

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

UREDNIKA

mr. sc. Romana Sinković

GRAFIČKI UREDNICI

Gordana Bauk
Božidar Bengesz
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, 2005.

Sadržaj

1. Uvod	1
2. Makroekonomska kretanja	4
3. Međunarodno okruženje	8
4. Inozemni dug	10
5. Javni dug	13
6. Stanovništvo	15
7. Nefinancijska poduzeća	20
8. Financijsko posredovanje	23
9. Tržište kapitala	27
10. Tržište novca	30
11. Devizno tržište	34
12. Institucionalni okvir	37
13. Bankarski sektor	39
Tablica A Odabrani pokazatelji poslovanja bankarskog sektora	49
Tablica B Odabrani pokazatelji zaduženosti nefinancijskih sektora	50
Literatura	51
Izvori na internetu	51
Kratice i znakovi	52

Uvod¹

U drugom broju publikacije “Makrobonitetna analiza” raspravlja se o kretanju makrobonitetnih pokazatelja hrvatskoga gospodarstva u prvom polugodištu 2005. godine prema statističkim podacima raspoloživim do sredine rujna 2005.

U prvom polugodištu 2005. vidno su poboljšani neki osnovni makrobonitetni pokazatelji, a to se prije svega odnosi na relativno smanjenje ukupnog manjka središnje države i ukupnoga inozemnog duga zemlje. S druge strane, neočekivano je povećan manjak na tekućem računu platne bilance. Ponovno ubrzanje kreditne aktivnosti banaka također je utjecalo na nastavak brzog rasta zaduženosti stanovništva, a nastavak snažnog rasta aktivnosti društava za lizing, uz i dalje povoljne uvjete izravnoga inozemnog zaduživanja, pridonio je povećanju zaduženosti nefinancijskih poduzeća. Povećala se i zaduženost javnog sektora, po uobičajenoj stopi rasta, ali i uz neuobičajeno povećanje udjela domaće zaduženosti u strukturi ukupnoga javnog duga. Međutim, jača domaća valuta, niže kamatne stope i dulji rokovi kreditiranja pomogli su zadržavanju gotovo nepromijenjenog tereta otplate duga kod sva tri sektora, unatoč njihovoj većoj ukupnoj zaduženosti. Od ostalih povoljnih utjecaja na makrobonitetna kretanja ističe se nastavak stabilnog razdoblja zadovoljavajuće razine inflacije, unatoč njezinu rastu, te snažan oporavak gospodarskog rasta u drugom tromjesečju ove godine nakon podbačaja u prvom.

Udio inozemnog duga u bruto nacionalnom dohotku iznosio je na kraju prvog polugodišta 2005. 85,2%, što je smanjenje od 0,8 postotnih bodova u odnosu na stanje na kraju 2004. i povećanje od 2,5 postotna boda u usporedbi sa stanjem na kraju istog razdoblja prošle godine. To pokazuje da je snažan rast inozemnog duga napokon zaustavljen. Ipak, prema kriterijima Svjetske banke, ova razina inozemnog duga Hrvatsku svrstava među zaduženije zemlje. Istodobno je udio inozemnog duga u prihodima od izvoza i inozemnog dohotka od 157,2% bio značajno ispod razine koja bi, prema istim kriterijima, upućivala na moguću pojavu nelikvidnosti u inozemnim plaćanjima.

Ukupni dug javnog sektora, ne uključujući državna jamstva, nastavio je u prvom polugodištu 2005. rasti te je na kraju lipnja iznosio 105,3 mlrd. kuna, odnosno 49% BDP-a. Iako je relativna zaduženost javnog sektora nastavila rasti polako i daleko je

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 prvo polugodište 2005. izračunati prema podacima dostupnim zaključno s danom 15. rujna 2005. Bruto društveni proizvod (BDP) za 30. lipnja 2005. izračunat je kao aritmetička sredina ostvarenja u 2004. godini i projekcije HNB-a za 2005. godinu, osim dijela analize koji prikazuje realni rast polugodišnjeg BDP-a. Svi su ostali pokazatelji izračunati na osnovi stanja na dan 30. lipnja 2005., odnosno na osnovi tokova u razdoblju od 1. srpnja 2004. do 30. lipnja 2005. Opisana metodologija proizvodi manje kolebljive, odnosno sezonski manje osjetljive pokazatelje, ali i blaga odstupanja njihovih vrijednosti od vrijednosti sličnih pokazatelja u ostalim publikacijama HNB-a.

od gornje razine prema kriteriju EU, ona je sve veća u usporedbi sa zaduženošću u zemljama regije. To je zato što kod svih tih zemalja ona stagnira ili se smanjuje kao posljedica provedene konsolidacije državnih financija u tim zemljama. Unatoč znatnom povećanju udjela domaćega u ukupnom javnom dugu na 51,2%, zadržala se nepovoljna valutna struktura domaćega javnog duga, od kojeg je i dalje više od 80% nominirano u stranoj valuti.

Procijenjena vrijednost ukupnog duga nefinancijskih poduzeća popela se do kraja prvog polugodišta 2005. na 49,7% BDP-a, što je relativno niska razina zaduženosti prema europskim mjerilima. Rezultat je to nastavka stabilnog rasta toga duga po stopama između 10% i 15% na godinu, koji nisu spriječile ni mjere monetarne vlasti, ponajviše zahvaljujući visokoj stopi rasta dijela duga prema društvima za lizing od oko 42% i prema inozemstvu od oko 14%, na godišnjoj razini. Poboljšanje uvjeta financiranja utjecalo je na znatno sporiji rast tereta otplate kamata, koji je iznosio 5,4% ukupnih prihoda poduzeća, od rasta ukupne zaduženosti poduzeća. S druge strane, kamatni i valutni rizik poduzeća još su se malo povećali tijekom prvog polugodišta 2005., na kraju kojeg je udio dugoročnih bankovnih kredita s promjenljivom kamatnom stopom iznosio oko 84%, a udio onih nominiranih u stranoj valuti oko 86,5%.

Rast ukupnog duga stanovništva malo se ubrzao, pa je nakon godišnjeg porasta od 21% do kraja lipnja 2005., zaduženost stanovništva na kraju prvog polugodišta 2005. godine iznosila 33,9% BDP-a. Oko 96% duga stanovništva i dalje se odnosi na obveze prema bankama, iako je dug prema društvima za lizing, koji se u godinu dana povećao za 56,6%, nastavio rasti dvostruko brže. Dug stanovništva bankama tako je ostao dvostruko veći nego u novim članicama EU, kod kojih on nije prelazio 16% BDP-a. Unatoč dugotrajnom snažnom rastu ukupne zaduženosti, zbog sve povoljnijih uvjeta financiranja potrošnje, pokazatelj tereta otplate duga stanovništva tijekom 2004. godine čak se i smanjio, na 6,0% bruto raspoloživog dohotka, što je otprilike upola manje nego u članicama EMU, gdje je na kraju 2004. iznosio nešto manje od 12%. U posljednjih godinu dana visoki udio dugoročnih kredita banaka stanovništvu nominiranih u stranoj valuti nije se mijenjao te se zadržao na razini od otprilike 86%, a onih s promjenljivom kamatnom stopom znatno se povećao, na 88%, pa se još više povećala izloženost stanovništva riziku kamatnih stopa.

Povećana zaduženost nefinancijskog 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 prvog polugodišta 2005. bio je 2,76%, što je za 0,12 postotnih bodova manje nego na kraju 2004. godine, a ovom smanjenju najviše je pridonijelo poboljšanje ocjene kreditnog rizika privatnih trgovačkih društava. Međutim, relativna razina dospjelih nenaplaćenih potraživanja tijekom polugodišta naglo je porasla, za više od tri postotna boda, na 20,7% ukupne imovine banaka. Posljedica je zamjetno povećanje omjera nenaplaćenih potraživanja te ukupnih ispravaka vrijednosti i posebnih rezervacija banaka, i to kod svih sektora, što bi moglo upozoravati na buduće

pogoršanje kreditnog rizika kod nefinancijskoga privatnog sektora.

Kreditni rast i bolja ocjena kreditnog rizika nisu međutim 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 oporezivanja na kraju lipnja 2005. iznosio je 1,62%. Istodobno, prinos na kapital nakon svojega najboljeg ostvarenja od 16,1% također za 2004. godinu, u posljednjih godinu dana smanjen je na 14,5%. Na to su smanjenje najviše utjecali povećani gubici od svođenja pozicija bilance s valutnom klauzulom na ugovoreni tečaj i relativno brži rast imovine i kapitala od rasta prihoda kod većine banaka, dok je najveći utjecaj na niži agregatni iznos dobiti prije oporezivanja imalo računovodstveno smanjenje prihoda kod jedne veće banke, za koje se može očekivati da će biti jednokratno.

Uz pokazatelje profitabilnosti i pokazatelji adekvatnosti kapitala banaka upućuju na moguću promjenu višegodišnjeg trenda. Naime, nakon što se i poslije prelaska na novu metodologiju izračuna stopa adekvatnosti kapitala nastavila smanjivati u 2003. i 2004. godini, na kraju lipnja 2005. agregatna stopa adekvatnosti kapitala iznosila je 15,1%, što je samo 0,2 postotna boda manje nego na kraju prethodne godine. Istodobno, omjer temeljnoga kapitala i rizikom ponderirane imovine banaka ostao je nepromijenjen, dok se omjer bilančnoga kapitala i bilančne imovine povećao za 0,1 postotni bod. Zaustavljanje trenda smanjenja agregatne stope adekvatnosti kapitala banaka barem bi u teoriji moglo nagovještavati prestanak trenda smanjenja ocjene rizika od neočekivanih gubitaka u njihovu poslovanju. To bi moglo značiti i da banke ne očekuju da će se planirana daljnja poboljšanja u njihovu makroekonomskom i institucionalnom okružju odvijati jednako brzo kao u prethodnom razdoblju.

Praktični razlozi za zaustavljanje smanjenja agregatne adekvatnosti kapitala banaka ipak su vjerojatno drugačije prirode, jer su se aktivnosti na usklađivanju pravne regulative hrvatskoga financijskog sustava s europskim znatno pojačale od početka 2005. godine, što bi trebalo dodatno poboljšati pravnu sigurnost djelovanja na financijskom tržištu. Tako je u veljači 2005. donesen izuzetno opsežan Zakon o obveznim odnosima, u koji su, između ostaloga, unesene i odredbe kojima se uređuje područje ugovornih i zateznih kamata. Nadalje, upravo je u pripremi nekoliko novih zakona ili izmjena postojećih zakona iz područja financija, čije se donošenje očekuje do kraja godine: novi zakon o investicijskim fondovima, prvi zakon o lizingu, novi zakon o računovodstvu i novi zakon o reviziji, te izmjene Zakona o deviznom poslovanju i Carinskog zakona. Od svih novih propisa koji su u pripremi, s najviše se nestrpljenja ipak očekuje Zakon o Agenciji za nadzor nebankarskih financijskih institucija, kojim bi se ostvarila dugo najavljivana namjera objedinjavanja nadzora tih financijskih institucija.

U procesu unapređenja institucionalnog okružja, uz donošenje zakona i drugih propisa, ističe se projekt reforme zemljišnih knjiga koji je u prvoj polovici 2005. godine prilično napredovao. Iako stvorena baza podataka za sada služi samo za uvid u eksperimentalnu Središnju bazu podataka zemljišnoknjižnih odjela općinskih

sudova, ta će baza u budućnosti omogućiti da zemljišnoknjižni podaci postanu lakše dostupni širem krugu korisnika i da se ubrza izdavanje izvoda iz tih knjiga, a očekuje se da će projekt biti potpuno dovršen u 2006. godini. S druge strane, registar kreditnih obveza (tzv. HROK) još nije profunkcionirao, te se to očekuje tek sredinom 2006. godine, a registar pokretne imovine, koji će također pridonijeti transparentnosti u hipotekarnim poslovima još uopće nije pokrenut te su u tijeku dogovori oko njegova uvođenja.

2. Makroekonomska kretanja

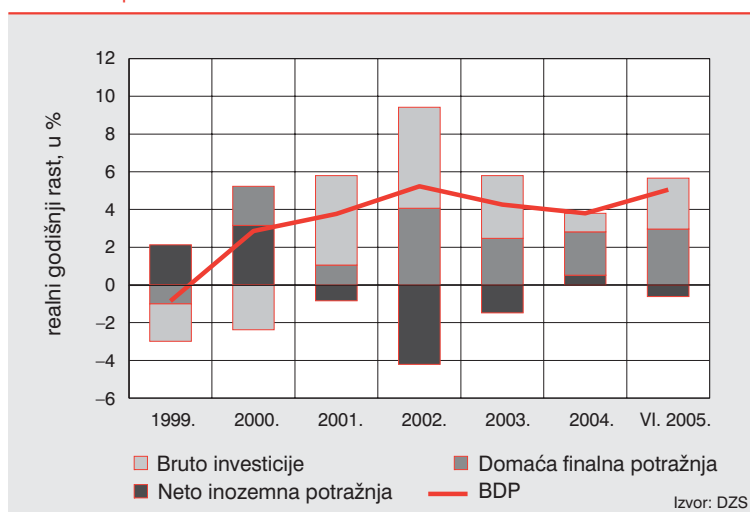
U prvom polugodištu 2005. uočljivo su poboljšani neki osnovni agregatni gospodarski i financijski pokazatelji, a to se ponajprije odnosi na snaženje gospodarskog rasta u drugom tromjesečju, te na daljnje relativno smanjenje ukupnog manjka središnje države i ukupnoga inozemnog duga zemlje. Međutim, nije ostvaren veći napredak u povećanju zaposlenosti, a i registrirana se nezaposlenost prestala smanjivati. Manjak na tekućem računu platne bilance se povećao, pa je tako preokrenut dvogodišnji trend smanjenja vanjske neravnoteže. Od neutralnih kretanja najuočljiviji je nastavak stabilnog razdoblja nešto jače domaće valute, te, unatoč njihovom rastu, i nadalje zadovoljavajuće niska razina inflacije i javnog duga.

Realni gospodarski rast ubrzao je na 5,1% u drugom tromjesečju nakon loših rezultata u prvom, čemu je vjerojatno pridonijela oštra zima i slab gospodarski rast u okružju. Na ubrzavanje gospodarske aktivnosti najviše je utjecala potrošnja, koja je već tradicionalno osnovni generator rasta. Gotovo jednak bio je doprinos bruto investicija, unatoč smanjenju kapitalnih investicija države, što govori o oporavku privatnih investicija. Premda je rast izvoza robe i usluga bio snažan, doprinos neto inozemne potražnje gospodarskom rastu bio je negativan jer je rast uvoza robe i usluga bio još snažniji od rasta izvoza. Na koncu, očekuje se da će podbačaj u prvom tromjesečju i snažan oporavak u drugom kumulativno imati neutralan ili blago negativan utjecaj na ostvarenje predviđenoga ukupnoga gospodarskog rasta do kraja godine.

Unatoč bržem relativnom rastu izvoza od rasta uvoza, vanjska je neravnoteža povećana, te je godišnji manjak na tekućem računu platne bilance dosegnuo 6,9% BDP-a. Iako je utjecaj robne razmjene na to pogoršanje bio neutralan, ostvareni su neuobičajeni podbačaji na računima dohotka i usluga, prvi zbog toga što su zadržane dobiti nerezidenata ove godine proknjižene ranije nego prošle godine, a drugi zbog smanjenja prihoda od turizma. U oba slučaja veliki utjecaj na ostvarenje tekućeg računa platne bilance imala su specifična obilježja primijenjene statističke metodologije. Od nemetodoloških utjecaja, i kod robnog uvoza i kod izvoza, ističe se kretanje cijena energenata, koje je u cijelom razdoblju bilo pod snažnim utjecajem velikog porasta cijene sirove nafte.

Godišnji manjak na računu konsolidirane središnje države (prema stalnom obuhvatu

Slika 1. Gospodarski rast



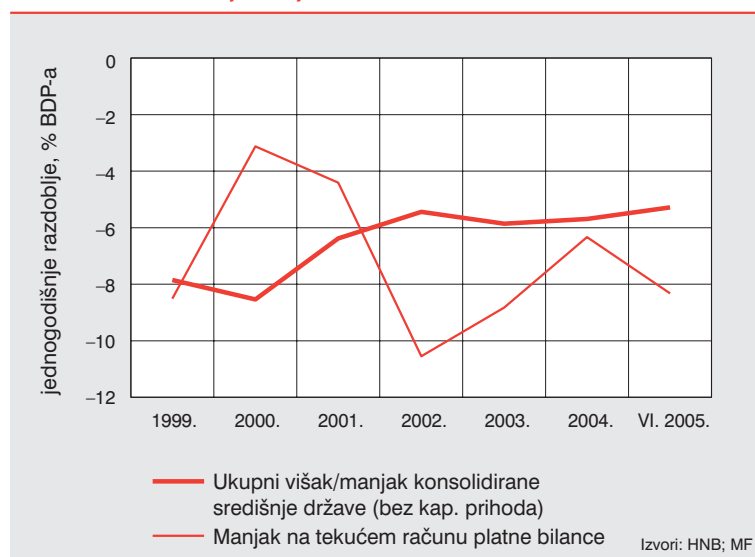
iz 1999.) činio je na kraju prvog polugodišta 2005. godine 4,4% BDP-a. Istodobno, taj je pokazatelj za proračunski manjak opće države na gotovinskom načelu iznosio 4,8% (u usporedbi sa zacrtanim ciljem za kraj ove godine od 3,7%). Zbog toga, i zbog očekivanog nastavka slabijeg ostvarenja prihoda uz nefleksibilne pritiske s rashodne strane, država je prilagodila ciljani manjak za kraj 2005., tako da on sada iznosi 4,2% BDP-a. Ova prilagodba tako pokazuje trajne izazove s kojima se država suočava u pokušaju bržeg smanjenja manjka državnih financija.

Iako se inflacija nastavila povećavati, ona je još bila u zoni cjenovne stabilnosti. Godišnja stopa promjene indeksa potrošačkih cijena ostvarena u lipnju dosegla je svoju najveću vrijednost u pet godina te je iznosila 2,9%. Ovakvom kretanju cijena najviše je pridonio nastavak povećanja cijena energenata zbog silovitog porasta cijene sirove nafte, ali u podjednakoj mjeri i povećanje cijena prehrambenih proizvoda zbog produljenog razdoblja nepovoljnih vremenskih prilika.

Cjenovna stabilnost i nadalje se zasniva na održavanju relativne stabilnosti tečaja kune prema euru, koji je glavno nominalno sidro inflacijskih očekivanja u zemlji te utječe na stabilnost uvoznih cijena iz eurozone. Zbog nastavka aprecijacijskih pritisaka i opredijeljenosti središnje banke za rjeđe i odlučnije devizne intervencije prosječni godišnji tečaj kune prema euru blago je aprecirao s oko 7,6 HRK/EUR na kraju 2004. godine na oko 7,4 HRK/EUR na kraju prvog polugodišta 2005. Međutim, izrazita stabilnost deviznog tečaja i dalje se očituje u tome da se prosječni godišnji tečaj u posljednjih sedam godina zadržavao upravo u rasponu od 7,4 do 7,6 kuna za euro.

Unatoč pozitivnim kretanjima i broja zaposlenih i registrirane nezaposlenosti u drugom tromjesečju 2005. godišnji pokazatelji još ne upućuju na ukupno pozitivna kretanja na tržištu rada. Godišnji prosjek stope registrirane nezaposlenosti prestao se smanjivati, te je na kraju prvog polugodišta ove godine iznosio 18,2%, dok je prosječan broj zaposlenih malo smanjen, na 1,406 milijuna osoba. Pokazatelji o kretanjima na

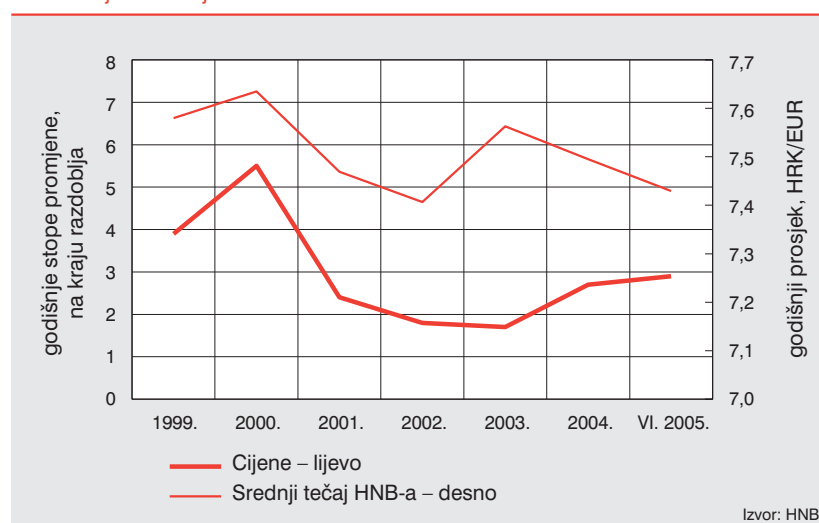
Slika 2. Državne financije i vanjska ravnoteža



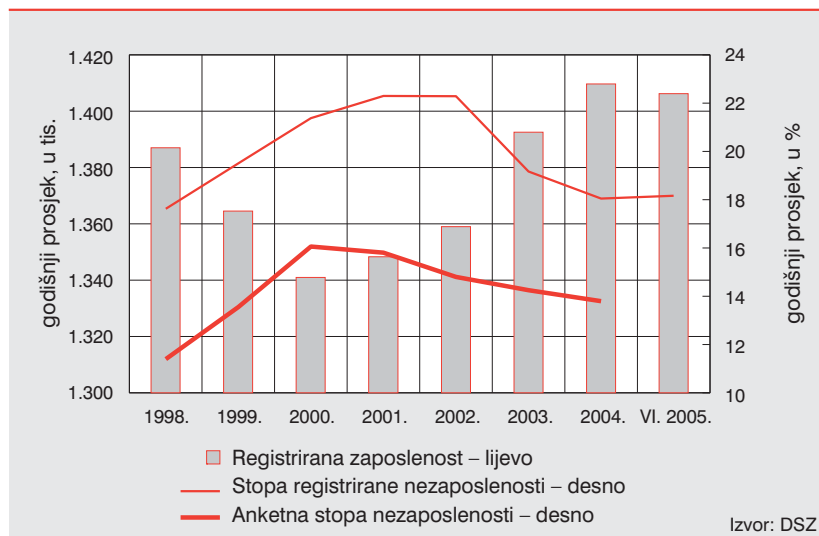
tržištu rada za isto razdoblje prema anketnim izvorima još nisu dostupni. Prosječna anketna stopa nezaposlenosti u 2004. godini bila je 13,8%, a trend njezina smanjenja do kraja 2004. godine također je pokazivao znake blagog usporavanja.

Koordiniranim djelovanjem monetarne i fiskalne politike snažan rast inozemnog duga iz 2003. i 2004. godine napokon je zaustavljen. Nakon promjene metodologije izračuna inozemnog duga, koji sada uključuje i obračunate nedospjele kamate, on je na kraju prvog polugodišta 2005. iznosio još visokih 82,4% BDP-a, što je ipak za gotovo dva postotna boda manje nego na kraju 2004. godine. S druge strane, javni se dug (dug opće države, uključujući i dug HBOR-a, ali bez neaktiviranih jamstava) nastavio povećavati i u 2005. godini, te je do kraja prvog polugodišta narastao na 49%

Slika 3. Cijene i tečaj

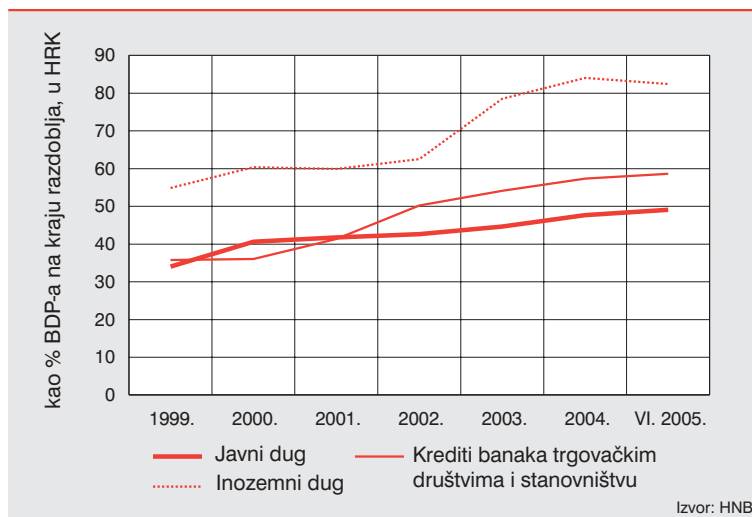


Slika 4. Zaposleni i nezaposlenost



BDP-a. Unatoč stalnom povećanju javnog duga od 2000. godine njegova razina i relativno tromi rast još ne zabrinjavaju, a konsolidacija državnih financija koja je u tijeku, trebala bi se pozitivno odraziti na ovaj pokazatelj u bliskoj budućnosti.

Slika 5. Glavni financijski pokazatelji



3. Međunarodno okružje

U prvom polugodištu počela su se ostvarivati optimistična predviđanja za svjetsko gospodarstvo u 2005. godini. Najjače svjetsko gospodarstvo, ono SAD-a, nastavilo je rasti po realnim stopama višim od 3% na godinu, oporavilo se i japansko gospodarstvo nakon zastoja krajem prošle godine, a rast industrijske proizvodnje od 16% u Kini najavio je nastavak snažne ekspanzije toga gospodarstva s najbržim rastom u svijetu. Istodobno, u za hrvatski izvoz i uvoz najvažnijoj regiji – EU – gospodarski rast znatno se razlikovao od zemlje do zemlje. Tako je gospodarski oporavak u državama članicama EMU i dalje trom, te se prema revidiranim očekivanjima realni rast BDP-a u prvom polugodištu 2005. kretao u rasponu od 0,9% do 1,6%, na godišnjoj razini. S druge strane, gospodarski rast u mnogim novim članicama EU iznosio je realno i više od 5% na godinu.

Snažan rast svjetskoga gospodarstva u prvoj polovici ove godine ostvaren je zahvaljujući i dalje povoljnim uvjetima njegova financiranja te unatoč pojačanoj neizvjesnosti oko utjecaja rasta i kolebanja cijena sirove nafte na razinu svjetskih cijena. Zbog porasta cijena nafte većeg od očekivanoga, sva predviđanja iznesena do kraja prvog polugodišta o kretanju inflacije do konca ove godine revidirana su naviše (u EMU na oko 2,2% godišnje), a daljnji porast cijena nafte mogao bi se negativno odraziti i na rast cijena u ostatku godine. Međutim, kako značajan porast kratkoročnih kamatnih stopa u prvom polugodištu u SAD-u nije doveo do snažnijeg rasta dugoročnih kamatnih stopa, a i ključne se kratkoročne kamatne stope u drugim razvijenim gospodarstvima nisu znatnije promijenile, uvjeti financiranja gospodarskog rasta još izgledaju povoljno.

Financijsku sferu obilježilo je jačanje vrijednosti američkog dolara u odnosu na europsku valutu (s razine od oko 1,3 na oko 1,2 dolara za euro), unatoč daljnjem povećanju vanjske neravnoteže američkoga gospodarstva, koja je ponajviše posljedica političkih previranja u Europskoj uniji i smanjenja razlike između kamatnih stopa na zajmove u ovim dvjema valutama. Razlike između kamatnih stopa smanjile su se zbog vala od nekoliko značajnih povećanja ključnih kratkoročnih kamatnih stopa američke

Tablica 1. Realni gospodarski rast u odabranim zemljama

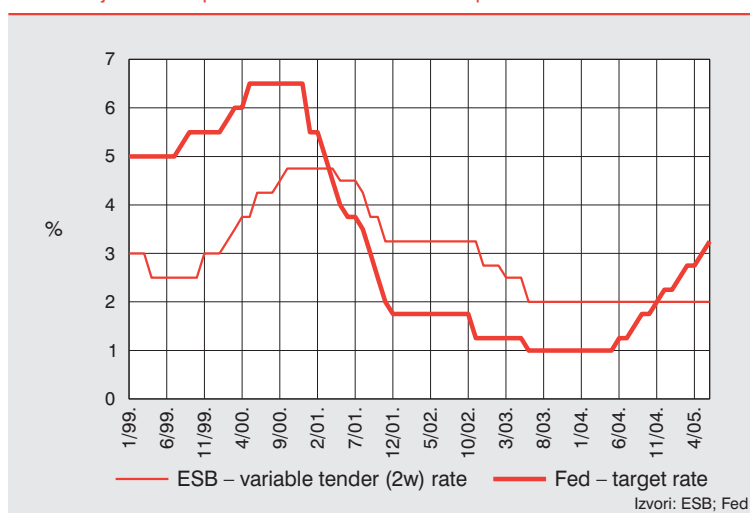
	2001.	2002.	2003.	2004.	2005. ^a
Kina	7,5	8,3	9,5	9,5	9,0
Ruska Federacija	5,1	4,7	7,3	7,2	5,5
Srednja i Istočna Europa	19,4	14,7	9,2	6,5	4,8
SAD	0,8	1,6	2,7	4,2	3,5
Japan	0,2	-0,3	1,4	2,7	2,0
EU	2,0	1,3	1,3	2,5	1,6
EMU	1,7	0,9	0,7	2,0	1,2

^a Prognoza; Izvor: MMF, *World Economic Outlook Database*, rujan 2005.

središnje banke (Fed). Američka je središnja banka kamatne stope podizala unatoč određenim udarcima koje su gospodarstvu nanijele elementarne nepogode na američkom jugoistoku. To je stoga što Fed tek u bliskoj budućnosti očekuje prelijevanje povećanja cijena nafte, preko cijena energenata, na potrošačke cijene.

Za razliku od američke središnje banke, sporiji oporavak gospodarstava država članica EMU te i nadalje snažna europska valuta, unatoč jačanju dolara nakon 2004. godine, Europsku su središnju banku (ESB) potaknuli da svoje ključne kamatne stope zadrži na istoj razini na kojoj se nalaze još od sredine 2003. godine. To je ESB odlučio unatoč očekivano većoj inflaciji zato što ne postoje naznake da je ona uzrokovana cikličkim inflacijskim pritiscima, već se čini da je jedini uzrok veće inflacije veći porast cijena nafte od očekivanoga. Tako je ključna stopa ESB-a i dalje na razini od 2%, dok su se dugoročne kamatne stope nastavile smanjivati i u 2005. godini: prosječni prinos na državne obveznice s rokom dospeljeća od 10 godina članica EMU do lipnja 2005. godine pao je na dosad nezabilježeno nisku godišnju razinu od 3,25%.

Slika 6: Ključne europske i američke kamatne stope



Uz vrlo povoljne izgleda za nastavak solidnog rasta uz nešto veću, premda još nisku razinu inflacije, svjetskom gospodarstvu u idućem kratkoročnom razdoblju ipak prijete i određeni rizici. Prvi i osnovni rizik je rast i kolebanje cijena sirove nafte. Ako se preko cijena energenata one postupno jače odraze na cijene potrošačkih proizvoda, to bi u prvom trenu moglo imati dvostruko negativne posljedice – manju domaću potražnju i veću razinu cijena. Drugi rizik za rast mogao bi biti povratak dugoročnih kamatnih stopa na povijesno uobičajenije razine. Ako do takve prilagodbe dođe naglo, njezin bi utjecaj mogao biti asimetričan, tj. negativan bi utjecaj bio jači na rast zaduženijih gospodarstava.

Uz teško predvidive rizike kao što su cijene nafte i dugoročne kamatne stope, svjetsko će se gospodarstvo ubrzo morati suočiti i s nekim izazovima rasta koji se

mogu rješavati samo prilagodbom ekonomske politike. Sve veći manjkovi državnih financija i deficiti platnih bilanca kod mnogih zemalja već su sada dugoročno neodrživi, a to se posebno odnosi na zemlje iz srednje i istočne Europe. Moguće promjene dugoročnih kamatnih stopa na svjetskim financijskim tržištima tako bi mogle biti i uzrok i posljedica nastavka pogoršanja pokazatelja državnih financija i vanjske ravnoteže. Također, uobičajene razine inflacije na tržištima u nastajanju još su znatno više od razina inflacije u razvijenim gospodarstvima, što će kod zemalja iz istočne i srednje Europe zahtijevati dodatne prilagodbe ekonomskih politika u procesu daljnje integracije europskog tržišta.

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	4,3	3,9		
Najveće razvijene zemlje	2,5	2,1	-4	-2,1
EU	1,6	2,1	-3,1	-0,1
EMU	1,2	2,1	-3	0,2
Tržišta u nastajanju	6,4	5,9		4,1
Srednja i Istočna Europa	4,3	4,8		-4,8

Izvor: MMF, *World Economic Outlook Database*, rujan 2005.

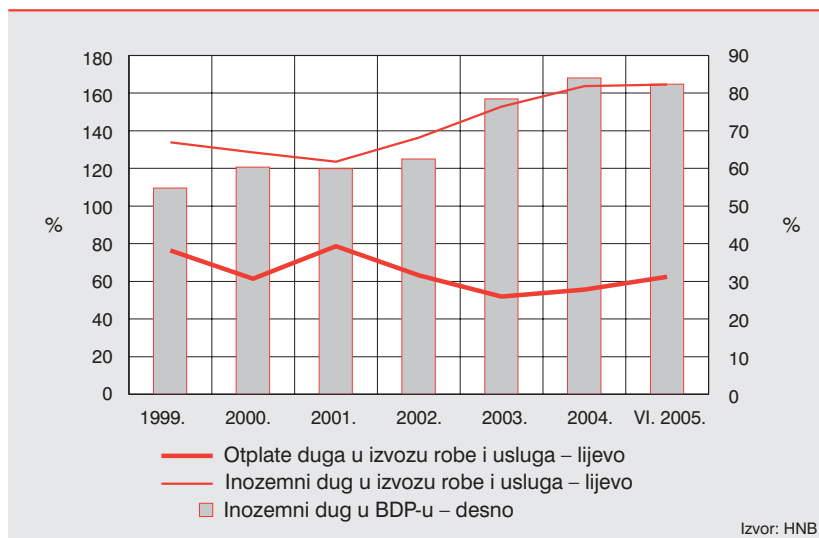
4. Inozemni dug

Prema novoj metodologiji² inozemni dug Republike Hrvatske na kraju prvog polugodišta 2005. godine iznosio je 24,21 mlrd. EUR, što je za 1,54 mlrd. EUR ili 6,8% više nego na kraju 2004. godine. Međutim, udio inozemnog duga u bruto nacionalnom dohotku iznosio je 85,2%, što je smanjenje od 0,8 postotnih bodova u odnosu na kraj 2004. To pokazuje da bi snažan rast inozemnog duga iz 2003. i 2004. napokon mogao biti zaustavljen. Ipak, udio inozemnog duga u bruto nacionalnom dohotku je, u odnosu na stanje na kraju prvog polugodišta prošle godine, porastao za 2,5 postotna boda, pa treba pričekati kraj godine za konačnu ocjenu trenda. Udio inozemnog duga u bruto nacionalnom dohotku od 85,2% na kraju prvog polugodišta ove godine ipak Hrvatsku, prema kriterijima Svjetske banke, svrstava među zaduženije zemlje³. Međutim, udio inozemnog duga u prihodima od izvoza i

2 Početkom 2005. godine Hrvatska narodna banka donijela je u skladu sa smjernicama iz Priručnika za sastavljanje statističkih pokazatelja o inozemnoj zaduženosti (*External Debt Statistics – Guide for Compilers and Users*, MMF, 2003.) odluku o prijelazu na nov način obračuna inozemnog duga na tzv. bruto načelu i, prema tome, revidirala povijesnu seriju inozemnog duga.

3 Prema klasifikaciji Svjetske banke visokozadužene zemlje karakterizira visina inozemnog duga veća od 80% bruto nacionalnog dohotka i/ili veća od 220% prihoda od izvoza, inozemnog dohotka i radničkih doznaka iz inozemstva. Na Slici 7. prikazano je kretanje udjela inozemnog duga u bruto domaćem proizvodu koji je za RH obično nešto manji od udjela u bruto nacionalnom dohotku.

Slika 7. Inozemni dug RH, na kraju razdoblja



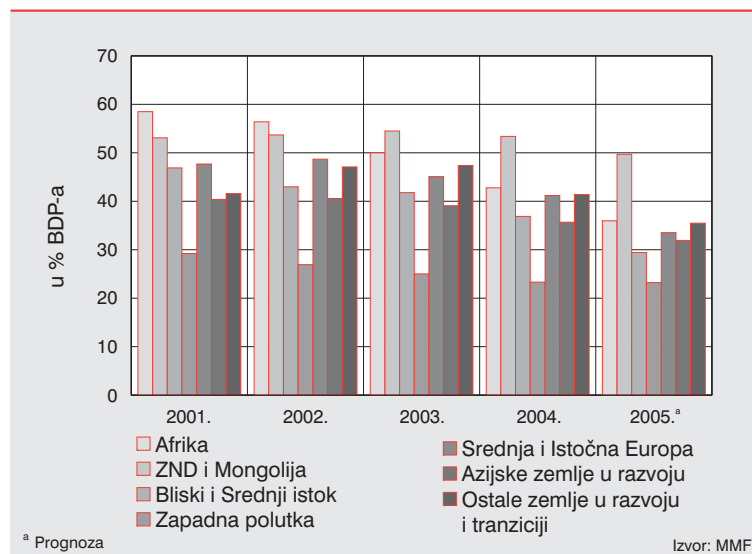
inozemnog dohotka, koji je iznosio 157,2%, znatno je ispod razine od 220% koja bi upućivala na moguću pojavu nelikvidnosti u inozemnim plaćanjima.

Najveći porast inozemnog duga tijekom prvog polugodišta 2005. zabilježen je kod bankarskog sektora, čiji je udio u ukupnom inozemnom dugu povećan sa 33,7% na 35,1%. Udio duga države u ukupnom inozemnom dugu istodobno je smanjen sa 31,9% na 29,0%. U skladu s nastojanjima da se stanje inozemnog duga stabilizira na dosegnutoj razini, Ministarstvo financija Republike Hrvatske u prvom polugodištu 2005. nije izdalo ni jednu obveznicu na inozemnom tržištu, već se odlučilo na zaduživanje na domaćem tržištu kapitala.

U budućnosti će najveći rizik za urednu otplatu inozemnog duga, na njegovoj sada vrlo visokoj razini, proistjecati iz mogućnosti podizanja kamatnih stopa u EMU, jer su inozemne obveze banaka uglavnom ugovorene uz promjenljivu kamatnu stopu koja se zasniva na EURIBOR-u, a kamatne stope u EMU su na najnižoj razini od njezina osnutka. Također, podizanje tih kamatnih stopa poskupilo bi i refinanciranje inozemnog duga države, koje je glavni izvor sredstava za otplatu njezinih dospjelih obveza. Ako bi se istodobno smanjila sadašnja, povijesno najviša, sklonost riziku na međunarodnim financijskim tržištima, to bi dodatno otežalo financijsku poziciju države i banaka.

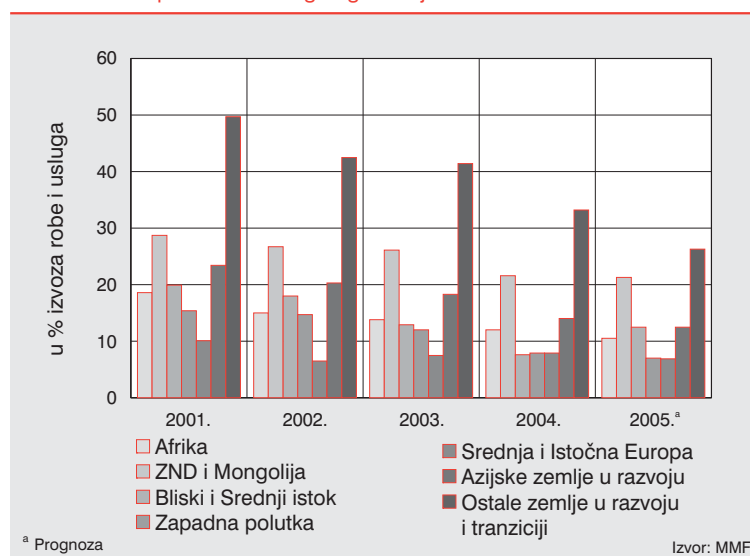
Prema udjelu inozemnog duga u BDP-u Hrvatska se nalazi dosta iznad prosjeka toga pokazatelja za zemlje Srednje i Istočne Europe, koje su prema tom pokazatelju najzaduženija regija u svijetu. Slijede afričke zemlje i zemlje zapadne polutke (osobito Latinska Amerika). Štoviše, kod svih tih regija u posljednjih 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

Slika 8. Inozemna zaduženost u svijetu



duga 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 sačinjavaju zemlje Latinske Amerike, koje već tradicionalno imaju najvećih poteškoća u urednoj otplati svoga inozemnog duga.

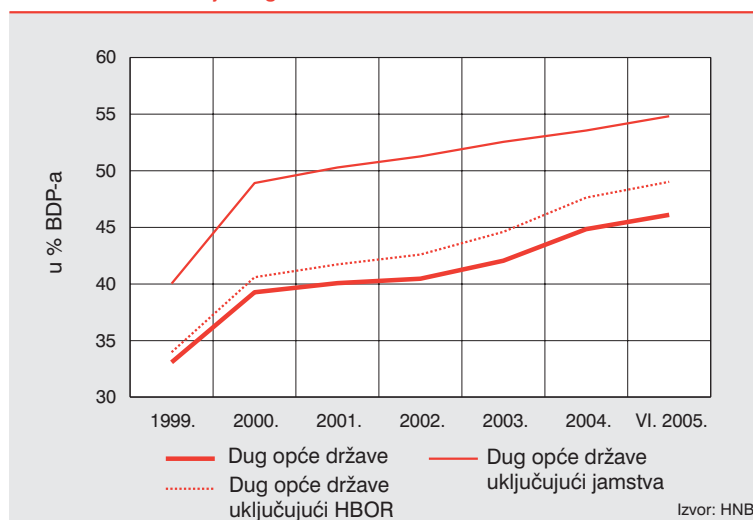
Slika 9. Teret otplate inozemnog duga u svijetu



5. Javni dug

Zaduženost javnog sektora (dug opće države i HBOR-a, bez neaktiviranih državnih jamstava) nastavila je rasti te je na kraju lipnja ove godine ona iznosila 105,3 mlrd. kuna, odnosno 49% BDP-a. Dug opće države bez duga HBOR-a i neaktiviranih jamstava također nije prestao rasti te je na kraju lipnja njegov udio u BDP-u iznosio 46,1%. Na kraju polugodišta ukupni dug opće države i HBOR-a, uključujući i izdana državna jamstva, iznosio je 117,7 mlrd. kuna, odnosno 54,8% BDP-a.

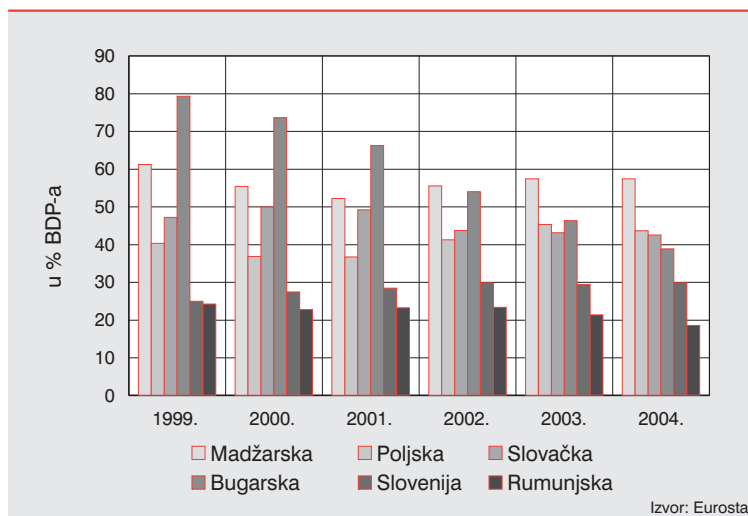
Slika 10. Zaduzenost javnog sektora



Iako je udio javnog duga u BDP-u na kraju lipnja ove godine bio veći nego na kraju prethodne godine, njegova razina još ne zabrinjava, čak ni ako se usporedi s maastrichtskim kriterijem od 60% udjela javnog duga u BDP-u. Što se tiče udjela duga opće države u BDP-u u usporedbi sa sličnim zemljama na kraju 2004., najveći je dug zabilježen u Mađarskoj (57,4%), Poljskoj (43,6%) i Slovačkoj (42,5%). Međutim, za razliku od Hrvatske, kod tih zemalja pokazatelj zaduženosti javnog sektora ili stagnira ili se smanjuje nakon što je u njima provedena konsolidacija državnih financija. Najavljeni dovršetak procesa konsolidacije državnih financija trebalo bi uskoro donijeti poboljšanje ovog pokazatelja i u Hrvatskoj.

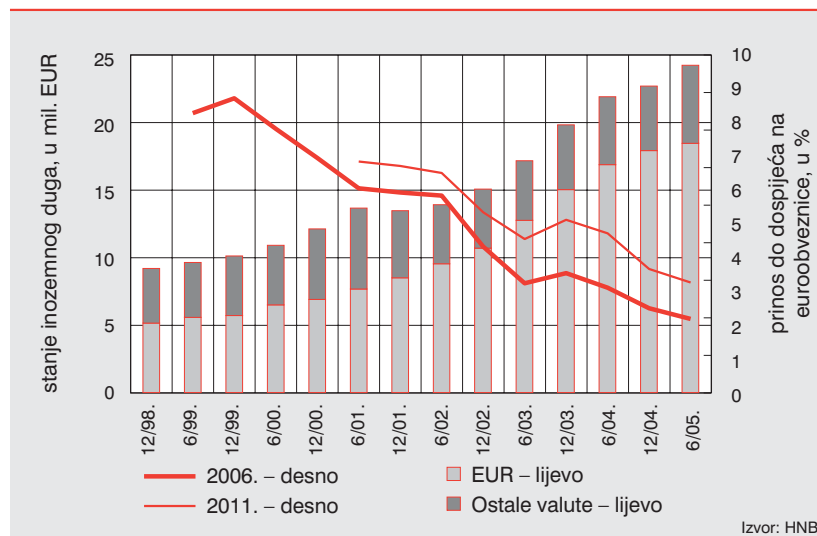
Za razliku od proteklih nekoliko godina, cjelokupno povećanje javnog duga u prvom polugodištu 2005. ostvareno je zaduživanjem na domaćem financijskom tržištu. Takva politika zaduživanja, koja odražava namjeru države da se u većoj mjeri oslanja na domaće izvore financiranja, utjecala je i na strukturu duga, pa se udio unutarnjeg duga u dugu opće države (s dugom HBOR-a) povećao za 7,5 postotnih bodova, na 51,2% BDP-a na kraju lipnja 2005., dok je udio inozemnog duga razmjerno smanjen.

Slika 11. Dug konsolidirane opće države u zemljama srednje i istočne Europe



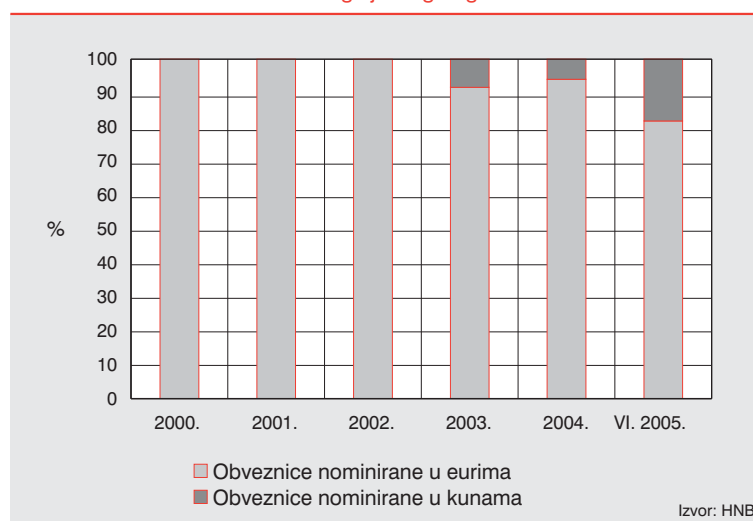
Unatoč značajnom smanjenju, i dalje veliki udio inozemnog u ukupnome javnom dugu državu čini osjetljivom na rizik inozemnog refinanciranja. Naime, država se u 2003. i 2004. godini na inozemnim tržištima zaduživala uz relativno povoljne kamatne stope (kuponska kamatna stopa na izdanja euroobveznica iznosila je 4,65% u 2003. i 5,11% u 2004. godini), čemu je pogodovala niska razina svjetskih kamatnih stopa i zanimanje ulagača za kreditiranje zemalja u razvoju, koje je dovelo do smanjenja prinosa na obveznice tih zemalja. Ti su prinosi u prvom polugodištu 2005. godine nastavili padati, no očekivano intenziviranje oporavka razvijenih svjetskih gospodarstava, ili pogoršanje ekonomskih pokazatelja zemalja u razvoju, moglo bi dovesti do njihova porasta.

Slika 12. Financiranje bruto inozemnog duga RH



Osim rizika refinanciranja, država je zbog velikog udjela inozemnog duga u svome ukupnome dugu i dalje izložena značajnom valutnom riziku što je još izraženije zbog indeksiranja većeg dijela njezina duga na domaćem tržištu uz tečaj eura. Udio nominalne vrijednosti državnih i municipalnih obveznica nominiranih u stranoj valuti u ukupnom iznosu ovih obveznica izdanih na domaćem tržištu iznosio je na kraju prvog polugodišta više od 80%, iako je primjetan trend njegova smanjivanja. Tako je uz inflacijska očekivanja, izloženost javnog sektora valutnom riziku dodatni poticaj monetarnoj vlasti za održavanje stabilnoga nominalnog tečaja domaće valute prema euru.

Slika 13. Valutna struktura domaćega javnog duga



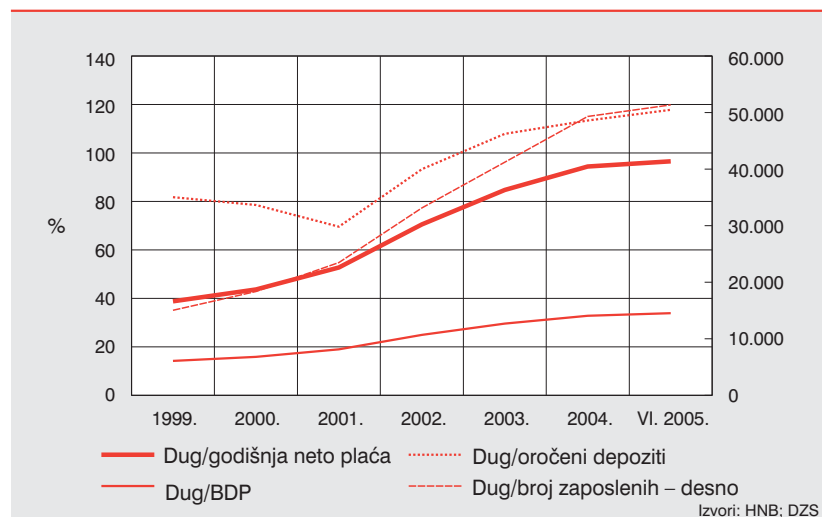
6. Stanovništvo⁴

Tijekom prvog polugodišta 2005. godine ukupna zaduženost sektora stanovništva, kao i ukupna zaduženost svih domaćih sektora nastavila je rasti, u apsolutnom i relativnom smislu. Procijenjena kreditna zaduženost stanovništva u odnosu na BDP narasla je na 33,9%, za razliku od 32,8% na kraju 2004. Oko 96% duga stanovništva i dalje se odnosilo na obveze prema bankama. Udio duga stanovništva u procijenjenoj godišnjoj masi neto plaća, koji se od kraja 2001. do kraja 2004. godine gotovo udvostručio, porastao je do kraja lipnja 2005. godine na oko 96,5%. I prosječna zaduženost po zaposlenom nastavila je kontinuirano rasti, s oko 23 tisuće

4 Državni zavod za statistiku ne izrađuje konsolidiranu bilancu za sektor stanovništva, 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 stanovništva nije poznata. Glavni izvor za procjenu primanja i izdataka sektora stanovništva je Anketa o potrošnji kućanstava, koju jednom na godinu provodi Državni zavod za statistiku.

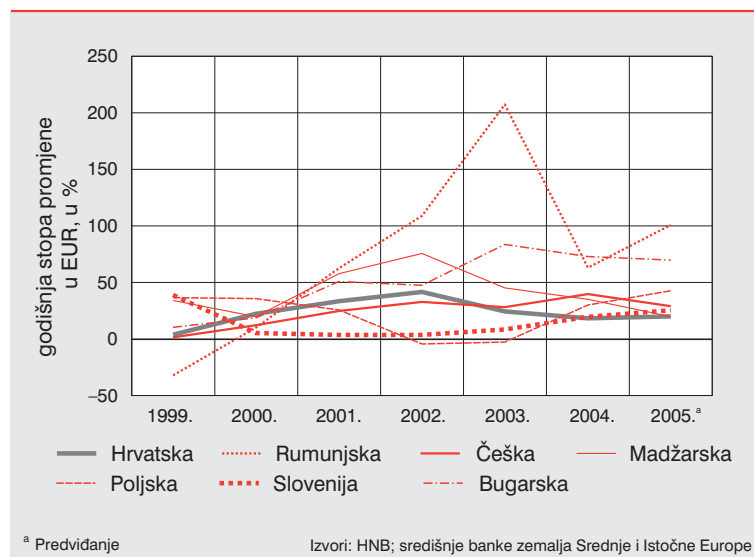
kuna na kraju 2001. godine na oko 51 tisuću kuna na koncu lipnja 2005. Omjer duga i oročenih depozita stanovništva kod poslovnih banaka, koji je prvi put prešao razinu od 100% u 2003. godini, narastao je do 117,8%.

Slika 14. Zaduženost stanovništva



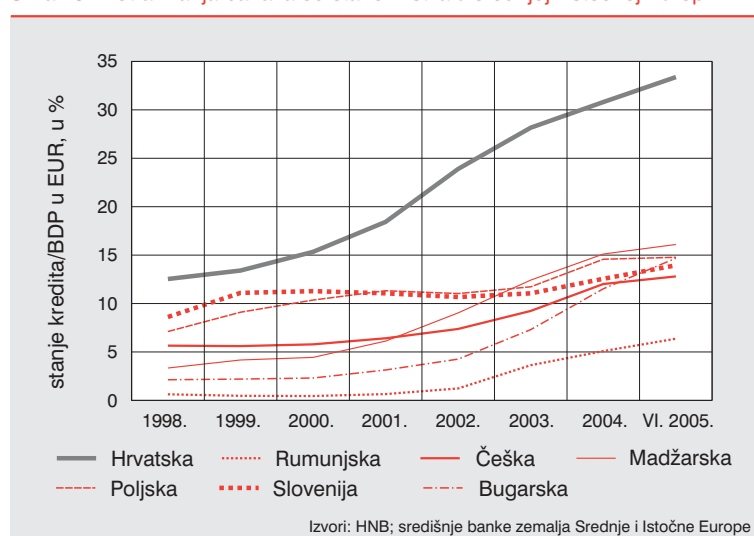
Ovakva kretanja relativnih pokazatelja zaduženosti stanovništva rezultat su snažnog rasta ponude sve jeftinijih kredita, ponajprije poslovnih banaka, koji je počeo tijekom 2002. godine. Međutim, nakon 2002. godišnja stopa rasta zaduženosti stanovništva počela se smanjivati, a na kraju lipnja 2005. godine pala je na 21%. Do kraja 2005. očekuje se daljnji pad godišnje stope rasta ukupne zaduženosti stanovništva kod banaka, i to na razinu ispod 20%, što je znatno manje od očekivane stope rasta kod većine novih članica EU.

Slika 15. Potraživanja banaka od stanovništva u srednjoj i istočnoj Europi



Iako rast vrijednosti pokazatelja zaduženosti stanovništva, s aspekta financijske stabilnosti i boniteta banaka, upozorava na oprez, na kraju prvog polugodišta 2005. on je, iskazan u eurima, iznosio 33,4% BDP-a, što je još znatno ispod zaduženosti stanovništva u EMU, koja je na kraju 2004. iznosila 55% BDP-a. Ipak, prema podacima za pojedinačne zemlje, relativna zaduženost stanovništva u Hrvatskoj iznosila je nešto više nego u Italiji gdje je dug stanovništva činio 27% BDP-a. Dok je zaduženost hrvatskog stanovništva znatno manja od zaduženosti stanovništva starih članica EU, usporedba s novim članicama daje drukčije rezultate. Na kraju lipnja 2005. godine udio potraživanja banaka od stanovništva u tim zemljama nije prelazio 16% BDP-a, što je otprilike upola manje nego u Hrvatskoj.

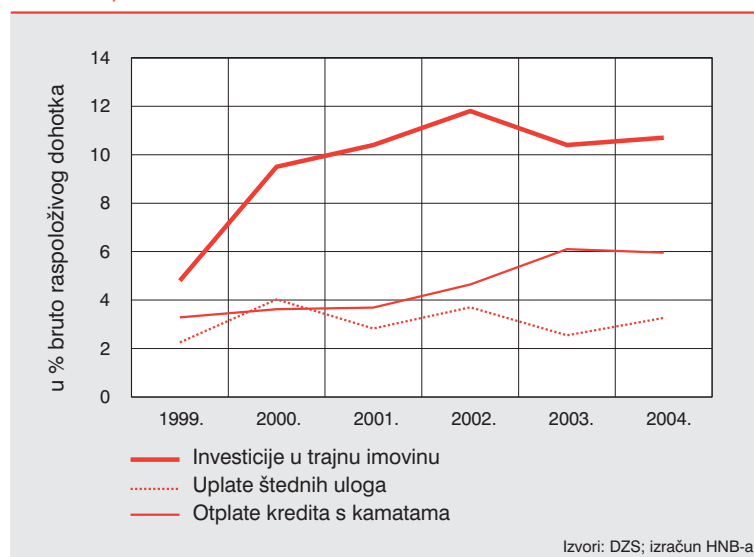
Slika 16. Potraživanja banaka od stanovništva u srednjoj i istočnoj Europi



Pokazatelji tereta otplate duga stanovništva također ne zabrinjavaju. Iako je procijenjeni teret otplate glavnice s kamatama u bruto raspoloživom dohotku porastao sa 3,6% u 2000. godini na 6,1% u 2003. godini, on je u 2004. godini prvi put smanjen te je tada iznosio 6,0%, što je otprilike upola manje nego u zemljama EMU, gdje još od 2000. godine prelazi 10%, a na kraju 2004. iznosio je nešto manje od 12%. Ovo se smanjenje dogodilo pod utjecajem smanjenja kamatnih stopa poslovnih banaka na dugoročne kredite stanovništvu s oko 12% zabilježenih na kraju 2000. godine na oko 7% na kraju lipnja 2005. Također, na olakšanje tereta otplate duga utjecala je sve veća ponuda kredita na sve dulje rokove. S druge strane, teret otplate duga stanovništva u EMU nije se znatnije promijenio u posljednjih deset godina.

U uvjetima stabilnoga nominalnog tečaja i bržeg rasta plaća od rasta potrošačkih cijena, koji su prisutni već nekoliko godina, nastavak kreditne ekspanzije poslovnih

Slika 17. Uporaba sredstava kućanstava



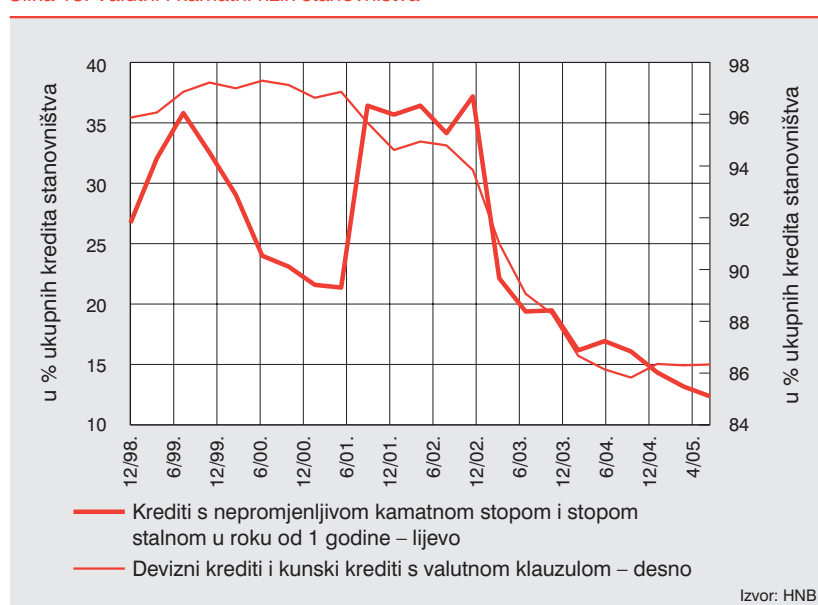
banaka i dalje omogućuje rast standarda kreditno sposobnog segmenta stanovništva. On se ponajviše očituje u nastavku porasta uvoza osobnih automobila i u porastu kupnje novih stambenih nekretnina. Statistički podaci upućuju na znatan rast cijena stanova na tržištu nekretnina. Prema podacima Državnog zavoda za statistiku, koji se odnose samo na novosagrađene prodane stanove, cijene stanova u posljednjih godinu dana porasle su za 9,1%. Najveći doprinos tome dali su troškovi gradnje koji su u istom razdoblju porasli za 16,7%, dok su cijene građevinskog zemljišta pale za 5,3%. Međutim, isti ti podaci pokazuju da je od 2002. godine, kada je započela ekspanzija kreditne aktivnosti hrvatskih banaka, do lipnja 2005. godine cijena novosagrađenih stanova kumulativno porasla za samo 10,3%, što je znatno manji porast od onog koji su zabilježili neslužbeni izvori, a koji se odnose na prosječne cijene svih prodanih stanova. No, što se tiče rizika kojima je izloženo stanovništvo na sadašnjoj razini zaduženosti, sposobnost refinanciranja dugoročnih obveza, mjerena omjerom vrijednosti založene nekretnine i kredita podignutog za njezinu kupnju, nije najvažniji rizik.

U posljednjih godinu dana udio kredita vezanih za tečaj strane valute u ukupnoj bruto vrijednosti dugoročnih kredita poslovnih banaka nije se mijenjao te se zadržao na razini od otprilike 86%. Unatoč činjenici da se taj omjer znatno smanjio u odnosu na 2001. godinu, kada je iznosio preko 97%, on je zbog specifičnosti hrvatskoga gospodarstva i dalje visok, a ovakva struktura kreditnih obveza ostavlja stanovništvo izloženo visokoj razini valutnog rizika. Također, udio kredita s preostalim rokom dospijeca dužim od godinu dana, kod kojih se ugovorena kamatna stopa ne može promijeniti u roku kraćem od godine dana, u posljednjih godinu dana je smanjen sa 17% na samo 12%, što je još više izložilo stanovništvo riziku kamatnih stopa.

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 mlade i obrazovane populacije u nesamostalnom radnom odnosu. Naime, to je kreditno najsposobnija populacija, ali istodobno i populacija s najmanje imovine. Zato se za taj segment stanovništva može pretpostaviti da ima gotovo svu imovinu i prihode nominirane u kunama, dok su im gotovo sve (kreditne) obveze indeksirane uz tečaj. Kako se za ovaj dio populacije može pretpostaviti da je i najzaduženiji, kod njega je prisutna gotovo jedinična osjetljivost tereta otplate duga na promjenu tečaja domaće valute.

Slika 18. Valutni i kamatni rizik stanovništva



Inače, prema službenim statističkim podacima za 2004. godinu prosječni teret otplate kredita (glavnice s kamatama) hrvatskih kućanstava iznosi 6% njihova raspoloživog dohotka. U slučaju valutne krize (primjerice, udvostručenja tečaja kune prema euru), taj bi pokazatelj za sektor stanovništva, uz razumnu pretpostavku da su mu svi prihodi kunski, a svi dugovi indeksirani uz tečaj strane valute, iznosio 12,2%, što bi onda bilo zamjetno više nego prosječnih 10-11% u EU. No to još ne upućuje na stvarne probleme prosječnog dužnika s otplatom. Međutim, ti bi se problemi u slučaju valutne krize ipak javili kod većine dužnika s ispodprosječnim primanjima, zbog prakse nekih banaka da odobravaju kredite kod kojih je visina otplatne rate ograničena na osobno mjesečno primanje umanjeno za minimalni osobni dohodak (koji je službeno iznosio oko 1700 kuna neto u 2004. godini). Također, nepostojanje kreditnog registra zasad omogućava pojedinim dužnicima u svim prihodovnim razredima da se zadužuju na više strana i tako prekorače razumni prag zaduženosti. Konačno, asimetričnom utjecaju valutne krize, s puno težim

posljedicama za segment stanovništva s nižim prihodima, pogodovala bi i praksa takvog stanovništva da se koristi kreditima odobrenim izvan redovnih tokova kreditne ponude.

7. Nefinancijska poduzeća⁵

Relativna zaduženost sektora nefinancijskih poduzeća nastavila je ove godine rasti približno jednakom dinamikom kao i u protekle tri godine, pa se procijenjena vrijednost ukupnog duga nefinancijskih poduzeća do kraja prvog polugodišta 2005. popela na 49,7% BDP-a. To je rezultat nastavka stabilnog rasta toga duga po stopama između 10% i 15% na godinu. Na takav rast nisu utjecale ni mjere monetarne vlasti usmjerene k usporavanju kreditne aktivnosti banaka, koje su u izmijenjenom obliku i dalje na snazi. Ipak, zbog tih mjera, ukupni dug nefinancijskih poduzeća bankama rastao je nekoliko puta sporije nego dug stanovništva bankama, što je nadoknađeno većim zaduživanjem kod društava za lizing i u inozemstvu. Taj se trend nastavio i u prvom polugodištu 2005., na kraju kojeg je stopa rasta duga nefinancijskih poduzeća društvima za lizing iznosila oko 39%, a inozemstvu oko 18,3%, na godišnjoj razini.

Nastavak bržeg rasta zaduženosti nefinancijskih poduzeća kod nebankarskog sektora doveo je i do nastavka trenda promjene strukture njihova duga, pa je udio njihova duga prema bankama u ukupnom dugu pao na ispod 57%, u odnosu na 63,5% koliko je iznosio na kraju 2002. godine, koju je obilježio snažan kreditni rast sredstava banaka odobrenih svim sektorima. Povećanje udjela financiranja izvan banaka i poboljšanje uvjeta financiranja kod banaka utjecali su na strukturu otplate duga nefinancijskih poduzeća. Tako je teret otplate kamata rastao znatno sporije od samog tereta duga, i po vrlo kolebljivim jednoznamenkastim stopama, što je naposljetku rezultiralo značajnim smanjenjem udjela plaćenih kamata u ukupnom dugu prema bankama na 5,4%, u usporedbi sa 7,1% na kraju 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 od oko 5% godišnje, ovisno o ročnosti. I u slučaju nastavka opisanih trendova u Hrvatskoj i u EMU, zaduženost će nefinancijskih poduzeća u RH dostići razinu u EMU tek za pet godina, što ostavlja dovoljno vremena za poduzimanje eventualnih mjera ako se ocijeni da takav trend

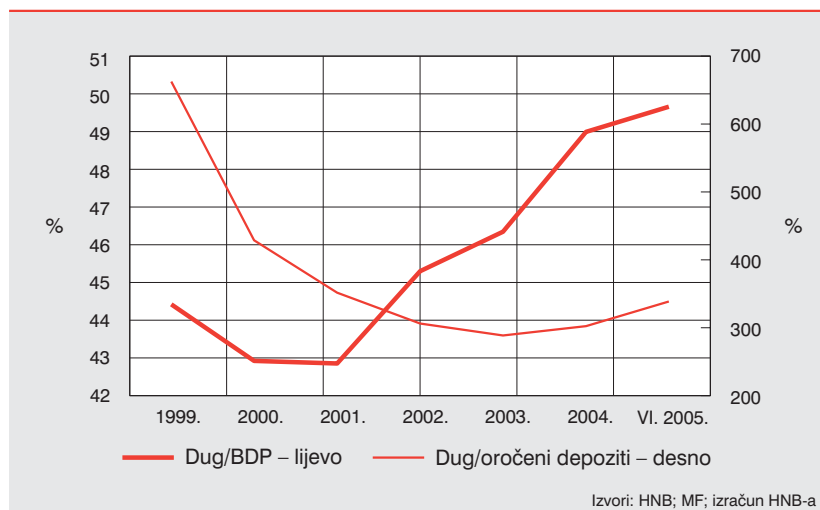
5 Državni zavod za statistiku ne izrađuje konsolidiranu bilancu za sektor nefinancijskih poduzeća, a središnja banka ne izrađuje financijski pregled, već samo monetarni pregled, pa je financijsku imovinu i obveze sektora nefinancijskih poduzeća moguće tek grubo procijeniti na osnovi monetarnog pregleda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

ima nepovoljan utjecaj na likvidnost nefinancijskih poduzeća. U međuvremenu, kretanje omjera duga nefinancijskih poduzeća i njihovih oročenih depozita položenih kod banaka ne nagovještava značajno smanjenje njihove likvidnosti. Naime, taj je omjer u 2004. godini samo blago porastao iznad razine od 300%, a na kraju prvog polugodišta 2005. iznosio je oko 339%, što je još bolje nego na kraju 2001., prije zadnjeg vala kreditne ekspanzije u Hrvatskoj.

I drugi pokazatelji relativne zaduženosti i tereta otplate duga nefinancijskih poduzeća⁶ upućuju na njihovu relativno lagodnu poziciju, koju nije ugrozila ni znatno viša razina njihove ukupne zaduženosti. Prema podacima iz nekonsolidiranih godišnjih financijskih izvješća poduzetnika udio ukupnog duga nefinancijskih poduzeća u njihovoj ukupnoj imovini tek je blago porastao tijekom 2003. i 2004. godine, na kraju koje je iznosio oko 25%. Također, teret otplate duga, mjeren omjerom kamatnih troškova i ukupnih prihoda kontinuirano se smanjivao, pa je tako, primjerice, u 1999. godini činio 4,6% ukupnih prihoda, a u 2004. godini 1,6%. Uz promjenu uzorka iz kojeg su nestala najrizičnija poduzeća, ovakvom je kretanju sasvim sigurno pridonijelo i istodobno smanjenje domaćih kamatnih stopa koje su se kod dugoročnih kredita poslovnih banaka poduzećima smanjile s više od 12% početkom 2000. godine na ispod 5,5% sredinom 2005. godine.

Tijekom posljednjih nekoliko godina kontinuirano su se poboljšavali i ostali pokazatelji financijskog stanja hrvatskih poduzeća. Tako je agregatna profitabilnost ovog sektora porasla s negativne razine, koja je kulminirala u 1999. godini prinosom na imovinu od -1,63% i prinosom na kapital od -3,36%, na razinu od 1,37%,

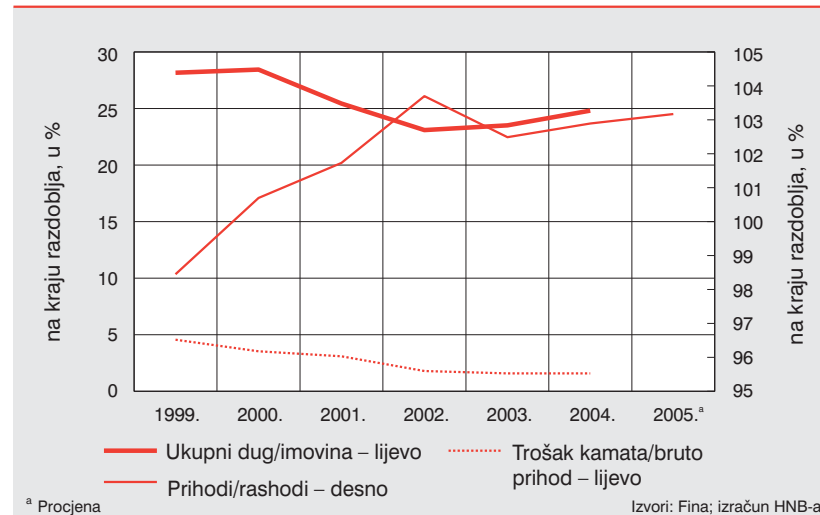
Slika 19. Zaduženost nefinancijskih poduzeća, na kraju razdoblja



6 Zbog nedostupnosti odvojenih podataka za nefinancijska poduzeća u ovom i idućem odjeljku analiziraju se pokazatelji izračunati na osnovi agregiranih podataka o poduzećima, koji obuhvaćaju i neke financijske institucije kao što su društva za lizing, štedno-kreditne zadruge i brokeri te neke druge poduzetnike iz djelatnosti pomoćnih financijskih usluga.

odnosno 2,87% u 2004. godini. Na osnovi polugodišnjih podataka, može se očekivati i daljnje poboljšanje agregatne profitabilnosti hrvatskih poduzeća do kraja godine, koje bi trebalo rezultirati porastom omjera prihoda i rashoda (prije oporezivanja) na dosad (osim 2002. godine) najvišu razinu od 103,17.

Slika 20. Teret duga i finansijski rezultat poduzeća, na kraju razdoblja

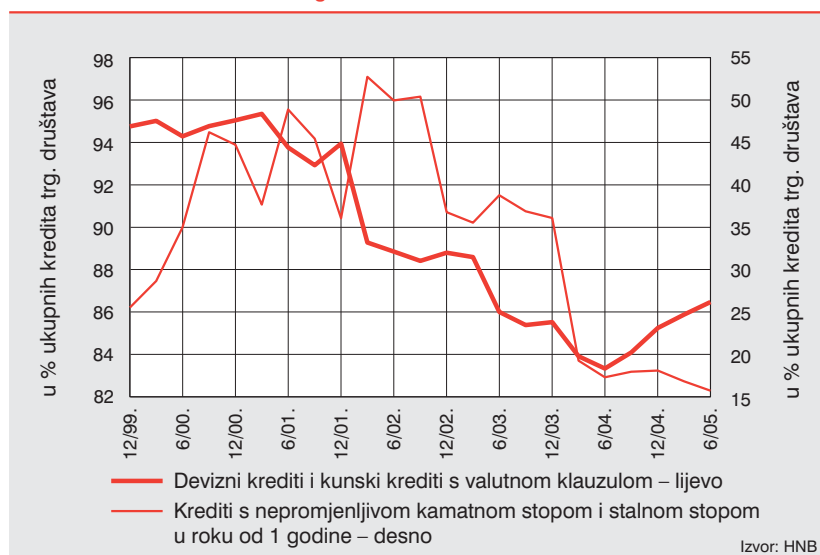


Rizici kojima su izložena nefinancijska poduzeća blago su se povećali tijekom prvog polugodišta 2005., a najvažniji rizici su nepredvidivost globalnih dugoročnih kamatnih stopa i manje vjerojatan, ali opasniji, scenarij slabljenja domaće valute. Naime, udio dugoročnih kredita banaka odobrenih trgovačkim društvima čija se kamatna stopa može promijeniti u roku kraćem od godine dana nastavio se povećavati, te je na kraju prvog polugodišta 2005. iznosio oko 84% ukupnih dugoročnih kredita banaka. I udio deviznih bankovnih kredita trgovačkim društvima, uključujući kunske kredite s valutnom klauzulom, povećao se sa 83,3% na 86,5% u posljednjih godinu dana.

Valutni rizik kojem su izložena hrvatska poduzeća, u uvjetima u kojima je više od 80% 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 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 potpuno nemoguće procijeniti.

Unatoč navedenim poteškoćama, moguće je grubo procijeniti kakav bi sada bio izravni učinak većeg poremećaja deviznog tečaja na agregatnu financijsku poziciju poduzeća. Na osnovi podataka iz godišnjih financijskih izvještaja poduzeća i monetarne statistike HNB-a, uz neke razumne pretpostavke, moguće je grubo podijeliti stavke bilanci i računa dobiti poduzeća u devizne i kunske. U slučaju valutne krize (udvostručenje kunske cijene strane valute) teret otplate duga poduzeća na agregatnoj razini povećao bi se, pokazala je analiza, sa sadašnjih oko 11% na oko 20% njihovih ukupnih prihoda. To bi u najboljem slučaju dovelo do znatnog smanjenja omjera prihoda i rashoda poduzeća sa sadašnje razine od oko 103% na nezabilježeno nisku razinu od oko 95%. Zbog toga se može zaključiti da bi hrvatska poduzeća kao cjelina pretrpjela prilične gubitke u slučaju većeg poremećaja na deviznom tržištu.

Slika 21. Valutni i kamatni rizik trgovačkih društava



8. Financijsko posredovanje

Nastavio se rast udjela imovine nebankarskih financijskih posrednika u ukupnoj imovini hrvatskoga financijskog sektora. Taj rast, kojem su najviše pridonijeli investicijski i mirovinski fondovi, doveo je krajem prvog polugodišta 2005. do smanjenja udjela imovine dominantnoga, bankarskog sektora u ukupnoj imovini domaćih financijskih posrednika na 79,3%, što je za oko 2 postotna boda manje nego na kraju 2004. godine. Društva za lizing bila su druga s udjelom većim od 6%, a društva za osiguranje treća s više od 5%. Nakon razdoblja visokih stopa rasta iz 2002. i 2003. godine u prvom polugodištu 2005. godine nastavio se znatno sporiji rast lizinga, približan onom iz 2004. godine. Imovina društava za lizing koja ulaze u monetarnu statistiku HNB-a, a koja prema nekim procjenama čine oko 99% ukupne

imovine društava za lizing koja posluju u Hrvatskoj, iznosila je 18,4 mlrd. kuna, što je za 11,8% više nego na kraju 2004. godine. U strukturi portfelja društava za lizing, prema predmetu lizinga još prevladavaju lizing osobnih automobila (kod poslovnog lizinga) i lizing nekretnina (kod financijskog lizinga). Gotovo sva imovina društava za lizing nominirana je u stranoj valuti. Financijski lizing je važniji od poslovnoga, te je vrijednost imovine u financijskom lizingu iznosila 57% od ukupne imovine u lizingu.

Tablica 3. Relativna važnost financijskih posrednika, udjeli u ukupnoj imovini financijskih posrednika na kraju razdoblja, u %

	XII. 1999.	XII. 2000.	XII. 2001.	XII. 2002.	XII. 2003.	XII. 2004.	VI. 2005.
1. Banke, konsolidirana imovina na bruto načelu	87,7	87,0	87,3	84,7	83,2	81,4	79,3
2. Otvoreni investicijski fondovi, neto imovina	0,02	0,2	0,9	1,4	1,4	1,8	3,0
3. Zatvoreni investicijski fondovi i PIF-ovi, neto imovina	2,6	3,0	2,3	1,6	0,4	0,4	0,5
4. Društva za osiguranje	7,2	6,8	5,9	5,7	5,4	5,2	5,4
5. Stambene štedionice, konsolidirana imovina na bruto načelu	0,1	0,4	0,8	1,1	1,5	1,8	1,7
6. Obvezni mirovinski fondovi, neto imovina	0,0	0,0	0,0	1,1	2,0	2,9	3,2
7. Dobrovoljni mirovinski fondovi, neto imovina	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
8. Štedno-kreditne zadruge ^a	1,1	0,9	0,6	0,7	0,7	0,5	0,5
9. Društva za lizing ^a	1,3	1,7	2,2	3,7	5,4	6,0	6,3
Ukupno	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

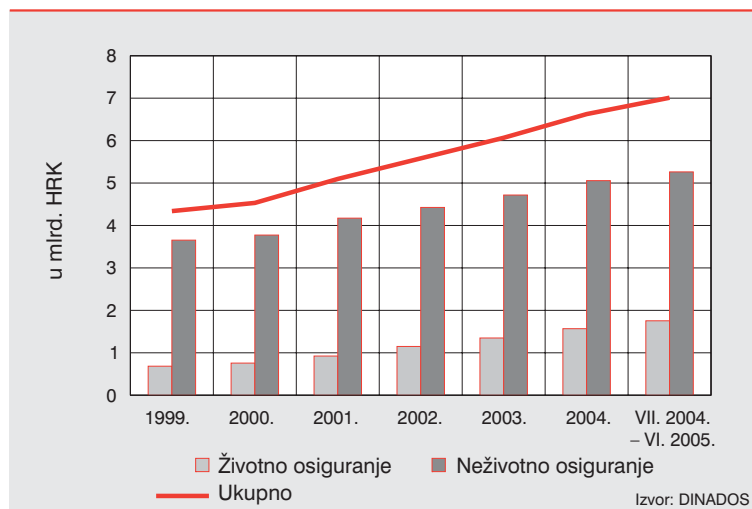
Za pozicije 1 i 5: Statističko izvješće banaka i stambenih štedionica; za pozicije 2 i 6: Tromjesečno statističko izvješće investicijskih i mirovinskih fondova; za poziciju 3: Podaci Komisije za VP; za poziciju 4: Direkcija za nadzor društava za osiguranje; za poziciju 7: Ministarstvo financija RH

^a Procjena prema statistici HNB-a i podacima Fine; Izvori: HNB; Hagen; DINADOS; CROSEC; Fina; MF

Udio imovine društava za osiguranje u ukupnoj imovini financijskih posrednika i dalje se polako smanjuje, te je na kraju prvog polugodišta 2005. godine iznosio 5,4%. Imovina društava za osiguranje porasla je u odnosu na imovinu s kraja 2004. godine za 9%. Prikupljene bruto premije osiguranja u razdoblju od srpnja 2004. do lipnja 2005. bile su za 6% više nego one prikupljene tijekom 2004. godine. Segment životnog osiguranja i dalje raste po znatno višim stopama od neživotnoga, no te su stope ipak niže od onih u 2001. i 2002. godini. Tako su od srpnja 2004. prikupljene bruto premije od životnih osiguranja porasle za 16% u odnosu na bruto premije prikupljene u 2004. godini. Kod neživotnog osiguranja taj je rast iznosio 7%, no i dalje je neživotno osiguranje dominantno, te se 75% svih prikupljenih premija osiguranja odnosi na ovaj segment.

Rast imovine obveznih mirovinskih fondova također se nastavio te je relativna važnost tih financijskih posrednika u ukupnoj imovini domaćih financijskih

Slika 22. Zaračunate bruto premije osiguranja



institucija sa 2,9%, koliko je iznosila u 2004. godini, porasla na 3,2% na kraju prvog polugodišta 2005. Njihova ukupna imovina, prema podacima Hagene, iznosila je 9,6 mlrd. kuna, a najveći dio imovine (79%) bio je uložen u dužničke vrijednosne papire, od čega 66% (6,3 mlrd. kuna) u obveznice Republike Hrvatske. Udjeli vlasničkih vrijednosnih papira i stranih dužničkih vrijednosnih papira u bilanci mirovinskih fondova povećani su u odnosu na kraj 2004. godine, te su iznosili 11,7%, odnosno 2,6%⁷. Prosječan nominalni prinos obveznih mirovinskih fondova iznosio je 9,75% na godinu.

Dobrovoljni mirovinski fondovi, unatoč visokim stopama rasta, i nadalje su prema svojoj ukupnoj imovini, koja je na kraju prvog polugodišta 2005. godine iznosila 132,4 mil. kuna, najmanji financijski posrednici na hrvatskom tržištu. Strategija ulaganja dobrovoljnih mirovinskih fondova uglavnom se zasniva na državnim obveznicama (60% ukupne imovine), no znatno su se povećala i ulaganja u vlasničke vrijednosne papire (sa 10% imovine na kraju 2004. godine na 26%). Šest dobrovoljnih mirovinskih fondova tijekom jednogodišnjeg razdoblja ostvarili su prinose u rasponu od 7,06% do 11,08%.

7 Struktura ulaganja obveznih mirovinskih fondova ograničena je zakonskim odredbama koje propisuju količine i vrste domaćih i inozemnih vrijednosnih papira u koje obvezni mirovinski fondovi smiju ulagati. Tako najmanje 50% imovine obveznih mirovinskih fondova mora biti uloženo u dugoročne obveznice i druge dugoročne dužničke vrijednosne papire koje je izdala Republika Hrvatska i Hrvatska narodna banka, dok u dionice dioničkih društava i domaćih zatvorenih investicijskih fondova smiju ulagati samo ako su te dionice uvrštene u službenu kotaciju burze (što zasad zadovoljavaju samo dionice četiriju trgovačkih društava: Plive, Podravke, Croatia osiguranja i Varteksa), i to najviše do 30% imovine fonda. U inozemne vrijednosne papire obvezni mirovinski fondovi smiju uložiti najviše 15% svoje imovine.

Tablica 4. Godišnji prinosi fondova na dan 30. lipnja 2005.

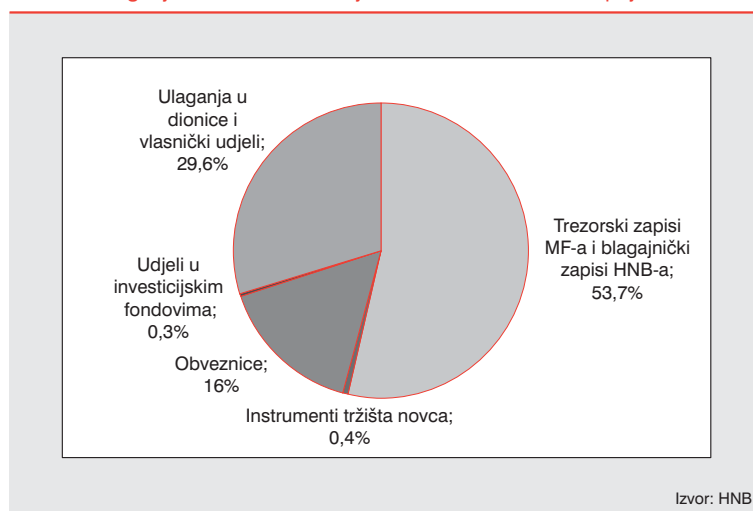
Mirovinski fondovi		Otvoreni investicijski fondovi ^c	
Obvezni		Novčani	
AZ OMF	7,26	Erste Money	4,66
Erste Plavi OMF	10,91	Raiffeisen Cash	5,02
PBZ/CO OMF	9,07	ZB plus	4,72
Raiffeisen OMF	11,75		
Mirex ^a	9,32		
Dobrovoljni otvoreni		Uravnoteženi	
AZ benefit ODMF	10,37	Raiffeisen Balanced	34,2
AZ profit ODMF	11,08	ZB global	17,6
Croatia osiguranje ODMF	7,06	ZB trend	11,6
Raiffeisen ODMF	10,08		
Dobrovoljni zatvoreni ^b		Obveznički	
AZ VIP ZDMF	8,38	ICF Fixed Income	7,58
AZ Dalekovod ZDMF	5,99	Raiffeisen Bonds	11
AZ Hrvatska kontrola zračne plovidbe ZDMF	2,77	ZB bond	8,26
Ericsson Nikola Tesla ZDMF	6,66		
Hrvatski liječnički sindikat ZDMF	7,92	Dionički	
Sindikata pomoraca Hrvatske ZDMF	0,37	Select Europe	9,8
		Victoria fond	30,1
		ZB euroaktiv	15

^a Mirex je vrijednost obračunske jedinice prosječnog OMF-a i računa se kao ponderirana aritmetička sredina. Ponder pokazuje udio neto imovine pojedinog fonda u ukupnoj neto imovini svih fondova. ^b Prinos od početka poslovanja. ^c Prikazani su prinosi po tri najveća otvorena investicijska fonda za svaku skupinu. Izvor: Hagera; To one

Neto imovina otvorenih investicijskih fondova tijekom prvog polugodišta 2005. godine porasla je za čak 64%, te je iznosila 7,4 mlrd. kuna, od čega se najveći dio (5,0 mlrd. kuna ili 68% ukupne imovine) odnosio na novčane fondove. Na kraju prvog polugodišta ove godine poslovaio je 41 otvoreni investicijski fond, što je za 4 više nego na kraju 2004. i 9 više nego na kraju 2003. godine. Prema vlastitom statutu 12 ih je bilo novčanih, 11 ih je registrirano kao obveznički fond, 9 kao dionički i 9 kao mješoviti investicijski fond. Dionički fondovi su i nadalje najmanja skupina među otvorenim investicijskim fondovima, te raspolažu sa samo 5% njihove ukupne imovine, iako se imovina dioničkih fondova tijekom prvog polugodišta 2005. povećala za 74% (na 364 mlrd. kuna). Najveći dio imovine investicijskih fondova još dolazi od pravnih osoba, koje zahvaljujući boljem upravljanju likvidnošću sve više ulažu u novčane fondove koji im omogućavaju veće prinose na novčane viškove od klasičnih bankovnih depozita. No, ako se nastave pozitivni trendovi na domaćem tržištu kapitala, ubuduće će, razumno je očekivati, i stanovništvo sve više ulagati u fondove, osobito u mješovite i dioničke.

Na kraju prvog polugodišta 2005. godine poslovalo je i 5 zatvorenih investicijskih fondova, čija je ukupna neto imovina iznosila 1,4 mlrd. kuna, odnosno 25% više nego na kraju 2004. godine.

Slika 23. Ulaganja otvorenih investicijskih fondova na dan 30. lipnja 2005.



Relativna važnost stambenih štedionica lagano se smanjila tijekom prvog polugodišta 2005. godine. No, budući da se štediše uglavnom odlučuju na uplate štednih uloga u drugoj polovici godine ili neposredno prije isteka roka za ostvarivanje prava na državna poticajna sredstva, valja očekivati da će do kraja godine doći do većeg porasta njihove imovine.

Štedno-kreditne zadruge još su najbrojnija, ali pojedinačno financijski najslabija skupina financijskih posrednika na hrvatskom tržištu. Prema podacima Ministarstva financija RH, koje je zaduženo za nadzor tih institucija, a koji su dostupni samo na godišnjoj razini, na kraju 2004. godine njihova je ukupna imovina iznosila 1,5 mlrd. kuna, odnosno oko 0,5% ukupne imovine financijskih posrednika. Tako se nastavio trend smanjenja relativne važnosti ovih posrednika, koji su na kraju 1999. imali 1,19% ukupne imovine financijskih posrednika u Hrvatskoj.

9. Tržište kapitala

Kretanja na domaćem tržištu kapitala u prvom polugodištu 2005. godine obilježena su velikom kolebljivošću cijena, jer je na njih znatno utjecala neizvjesnost oko nastavka procesa hrvatskog približavanja Europskoj uniji. Tržišna kapitalizacija dionica porasla je u odnosu na stanje na kraju 2004., čemu je osobito pridonijela akcija otkupa domaćih dionica od strane dvaju skandinavskih fondova početkom godine. Međutim, hrvatsko tržište kapitala prema tržišnoj kapitalizaciji dionica i dalje je upola manje od bankarskog sektora, čemu znatno pridonosi tradicionalno oslanjanje trgovačkih društava na bankovne kredite kao glavni vanjski izvor financiranja.

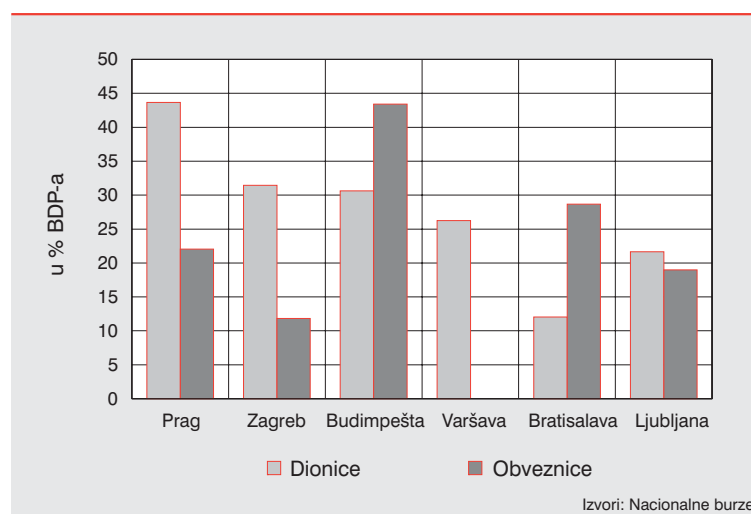
Tablica 5. Emisija dionica javnom ponudom (u milijunima HRK)

	Broj uspješnih emisija	Ukupna vrijednost emisija
1997.	17	839,4
1998.	6	247,1
1999.	3	29,0
2000.	1	20,0
2001.	1	13,0
2002.	1	11,8
2003.	1	1,2
2004.	2	11,0
I. – VIII. 2005.	0	0,0

Izvor: CROSEC

Na kraju prvog polugodišta ove godine na domaćim burzama kotiralo je sedam državnih obveznica, dvije obveznice jedinica lokalne samouprave, dvije obveznice državnih agencija te sedam korporacijskih obveznica. Tržišna kapitalizacija državnih obveznica, obveznica lokalne samouprave i državnih agencija iznosila je 10,4% BDP-a, a tržišna kapitalizacija korporacijskih obveznica 2,1% BDP-a za 2005. godinu, što je neznatno smanjenje u odnosu na stanje na kraju 2004. godine.

Slika 24. Tržišna kapitalizacija na kraju prvog polugodišta 2005.



Tržišna kapitalizacija dionica na Zagrebačkoj burzi iznosila je 32% BDP-a što je blagi porast u odnosu na 29,8% BDP-a koliko je iznosila na kraju 2004. Prema tom pokazatelju Zagrebačka je burza uz bok Budimpeštanskoj i Varšavskoj burzi, znatno iza Praške burze, ali dosta ispred 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 lipnju 2005. iznosio je 1,5% BDP-a. U istom razdoblju prosječni dnevni promet dionica na Varšavskoj burzi iznosio je 17,6%

BDP-a, na Budimpeštanskoj burzi 20,1% BDP-a, a na Praškoj burzi 26,2% BDP-a.

U odnosu na kraj prvog polugodišta prethodne godine, vrijednost indeksa Zagrebačke burze porasla je za osjetnih 57,7%. U istom razdoblju veći rast zabilježen je samo kod indeksa Bratislavske burze (122,9%) i indeksa Budimpeštanske burze (62,44%).

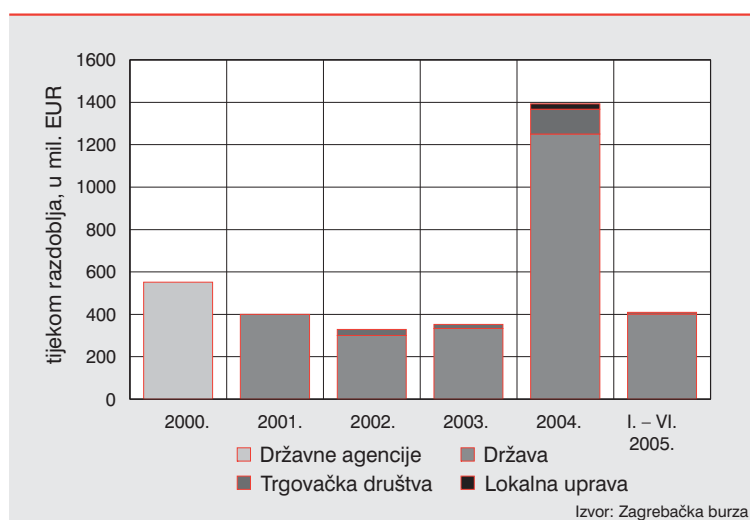
Tablica 6. Godišnji prinosi indeksa odabranih burza

	2002.	2003.	2004.	VI. 2005.
Bratislava – SAX	15,90%	26,90%	83,89%	122,90%
Budimpešta – BUX	0,94%	30,31%	57,17%	62,44%
Ljubljana – SBI20	55,24%	17,71%	24,87%	-1,13%
Prag – PX50	16,75%	43,06%	56,58%	52,50%
Varšava – WIG	3,19%	44,92%	27,94%	18,30%
Zagreb – CROBEX	13,33%	1,07%	32,05%	57,66%

Izvori: Nacionalne burze

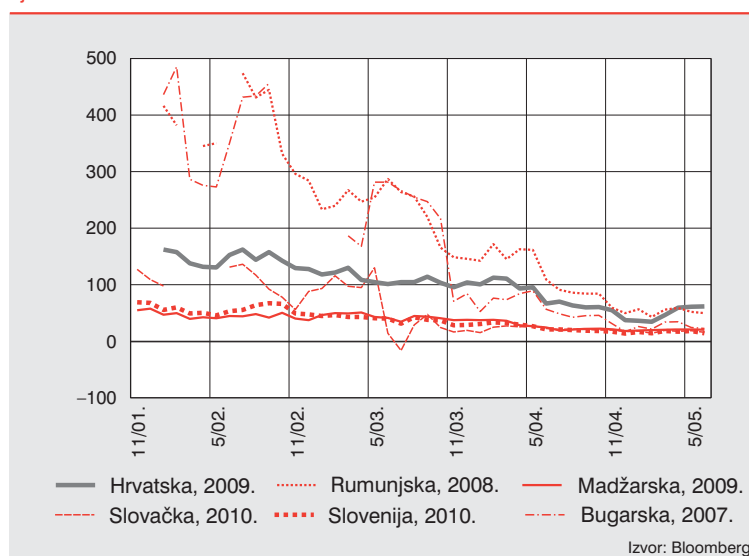
Na tržištu obveznica u Hrvatskoj i dalje dominiraju državne obveznice, čiji je udio u tržišnoj kapitalizaciji obveznica na Zagrebačkoj burzi iznosio 86%. Njihova dominacija je dodatno pojačana namjerom Vlade RH da u 2005. godini ograniči svoje inozemno zaduživanje. U skladu s tim, u prvom polugodištu 2005. država nije izdavala obveznice na inozemnim tržištima, ali je zato na domaćem tržištu izdana kunska obveznica s rokom dospijeca od pet godina u ukupnom nominalnom iznosu od 3 mlrd. kuna. Na domaćem se tržištu pojavila i jedna nova korporacijska obveznica nominirana u eurima u protuvrijednosti od 60 mil. kuna, čime je ukupni broj izdanja korporacijskih obveznica porastao na sedam. Međutim, njihova tržišna kapitalizacija na kraju prvog polugodišta 2005. iznosila je samo 2,1% BDP-a. Zanimljivo ulogu tržišta kapitala u financiranju poduzeća, na koju upozorava ovaj pokazatelj, dodatno potvrđuje i činjenica da su bankovni krediti trgovačkim društvima na kraju prvog polugodišta 2005. godine iznosili 25,4% BDP-a, a stanje inozemnog duga sektora poduzeća iznosilo je 17,9% BDP-a.

Slika 25. Obveznice izdane na domaćem tržištu



Nakon smanjenja razlike prinosa između hrvatskih euroobveznica i referentnih njemačkih obveznica početkom 2005. zbog napretka u približavanju EU ostvarenog krajem prošle godine, sredinom prvog polugodišta ove godine ponovo dolazi do njezina porasta zbog neizvjesnosti oko određivanja datuma početka pristupnih pregovora te zbog povećanja prinosa na obveznice ostalih zemalja u razvoju. Krajem lipnja 2005. razlika prinosa hrvatskih euroobveznica i referentnih njemačkih obveznica iznosila je 61 bazni bod, što je Hrvatsku svrstalo iza Rumunjske i Bugarske jer je ta razlika prinosa za ove zemlje tada iznosila 50 baznih bodova, odnosno 23 bazna boda.

Slika 26. Razlika prinosa između obveznica odabranih zemalja i usporedivih njemačkih obveznica

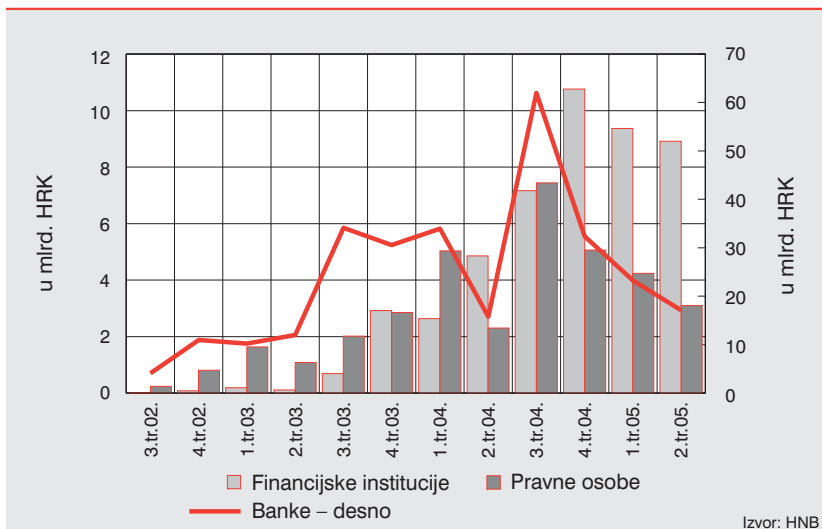


10. Tržište novca

Hrvatsko tržište novca i dalje je pod snažnim utjecajem banaka, koje dominiraju trgovinom i na službenoj burzi novca, Tržištu novca Zagreb, i u neposrednoj trgovini novcem. Iako se zbog visoke likvidnosti bankarskog sektora prekonocni promet u neposrednoj trgovini novcem u prvom polugodištu 2005. godine između svih sudionika na tržištu smanjio, udio trgovine banaka s nebankarskim financijskim institucijama i nefinancijskim poduzećima je porastao. Međutim, obujam međusobnog trgovanja banaka ostao je nekoliko puta veći od trgovanja banaka s drugim sudionicima, i u neposrednoj trgovini novcem, i na cjelokupnom novčanom tržištu.

Izravno kreditiranje, kao oblik trgovanja novcem, na domaćem je tržištu opet znatno nadmašilo repo trgovinu vrijednosnim papirima. U ročnoj strukturi kredita prevladavali su prekonocni krediti, čija je dominacija još veća u razdobljima smanjene likvidnosti bankarskog sektora. Trgovanje novcem na rokove dulje od

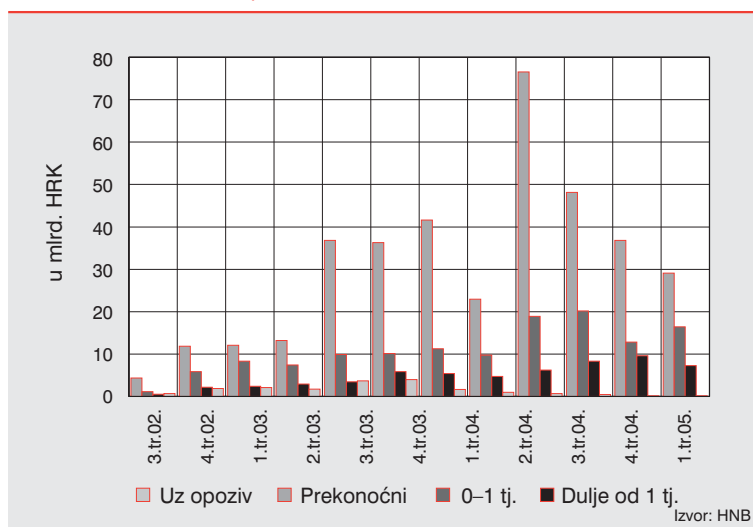
Slika 27. Prekonočni promet u neposrednoj trgovini novcem s bankama



jednog tjedna bilo je sporadično, a javljalo se najčešće u razdobljima visokih kamatnih stopa. Tada sudionici na tržištu s viškovima likvidnosti koriste svoj položaj kako bi zaključili što dugoročnije ugovore prije sljedećeg pada kamatnih stopa. Između ove dvije krajnosti, udio kredita na rokove od 2 do 7 dana u ukupnoj trgovini novcem nastavio je rasti.

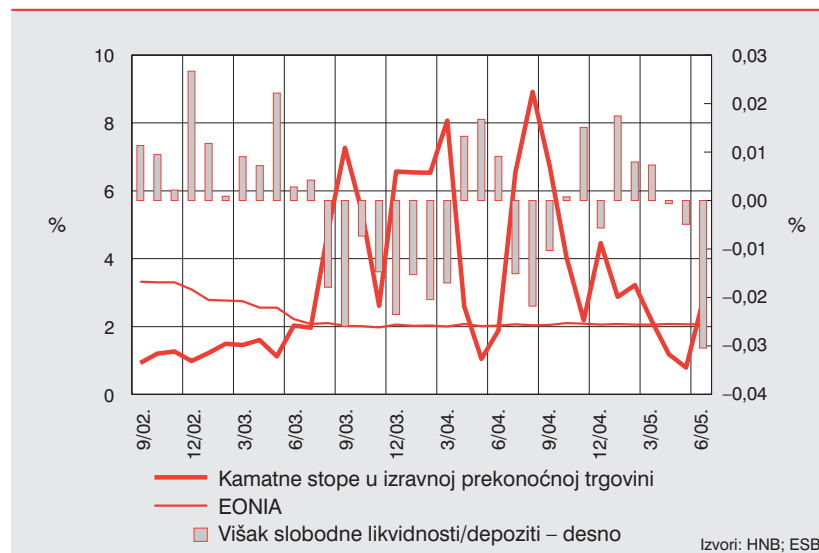
Dobra likvidnost bankarskog sektora, koja se uglavnom može pripisati sezonskim čimbenicima, uzrokovala je smanjenje kamatnih stopa na novčanom tržištu, no one su ostale vrlo kolebljive pa je pred kraj prvog polugodišta ove godine došlo do njihova naglog porasta zbog porasta potražnje za kunama. Kolebljivost kamatnih stopa na novčanom tržištu opet je uzrokovana kombiniranim djelovanjem sezonskih viškova

Slika 28. Ročna struktura prometa na novčanom tržištu



likvidnosti, s jedne strane, i povremenim velikim promjenama u potražnji za pričuvama banaka zbog prilagođavanja mjerama HNB-a za ograničavanje vanjskog zaduživanja, s druge strane.

Slika 29. Prekonoćne kamatne stope i likvidnost banaka

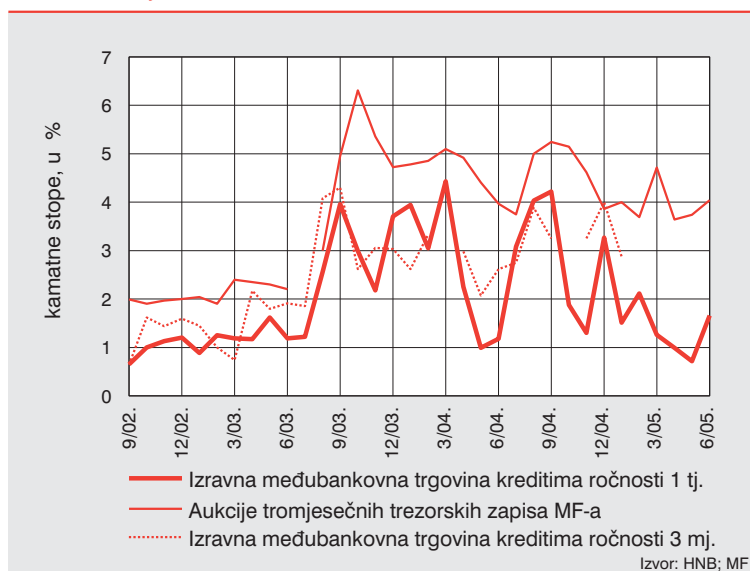


Referentne kratkoročne kamatne stope na trezorske zapise MF-a s rokom dospijeća od tri mjeseca ustalile su se na razini od oko 4%, s manjim mjesečnim oscilacijama. Stanje upisanih trezorskih zapisa MF-a svih rokova dospijeća na kraju lipnja 2005. doseglo je visoku razinu od 12,85 mlrd. kuna. To je rezultat činjenice da viškovi likvidnih sredstava koji su bankama stajali na raspolaganju nisu znatno spustili razinu kamatnih stopa na aukcijama trezorskih zapisa MF-a, koje su od sredine 2003. godine više od referentnih kamatnih stopa na novčanom tržištu za podjednake rokove dospijeća. Dakle, premija rizika na hrvatskome novčanom tržištu i dalje je negativna ili je to i dalje samo odraz nelikvidnosti novčanog tržišta u segmentu trgovine na rokove dulje od tjedan dana.

Kamatne stope na kratkoročne kunske depozite poduzeća nastavile su pratiti kolebljivo kretanje kamatnih stopa na novčanom tržištu. To su trgovačka društva iskoristila za ostvarenje povremene kratkoročne zarade plasmanom viška svojih likvidnih sredstava po višoj stopi prinosa.

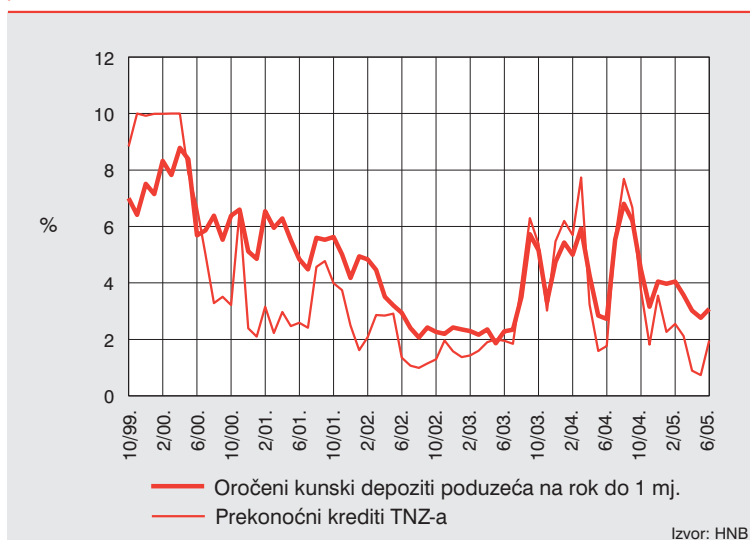
Sredinom prvog polugodišta 2005. godine započele su se provoditi HNB-ove operacije na otvorenom tržištu kako bi se održala likvidnost bankarskog sektora i ograničila mogućnost prenošenja kolebljivosti kamatnih stopa na novčanom tržištu na stabilnost cijena kratkoročnih izvora sredstava. Međutim, relativno visoka likvidnost bankarskog sektora obilježila je gotovo cijelo to razdoblje, pa prvih

Slika 30. Premija rizika i likvidnosti na novčanom tržištu



nekoliko obrnutih repo aukcija nije izazvalo veliko zanimanje banaka. No, porast potražnje za kunama, uzrokovan početkom turističke sezone te odlukom HNB-a o povećanju postotka kuskog dijela izdvajanja obvezne pričuve na devizne izvore sredstava banaka sa 42% na 50%, potaknuo je zanimanje banaka za korištenjem redovitih obratnih repo operacija, čija se granična kamatna stopa ustalila na razini od 3,50%. Međutim, čini se da to za sada nije prepreka daljnjem kolebanju kamatnih stopa na novčanom tržištu u trenucima većih promjena potražnje za kunama.

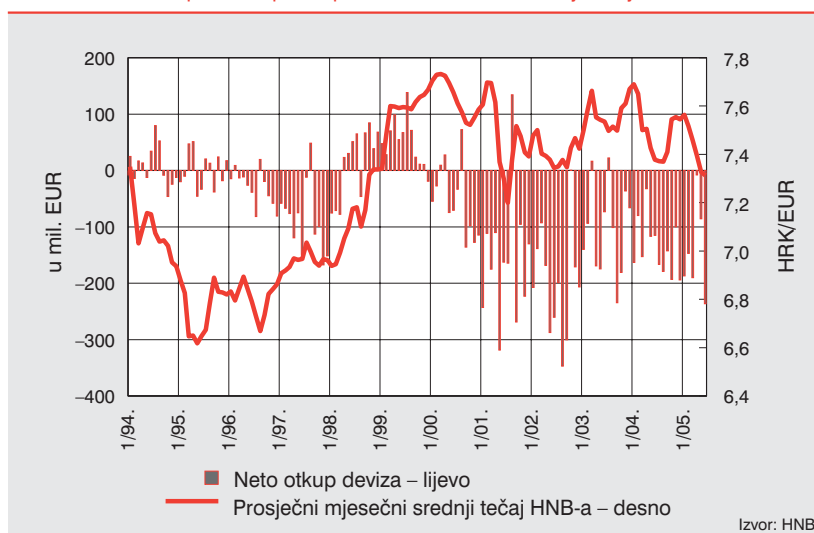
Slika 31. Kamatne stope na prekononočne kredite i na kratkoročne depozite poduzeća



11. Devizno tržište

Zbog velikog priljeva deviza po više osnova domaća je valuta i dalje pretežno izložena aprecijacijskim pritiscima, pa je u prvom polugodištu 2005. godine Hrvatska narodna banka održala šest deviznih aukcija, na kojima je otkupila od banaka 293,2 mil. EUR. U usporedbi s istim razdobljem 2004. godine, kada je prosječni tečaj bio za 1,3% viši, to je porast neto otkupa za 163,5 mil. EUR. U prvom polugodištu 2005. godine 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 prvih šest mjeseci 2004. godine kada se srednji tečaj kune prema euru kretao u rasponu od 7,36 HRK/EUR do 7,72 HRK/EUR.

Slika 32. Neto otkup deviza preko poslovnih banaka i srednji tečaj HNB-a



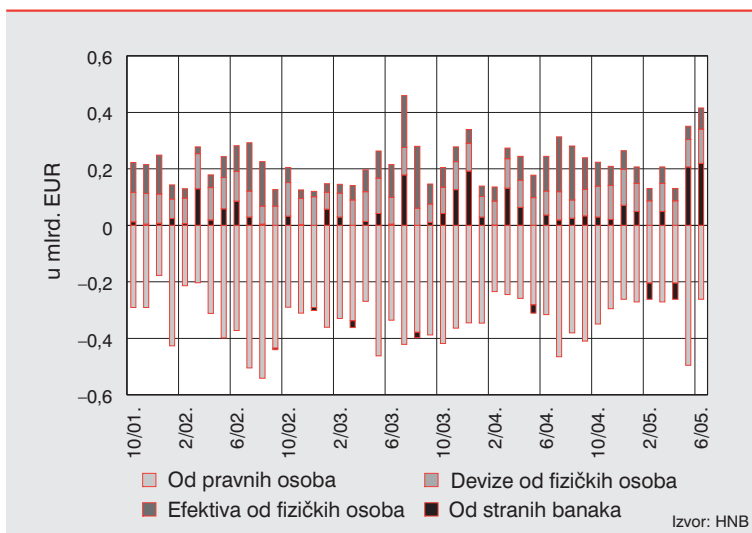
Obujam transakcija na deviznom tržištu u prvih šest mjeseci 2005. godine bio je prilično stabilan. Ukupni promet banaka ostvaren spot trgovinom devizama u lipnju 2005. godine iznosio je 3,9 mlrd. EUR, što je približno jednako prosjeku mjesečnih prometa za 2004. godinu. Od 2002. do lipnja 2005. godine domaće se pravne osobe redovito pojavljuju na deviznom tržištu kao neto kupci deviza, dok se ostali sektori (fizičke osobe i strane banke) gotovo uvijek pojavljuju kao neto prodavatelji.

Devizno je tržište i dalje vrlo dinamično, ali slabo likvidno, pa postoje naznake da sezonski utjecaji i velike transakcije najjačih sudionika na tržištu kratkoročno odmiču tečaj od njegova dugoročnog trenda, koji je i dalje stacionaran. Tržište deviza ujedno je nedovoljno izdiferencirano, pa su na njemu dugo vremena obujmom prevladavale spot transakcije. U 2004. počeo je razvoj tržišta deviznih swap transakcija, koji se nastavio i u prvom polugodištu 2005. godine, te je njihov ukupni iznos u posljednjih godinu dana činio 43% ukupne trgovine devizama u tom

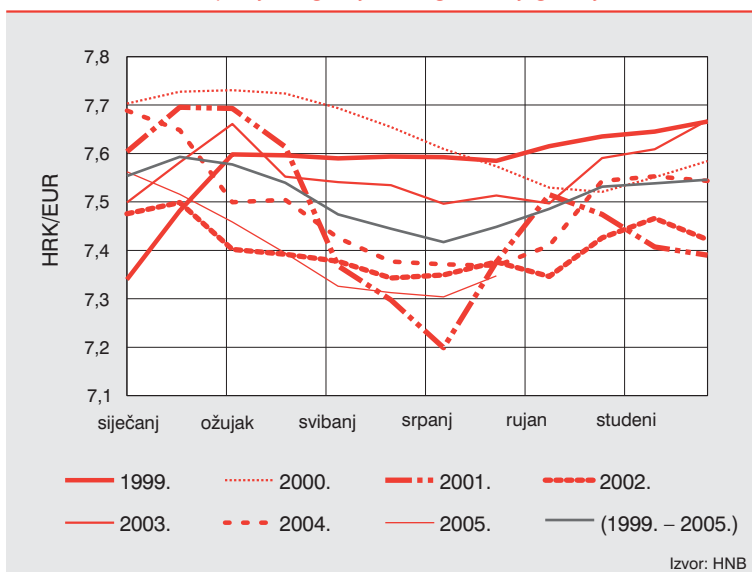
razdoblju. Forward transakcije još su najmanji segment deviznog tržišta, a njihov obujam u posljednjih godinu dana činio je samo 2% ukupne trgovine devizama.

Uz prevladavajuću strukturu ponude i potražnje deviza, banke velik dio svojih prihoda ostvaruju u poslu otkupa deviza od stanovništva i njihove prodaje pravnim osobama. Neto prihod banaka od trgovine devizama ostvaren u dvanaest mjeseci zaključno s lipnjem 2005. godine iznosio je 23% dobiti banaka (u istom razdoblju) prije odbitka poreza i izvanrednih stavki. Profitabilnost trgovine devizama pridonijela je većoj efikasnosti deviznog tržišta, pa je razlika između prodajnoga i kupovnoga deviznog tečaja (marža) u trgovini s pravnim osobama i trgovini za

Slika 33. Vrijednost mjesečnog neto spot otkupa deviza preko banaka



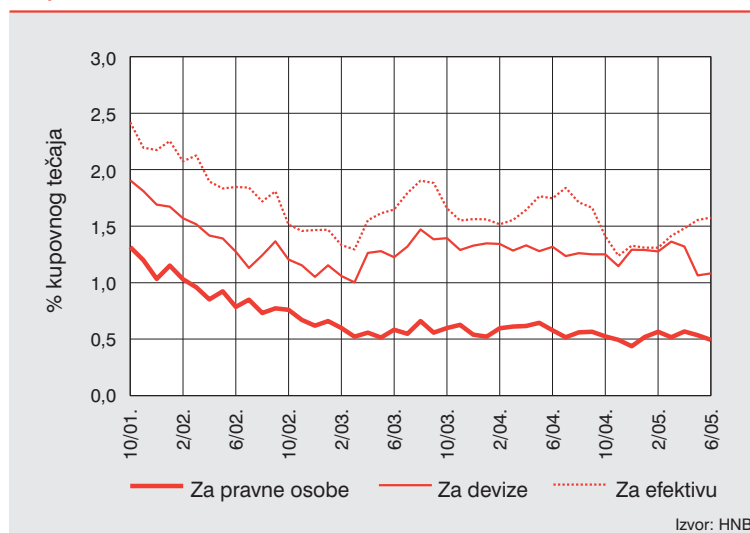
Slika 34. Sezonalnost prosječnoga mjesečnoga srednjeg tečaja HNB-a



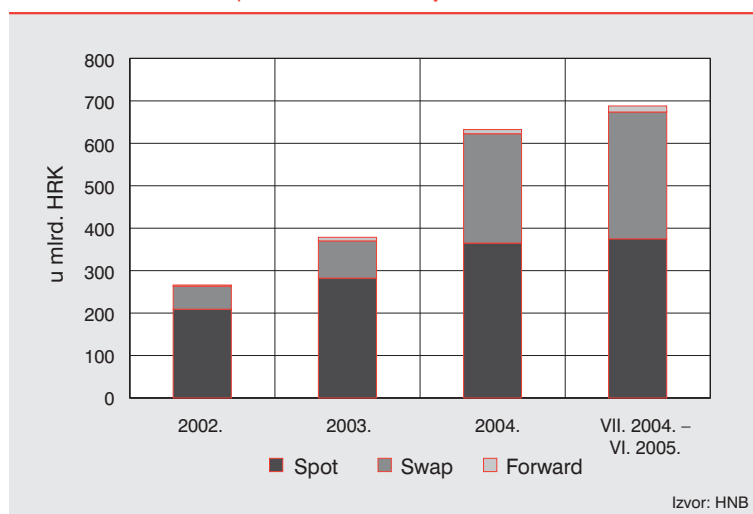
devize, nakon znatnog smanjenja marži u svim segmentima trgovine tijekom 2002. i 2003. godine, ostala prilično stabilna tijekom 2004. i prve polovice 2005. godine (kod trgovine s pravnim osobama ona se kreće oko 0,6%, a kod trgovine za devize oko 1,3%). Kod trgovine za efektivu oscilacije su malo veće, no i tu se marža već neko vrijeme kreće oko razine od 1,6%.

Hrvatsko tržište deviza nastavlja se razvijati u povoljnom makroekonomskom okružju, pa se kod kretanja nominalnog tečaja kune prema euru i dalje ne bilježe velike oscilacije ni u dnevnom 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 spekulativnog napada. Uz tako stabilan tečaj teško je očekivati snažniji razvoj terminskoga deviznog tržišta, ali trend porasta ukupnog prometa trebao bi pozitivno utjecati i na daljnje jačanje likvidnosti deviznog tržišta.

Slika 35. Razlika između prodajnog i kupovnog prosječnoga mjesečnoga tečaja



Slika 36. Promet deviza prema vrsti transakcije



12. Institucionalni okvir

S novim zakonom o kamatama, zakonom o osiguranju depozita te zakonom o obveznim odnosima, Hrvatska je krajem prošle i početkom ove godine započela aktivnije usklađivati svoju pravnu regulativu financijskog sustava s europskom. Zakon o kamatama, čiji je najveći doprinos jačanje pravne sigurnosti, prvi je put na jednoznačan način propisao postupak izračuna zatezne kamate i, što je još važnije, ograničio je ugovorne kamatne stope, što se odnosi i na kreditne poslove banaka. Novi zakon o osiguranju depozita proširio je obuhvat osiguranja na depozite na tekućim računima i žiroračunima građana, te je snizio linearnu stopu premije za ovo osiguranje. Osim smanjenja tereta bankama, značajka je ovog zakona i to da se proširenjem osnovice nastoji povećati sigurnost komitenata. Izuzetno opsežan Zakon o obveznim odnosima, donesen u veljači 2005. godine, nastavak je ugradnje pravne stečevine EU u pravni sustav Hrvatske. U Zakon su unesene i odredbe kojima se uređuje područje ugovornih i zateznih kamata, no kako Zakon najviše dopuštene ugovorne stope utvrđuje u odnosu na eskontu stopu HNB-a, pitanje nereferečnosti eskontne stope u Hrvatskoj još je otvoreno.

U pripremi se nalazi i nekoliko novih zakona iz područja financija te se očekuje njihovo donošenje do kraja godine. Premda je rasprava o novom zakonu o investicijskim fondovima već nekoliko puta bila odgađana, prijedlog tog zakona trebao bi uskoro proći Vladinu proceduru, a u njegovoj pripremi sudjeluje i Udruženje društava za upravljanje investicijskim fondovima pri Hrvatskoj gospodarskoj komori. Jedan od ciljeva ovog zakona je uređenje regulatornog okvira za rad fondova za ulaganje poduzetničkoga kapitala (engl. venture capital) koji zasad djeluju izvan djelatnosti fondova. Novi zakon o osiguranju, između ostaloga, zahtijevat će ravnotežu stvarne i osigurane vrijednosti u trenutku nastanka osiguranog slučaja, a ne samo u trenutku sklapanja ugovora, kao što je bilo do sada. Na taj će način ugovaratelji, da bi izbjegli moguće buduće podosiguranje, uračunati i očekivanu promjenu vrijednosti ugovora o osiguranju do njegova isteka. Također, u pripremi je i Zakon o lizingu, čime bi ovaj financijski posao dobio prvi pravni okvir jer zasad ne postoji ni zakon ni institucija koja ga nadzire.

Problem postojanja znatnih razlika između hrvatske računovodstvene prakse i prakse koja se primjenjuje u svijetu, koji je nastao neobjavlivanjem promjena Međunarodnih računovodstvenih standarda u "Narodnim novinama", te niz drugih prigovora računovodstvene struke rješavat će se zajedno s donošenjem novog zakona o računovodstvu i novog zakona o reviziji, koji se također nalaze u pripremi. Istodobno s donošenjem ta dva zakona osnovat će se i Odbor za računovodstvo i računovodstvene standarde što će olakšati usklađivanje hrvatskih s propisima Europske unije na području računovodstva i financija, te njihovo vjerodostojno tumačenje.

Do kraja godine Zakon o deviznom poslovanju iz 2003. također će doživjeti izmjene,

odnosno njegov dio koji se odnosi na poslovanje ovlaštenih mjenjača. Naime, očekuje se uvođenje obveze pribavljanja odobrenja Hrvatske narodne banke za obavljanje mjenjačkih poslova. Ipak, od svih novih propisa koji se upravo nalaze u pripremi, s najviše se nestrpljenja očekuje Zakon o Agenciji za nadzor nebankarskih financijskih institucija, kojim bi se ostvarila već dugo najavljivana namjera objedinjavanja nadzora tih institucija. Nova bi agencija trebala preuzeti poslove nadzora nad svim nebankarskim financijskim posrednicima uključujući i one koje zasad nitko ne nadzire, kao što su društva za lizing i faktoring.

Iako je javnost s negodovanjem dočekala Izmjene i dopune Zakona o stambenoj štednji i državnom poticanju stambene štednje, ponajviše zbog smanjenja poticaja sa 1250 na 750 kuna, državna poticajna sredstva za stambenu štednju i dalje su najviša u Europi. Osim toga, te su izmjene zakona nametnule i neke promjene koje će koristiti štedišama. Uvedena je mogućnost međufinanciranja, što znači da će štedionice moći odobravati stambene kredite odmah, odnosno da štediša više nije dužan štedjeti najmanje dvije godine prije nego što stekne mogućnost podizanja kredita. Novost je i proširenje namjene financiranja, što znači da se sredstvima stambene štednje sada može financirati i opremanje stambenog prostora. Bez obzira na to što je državna premija smanjena sa 25% na 15% uloga, stambena štednja će zbog visokoga i sigurnog prinosa vjerojatno i dalje ostati vrlo zanimljiv štedni proizvod.

Hrvatski registar obveza po kreditima još nije počeo funkcionirati, te se to očekuje tek sredinom 2006. godine, odnosno tri godine nakon početka aktivnosti za njegovu uspostavu. Nakon što je u rujnu 2004. godine potpisan Društveni ugovor o osnivanju Hrvatskog registra obveza po kreditima d.o.o., Društvo je u siječnju 2005. godine dobilo suglasnost Hrvatske narodne banke, te je registrirano kao poduzeće za poslovne usluge. Na taj način Hrvatska je ušla u skupinu tranzicijskih zemalja koje aktivno grade svoje kreditne registre. Daljnji izazovi u razvoju registra su uključivanje kartičnih organizacija i društava za lizing. Osim toga, postojeća regulativa dijelom je još nedorečena, pa se očekuje aktivna suradnja Registra s Agencijom za zaštitu osobnih podataka i Hrvatskom narodnom bankom kako bi se pronašao kompromis između funkcionalnosti registra i zaštite osobnih podataka. U međuvremenu, poslovne banke i dalje međusobno razmjenjuju informacije o svojim dužnicima na neformalnoj osnovi.

Projekt Ministarstva pravosuđa "Reforma zemljišnih knjiga" u prvoj polovici 2005. godine prilično je napredovao. Reforma podrazumijeva usklađivanje podataka u katastru i zemljišnoj knjizi, informatizaciju zemljišnih knjiga, racionalizaciju sustava i poboljšanje odnosa prema korisnicima. Za sada baza Ministarstva pravosuđa služi za uvid u eksperimentalnu Središnju bazu podataka zemljišnoknjižnih odjela općinskih sudova u Republici Hrvatskoj te ima informativnu i korektivnu ulogu. Baza zasad uključuje podatke iz zemljišnih knjiga čiji je sadržaj usklađen s katastrom zemljišta i podatke iz zemljišnih knjiga čiji je sadržaj djelomično ili u cijelosti prepisan iz ručno vođene u elektroničku zemljišnu knjigu. Korist od ovog projekta prije svega je formiranje jedinstvene baze svih relevantnih zemljišnoknjižnih i

katastarskih podataka. Ta će baza omogućiti lakšu dostupnost zemljišnoknjižnih podataka i veću brzinu izdavanja izvoda iz tih knjiga za širi krug korisnika, a očekuje se da će projekt biti potpuno dovršen u 2006. godini.

Registar pokretne imovine, koji će također pridonijeti transparentnosti u poslovima kreditiranja, još nije formiran te su u tijeku dogovori oko njegova uvođenja. On bi, osim transparentnosti u poslovima kreditiranja uz zalog pokretne imovine, također omogućio poduzetnicima koji ne posjeduju vrijedne nekretnine, već samo pokretnine, dobivanje kredita za obavljanje poslovnih aktivnosti. Korist za banke ogleda se u činjenici da će lakše provjeriti bonitet komitenta, ali isto tako i lakše na sudu dokazati vlasništvo nad založenom imovinom.

Od događaja u institucionalnom okružju koji se ne odnose na usklađivanje zakona sa zakonima EU, ističe se pokušaj prikazivanja u javnosti jedne nepravomoćne sudske presude kao još jednog pravnog poraza modela sanacije i restrukturiranja hrvatskoga bankarskog sustava koji se provodio u djelo od 1998. do 2002. godine. Naime, krajem rujna zagrebački Trgovački sud u sporu koji je prije tri godine pokrenuo jedan dioničar nekadašnje Istarske banke donio je presudu kojom se poništava pripajanje Istarske banke Dalmatinskoj banci. Istarska banka je 2002. godine pripojena Dalmatinskoj banci. Dalmatinska banka kasnije je ušla u grupaciju Nove banke, koja je nakon kraćeg razdoblja u vlasništvu jednoga kapitalskog fonda, 2005. godine postala dio snažne mađarske grupe OTP. U međuvremenu podnesena je tužba kojom se osporava pripajanje Istarske Dalmatinskoj banci, a nedavna odluka Trgovačkog suda bila je u korist tužitelja. Međutim, za razliku od pravomoćne presude Visokoga trgovačkog suda u korist dioničara Croatia banke, kojom je osporena sanacija te banke, nepravomoćna sudska presuda u slučaju Istarske banke nije povezana s njezinom dobrovoljnom rehabilitacijom u kojoj su sudjelovali država i lokalna javna poduzeća.

13. Bankarski sektor⁸

U prvom polugodištu 2005. hrvatski bankarski sektor ostvario je nešto slabiji iako i dalje solidan financijski rezultat, uz smanjenu izloženost kreditnom riziku i nešto veću kapitalnu bazu. Ostvaren je i zadovoljavajući rast imovine bankarskog sektora unatoč umjereno restriktivnijoj monetarnoj politici. Nakon smanjenja godišnjeg rasta kreditne aktivnosti u 2004. godini na 14%, na kraju prvog polugodišta 2005. taj

8 Svi pokazatelji izračunati su na osnovi nekonsolidiranih revidiranih podataka banaka. Polugodišnji prihodi i rashodi svedeni su na godišnju razinu uzimanjem u obuhvat posljednja četiri tromjesečja. 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, a polugodišnji podaci su iz nerevidiranih privremenih izvještaja. Zbog navedenih specifičnosti korištene metodologije, neke se vrijednosti pokazatelja mogu razlikovati od vrijednosti sličnih pokazatelja u drugim publikacijama HNB-a.

je rast iznosio visokih 21%, dok je rast agregirane bilance banaka nešto smanjen, te je iznosio 11%. Ovakvim kretanjima podjednako je pridonio rast kredita odobrenih nefinancijskom sektoru od 22%, rast portfelja trezorskih zapisa MF-a od 125% te rast depozita kod HNB-a od 18%. Kako rast depozitne baze od 10% nije bio dovoljan za financiranje ovakvog rasta imovine, on je omogućen prije svega porastom uzetih kredita od financijskih institucija, koji su porasli za 92%, a u manjoj mjeri rastom ostalih kredita u pasivi banaka od 7%.

U posljednjih godinu dana broj banaka na hrvatskom tržištu smanjen je za šest. Nakon likvidacije dvije male banke, na kraju prvog polugodišta 2005. na hrvatskom bankarskom tržištu djelovale su 34 banke, a očekuje se i daljnje smanjenje njihova broja. Nakon nestanka dvije male banke s tržišta ukupni broj malih banaka (s udjelom u imovini bankarskog sektora manjim od 1%) pao je na 24, srednjih banaka (s udjelom u aktivni manjim od 5%) bilo je četiri, a velikih šest. Što se tiče vlasništva, 21 banka na hrvatskom bankarskom tržištu bila je domaća, a 13 ih je bilo u stranom vlasništvu.

Unatoč ubrzanom kreditnom rastu, prema agregiranim podacima, banke su ostvarile nešto manji prinos, i u odnosu na svoju imovinu, i u odnosu na svoj kapital. Nakon najboljeg ostvarenja od 1,68% na kraju 2004. godine, prinos na prosječnu imovinu prije oporezivanja na kraju lipnja 2005. iznosio je 1,62%. Istodobno, prinos na kapital poslije oporezivanja, koji je kontinuirano rastao od 2001. do svoga najboljeg ostvarenja od 16,1% tijekom 2004., smanjen je na 14,5%.

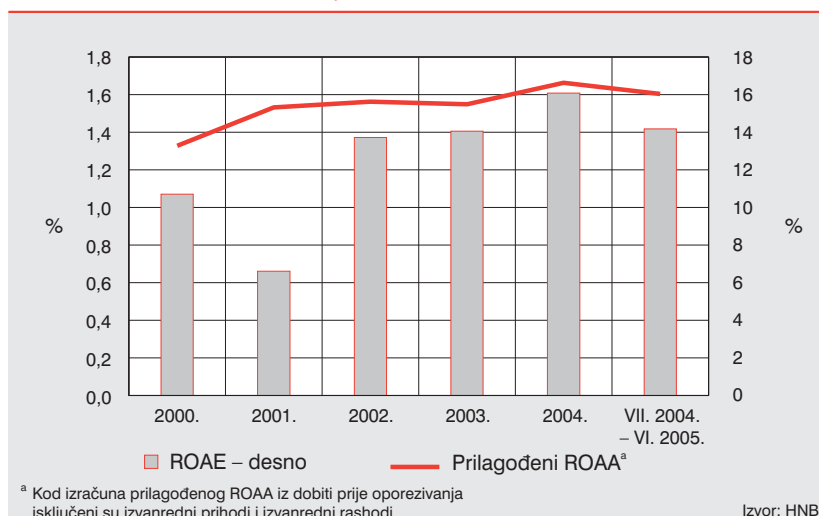
Kretanje financijskih rezultata za cijeli bankarski sektor uglavnom odražava kretanja kod velikih banaka, odnosno kod banaka u stranom vlasništvu. Naime, na kraju prvog polugodišta 2005. velike banke upravljale su sa 81,7% imovine bankarskog

Tablica 7. Osnovni podaci o poslovnim bankama u Hrvatskoj (u milijunima HRK i %)

	Stanje						Promjena 31.VI.04./30.VI.05.	
	31.XII.01.	31.XII.02.	31.XII.03.	30.VI.04.	31.XII.04.	30.VI.05.	Iznos	Postotak
Broj banaka	43	46	41	40	37	34	-6	-15
Imovina (aktiva)	148.455	174.139	204.043	212.116	229.305	235.748	23.633	11
Gotovina, depoziti i zapisi MF-a i HNB-a	55.885	51.651	67.010	63.910	71.823	66.412	2.501	4
Trgovački i investicijski portfelj	17.441	21.094	18.241	23.379	24.036	23.685	306	1
Kreditni portfelj	65.898	92.293	110.052	113.373	125.202	137.193	23.820	21
Ostala imovina	9.231	9.102	8.740	11.453	8.244	8.458	-2.995	-26
Obveze i kapital (pasiva)	148.455	174.139	204.043	212.116	229.305	235.748	23.633	11
Kratkoročne obveze	44.113	52.893	57.174	56.977	59.642	63.473	6.496	11
Dugoročne obveze	80.185	95.181	118.809	122.303	139.001	140.086	17.783	15
Podređeni i hibridni instrumenti i ost. obveze	10.439	9.557	9.977	14.311	10.741	11.149	-3.163	-22
Kapital	13.717	16.509	18.083	18.386	19.681	20.753	2.367	13

Izvor: HNB

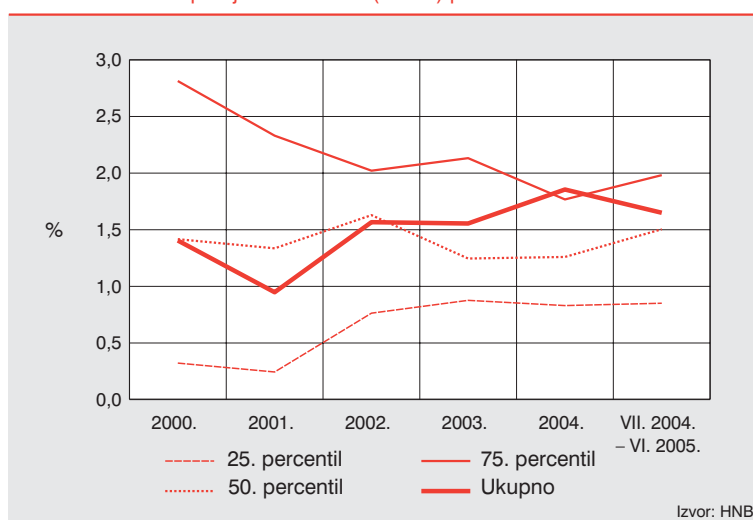
Slika 37. Prinos na imovinu i na kapital banaka



sektora, a banke u stranom vlasništvu sa 89,7%. S druge strane, šest banaka koje su u posljednjih godinu dana nestale s tržišta, bile su iz skupine malih i srednjih banaka.

Osim u 2001. godini kada su pokazatelji prinosa na prosječnu imovinu i na prosječni kapital smanjeni zbog izvanrednih gubitaka jedne velike banke, agregatni prinosi na prosječnu imovinu (ROAA) i na prosječni kapital (ROAE) rasli su sve do kraja 2004. godine. U cijelom su razdoblju velike banke imale stabilnije pokazatelje profitabilnosti, pri čemu je pokazatelj ROAA za velike banke bio otprilike jednak pokazatelju ROAA za bankarski sektor u cjelini, dok je ROAE standardno veći za velike banke nego za bankarski sektor. To je zato što velike banke, relativno gledano, imaju manji kapital od manjih banaka zbog tradicionalno manje kolebljivosti neočekivanih gubitaka kod većih banaka.

Slika 38. Prinos na prosječnu imovinu (ROAA) po bankama

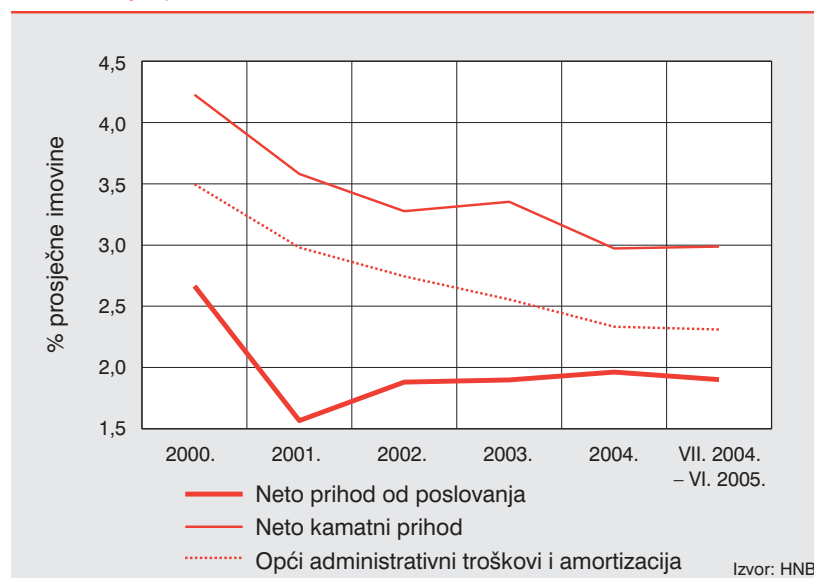


Slabiji financijski rezultat na kraju prvog polugodišta 2005. posljedica je i nešto slabijega redovnog poslovanja banaka. Udio neto prihoda od redovnog poslovanja u prosječnoj imovini smanjen je sa 2,0% na kraju 2004. godine, na 1,9%. Istodobno, omjer neto kamatnih prihoda i prosječne imovine banaka zadržao se na 3,0%. Iako su kamatni troškovi rasli brže od kamatnih prihoda, neto kamatni prihod zabilježio je rast od 3,9% u odnosu na 2004. godinu, dok je u istom razdoblju neto prihod od provizija i naknada na godišnjoj razini porastao za 4,5%. Budući da su se opći administrativni troškovi apsolutno i relativno zadržali na istoj razini (2,3% prosječne imovine), na slabiji poslovni rezultat najviše je utjecalo smanjenje iskazanog neto nekamatnog prihoda od 4,7%. Do ovog smanjenja došlo je zbog smanjenja iskazanog neto ostaloga nekamatnog prihoda (16,9% u odnosu na 2004. godinu), na koji je najviše utjecao iskazani gubitak od svođenja pozicija bilance s valutnom klauzulom na ugovoreni tečaj.

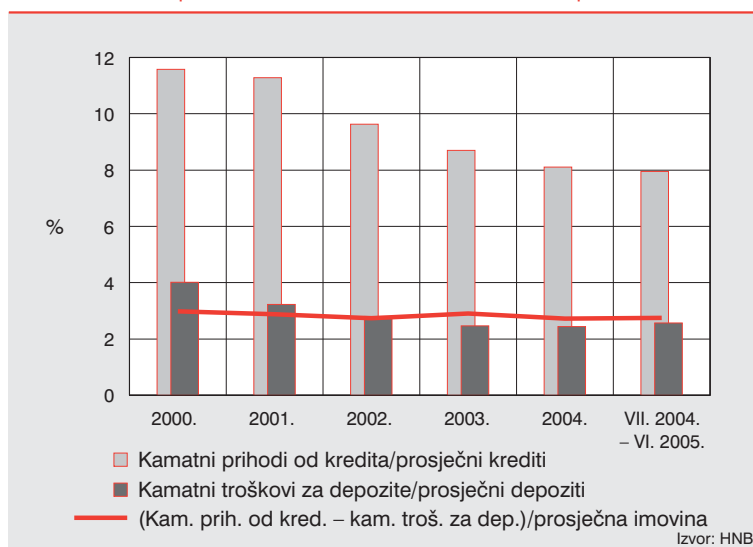
Iako je dobit bankarskog sektora u apsolutnom iznosu rasla, rast imovine i kapitala bio je veći, što je dovelo do slabijih relativnih pokazatelja. Tako su neto nekamatni prihodi, koji su tijekom 2004. činili 1,33% prosječne imovine, smanjeni, pa su u jednogodišnjem razdoblju koje je završilo u lipnju ove godine činili 1,22% prosječne imovine. Razina agregatnih neto prihoda iznosila je 1,9% prosječne aktive, što je smanjenje u odnosu na 2,0% tijekom 2004. godine.

Čak je dvanaest banaka na kraju lipnja 2005. iskazalo nižu dobit prije oporezivanja, odnosno povećalo gubitak, a najveći utjecaj na niži agregatni iznos dobiti prije oporezivanja imala je jedna velika banka, koje je iskazala za 42,3% nižu dobit prije oporezivanja nego na isti datum prošle godine. Na iskazano smanjenje prihoda te banke najviše je utjecalo računovodstveno smanjenje prihoda od ulaganja u podružnice i pridružena društva.

Slika 39. Omjeri profitabilnosti imovine banaka



Slika 40. Kamatni prihodi od kredita i kamatni troškovi za depozite

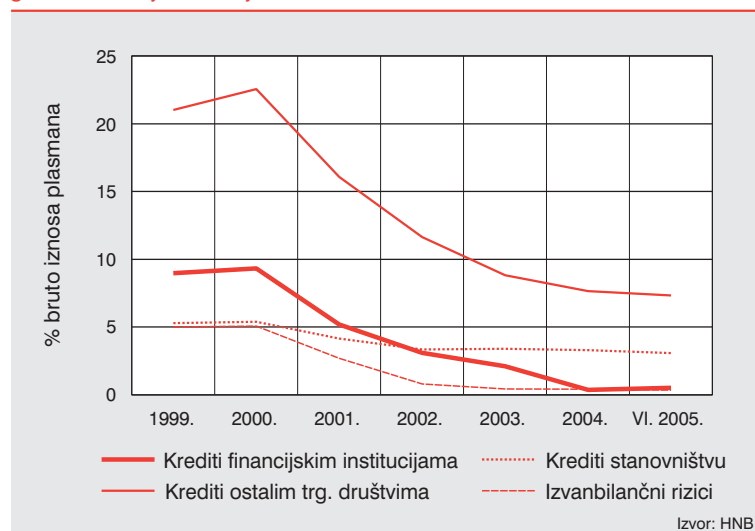


Doprinos troškova rezerviranja, za kreditni rizik, profitabilnosti banaka ostao je pozitivan. Naime, udio ispravaka vrijednosti i posebnih rezervacija za identificirane gubitke u plasmanima i potencijalnim obvezama na koje se oni odnose, nakon smanjenja u 2004. godini, u prvoj polovici 2005. godine zadržao se otprilike na istoj razini. Udio ispravaka vrijednosti i rezervacija za identificirane gubitke u ukupnoj imovini banaka na kraju prvog polugodišta 2005. iznosio je 2,76% (što je umjereno smanjenje u odnosu na 2,88% na kraju 2004. godine). Smanjenju kreditnog rizika u 2004. i prvoj polovici 2005. godine najviše je pridonijelo poboljšanje ocjene kojom su banke ocijenile kvalitetu svojih kredita trgovačkim društvima koja nisu javna poduzeća. Za ovu kategoriju dužnika, udio ukupnih ispravaka vrijednosti i posebnih rezervacija za identificirane gubitke u bruto vrijednosti plasmana i potencijalnih obveza na koje se oni odnose na kraju lipnja 2005. iznosio je do sada najnižih 7,3% (u usporedbi sa 9,0% na kraju 2003., odnosno 7,7% na kraju 2004.).

Unatoč očitom nastavku trenda poboljšanja kvalitete imovine banaka, treba imati na umu da je praksa pokazala da u vrijeme gospodarskog rasta hrvatske banke znatno podcjenjuju kreditni rizik dugoročnih plasmana. Ako je suditi prema iskustvu iz sredine 90-ih, u slučaju značajnijeg usporavanja gospodarskog rasta, udio tih plasmana kod većih banaka mogao bi biti revidiran na razinu od 3,5% do 5%. Također, omjer dospjelih nenaplaćenih potraživanja i ukupnih ispravaka vrijednosti i posebnih rezervacija za identificirane gubitke, u prvoj polovici 2005. godine, blago je porastao, što se pogotovo odnosi na kredite ostalim trgovačkim društvima, za koje je ovaj omjer standardno najviši.

Ukupna nenaplaćena potraživanja banaka u prvom polugodištu ove godine znatno su porasla, pa su tako na kraju lipnja iznosila 20,7% imovine banaka, što je priličan porast u odnosu na 17,6% na kraju 2004. godine. Najveći dio tog porasta odnosi se

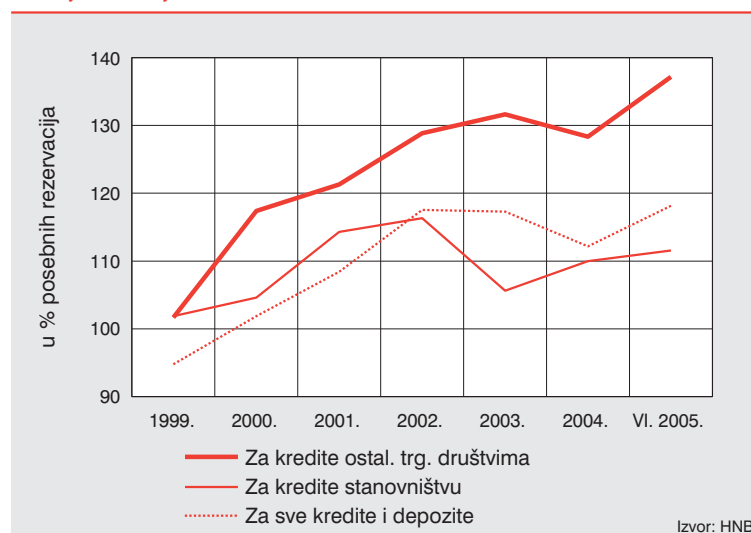
Slika 41. Ispravci vrijednosti plasmana i posebne rezervacije za identificirane gubitke, na kraju razdoblja



na kašnjenja dulja od 30 dana, odnosno dulja od 90 dana. Dakle, rizičnost plasmana prema procjeni banaka nije se mijenjala u posljednjih godinu dana, ali pogoršanje nekih drugih pokazatelja upozorava na mogući negativan trend u ostatku godine.

Osim klasičnih rizika bankarskog poslovanja, zbog visokog stupnja euroizacije u Hrvatskoj je i nadalje sustavno prisutan valutni rizik. Dopuštena izloženost banaka izravnom valutnom riziku ograničena je podzakonskim aktom središnje banke, i to tako da ukupna neto otvorena devizna pozicija banke ne smije prijeći iznos od 20% njezina jamstvenoga kapitala. Na kraju lipnja 2005. godine omjer zbroja kratkih pozicija banaka i zbroja njihovih jamstvenih kapitala iznosio je 3,4%, što je znatno više od 0,8% koliki je taj omjer bio na kraju prošle godine. Kod dugih pozicija banaka

Slika 42. Dospjela nenaplaćena potraživanja banaka po kreditima i depozitima, na kraju razdoblja

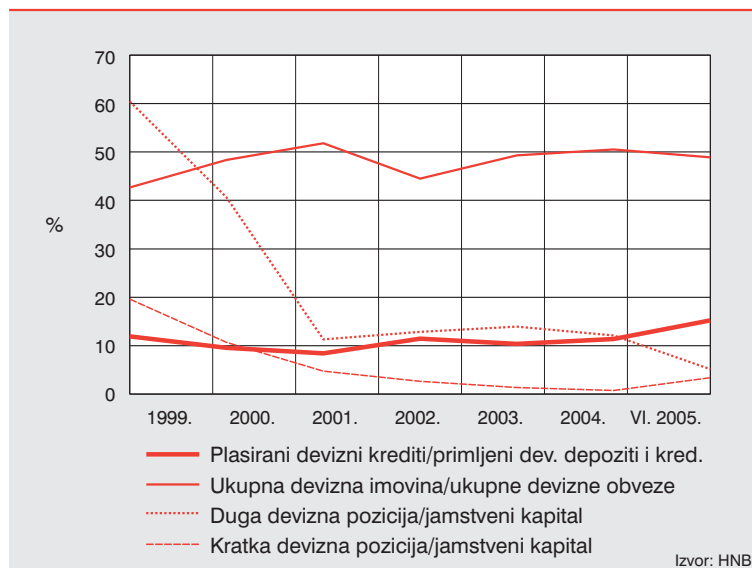


taj je omjer u lipnju 2005. bio 5,1%, što je znatno smanjenje u odnosu na 12,1% na kraju 2004.⁹ Izravni valutni rizik, što potvrđuju i rezultati analize otpornosti hrvatskoga bankarskog sektora, nije prijetnja stabilnosti bankarskog sustava, te je izravni utjecaj promjene nominalnog tečaja kune na adekvatnost kapitala banaka gotovo neutralan. S druge strane, neizravni valutni rizik, koji je izuzetno teško mjerljiv, znatno je veća opasnost za bankarski jer je većina obveza klijenata prema bankama nominirana u stranoj valuti, dok su im prihodi većinom kunski.¹⁰

Banke aktivne na međunarodnom tržištu, a posebice banke u stranom vlasništvu, sve su više izložene riziku tzv. efekta zaraze. Zasad se ne prikupljaju podaci nužni za precizniju ocjenu potencijalnog utjecaja efekta zaraze na poslovne rezultate hrvatskih banaka. No, ipak je moguće procijeniti relativnu važnost pojedinih rizika povezanih s rizikom zaraze.

Prvo, međunarodni “klasični” kreditni rizik relativno je zanemariv zato što je udio kredita nerezidentima u ukupnim kreditima domaćih banaka već nekoliko godina manji od 0,5% (na kraju lipnja 2005. godine iznosio je samo 0,26%). S druge strane, važnost međunarodnoga tržišnog rizika, kao i s njim povezanoga kreditnog rizika “druge strane”, te rizika države već je niz godina u porastu. Naime, udio vrijednosti stranih vrijednosnih papira u ukupnoj vrijednosti aktivnog portfelja vrijednosnih papira kod domaćih banaka tijekom 2004. godine, zbog porasta ulaganja u strane dužničke papire, gotovo se udvostručio te je iznosio 38,07%, a zatim je do kraja lipnja 2005. taj udio malo pao, na 34,7%. Ipak, najveća opasnost u djelovanju

Slika 43. Osnovni pokazatelji valutne izloženosti bankarskog sektora, na kraju razdoblja



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

10 Vidjeti poglavlje 6. i 7. za detaljniji opis valutnog rizika kojem su izloženi klijenti banaka.

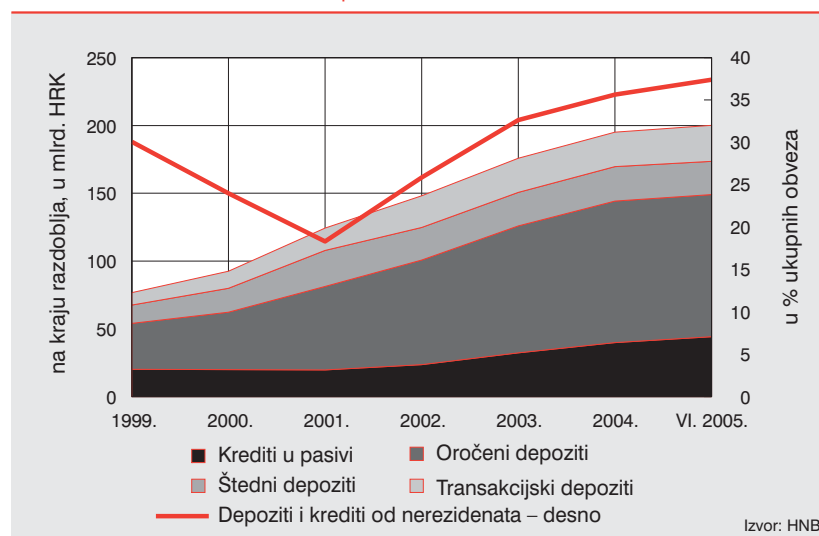
hrvatskih banaka na međunarodnom tržištu i dalje je tzv. rizik financiranja. Naime, udio obveza prema nerezidentima u ukupnim obvezama banaka i dalje raste, te se sa 35,6% na kraju 2004. povećao na 37,4% na kraju lipnja 2005.

Analiza otpornosti bankarskog sektora koju interno provodi središnja banka, pokazala je da je kreditni rizik i nadalje glavna opasnost za hrvatski bankarski sektor, iako je on u stanju apsorbirati značajne gubitke u slučaju pogoršanja rizičnosti aktive, tj. u slučaju negativnog šoka u makroekonomskom okružju. Analiza je također pokazala nešto veću otpornost na pogoršanje općega kreditnog rizika kod skupine malih banaka. Samo jedna od deset najvećih banaka ne bi mogla podnijeti veće pogoršanje kvalitete plasmana kad bi joj stopa adekvatnosti kapitala pada ispod najniže dopuštene razine od 10%.

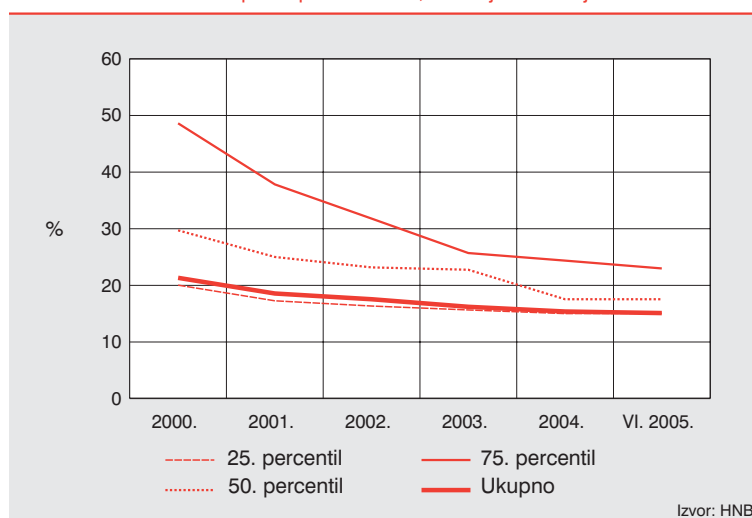
Višegodišnji trend smanjivanja stope adekvatnosti kapitala banaka nastavio se i u posljednjih godinu dana. Tako je agregirana stopa adekvatnosti kapitala na kraju prvog polugodišta 2005. iznosila 15,06%, što je blago smanjenje u odnosu na stanje na kraju 2004. godine kada je stopa bila 15,32%. Najveći utjecaj na ovaj trend imale su velike banke, koje ujedno imaju i nižu razinu adekvatnosti kapitala. Ona je na kraju prvog polugodišta 2005. godine iznosila 14,06%. Opisana kretanja trebala bi odražavati smanjenje percipiranog rizika od neočekivanih gubitaka u poslovanju banaka. S obzirom na specifičnost hrvatske tranzicije, to bi moglo značiti veće povjerenje banaka u političku i ekonomsku stabilnost zemlje, a posebice u poboljšanje njihova institucionalnog okružja.

Na osnovi dostupnih podataka moguća je još i ocjena rizika likvidnosti banaka, tj. procjena opće razine likvidnosti bankarskog sektora i njezine kratkoročne perspektive. Ako je suditi po smanjenju apsolutnoga i relativnog udjela kredita primljenih od HNB-a i domaćih banaka u ukupno primljenim depozitima i kreditima, ukupna likvidnost bankarskog sektora u 2004. bila je znatno veća nego u

Slika 44. Struktura obveza banaka prema instrumentima

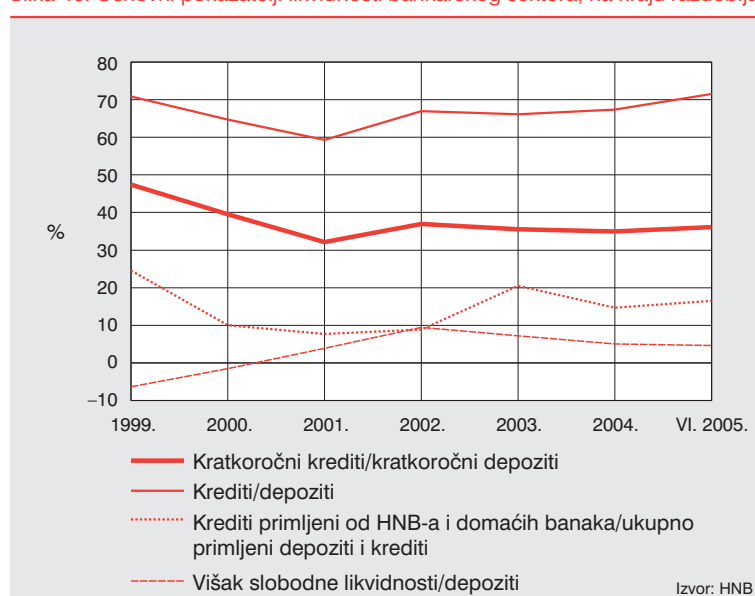


Slika 45. Adekvatnost kapitala po bankama, na kraju razdoblja



2003. godini, a do kraja lipnja 2005. malo je pala. Istodobno, standardni pokazatelji likvidnosti (omjer kredita i depozita i omjer kratkoročnih kredita i kratkoročnih depozita) zabilježili su blagi porast. Zbog tih različitih kretanja kunska se likvidnost banaka smanjuje od sredine 2003. godine, što se najviše odrazilo na sintetskom pokazatelju viška kunske likvidnosti bankarskog sektora, koji je na kraju lipnja 2005. iznosio 4,62% (u usporedbi sa 9,42% na kraju 2002., odnosno 5,04% na kraju 2004.).

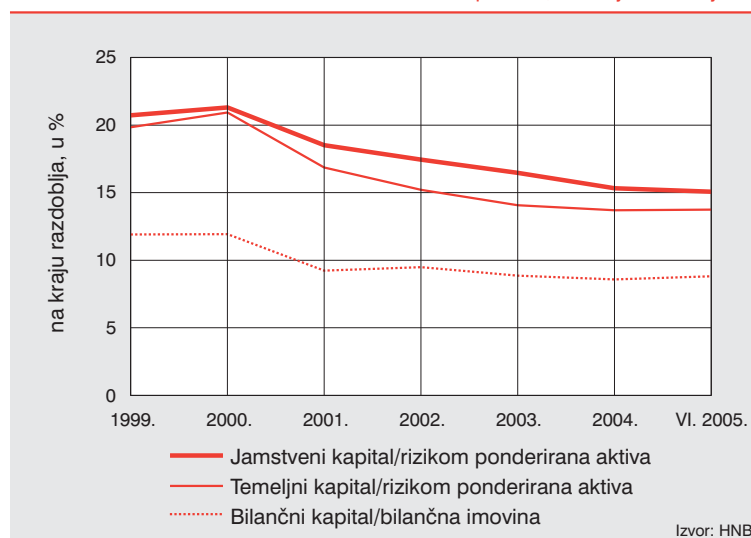
Slika 46. Osnovni pokazatelji likvidnosti bankarskog sektora, na kraju razdoblja



Iako je likvidnost bankarskog sektora u cjelini i nakon duljeg razdoblja smanjenja kunske likvidnosti još visoka, posljednja interna analiza otpornosti bankarskog sektora pokazala je da bi potencijalna opasnost u smislu izloženosti banaka riziku likvidnosti mogla biti neusklađenost dospijuća bankovnih obveza i imovine unutar jedne godine. Također, pokazalo se da su uglavnom sve banke gotovo potpuno otporne na rizik pojedinačne navale na banku, te bi samo jedna banka od deset najvećih imala potrebu za dodatnim financiranjem u iznosu većem od njezine ukupne likvidne imovine.

Sveukupno, hrvatski je bankarski sektor u posljednjih godinu dana ostvario nešto slabiji, ali ipak dobar poslovni rezultat unatoč daljnjem djelovanju mjera monetarne politike za ograničavanje kreditnog rasta i inozemnog zaduživanja banaka, a u situaciji kad konkurencija nije dopustila povećanje aktivnih kamatnih stopa. Nešto slabiji financijski rezultat u odnosu na rezultat na kraju prethodne godine, uz računovodstvene promjene kod pojedinih banaka, posljedica je još nekoliko faktora. Iako neznatno, kapitalska poluga prvi se put od 1999. godine povećala što je utjecalo na smanjenje pokazatelja prinosa na kapital banaka. Drugo, udio općih administrativnih troškova u neto prihodu od poslovanja banaka povećao se za pola postotnog boda, na 54,9%. Također, odobreni krediti državnim jedinicama u posljednjih godinu dana povećali su se za 63%, pa je njihov udio dosegnuo visokih 9,8% ukupnih kredita. Udio relativno profitabilnijih kredita stanovništvu u ukupnim plasmanima rastao je sporije što je također utjecalo na smanjenje prinosa na ukupnu imovinu banaka.

Slika 47. Pokrivenost imovine banaka vlastitim kapitalom, na kraju razdoblja



Tablica A Odabrani pokazatelji poslovanja bankarskog sektora¹¹
(u postocima ako nije drukčije navedeno)

Pokazatelj	2001.	2002.	2003.	2004.	VII. 2004.- VI. 2005.
Broj banaka	43	46	41	37	34
Imovina (u milijunima HRK)	148.455	174.139	204.043	229.305	235.748
Prinos na prosječnu imovinu (ROAA) ^a	0,9	1,6	1,6	1,7	1,6
Prinos na prosječni kapital (ROAE) ^b	6,6	13,7	14,1	16,1	14,5
Prilagođeni ROAA ^c	1,5	1,6	1,5	1,7	1,6
Pokazatelj neto operativnog prihoda ^d	1,6	1,9	1,9	2,0	1,9
Pokazatelj neto kamatnog prihoda ^e	3,6	3,3	3,4	3,0	3,0
Pokazatelj općih administrativnih troškova i amortizacije ^f	3,0	2,7	2,6	2,3	2,3
Udio kamatnih prihoda na kredite u prosječnim kreditima	11,3	9,6	8,7	8,1	8,0
Udio kamatnih troškova za depozite u prosječnim depozitima	3,2	2,8	2,5	2,4	2,6
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	0,5
Udio ispravaka vrijednosti u ukupnom iznosu kredita stanovništvu	4,1	3,4	3,4	3,3	3,1
Udio ispravaka vrijednosti u ukupnom iznosu kredita ostalim trgovačkim društvima	16,1	11,6	9,0	7,7	7,3
Udio posebnih rezervacija u ukupnom iznosu izvanbilančnih rizika	2,7	0,8	0,4	0,4	0,4
Omjer danih deviznih kredita i primljenih deviznih depozita prema kreditima	8,3	11,3	10,2	11,2	15,1
Omjer ukupne devizne imovine i ukupnih deviznih obveza	51,8	44,5	49,3	50,5	48,9
Udio duge devizne pozicije u jamstvenom kapitalu	11,3	12,8	13,9	12,1	5,1
Udio kratke devizne pozicije u jamstvenom kapitalu	4,8	2,7	1,4	0,8	3,4
Omjer dospjelih nenaplaćenih potraživanja i posebnih rezervacija po kreditima ostalim trgovačkim društvima	121,2	128,7	131,5	128,2	137,0
Omjer dospjelih nenaplaćenih potraživanja i posebnih rezervacija po kreditima stanovništvu	113,9	116,3	105,6	109,9	111,5
Omjer dospjelih nenaplaćenih potraživanja i posebnih rezervacija po kreditima i depozitima	108,4	117,5	117,2	112,1	118,1
Udio depozita i kredita primljenih od nerezidenata u ukupnim obvezama	18,3	25,9	32,6	35,6	37,4
Omjer jamstvenoga kapitala i rizikom ponderirane imovine	18,5	17,4	16,5	15,3	15,1
Omjer bilančnoga kapitala i bilančne imovine	9,2	9,5	8,9	8,7	8,8
Omjer temeljnoga kapitala i rizikom ponderirane imovine	16,9	15,2	14,1	13,7	13,7
Omjer kratkoročnih danih kredita i kratkoročnih primljenih depozita	32,2	37,0	35,5	35,0	36,1
Omjer danih kredita i primljenih depozita	58,0	65,7	65,0	65,3	71,5
Udio kredita primljenih od HNB-a i domaćih banaka u ukupno primljenim depozitima i kreditima	7,6	8,7	20,2	14,3	16,5

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.

11 Prema nekonsolidiranim privremenim Statističkim izvješćima banaka za 30. lipnja 2005. i nekonsolidiranim revidiranim izvješćima za ranija razdoblja dostupnim na dan 15. rujna 2005. (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 sektora¹²
(u postocima)

Pokazatelj	2001.	2002.	2003.	2004.	VII. 2004.- VI. 2005.
Dug stanovništva					
– kao % BDP-a	19,0	24,9	29,6	32,8	33,9
– kao % bruto raspoloživog dohotka ^g	36,9	49,2	63,3	70,2	72,5
– kao % bankovnih depozita stanovništva	43,3	60,6	70,6	76,7	79,8
– godišnje stope promjene	29,6	42,2	27,8	18,9	21,0
Dug nefinancijskih poduzeća					
– kao % BDP-a	42,9	45,3	46,3	49,2	49,7
– kao % bankovnih depozita poduzeća	351,5	306,1	288,6	303,5	338,7
– godišnje stope promjene	8,4	14,5	10,1	13,3	12,5
UKUPNO – nefinancijski privatni sektor					
– kao % BDP-a	61,8	70,2	75,9	82,0	83,6
– godišnje stope promjene	14,2	23,0	16,4	15,4	15,8
Dug opće države ^h					
– kao % BDP-a	41,7	42,6	44,6	47,6	49,0
– godišnje stope promjene	11,6	10,6	12,7	14,5	11,6
– otplaćene kamate kao % BDP-a	1,9	2,0	2,0	2,1	2,2
UKUPNO – nefinancijski sektor					
– kao % BDP-a	103,5	112,8	120,5	129,6	132,6
– godišnje stope promjene	13,1	18,0	15,0	15,1	14,2
Implicitna otplata kamata ⁱ					
– stanovništva, kao % bruto raspoloživog dohotka	3,9	4,4	5,7	6,0	6,1
– nefinancijskih poduzeća, kao % BDP-a	3,4	3,2	3,1	2,9	2,9

g Bruto raspoloživi dohodak stanovništva procijenjen je na temelju podataka iz Ankete o potrošnji kućanstava u RH, uz pomoć podataka o stanovništvu iz Statističkog ljetopisa RH, obje publikacije DZS-a. U trenutku pisanja ove publikacije podaci o stanovništvu za 2003. i 2004. godinu su procijenjeni na temelju podataka o migraciji stanovništva.

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

i Procjena na temelju postojećih podataka o kamatama plaćenim bankama.

12 Stručna procjena prema podacima HNB-a, DZS-a, Fine, DINADOS-a, Hagene, CROSEC-a i MF-a, dostupnim na dan 15. rujna 2005. 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 financijskih rezultata poslovanja poduzetnika Republike Hrvatske u 2004. godini*, Financijska agencija, lipanj 2005.
- Annual Report 2004/05*, Banka za međunarodne namire
- Bilten HNB-a*, br. 108, Hrvatska narodna banka, listopad 2005.
- EBRD Transition Report 2004*, Europska banka za obnovu i razvoj
- EU Banking Sector Stability*, Europska središnja banka, rujan 2005.
- Global Development Finance*, Svjetska banka, siječanj 2005.
- Global Financial Stability Report*, Međunarodni monetarni fond, rujan 2005.
- Godišnje izvješće za 2004.*, Hrvatska narodna banka
- Gospodarska kretanja*, Hrvatska gospodarska komora, srpanj/kolovoz 2005.
- Informacija o poslovanju poduzetnika Republike Hrvatske u razdoblju siječanj – lipanj 2005. godine*, Financijska agencija, rujan 2005.
- Makrobonitetna analiza*, br. 1, Hrvatska narodna banka, srpanj 2005.
- World Economic Outlook*, Međunarodni monetarni fond, rujan 2005.
- Zakon o kamatama* ("Narodne novine", br. 94/2004.)
- Zakon o obveznim odnosima* ("Narodne novine", br. 35/2005.)
- Zakon o osiguranju depozita* ("Narodne novine", br. 177/2004.)

Izvori na Internetu:

- Službene internetske stranice središnjih banaka EMU, Bugarske, Češke, Madžarske, Poljske, Rumunjske i Slovenije
- Banka magazine: www.bankamagazine.hr
- Državna agencija za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka: www.dab.hr
- Eurostat: www.europa.eu.int/comm/eurostat
- Hrvatska narodna banka: www.hnb.hr
- Hrvatska udruga banaka: www.hub.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
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
HBOR	– Hrvatska banka za obnovu i razvitak
HGK	– Hrvatska gospodarska komora
HNB	– Hrvatska narodna banka
HRK	– kuna
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
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

