljama eurozone, godišnji prinos na prosječni kapital u 2005. godini porastao je u prosjeku sa 16,5% na 19,7%.

Tablica A Odabrani pokazatelji poslovanja bankarskog sektora¹⁶
(u postocima ako nije drukčije navedeno)

Pokazatelj	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.
Broj banaka	43	46	41	37	34
Imovina (u milijunima HRK)	148.455	174.139	204.043	229.305	260.594
Prinos na prosječnu imovinu (ROAA) ^a	0,9	1,6	1,6	1,7	1,7
Prinos na prosječni kapital (ROAE) ^b	6,6	13,7	14,1	16,1	15,6
Prilagođeni ROAA ^c	1,5	1,6	1,5	1,7	1,7
Pokazatelj neto operativnog prihoda ^d	1,6	1,9	1,9	2	1,9
Pokazatelj neto kamatnog prihoda ^e	3,6	3,3	3,4	3	2,9
Pokazatelj općih administrativnih troškova i amortizacije ^f	3	2,7	2,6	2,3	2,2
Udio kamatnih prihoda na kredite u prosječnim kreditima	11,3	9,6	8,7	8,1	7,6
Udio kamatnih troškova za depozite u prosječnim depozitima	3,2	2,8	2,5	2,4	2,5
Udio razlike između kamatnih prihoda na kredite i kamatnih troškova za depozite u prosječnoj imovini	2,9	2,7	2,9	2,7	2,7
Udio ispravaka vrijednosti u ukupnom iznosu kredita financijskim institucijama	5,1	3,1	2,1	0,4	0,2
Udio ispravaka vrijednosti u ukupnom iznosu kredita stanovništvu	4,1	3,4	3,4	3,3	2,8
Udio ispravaka vrijednosti u ukupnom iznosu kredita ostalim trgovačkim društvima	16,1	11,6	9	7,7	6,3
Udio posebnih rezervacija u ukupnom iznosu izvanbilančnih rizika	2,7	0,8	0,4	0,4	0,2
Omjer danih deviznih kredita prema primljenim deviznim depozitima i kreditima	8,3	11,3	10,2	11,2	15,6
Omjer ukupne devizne imovine i ukupnih deviznih obveza	51,8	44,5	49,3	50,5	50,7
Udio duge devizne pozicije u jamstvenom kapitalu	11,3	12,8	13,9	12,1	8,4
Udio kratke devizne pozicije u jamstvenom kapitalu	4,8	2,7	1,4	0,8	1,7
Omjer dospjelih nenaplaćenih potraživanja i posebnih rezervacija po kreditima ostalim trgovačkim društvima	121,2	128,7	131,5	128,2	129,4
Omjer dospjelih nenaplaćenih potraživanja i posebnih rezervacija po kreditima stanovništvu	113,9	116,3	105,6	109,9	102,7
Omjer dospjelih nenaplaćenih potraživanja i posebnih rezervacija po kreditima i depozitima	108,4	117,5	117,2	112,1	113,6
Udio depozita i kredita primljenih od nerezidenata u ukupnim obvezama	15,4	21,8	26,7	28,4	28,1
Stopa adekvatnosti kapitala	18,5	17,4	16,5	15,3	13,4
Omjer bilančnoga kapitala i bilančne imovine	9,2	9,5	8,9	8,6	9
Omjer temeljnoga kapitala i rizičnih izloženosti	16,9	15,2	14,1	13,1	11,8
Udio danih kratkoročnih kredita u zbroju kratkoročnih primljenih depozita i danih kratkoročnih kredita	32,2	37	35,5	35	34,3
Omjer danih kredita i primljenih depozita i kredita	58,0	65,7	65,0	65,3	69,6
Udio kredita primljenih od HNB-a i domaćih banaka u ukupno primljenim depozitima i kreditima	7,6	8,7	20,2	14,3	27,3

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 iz 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

16 Prema nekonsolidiranim preliminarnim statističkim izvješćima banaka za 31. prosinca 2005. i nekonsolidiranim revidiranim izvješćima za ranija razdoblja dostupnim na dan 8. 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 naznačenog razdoblja.

Tablica B Odabrani pokazatelji zaduženosti nefinancijskih sektora¹⁷
(u postocima)

Pokazatelj	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.
Dug stanovništva					
– kao % BDP-a	19,0	24,7	28,9	32,1	35,9
– kao % bruto raspoloživog dohotka ^a	37,0	49,3	63,6	70,7	79,0
– kao % bankovnih depozita stanovništva	43,4	60,8	71,0	77,2	82,8
– godišnja stopa rasta	29,7	42,5	27,9	19,2	20,3
Dug nefinancijskih poduzeća					
– kao % BDP-a	42,9	45,0	45,3	47,9	52,5
– kao % bankovnih depozita poduzeća	352,0	306,9	290,0	303,5	351,4
– godišnja stopa rasta	8,5	14,6	10,4	13,3	18,0
UKUPNO – nefinancijski privatni sektor					
– kao % BDP-a	61,9	69,7	74,2	80,0	88,4
– godišnja stopa rasta	14,2	23,2	16,6	15,6	18,9
Dug opće države^b					
– kao % BDP-a	41,7	42,1	43,4	46,4	47,4
– godišnja stopa rasta	11,6	10,6	12,7	14,7	10,0
– otplaćene kamate kao % BDP-a	1,9	2,0	2,0	2,0	2,2
UKUPNO – nefinancijski sektor					
– kao % BDP-a	103,6	111,8	117,6	126,4	135,8
– godišnja stopa rasta	13,2	18,1	15,2	15,3	15,6
Implicitna otplata kamata^c					
– stanovništva, kao % bruto raspoloživog dohotka	3,9	4,5	5,7	6,1	6,3
– nefinancijskih poduzeća, kao % BDP-a	3,4	3,1	3,0	2,8	3,0

- 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 za (osim za 2001.) 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 Ministarstva financija mogu se pripisati različitom obuhvatu opće države.
- c Procjena na osnovi postojećih podataka o kamatama plaćenim bankama

17 Stručna procjena prema podacima HNB-a, DZS-a, Fine, DINADOS-a, Hagene, CROSEC-a i MF-a, dostupnim na dan 31. ožujka 2006. Moguće su naknadne revizije podataka povezane s redovitom 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 inozemne zaduženosti RH*, Hrvatska narodna banka, travanj 2006.
Bilten HNB-a, br. 113, Hrvatska narodna banka, ožujak 2006.
Bilten HNB-a, br. 115, Hrvatska narodna banka, svibanj 2006.
EBRD Transition Report 2005, Europska banka za obnovu i razvoj, studeni 2005.
EU Banking Sector Stability, Europska središnja banka, rujan 2005.
Financial Stability Review, Europska središnja banka, prosinac 2005.
Global Development Finance, Svjetska banka, siječanj 2005.
Global Financial Stability Report, Međunarodni monetarni fond, rujan 2005.
Godišnje izvješće za 2005., Hrvatska narodna banka
Makrobonitetna analiza, br. 1, Hrvatska narodna banka, srpanj 2005.
Makrobonitetna analiza, br. 2, Hrvatska narodna banka, prosinac 2005.
Vodič kroz proračun za 2006. godinu, Ministarstvo financija RH, prosinac 2005.
World Economic Outlook, Međunarodni monetarni fond, travanj 2006.
Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga ("Narodne novine", br. 140/2005.)
Zakon o investicijskim fondovima ("Narodne novine", br. 150/2005.)
Zakon o kamatama ("Narodne novine", br. 94/2004.)
Zakon o obveznim odnosima ("Narodne novine", br. 35/2005.)
Zakon o osiguranju ("Narodne novine", br. 151/2005.)
Zakon o osiguranju depozita ("Narodne novine", br. 177/2004.)
Zakon o računovodstvu ("Narodne novine", br. 146/2005.)
Zakon o reviziji ("Narodne novine", br. 146/2005.)

Izvori na internetu

Službene internetske stranice središnjih banaka EMU, Bugarske, Češke, Madžarske, Poljske, Rumunjske, Sjedinjenih Američkih Država i Slovenije
Banka magazine: www.bankamagazine.hr
Državni zavod za statistiku: www.dzs.hr
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 obveza 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

Kratice

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
ind.	– industrija
kred.	– kredit
MF	– Ministarstvo financija
mil.	– milijun
mlrd.	– milijarda
MMF	– Međunarodni monetarni fond
MRS	– Međunarodni računovodstveni standardi
MSFI	– Međunarodni standardi financijskog izvještavanja
ost.	– ostalo
poljop.	– poljoprivreda
prerađ.	– prerađivačka
rib.	– ribarstvo
ROAA	– prinos na prosječnu imovinu
ROAE	– prinos na prosječni kapital
trg.	– trgovački
šum.	– šumarstvo
USD	– američki dolar

Znakovi

–	– 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

