

BROJ

2

Godina 2  
II 2009.



# FINANCIJSKA STABILNOST

HRVATSKA NARODNA BANKA



HRVATSKA NARODNA BANKA

# Financijska stabilnost

Broj 2, Zagreb, veljača 2009.

#### IZDAVAČ

Hrvatska narodna banka  
Direkcija za izdavačku djelatnost  
Trg hrvatskih velikana 3, 10002 Zagreb  
Telefon centrale: 01/4564-555  
Telefon: 01/4565-006  
Telefaks: 01/4564-687

#### WEB-ADRESA

<http://www.hnb.hr>

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

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

Tiskano u 600 primjeraka

ISSN 1846-9256

## Sadržaj

Uvodne napomene	5
Opća ocjena glavnih rizika i izazova za politiku financijske stabilnosti	7
Makroekonomsko okružje	11
Okvir 1. Preliminarni međusektorski financijski računi za Hrvatsku	19
Sektor kućanstava	23
Sektor nekretnina	26
Okvir 2. Determinante cijena nekretnina	28
Sektor nefinancijskih poduzeća	30
Bankarski sektor	34
Okvir 3. Reputacijski rizik i prekogranična zaraza	42
Okvir 4. Prudencijalna regulativa i cikličnost kapitaliziranosti banaka u Hrvatskoj	46
Popis slika i tablica	51



# Uvodne napomene

Financije imaju ključnu ulogu u alokaciji resursa, odnosno procesu transformacije štednje u ulaganja, a time i u rastu gospodarstva te povećanju opće razine društvenog blagostanja. Istodobno su financije, zbog svoje zasnovanosti na povjerenju, inherentno izložene visokom stupnju neizvjesnosti, tj. cikličkim kolebanjima percepcije i ponašanja sudionika na financijskim tržištima. Budući da financijske krize rezultiraju velikim ekonomskim i socijalnim troškovima, očuvanje financijske stabilnosti ima karakter javnog dobra te je važan cilj ekonomske politike.

Financijska stabilnost očituje se u nesmetanom funkcioniranju svih segmenata financijskog sustava (institucija, tržišta, infrastrukture) u procesu alokacije resursa, procjene i upravljanja rizicima te izvršavanja plaćanja, kao i u otpornosti sustava na iznenadne šokove. Stoga se i u Zakonu o Hrvatskoj narodnoj banci, uz osnovni cilj – očuvanje stabilnosti cijena odnosno monetarne i devizne stabilnosti – među glavnim zadaćama središnje banke utvrđuju i regulacija i nadzor banaka radi očuvanja stabilnosti bankovnog sustava, koji je glavni dio financijskog sustava, te osiguranje stabilnosti funkcioniranja sustava platnog prometa. Monetarna i financijska stabilnost usko su povezane jer monetarna stabilnost, koju HNB postiže operativnim provođenjem monetarne politike i obavljanjem uloge banke svih banaka te osiguravanjem nesmetanog odvijanja platnog prometa, pridonosi smanjenju rizika za financijsku stabilnost. Istodobno, financijska stabilnost pridonosi očuvanju monetarne odnosno makroekonomske stabilnosti olakšavajući djelotvorno provođenje monetarne politike.

Odgovornost za stabilnost ukupnoga financijskog sustava HNB dijeli s Ministarstvom financija i Hrvatskom agencijom za nadzor financijskih usluga, koji su nadležni za regulaciju i nadzor

nebankarskih financijskih institucija. Osim s njima, zbog visokog stupnja internacionalizacije bankovnog sustava, koja se ogleda u inozemnom vlasništvu najvećih banaka, HNB surađuje i s regulatornim tijelima i središnjim bankama domicilnih zemalja matičnih financijskih institucija.

Publikacija “Financijska stabilnost” nastavlja se na prijašnju publikaciju “Makrobonitetna analiza”, s tim da je veći naglasak stavljen na buduća kretanja pri ocjeni financijske stabilnosti. U njoj se analiziraju glavni rizici za stabilnost bankovnog sustava koji proizlaze iz makroekonomskog okružja u kojem djeluju kreditne institucije te stanja u glavnim sektorima koji se zadužuju, kao i sposobnost kreditnih institucija da apsorbiraju moguće gubitke u slučaju materijalizacije tih rizika. Raspravlja se i o mjerama koje HNB poduzima radi očuvanja stabilnosti financijskog sustava. Analiza je usmjerena na bankarski sektor zbog njegove dominantne uloge u financiranju gospodarstva.

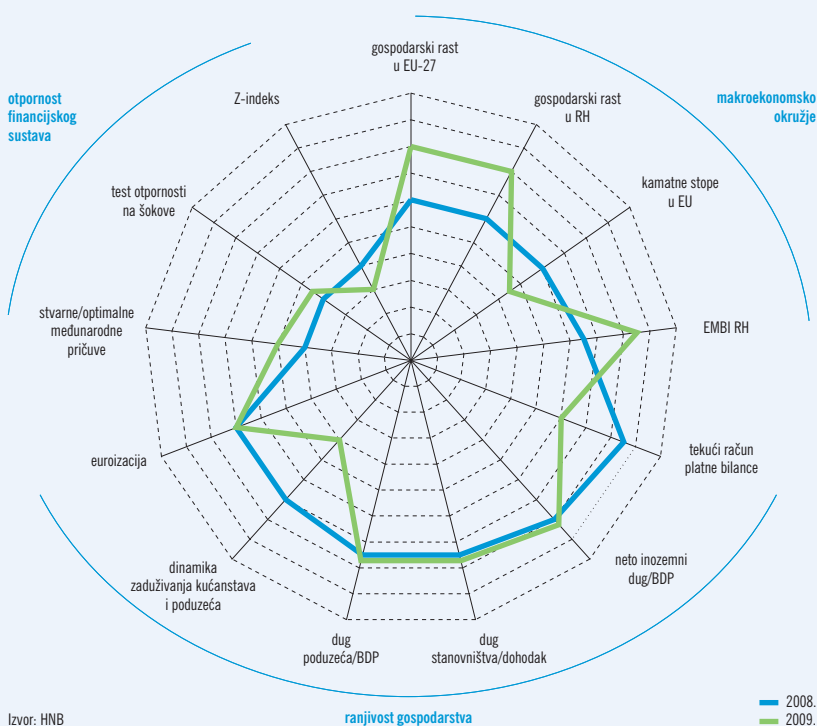
Svrha je objavljivanja ove publikacije sustavno informiranje sudionika financijskih tržišta, drugih institucija i šire javnosti o ranjivostima i rizicima koji prijete stabilnosti financijskog sustava kako bi se olakšala njihova identifikacija i bolje razumijevanje te potaknuli svi sudionici na provođenje aktivnosti koje pružaju odgovarajuću zaštitu od posljedica u slučaju materijalizacije tih rizika. Osim toga, želi se povećati i transparentnost u djelovanju HNB-a usmjerenom na smanjenje glavnih ranjivosti i rizika te na jačanje otpornosti financijskog sustava na moguće šokove koji bi imali znatne negativne učinke na gospodarstvo. Ova bi publikacija trebala potaknuti i olakšati širu stručnu raspravu o pitanjima vezanim uz financijsku stabilnost. Sve to zajedno trebalo bi pridonijeti očuvanju povjerenja u financijski sustav, a time i njegovoj stabilnosti.





# Opća ocjena glavnih rizika i izazova za politiku financijske stabilnosti

Slika 1. Dijagram financijske stabilnosti



Izvor: HNB

Pogoršanje međunarodnoga i domaćega makroekonomskog okružja, koje se očekuje u 2009. zbog utjecaja svjetske financijske krize, znatno će povećati rizike za financijsku stabilnost u ovoj godini. Međutim, uz postojeću, relativno visoku otpornost financijskog sustava i razboritu ekonomsku politiku, ocjenjuje se da će se realna prilagodba nužna za smanjenje vanjske neravnoteže odvijati tako da će se očuvati stabilnost financijskog sustava.

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

vrijednosti za razdoblje s kojim se uspoređuju, odnosno za prethodnu godinu. Povećanje udaljenosti od središta dijagrama za svaku varijablu upozorava na porast rizičnosti ili ranjivosti sustava, odnosno smanjenje njegove otpornosti, te u skladu s time i veću prijetnju stabilnosti. Stoga povećanje površine dijagrama pokazuje da se financijska stabilnost sustava smanjuje, dok smanjenje površine upućuje na povećanje stabilnosti.

S obzirom na razmjerno ograničen utjecaj svjetske financijske krize na domaće gospodarstvo u prva tri tromjesečja 2008., financijska stabilnost zadržana je na visokoj razini. Usporavanje rasta agregatne gospodarske aktivnosti u uvjetima postupnog usporavanja priljeva inozemnoga kapitala te slabljenja izvozne i domaće potražnje nije znatnije pogoršalo kvalitetu aktive banaka. Zadovoljavajuća razina devizne likvidnosti zadržana je i u uvjetima smanjivanja inozemnog duga banaka i države te je stabilnost deviznog tečaja očuvana bez intervencija središnje banke na deviznom tržištu, dok su snažno kapitalizirane poslovne banke osiguravale dostatnu ponudu kredita domaćim sektorima.

Glavni kanal prelijevanja učinaka spomenute financijske krize u tom razdoblju bio je pad cijena dionica domaćih poduzeća koje kotiraju na Zagrebačkoj burzi, što nije imalo većega neposrednog utjecaja na financijsku stabilnost s obzirom na marginalnu uloga tržišta kapitala u financiranju gospodarstva. Također, slom burze tek je neznatno utjecao na profitabilnost banaka jer u njihovoj imovini izrazito prevladava kreditni portfelj. Istodobno su banke bilježile iznimno snažan rast domaćih depozita zbog seljenja imovine stanovništva i poduzeća s tržišta kapitala u banke.

Zamjetno pogoršavanje globalne financijske krize od rujna 2008., potaknuto propašću investicijske banke Lehman Brothers, rezultiralo je snažnim prelijevanjem učinka krize na tržišta u nastajanju, pa tako i na hrvatsko gospodarstvo. Priljev kapitala, posebno dugoročnoga, efektivno je presušio, zbog čega mnoge zemlje nisu mogle refinancirati inozemne obveze. Snažan porast averzije prema riziku doveo je do značajnog skoka premije za rizik na tržištima kapitala i do zatvaranja međubankovnog tržišta novca u razvijenim zemljama. To je prouzročilo pad kredita i jačanje recesijskih tendencija u razvijenim ekonomijama, što je negativno utjecalo na izvoznu potražnju zemalja s tržištima u nastajanju. U takvim okolnostima produkuje se recesija i u hrvatskom gospodarstvu.

Eskaliranje financijske krize rezultiralo je gubicima i u inozemnim bankama vlasnicama vodećih hrvatskih banaka, što je aktiviralo dodatni kanal prelijevanja krize na domaće gospodarstvo. Neizvjesnost glede ukupne razine potencijalnih gubitaka skrivenih u bilancama tih banaka pogoršala je percepciju njihova rizika, čime im je oborila i cijene dionica, te je početkom listopada potaknula odljev dijela depozita građana iz pojedinih hrvatskih banaka u njihovu vlasništvo. Znatno povećan rizik za stabilnost bankarskog sektora izazvao je snažnu reakciju monetarnih i fiskalnih vlasti, koja je obnovila povjerenje i stabilizirala razinu depozita već krajem listopada. Tako je deviznu likvidnost banaka poduprla središnja banka ukidanjem granične obvezne pričuve na inozemnu pasivu banka, što je oslobodilo dio deviznih pričuva banaka, akumuliranih na toj osnovi u prethodnom razdoblju intenzivnog priljeva inozemnoga kapitala. Deviznu likvidnost banaka snažno su potpomogle i banke majke promptnim otvaranjem kreditnih linija bankama kćerima. Povećan je i iznos osiguranih depozita u

hrvatskim bankama sa 100 na 400 tisuća kuna, što je, zajedno s mjerama koje su poduzele države članice EU za ozdravljenje vlastitih bankovnih sustava, također pridonijelo obnovi povjerenja u banke i stabiliziranju velikih hrvatskih banaka. Većina manjih banaka, koje su uglavnom u domaćem vlasništvu, nije bila pogođena opisanim učinkom neizravne zaraze pa su tijekom eskaliranja krize zabilježile tek manje odljeve ili su čak nastavile privlačiti domaće depozite.

Unatoč jačanju deprecijacijskih pritisaka na deviznom tržištu u okolnostima bitno smanjenoga inozemnog zaduživanja nefinancijskog sektora potkraj 2008. godine, aktivna politika središnje banke u regulaciji kunske i devizne likvidnosti, uključujući i intervenciju na deviznom tržištu, očuvala je relativnu stabilnost tečaja kune, čime su ograničeni potencijalni rizici za domaću financijsku stabilnost koji proizlaze iz široko rasprostranjene eurozacije financijskih obveza u domaćem gospodarstvu.

Stabilnosti bankarskog sektora, uz dobru profitabilnost i kapitaliziranost banaka, pridonosi i vrlo ograničeno oslanjanje na pribavljanje sredstava na financijskom tržištu, čemu su znatan doprinos dale makroprudencijalne mjere središnje banke usmjerene na ograničavanje inozemnog zaduživanja banka, koje su provedene posljednjih godina. Na relativno visoku razinu financijske stabilnosti upućuju i pokazatelji otpornosti bankarskog sektora (Z-indeks rizika insolventnosti i testiranje otpornosti na šokove).

Otpornost bankarskog sektora u 2009. godini naći će se na snažnijoj kušnji jer temeljni makroekonomski scenarij HNB-a predviđa daljnje usporavanje rasta BDP-a, na približno 1%, uz rast vjerojatnosti nastupanja snažnijih šokova, koji bi mogli dodatno usporiti gospodarski rast i stvoriti pojačane pritiske na deprecijaciju tečaja, premda se na temelju provedenog testiranja otpornost sustava i dalje ocjenjuje solidnom.

Razina međunarodnih pričuva HNB-a zbog spomenutog se otpuštanja dijela ukupnih deviznih pričuva financijskog sustava i porasta procijenjenih potencijalnih odljeva u šok-scenariju te obveza koje dospijevaju tijekom iduće godine, našla nešto ispod optimalne. Međutim, budući da su inozemne banke majke već iskazale spremnost na pružanje dodatne likvidnosti u iznimnim situacijama vodećim hrvatskim bankama kćerima, njihova bi razina ostvarena krajem 2008. trebala biti dovoljna za ublažavanje učinaka i mogućega većeg zastoja u priljevu kapitala u 2009.

Znatno pogoršanje makroekonomskog okružja uzrokovano globalnom financijskom krizom bit će glavni izvor rizika za financijsku stabilnost u 2009. Pritom će najveći rizik biti osjetno smanjen priljev inozemnoga kapitala, koji će otežati refinanciranje dospjelih obveza prema inozemstvu i ograničiti mogućnosti financiranja manjka na tekućem račun platne bilance. To će bitno suziti mogućnosti financiranja gospodarstva iz inozemnih i domaćih izvora te rezultirati padom domaće potraž-

nje i usporavanjem rasta agregatne gospodarske aktivnosti na oko 1%, što će bankama prouzročiti povećanje kreditnog rizika. Istodobno će se zamjetno usporiti rast ukupne zaduženosti domaćih sektora i blago smanjiti omjer bruto inozemnog duga i BDP-a. U takvim okolnostima jačat će i pritisak na deprecijaciju deviznog tečaja, a time i valutno inducirani kreditni rizik banaka s obzirom na raširenost valutno indeksiranih kredita klijentima koji nisu zaštićeni od valutnog rizika.

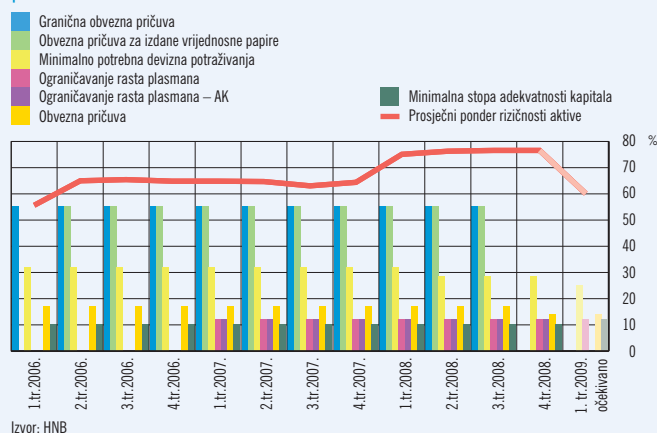
Riziku slabljenja gospodarske aktivnosti i riziku platnobilančne, odnosno tečajne krize, pridonijet će i prelijevanje učinaka financijske krize na domaće gospodarstvo preko realnog sektora. Naime, najveće države članice EU već su sredinom 2008. ušle u recesiju, koja bi se na cijelom području EU u 2009. godini mogla dodatno produbiti. To će umnogome ograničiti izveznu potražnju glavnih hrvatskih trgovinskih partnera i znatno pridonijeti usporavanju rasta hrvatskoga gospodarstva.

Unatoč drastičnim rezovima kamatnih stopa najvećih svjetskih središnjih banaka i opadanju kamatnih stopa po kojima se trguje na europskom međubankovnom tržištu, ne očekuje se znatnije smanjenje kamatnih stopa s kojima se suočavaju hrvatske banke i poduzeća pri inozemnom zaduživanju. Razlog tome leži u ružanskom ekstremnom povećanju averzije prema riziku svih sudionika na globalnom financijskom tržištu i očekivanom zadržavanju premije za rizik, koju će domaći sektori morati plaćati za inozemno zaduživanje u 2009., na povišenoj razini. Neizvjesnost glede dostupnosti i cijene inozemnih izvora financiranja tijekom 2009. godine ujedno je i glavni razlog pretezanja rizika jačanja negativnih šokova na realnu aktivnost. U takvim okolnostima ne očekuje se ni smanjenje kamatnih stopa na kredite domaćih banaka.

Polazeći od opisane konstelacije glavnih rizika koji se očekuju u 2009. i od velike euroiziranosti kao važnoga strukturnog obilježja hrvatskoga gospodarstva, najveći izazov politički usmjerenom na očuvanje financijske stabilnosti svodi se na postizanje takvog odnosa u kretanju devizne i kunske likvidnosti koji će osigurati stabilnost deviznog tečaja. Pritom će ponuda kunske likvidnosti, a time i razina financiranja realnoga gospodarstva od bankarskog sektora, biti ograničena deviznom likvidnošću koju će odrediti priljev kapitala iz inozemstva, dok će mogućnost korištenja deviznih pričuva monetarnog sustava biti tek umjerena.

U takvim će uvjetima djelovanje HNB-a tijekom 2009., kao i krajem prethodne godine, biti usmjereno na ublažavanje intenziteta vanjske prilagodbe radi očuvanja financijske stabilnosti kako bi se proces smanjivanja zaduženosti domaćega gospodarstva odvijao bez naglih lomova gospodarske aktivnosti. Takvo je djelovanje u 2008. godini bilo provođeno smanjenjem stope minimalno potrebnih deviznih potraživanja banaka s 32% na 28,5% (u svibnju), spomenutim ukidanjem granične obvezne pričuve na inozemne obveze koja je iznosila 55% (u listopadu) i stope obvezne pričuve sa 17% na 14% (u prosincu) te intervencijom središnje banke na deviznom tržištu prodajom deviza u iznosu od 270 mil. EUR (potkraj listopada).

Slika 2. Promjene najvažnijih mjera monetarne i prudencijalne politike



Izvor: HNB

HNB će i u 2009. godini nastaviti djelovati protuciklički postupnim otpuštanjem imobilizirane devizne likvidnosti banaka i vlastitih inozemnih pričuva, osiguravajući istodobno deviznu likvidnost sustava i stabilnost deviznog tečaja, vodeći pritom računa da se regulacijom kunske likvidnosti takvo djelovanje zadrži u granicama koje neće prijetiti pogoršanjem percepcije rizika tržišnih sudionika i kreditnog rejtinga države.

Također, potencijalno destabilizirajuće djelovanje uvođenja prudencijalnog okvira Basela II tijekom 2009. u obliku smanjenja kapitalnih zahtjeva zbog ukidanja povećanih pondera rizičnosti za aktivu banaka izloženu induciranom valutnom riziku, uglavnom je neutralizirano podizanjem stope minimalne obvezne adekvatnosti kapitala banaka s 10% na 12%. To će pridonijeti zadržavanju visoke otpornosti, a time i stabilnosti bankarskog sektora.

Zbog ograničenih mogućnosti financiranja na inozemnom i domaćem tržištu država će također, kao i ostali domaći sektori, nastojati smanjiti jaz između štednje i investicija, odnosno proračunski manjak. No, rizici u obliku podbacivanja fiskalnih prihoda u slučaju jačanja negativnih šokova iz okružja i aktiviranja državnih jamstava prijete dodatnim otežavanjem problema financiranja države i mogućim istiskivanjem ostalih domaćih sektora s financijskog tržišta. Stoga bi materijalizacija tih rizika zahtijevala znatno jaču fiskalnu prilagodbu.

# Makroekonomsko okruŕje

Tablica 1. Gospodarski rast u odabranim razvijenim zemljama i zemljama s trŕištima u nastajanju

	Godišnja stopa rasta BDP-a		Tromjesečne stope rasta BDP-a, $\Delta Q/Q_{t-1}$		
	2007.	2008. <sup>a</sup>	1. tr. 2008.	2. tr. 2008.	3. tr. 2008.
SAD	2	1,5	0,2	0,7	-0,1
Japan	2,4	0,4	0,6	-1	-0,5
Eurozona (15)	2,7	1,1	0,7	-0,2	-0,2
EU (25)	2,9	1,3	0,6	-0,1	-0,2
Njemačka	2,5	1,3	1,4	-0,4	-0,5
Italija	1,5	0,0	0,5	-0,4	-0,5
Mađarska	1,1	1,7	0,5	0,4	-0,1
Slovenija	6,8	4,4	1,9	0,5	0,7
Slovačka	10,4	7,0	1,1	1,8	1,5
Estonija	6,3	-1,3	-1,2	-1,5	-0,9
Letonija	10,2	-0,8	-0,6	-2,9	-1,2
Litva	8,9	3,8	-0,3	1	0,3
Hrvatska	5,6	2,9	1,7	0,5	-0,3

<sup>a</sup> Ocjena  
Izvori: Eurostat; DZS; HNB

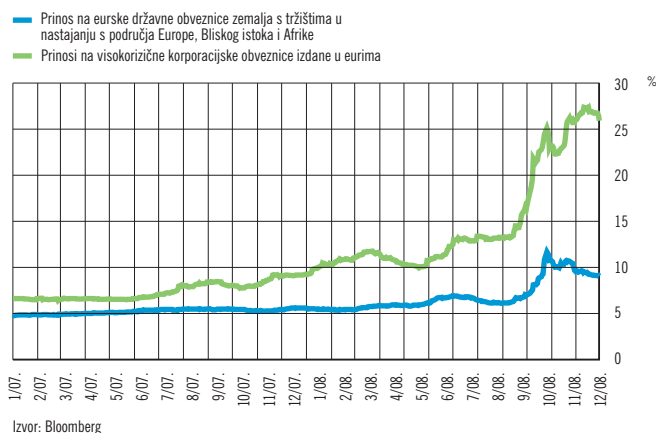
Znatno pogoršanje globalne financijske krize koje je uslijedilo nakon propasti investicijske banke Lehman Brothers u rujnu 2008., rezultiralo je produbljivanjem recesijskih tendencija u okruŕju, što se prenijelo i na hrvatsko gospodarstvo. Povećana averzija prema riziku znatno će usporiti priljev inozemnoga kapitala u 2009., a to će zahtijevati snaŕnu realnu prilagodbu svih domaćih sektora u 2009. radi smanjenja postojeće vanjske neravnoteŕe. U nastojanju da otkloni rizik naglog loma gospodarske aktivnosti, monetarna politika bit će usmjerena na osiguranje vanjske likvidnosti zemlje i oćuvanje stabilnosti deviznog tećaja. Istodobno će fiskalna politika morati biti spremna na korekciju snaŕniju od predviđene ako mjere razvijenih zemalja ne uspiju ogranićiti ućinke krize na svjetskim financijskim trŕištima.

## Makroekonomski rizici

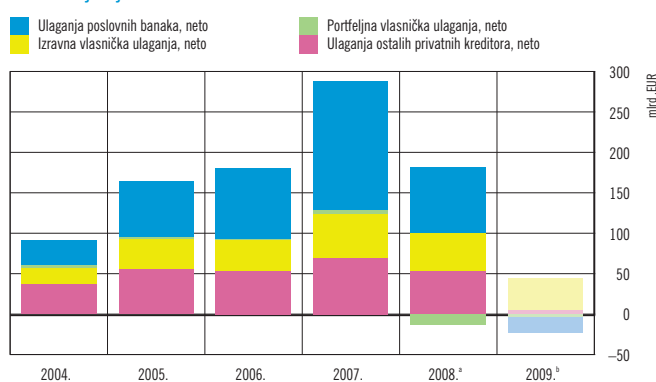
Financijska kriza, potaknuta slomom trŕišta drugorazrednih hipotekarnih kredita u SAD-u sredinom 2007., pretvorila se tijekom 2008. u krizu svjetskih razmjera i prouzročila zamjetno usporavanje rasta svjetskoga gospodarstva. Pritom se pokazalo da zbog visokog stupnja integracije globaliziranih trŕišta nijedna regija ili skupina zemalja ne može ostati izolirana od negativnih ućinaka financijske krize.

Tako gotovo sve razvijene zemlje u 2008. biljeŕe znatno usporavanje rasta ili ulaze u recesiju, neovisno o stanju na tekućem ra-

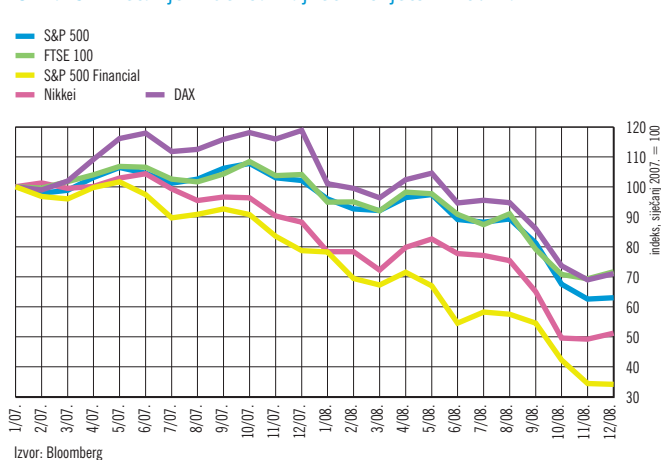
Slika 3. Prinosi na visokorizične državne i korporacijske obveznice



Slika 4. Priljev kapitala u europske zemlje s tržištima u nastajanju



Slika 5. Kretanje indeksa najvećih svjetskih burza



čunu platne bilance. Naime, ni države s viškovima na tekućem računu platne bilance nisu ostale zaštićene budući da se njihov gospodarski rast u velikoj mjeri zasnivao upravo na ekspanziji potražnje u skupini država s rastućim vanjskim neravnotežama. Sličan scenarij odvija se i u zemljama s tržištima u nastajanju, gdje zemlje s viškovima u tekućoj bilanci bilježe znatno usporavanje rasta, a zemlje sa značajnijim manjkovima već ulaze u recesiju.

I dok je još u prvoj polovini 2008. bilo rašireno vjerovanje da se financijska kriza neće u većoj mjeri osjetiti na tržištima u nastajanju, s obzirom na solidne ekonomske fundamente u obliku dinamičnoga gospodarskog rasta te relativno visoke razine monetarne i fiskalne discipliniranosti, radikalno pogoršanje krize sredinom rujna nakon propasti investicijske banke Lehman Brothers pokazalo je da će zemlje iz skupine onih s tržištima u nastajanju biti izložene šoku iznenadnog pada priljeva inozemnoga kapitala (Slika 4.). Pritom će posebnu ranjivost pokazati zemlje koje imaju znatne potrebe za inozemnim financiranjem zbog visokog manjka na tekućem računu i zamjetne razine dospjeloga inozemnog duga. Od europskih zemalja toj skupini, osim baltičkih zemalja i Mađarske, pripadaju i gotovo sve zemlje jugoistočne Europe.

Naime, dok se u razdoblju do propasti banke Lehman Brothers proces smanjenja prevelike zaduženosti financijskih institucija odvijao u donekle kontroliranim uvjetima, čemu su pridonosile znatne intervencije američkih monetarnih i fiskalnih vlasti, odnosno spašavanje sistemski važnih financijskih institucija, odluka o dopuštanju bankrota spomenute banke izazvala je dramatičan skok averzije prema riziku i svojevrsnu imploziju financijskih tržišta, koja je rezultirala "usisavanjem" kapitala iz zemalja s tržištima u nastajanju. Međubankovna tržišta u razvijenim zemljama gotovo su zamrla, a premije za rizik drastično su povećane (Slika 3.).

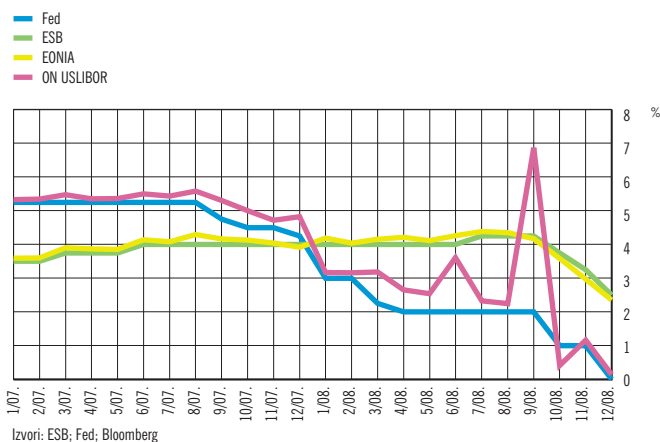
U takvoj se situaciji u listopadu 2008. priljev kapitala na tržišta u nastajanju zamalo zaustavio, a vrijednost dionica financijskih institucija na svjetskim burzama snažno je pala (Slika 5.).

Središnje banke razvijenih zemalja reagirale su monetarnim popuštanjem bez presedana u novijoj povijesti: zamjetnim smanjenjem kamatnih stopa i ubrizgavanjem likvidnosti u financijski sustav nastojeći oživjeti zamrle segmente financijskih tržišta (Slika 6.). Vlade su istodobno prilična sredstva usmjerile u dokapitalizaciju najvećih banaka. Unatoč tome kreditni lom nije znatnije ublažen i realno se gospodarstvo nastavilo ubrzano urušavati te produbljivati recesiju, u kojoj su se brojne razvijene zemlje našle već sredinom 2008. godine, a koja se prenijela i u 2009.

Iako ranjivo, s obzirom na relativno visok inozemni dug i manjak na tekućem računu, hrvatsko je gospodarstvo u 2008. ušlo s dinamičnim rastom, razboritom monetarnom i fiskalnom politikom te visokim deviznim pričuvama i dobro kapitaliziranim bankovnim sustavom.



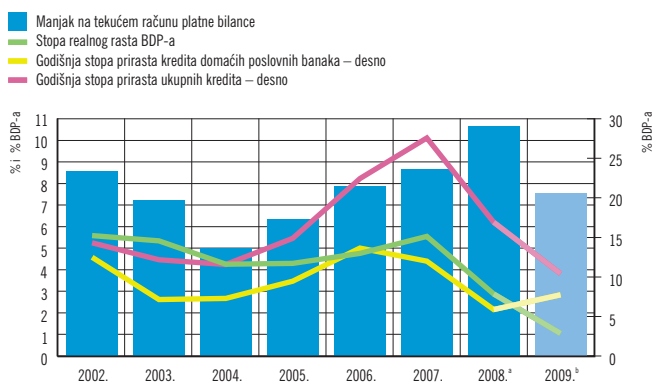
Slika 6. Ključne kamatne stope Fed-a i ESB-a i EULIBOR



Tako je monetarna politika, u uvjetima ograničenja koja proizlaze iz visokoeuroiziranoga gospodarstva<sup>1</sup>, nastojala neortodoksnim mjerama u obliku penaliziranja prebrzog rasta plasmana i granične obvezne pričuve na inozemne izvore sredstava banaka smanjiti ranjivost domaćega gospodarstva s obzirom na vanjske šokove i očuvati financijsku stabilnost. U tom pravcu djeluje i politika postupne fiskalne prilagodbe, kojoj je cilj uravnoteženje državnog proračuna do 2010.

Prvu polovinu 2008. obilježavali su još uvijek solidan gospodarski rast od oko 4% i nešto sporiji priljev inozemnoga kapitala. Fiskalna je politika zbog brzog rasta poreznih prihoda generirala proračunski višak i smanjila inozemni dug države refinancirajući ga na domaćem tržištu. Banke su u uvjetima visoke kapitaliziranosti i ograničenog rasta plasmana te važećih restrikcija na priljev inozemnoga kapitala također smanjile inozemni dug. Sektor poduzeća nastavio se znatno financirati zaduživanjem u inozemstvu.

Slika 7. Priljev inozemnoga kapitala i rast BDP-a u Hrvatskoj

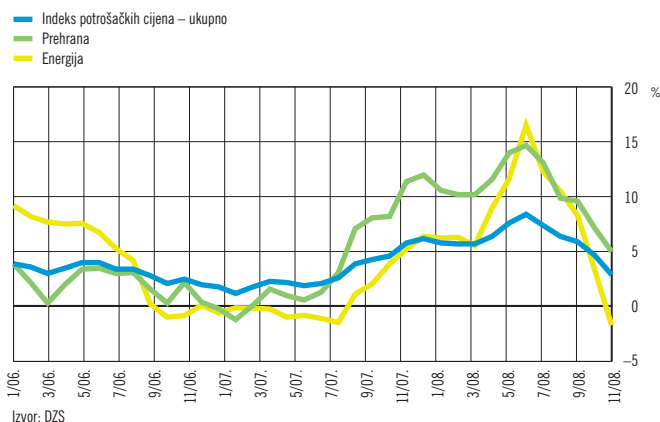


Tako se, u umjereno pogoršanoj situaciji na svjetskim financijskim tržištima, realna prilagodba, nužna radi smanjenja vanjske neravnoteže, tijekom prvog polugodišta 2008. odvijala kroz postupno usporavanje gospodarskog rasta. Tome je osim blago restriktivne monetarne i fiskalne politike pridonijelo i znatno ubrzanje inflacije pod utjecajem vanjskog šoka porasta cijena nafte i hrane koji se prenio na domaći rast cijena i primjetno usporio realni rast osobne potrošnje (Slika 7. i 8.).

Ipak, intenzitet realne prilagodbe nije bio dovoljan da neutralizira pogoršanje uvjeta razmjene pa se manjak na tekućem računu u tom razdoblju uspijevao financirati na relativno visokoj razini od oko 10% BDP-a.

U trećem su tromjesečju 2008. jačale recesijske tendencije u gospodarstvu, na što su utjecali pad domaće potražnje i stagnacija robnog izvoza. U listopadu 2008. spomenuto eskaliranje svjetske financijske krize rezultiralo je snažnim skokom premije za rizik europskih zemalja s tržištima u nastajanju približno za 300 baznih bodova. Pritom financijska tržišta prema percepciji rizika prave vidljivu razliku između zemalja s relativno malim neravnotežama, čije su premije za rizik porasle otprilike za 150 baznih bodova uglavnom na temelju izrazitog smanjenja prinosa na referentnu njemačku obveznicu pod utjecajem bijega kapitala u sigurnost državnih obveznica, i zemalja s relativno velikim vanjskim neravnotežama, među koje spada i Hrvatska, čije su se premije za rizik povećale na približno 450 baznih bodova pod utjecajem porasta traženih prinosa od oko 300 baznih bodova (Slika 9., 10. i 11.).

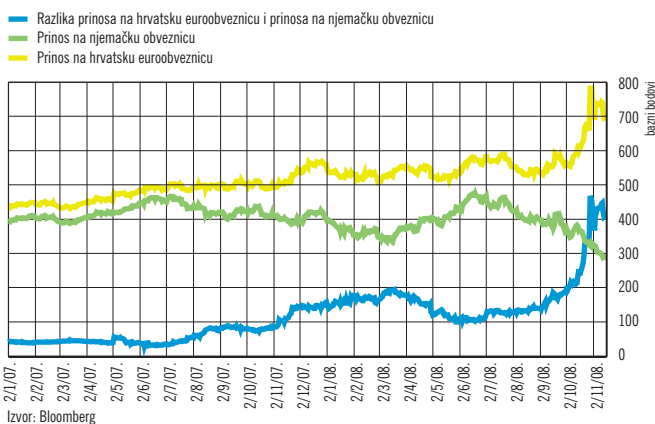
Slika 8. Godišnje stope promjene cijena prehrane, energije i ukupnog indeksa potrošačkih cijena



Time je došlo do efektivnog zatvaranja tržišta dugoročnoga kapitala za Hrvatsku, a financijski sustav našao se i pod udarom svojevrsne zaraze, koja se s tržišta razvijenih zemalja preko banaka majki vodećih domaćih banaka proširila i na domaće tržište. Naime, dok je u prethodnom dijelu godine snažan pad

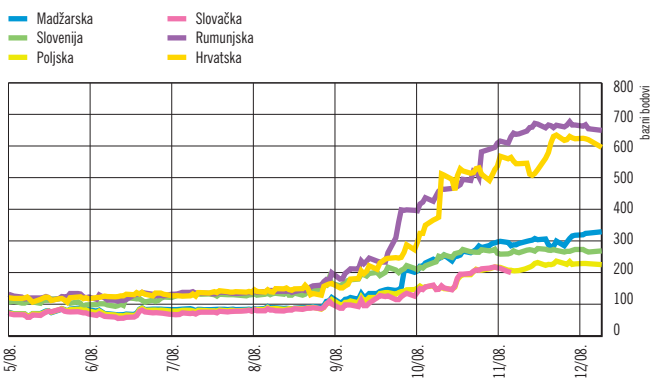
<sup>1</sup> Vidi Okvir 6. Ograničenja monetarne politike u malome otvorenome euroiziranom gospodarstvu, Financijska stabilnost, broj 1, lipanj 2008.

Slika 9. Prinosi na hrvatsku i usporedivu njemačku obveznicu s dospijanjem 2014. i njihova razlika



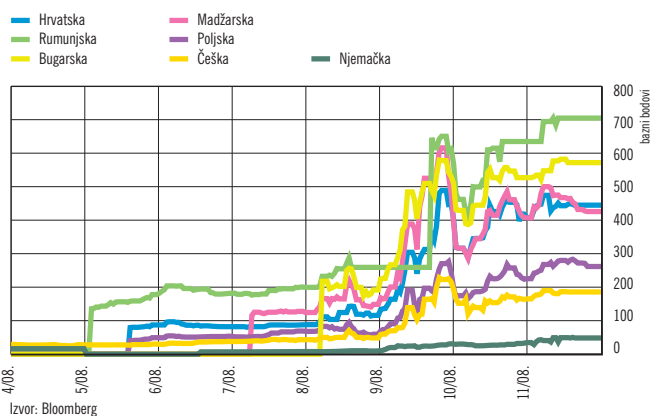
Izvor: Bloomberg

Slika 10. Razlike prinosa na usporedive euroobveznice odabranih zemalja i usporedive njemačke obveznice DBR 5.25 1/4/11



Izvor: Bloomberg

Slika 11. Kretanje prinosa na premiju osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za odabrane zemlje



Izvor: Bloomberg

burze rezultirao povlačenjem sredstava iz investicijskih fondova i njihovim seljenjem u sigurnije, bankovne depozite, učestale vijesti o gubicima banaka u razvijenim zemljama stvorile su negativnu percepciju kod štediša hrvatskih banaka kćeri. Tako je objava značajnih gubitaka banaka majki hrvatskih banaka povezanih s propašću Lehman Brothersa u listopadu potaknula povlačenje dijela depozita iz hrvatskih banaka kćeri (Slika 12. i 13.).

Brza reakcija hrvatskih monetarnih i fiskalnih vlasti, kojom je oslobođen dio deviznih pričuva banaka i povećana osigurana štednja na 400.000 kuna (50.000 eura), pokazala se djelotvornom i pad je depozita stanovništva zaustavljen. Uz to, likvidnost banaka kćeri podržana je i priljevom kapitala iz banaka majki, a banke su raspolagale i znatnim vlastitim pričuvama devizne likvidnosti. Ukupnoj deviznoj likvidnosti tržišta pridonio je također znatan priljev inozemnoga kapitala u listopadu na osnovi prodaje dijela dionica naftne kompanije Ina od strane domaćih ulagača inozemnom strateškom ulagaču, kao i manja intervencija središnje banke na deviznom tržištu.

Budući da je financijska stabilnost bila očuvana, u četvrtom je tromjesečju 2008. osiguran nastavak rasta bankovnih kredita poduzećima i stanovništvu, a mjerama monetarne politike (smanjenjem stope obvezne pričuve) i dodatnim priljevom inozemnoga kapitala, u čemu su posredovale banke, stvoren je prostor i za financiranje povećanih potreba javnog sektora.

Ipak, jačanje recesije u razvijenim europskim zemljama, koje su glavna hrvatska izvozna tržišta, dodatno je oslabilo izvoz, zbog čega se u posljednjem tromjesečju uz daljnji pad investicija nastavilo jačanje recesijskih tendencija, pa se rast BDP-a smanjio s 5,6% u 2007. na 2,0% do 3,0% u 2008. godini.

Ukupno gledajući, u većem dijelu 2008. u osnovi se nastavio obrazac rasta iz prethodnih godina, pri čemu je dodatno ubrzanje rasta investicija sektora poduzeća neutraliziralo usporavanje potrošnje pa se ukupni jaz između agregatne štednje i investicija, odnosno manjak na tekućem računu platne bilance, povećao na približno 11% (Slika 14. i 15.).

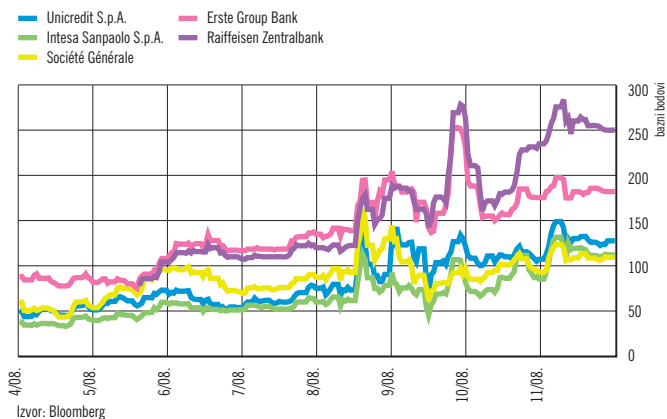
Iako je taj manjak dobrim dijelom financiran priljevom inozemnih izravnih ulaganja (oko 8% BDP-a), u kojem je prevladavalo reinvestiranje dobiti i portfeljno ulaganje, znatan priljev kapitala ostvaren je i na osnovi zaduživanja na inozemnom tržištu, i to poglavito sektora poduzeća (Slika 16. i 17.).

Rast inozemnog duga, čija je razina krajem 2008. dosegla oko 93% BDP-a, te umjereno smanjenje deviznih pričuva ukupnoga monetarnog sustava, rezultirali su povećanjem ukupnoga neto inozemnog duga i određenim pogoršanjem pokazatelja vanjske solventnosti i likvidnosti (Slika 18., 19. i 20.). Takva su kretanja pridonijela padu ukupnih međunarodnih pričuva središnje banke krajem 2008. na razinu ispod optimalne<sup>2</sup>, ali uz pretpostavku da će banke majke i dalje biti spremne svojim kće-

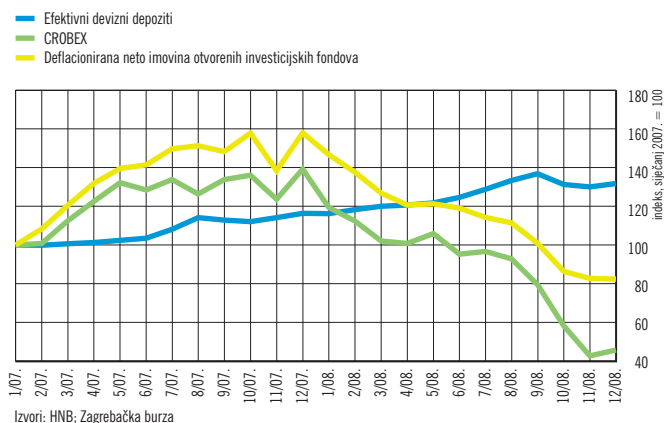
<sup>2</sup> Detaljniji opis modela optimalnih međunarodnih pričuva vidi u Okviru 2. Optimalne međunarodne pričuve HNB-a, Financijska stabilnost, broj 1, lipanj 2008.



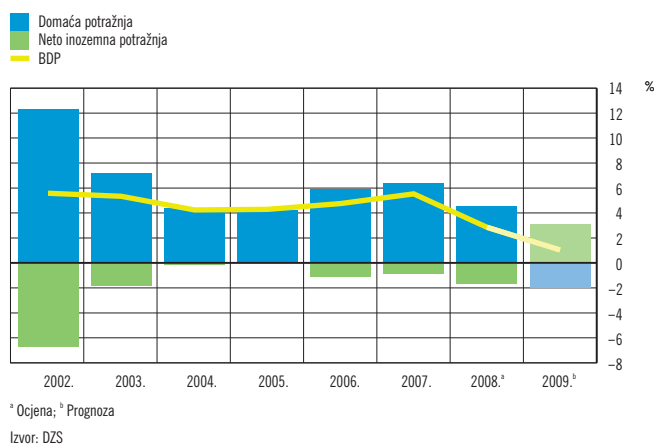
Slika 12. Kretanje prinosa na premiju osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za banke majke hrvatskih banaka



Slika 13. Kretanje deviznih depozita, neto imovine otvorenih investicijskih fondova i burzovnog indeksa CROBEX



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



rima osiguravati deviznu likvidnost, one su još uvijek na razini dovoljnoj za održavanje vanjske likvidnosti, čak i ako se jače uspori priljev inozemnog kapitala (Slika 21.).

Očekivano pogoršanje u međunarodnom ekonomskom okru ju u 2009. snažno će poduprijeti vanjska ograničenja, što će zahtijevati znatnu realnu prilagodbu hrvatskoga gospodarstva tako da se smanji manjak na tekućem računu platne bilance, a posljedica će biti usporavanje gospodarskog rasta.

Naime, unatoč nastojanjima razvijenih zemalja da pomoću snažne monetarne i fiskalne stimulacije prevladaju financijsku krizu i suzbiju njezine posljedice u realnom gospodarstvu, produbljiavanje recesije u razvijenim zemljama i zamjetno usporavanje rasta u zemljama u razvoju i onima s tr ištima u nastajanju nastaviti će se barem još u prvoj polovini 2009., što će bitno ograni iti izvoznu potražnju.

Inozemna tr iшта kapitala i dalje će karakterizirati smanjena raspoloživost kapitala i jaka averzija prema riziku te će se zadržati ograničena dostupnost i visoke cijene inozemnog kapitala za zemlje s tr ištima u nastajanju, posebice one s relativno visokom vanjskom neravnotežom i zadu eno cu. Tome će pridonijeti i znatno veća potražnja za kapitalom razvijenih zemalja zbog potrebe financiranja programa fiskalnih poticaja.

Situacija na svjetskim financijskim tr ištima mogla bi se početi postupno smirivati tijekom drugog tromjesečja 2009., kad se u većoj mjeri počnu osjećati učinci spomenute monetarne relaksacije. Kako zasada transmisija monetarne politike na realni sektor preko kamatnoga kanala nije djelotvorna, središnje banke, a posebno Fed, posežu i za kvantitativnom relaksacijom putem monetizacije vrijednosnih papira državnog i privatnog sektora.

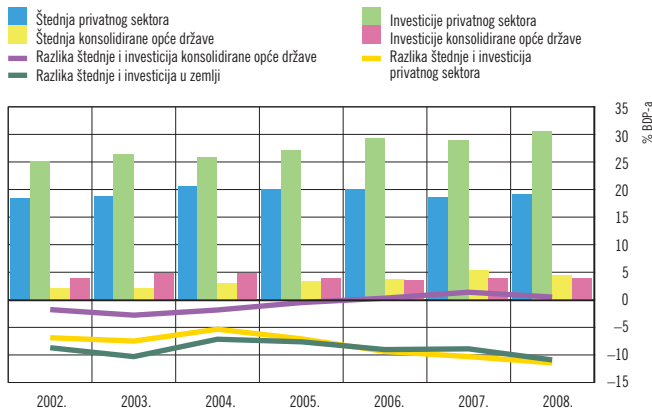
Istodobno se postupno efektuiraju ili su u pripremi i programi snažne fiskalne stimulacije finalne potražnje u nastojanju da se spriječi produbljiavanje recesije i njezino povratno negativno djelovanje na slabljenje financijskog sektora.

U takvim će radikalno promijenjenim okolnostima u odnosu na prethode godine tijekom 2009. vjerojatno doći do stagnacije ili pada ukupnoga hrvatskog izvoza robe i usluga, što će, zajedno s bitno ograničenim mogućnostima financiranja manjka na tekućem računu platne bilance zbog smanjenog priljeva inozemnog kapitala, zahtijevati znatno smanjenje uvoza.

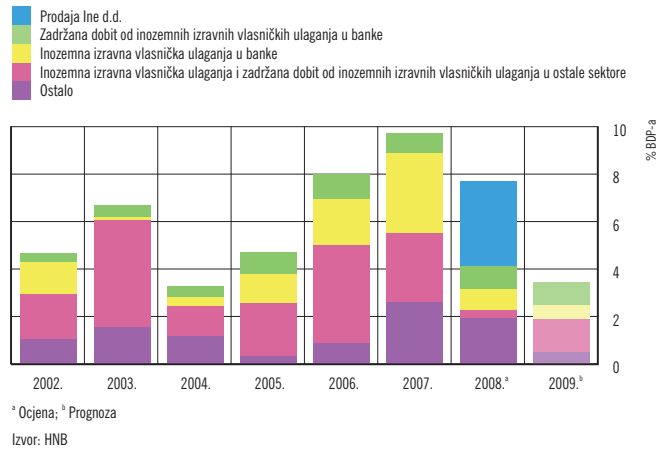
Stoga se predviđa realno smanjenje domaće finalne potražnje, posebno njezinih izrazito uvozno intenzivnih segmenata, kao što su investicije i potrošnja trajnih potrošnih dobara.

Polazeći od takvih pretpostavki, prema osnovnom makroekonomskom scenariju, na kojem se temelji i projekcija monetarne politike, prognozira se usporavanje rasta BDP-a u 2009. na oko 1%. Manjak na tekućem računu za isto razdoblje smanjio bi se na približno 7,5% BDP-a, s oko 11% u 2008. godini. Pritom se očekuje višestruko manji porast inozemnog duga nego u 2008., upola manji priljev kapitala putem inozemnih izravnih ulaganja, kao i određeno smanjenje deviznih pričuva monetarnog sustava.

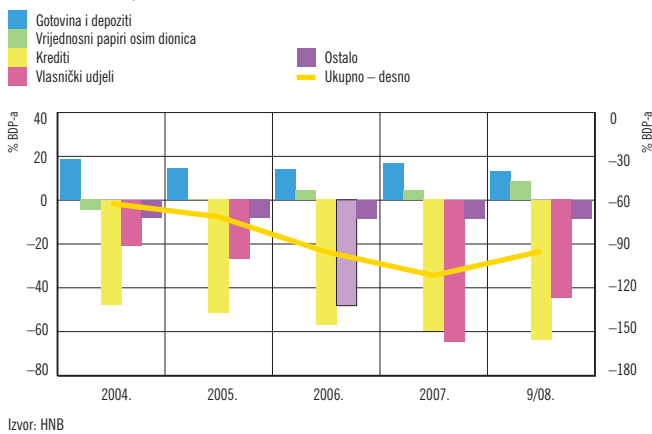
Slika 15. Štednja i investicije – ukupno i po sektorima



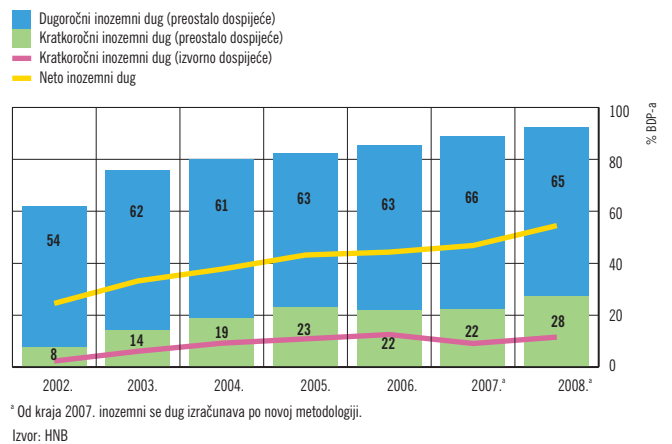
Slika 16. Struktura inozemnih izravnih ulaganja



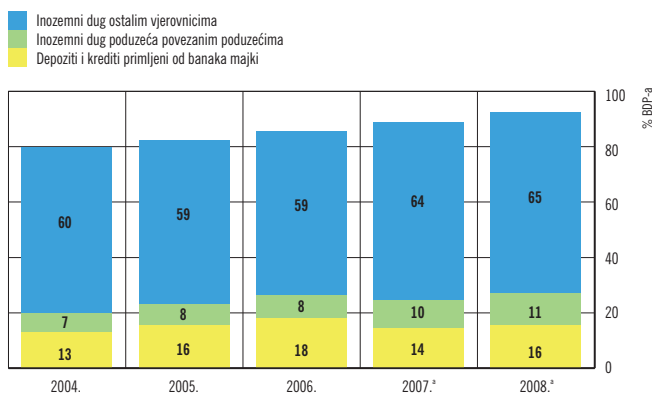
Slika 17. Neto financijska pozicija domaćih sektora prema inozemstvu po instrumentima



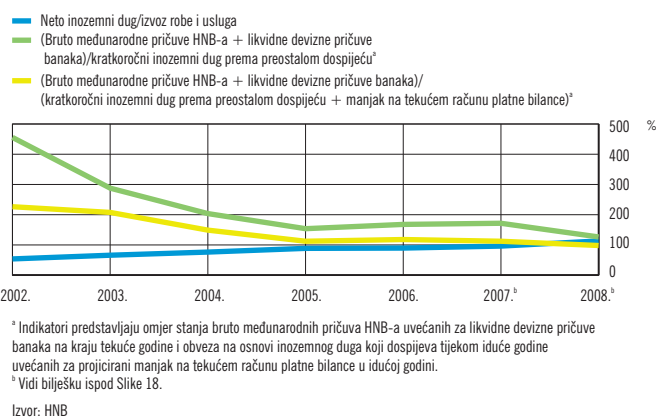
Slika 18. Ukupni inozemni dug prema ročnosti



Slika 19. Ukupni inozemni dug prema vjerovnicima



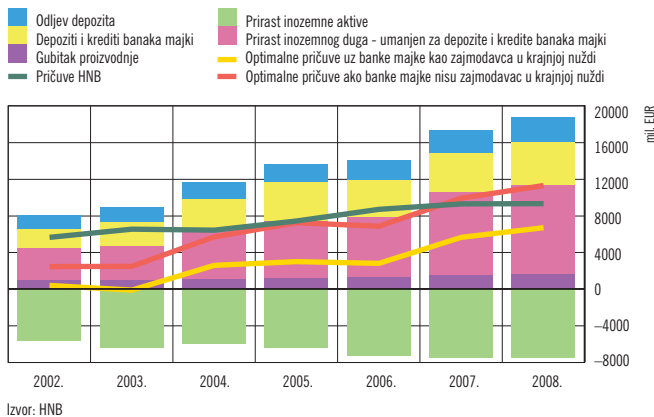
Slika 20. Odabrani pokazatelji vanjske ranjivosti



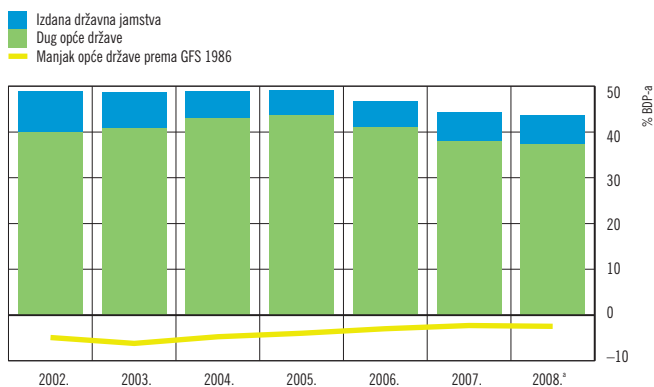
<sup>a</sup> Vidi bilješku ispod Slike 18.  
Izvori: HNB

<sup>a</sup> Indikatori predstavljaju omjer stanja bruto međunarodnih pričuva HNB-a uvećanih za likvidne devizne pričuve banaka na kraju tekuće godine i obveza na osnovi inozemnog duga koji dospijeva tijekom iduće godine uvećanih za projicirani manjak na tekućem računu platne bilance u idućoj godini.  
<sup>b</sup> Vidi bilješku ispod Slike 18.

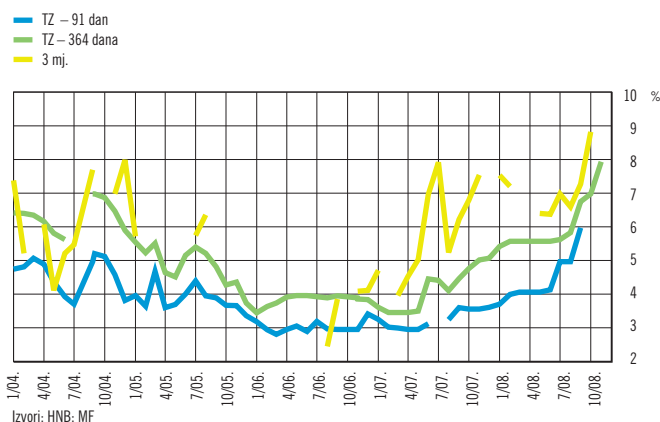
Slika 21. Doprinosi učinaka komponenta optimalnih međunarodnih pričuva



Slika 22. Fiskalna pozicija opće države



Slika 23. Prosječne kamatne stope na trezorske zapise MF-a i na međubankovnom novčanom tržištu



Takav scenarij relativno snažne realne prilagodbe usmjeren na očuvanje monetarne i financijske stabilnosti zahtijeva odgovarajuću prilagodbu monetarne i fiskalne politike.

Međutim, nastojanja fiskalne politike da znatnije smanji manjak opće države u osnovi su ograničena obvezama povećanja plaća, mirovina i drugih socijalnih davanja koje proizlaze iz važećih propisa i socijalnih sporazuma. Uz to, javne financije opterećene su i priličnim subvencijama određenim gospodarskim sektorima te obvezama koje proizlaze iz jamstava poduzećima u državnom vlasništvu koja su u poteškoćama, što također otežava zamjetnije smanjenje fiskalnog manjka. Iako s obzirom na relativno umjeren javni dug i stabilnost bankarskog sektora koja smanjuje opasnost od potrebe za fiskalnim intervencijama, solventnost opće države nije ugrožena, i relativno umjeren fiskalni manjak, koji bi, uzimajući u obzir sve potencijalne obveze, u 2009. mogao iznositi oko 3% BDP-a, u uvjetima ograničenih mogućnosti financiranja i potrebe značajne realne prilagodbe, stvara pritisak na financijski sustav i pridonosi istiskivanju ostalih sektora s financijskog tržišta (Slika 22. i 23.).

Budući da je u malom otvorenom visokoeuroiziranom gospodarstvu, u kojem očuvanje monetarne i financijske stabilnosti kritično ovisi o stabilnosti deviznog tečaja, djelovanje monetarne politike znatno ograničeno<sup>3</sup>, okolnosti koje će prevladavati u 2009. pred monetarne vlasti postavljaju složene zahtjeve.

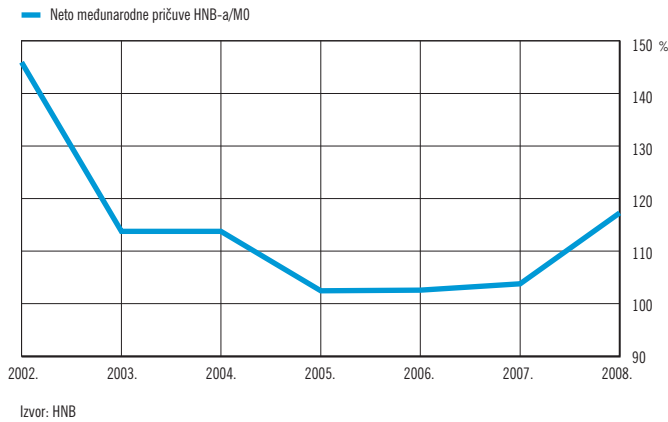
Tako će zbog smanjenog priljeva inozemnoga kapitala dio deviznih pričuva monetarnog sustava biti stavljen u funkciju financiranja dijela manjka na tekućem računu platne bilance, a dio ukupnih potreba države za refinanciranjem dospeloga inozemnog duga osigurati će se oslobađanjem dijela pričuva likvidnosti koje banke drže u inozemstvu.

Monetarni učinci smanjenja međunarodnih pričuva središnje banke na povlačenje primarnog novca bit će sterilizirani učinkom promjena određenih monetarnih instrumenata (repo kredita, obvezne pričuve) kako bi se osigurala ponuda primarnog novca dovoljna da podrži rast kreditne aktivnosti banaka i ukupne likvidnosti sustava u skladu s očekivanim rastom gospodarske aktivnosti. Pritom valja naglasiti da gornju granicu monetarne ekspanzije *de facto* čini razina neto međunarodnih pričuva središnje banke koja osigurava puno pokriće primarnog novca, a time naposljetku i stabilnost deviznog tečaja (Slika 24. i 25.). Svaki pritisak domaće potražnje koji bi vodio relativno većem i bržem smanjenju međunarodnih pričuva i/ili depreciaciji tečaja morao bi se obuzdati stezanjem monetarne politike pomoću smanjenja stupnja sterilizacije monetarnih učinaka pada deviznih pričuva, što pojačava recesijske tendencije.

Naime, veći pad deviznih pričuva prouzročio bi povećanje rizika zemlje i još više smanjio priljev inozemnoga kapitala, dok bi značajnija depreciacija tečaja znatno povećala rizik otplate inozemnoga i domaćeg duga svih sektora, što bi ugrozilo vanjsku likvidnost zemlje i stabilnost domaćega bankarskog sektora, a

<sup>3</sup> Vidi Okvir 6. Ograničenja monetarne politike u malome otvorenome euroiziranom gospodarstvu, Financijska stabilnost, broj 1, lipanj 2008.

Slika 24. Odnos neto međunarodnih pričuva središnje banke i primarnog novca

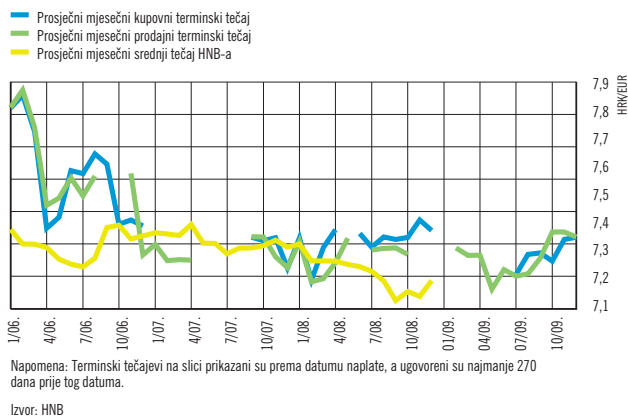


time povratno dodatno negativno utjecalo na aktivnost realnog sektora gospodarstva.

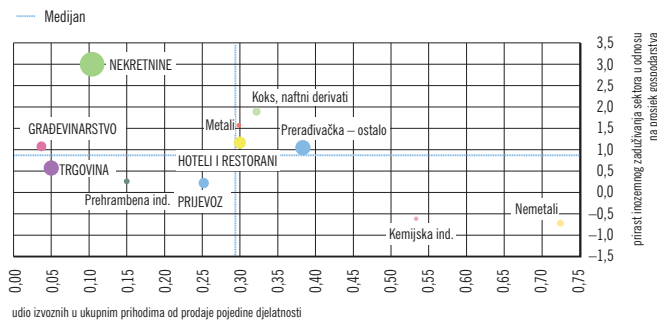
Potrebu za snažnijom monetarnom restrikcijom, pa i dublju recesiju, može također nametnuti pogoršanje situacije u okružju ako mjere razvijenih zemalja ne uspiju ograničiti financijsku krizu i dubinu recesije svojih gospodarstava. To bi zahtijevalo da fiskalna politika preuzme znatno veći dio tereta realne prilagodbe kako bi se umanjili negativni učinci vanjskih šokova na financijski i realni sektor gospodarstva.

Nužna realna prilagodba zbog smanjenog priljeva inozemnoga kapitala zahtijeva i promjenu kreditne politike vodećih domaćih banaka. Naime, može se očekivati da će banke, uspredno s nastojanjima da osiguraju dodatni priljev kapitala preko banaka majki, za razliku od prethodnih godina, povećati alokaciju kredita, a time i realnih resursa, u djelatnosti orijentirane na izvoz. To će rezultirati relativnim smanjenjem kreditiranja osobne potrošnje, uvoza potrošnih dobara i aktivnosti u sektoru međunarodno nerazmjernih dobara, što će pridonijeti smanjenju vanjske neravnoteže te očuvanju financijske i ukupne makroekonomske stabilnosti (Slika 26. i 27.).

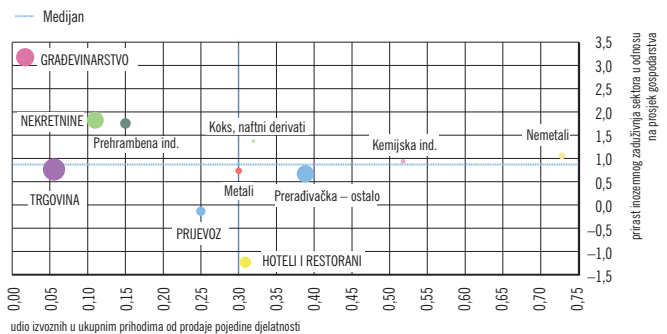
Slika 25. Tečaj kune prema euru – promptni i terminski



Slika 26. Alokacija inozemnog duga po sektorima za razdoblje od kraja 2007. do rujna 2008.



Slika 27. Alokacija kredita po sektorima za razdoblje od kraja 2007. do rujna 2008.



Napomena: Veličina kruga pokazuje značenje udjela pojedine djelatnosti u ukupnom dugu nefinancijskih poduzeća prema inozemstvu, pri čemu je kao pokazatelj duga uzet prosjek s kraja 2007. i rujna 2008. godine. Djelatnost nekretnina uključuje potkategorije poslovanje nekretninama, iznajmljivanje strojeva i opreme, računalne i srodne aktivnosti, istraživanje i razvoj te ostale poslovne djelatnosti.

Napomena: Veličina kruga pokazuje značenje udjela pojedine djelatnosti u ukupnom dugu nefinancijskih poduzeća prema domaćim bankama, pri čemu je kao pokazatelj duga uzet prosjek s kraja 2007. i rujna 2008. godine.

## Okvir 1. Preliminarni međusektorski financijski računi za Hrvatsku

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

Treba posebno napomenuti da su ovo prvi prethodni rezultati eksperimentalnog rada na kompilaciji financijskih računa za Republiku Hrvatsku i da u sebi sadrže još niz otvorenih metodoloških pitanja te se ovdje njima tek približno ilustriraju međusektorski odnosi, no već i kao takvi mogu biti korisni za uočavanje glavnih trendova.

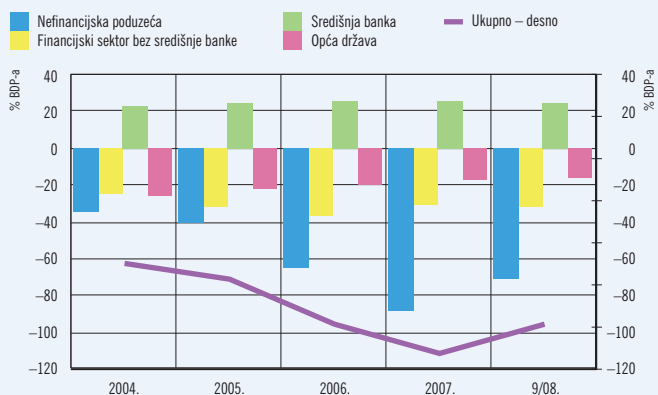
Ukupna neto financijska pozicija prema inozemstvu u razdoblju od rujna 2007. do rujna 2008. poboljšana je zbog pada vlasničkih obveza sektora poduzeća prema nerezidentima uzrokovanog znatnim smanjenjem tržišne vrijednosti dionica.<sup>1</sup> Istodobno su se vlasničke obveze financijskog sektora povećale pod utjecajem dokapitalizacije, a povećale su se i ukupne neto dužničke obveze pod utjecajem rasta obveza sektora poduzeća, dok su sektori države i financijskih institucija smanjili dužničke obveze (Slika 1. i 2.). Slika 3. Neto financijska pozicija poslovnih banaka prema ostalim sektorima

Tijekom prvih devet mjeseci 2008. banke su nastavile smanjivati neto inozemnu pasivu. Neto financijska pozicija banaka prema sektoru stanovništva smanjila se zbog snažnog rasta depozita, dok se neto pozicija prema sektoru poduzeća poboljšala zbog istodobnog porasta kredita odobrenih poduzećima i pada njihovih depozita (Slika 3.).

Mjere HNB-a rezultirale su padom kreditnih obveza banaka prema inozemstvu i rastom vlasničkih obveza zbog dokapitalizacije od strane inozemnih vlasnika. U istom su razdoblju smanjena neto potraživanja na osnovi vrijednosnih papira, a povećana ona na osnovi depozita i gotovine (Slika 4.).

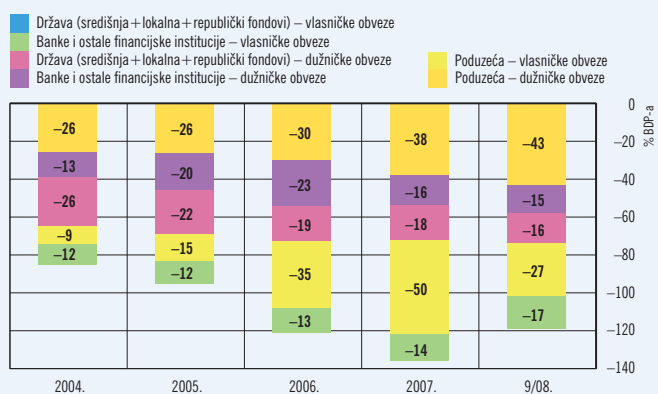
<sup>1</sup> Vrijednost vlasničkih udjela nerezidenata u domaćim poduzećima vrednuje se po tržišnim cijenama, što rezultira znatnom kolebljivošću te veličine. S obzirom na to može se zaključiti da se neto financijska pozicija poduzeća prema inozemstvu pogoršala zbog njihova intenzivnog zaduživanja u stranim bankama, koje se očituje u povećanju kreditnih obveza prema tom sektoru. Problem vrednovanja vlasničkih udjela javlja se i kod drugih sektora jer se ostatak vlasničkih udjela u domaćim poduzećima vrednuje po knjigovodstvenoj vrijednosti.

Slika 1. Neto financijska pozicija domaćih sektora prema inozemstvu



Izvor: HNB

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



Izvor: HNB

Tablica 1. Međusektorske obveze i potraživanja na kraju prosinca 2007. i rujna 2008.

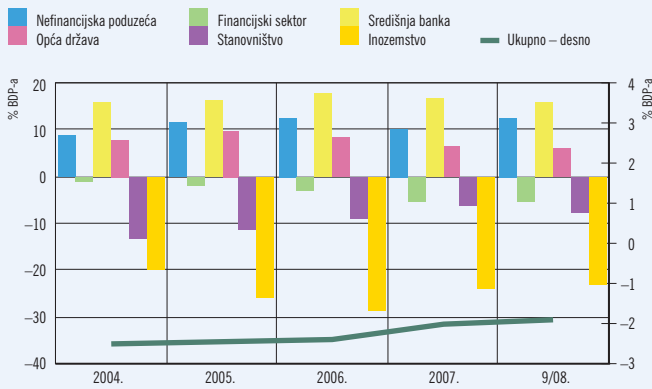
u postocima BDP-a<sup>a</sup>

Obveze		Potraživanja												Ukupne obveze	
		Domaći sektori										Inozemstvo			
		Poduzeća		Financijski sektor		Opća država		Stanovništvo		Ukupno					
		2007.	IX.2008.	2007.	IX.2008.	2007.	IX.2008.	2007.	IX.2008.	2007.	IX.2008.				
Poduzeća	Monetarno zlato i SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Valuta i depoziti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	5	5	0	0	0	0	5	5	1	1	6	6
	Kredit	38	40	38	39	0	0	0	0	75	79	32	38	108	117
	Dionice i vlasnički kapital	40	54	7	5	23	21	27	36	97	117	57	33	154	150
	Tehničke pričuve osiguranja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Ostala potraživanja/obveze	57	59	4	4	6	6	2	2	70	70	14	14	84	85
	<b>Ukupno</b>	<b>135</b>	<b>153</b>	<b>54</b>	<b>53</b>	<b>29</b>	<b>27</b>	<b>29</b>	<b>39</b>	<b>247</b>	<b>271</b>	<b>104</b>	<b>87</b>	<b>351</b>	<b>358</b>
Financijski sektor	Monetarno zlato i SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Valuta i depoziti	21	19	25	22	6	7	53	55	105	103	11	9	116	112
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	1	0	0	0	0	0	1	0	1	2	2	2
	Kredit	0	0	4	2	0	0	0	0	4	2	21	18	25	21
	Dionice i vlasnički kapital	3	3	2	1	4	4	12	6	20	13	18	19	38	32
	Tehničke pričuve osiguranja	2	2	0	0	0	0	13	13	15	15	0	0	15	15
	Ostala potraživanja/obveze	4	4	0	0	0	0	1	1	5	5	0	0	5	5
	<b>Ukupno</b>	<b>31</b>	<b>29</b>	<b>32</b>	<b>26</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>78</b>	<b>74</b>	<b>151</b>	<b>140</b>	<b>51</b>	<b>48</b>	<b>202</b>	<b>188</b>
Opća država	Monetarno zlato i SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Valuta i depoziti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Vrijednosni papiri osim dionica	7	5	12	11	0	0	0	0	19	17	9	8	28	25
	Kredit	0	0	6	6	0	0	0	0	6	6	8	8	15	15
	Dionice i vlasnički kapital	0	0	0	0	42	40	0	0	42	40	0	0	42	40
	Tehničke pričuve osiguranja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Ostala potraživanja/obveze	4	4	0	0	0	0	0	0	4	4	0	0	4	4
	<b>Ukupno</b>	<b>11</b>	<b>9</b>	<b>19</b>	<b>18</b>	<b>42</b>	<b>40</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>71</b>	<b>67</b>	<b>18</b>	<b>17</b>	<b>89</b>	<b>83</b>
Stanovništvo	Monetarno zlato i SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Valuta i depoziti	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Kredit	0	0	42	43	0	0	0	0	42	43	0	0	42	43
	Dionice i vlasnički kapital	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Tehničke pričuve osiguranja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Ostala potraživanja/obveze	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	<b>Ukupno</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>42</b>	<b>43</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>42</b>	<b>43</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>42</b>	<b>43</b>
Inozemstvo	Monetarno zlato i SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Valuta i depoziti	3	3	25	18	0	0	0	0	28	22	0	0	28	22
	Vrijednosni papiri osim dionica	0	0	16	19	0	0	0	0	16	19	0	0	16	19
	Kredit	0	1	1	1	0	0	0	0	1	1	0	0	1	1
	Dionice i vlasnički kapital	7	6	4	2	0	0	0	0	10	8	0	0	10	8
	Tehničke pričuve osiguranja	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Ostala potraživanja/obveze	6	6	0	0	0	0	0	0	6	6	0	0	6	6
	<b>Ukupno</b>	<b>16</b>	<b>16</b>	<b>46</b>	<b>40</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>61</b>	<b>56</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>61</b>	<b>56</b>
Ukupno	Monetarno zlato i SDR	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
	Valuta i depoziti	24	22	49	41	6	7	53	55	133	125	11	9	144	134
	Vrijednosni papiri osim dionica	7	5	34	36	0	0	0	0	41	41	12	11	53	52
	Kredit	39	41	91	90	0	0	0	0	130	131	61	65	191	196
	Dionice i vlasnički kapital	49	63	13	8	69	65	38	42	169	178	75	52	244	230
	Tehničke pričuve osiguranja	2	2	0	0	0	0	13	13	15	15	0	0	15	15
	Ostala potraživanja/obveze	71	73	4	4	6	6	3	3	85	86	14	14	99	100
	<b>Ukupna potraživanja</b>	<b>192</b>	<b>207</b>	<b>192</b>	<b>179</b>	<b>81</b>	<b>77</b>	<b>107</b>	<b>113</b>	<b>572</b>	<b>576</b>	<b>173</b>	<b>152</b>	<b>745</b>	<b>728</b>

<sup>a</sup> BDP je dobiven zbrajanjem BDP-a ostvarenog u posljednjem tromjesečju 2007. i prva tri tromjesečja 2008.

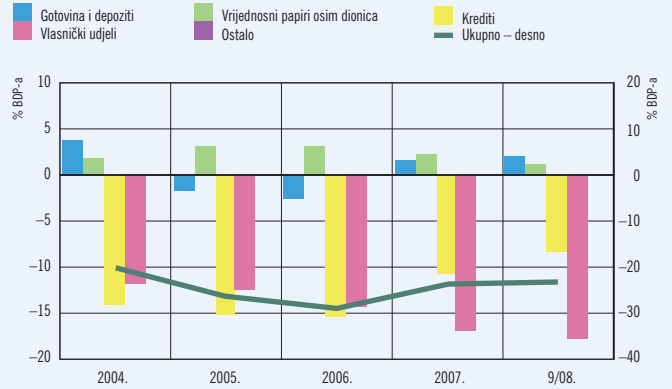
Izvor: HNB

Slika 3. Neto finansijska pozicija poslovnih banaka prema ostalim sektorima



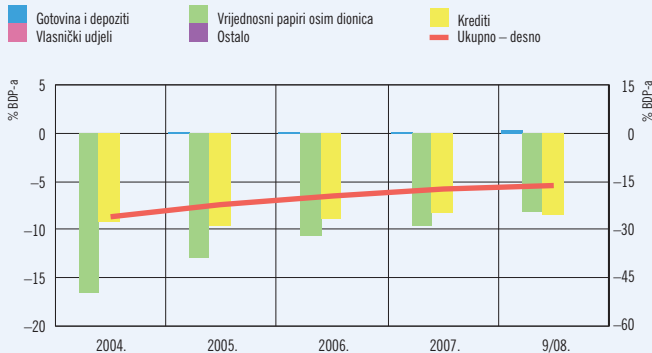
Izvor: HNB

Slika 4. Neto finansijska pozicija bankarskog sektora prema inozemstvu po instrumentima



Izvor: HNB

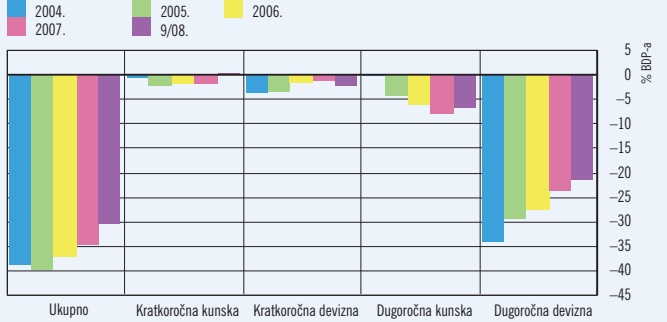
Slika 5. Neto finansijska pozicija sektora opće države prema inozemstvu po instrumentima



<sup>a</sup> Ovaj sektor uključuje središnju državu, republičke fondove, HBOR i lokalnu državu.

Izvor: HNB

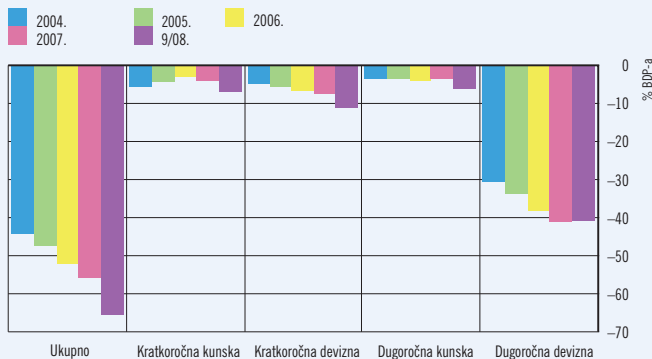
Slika 6. Neto finansijska pozicija sektora opće države prema ročnosti i valuti<sup>a</sup>



<sup>a</sup> Valutna i ročna struktura imovine i obveza domaćih sektora izvedene su na osnovi gotovine, depozita (oročenih i štednih te depozitnog novca kod banaka), vrijednosnih papira (osim vlasničkih udjela), kredita te ostalih potraživanja i obveza iz bilanca poduzeća (prema dobavljačima, radnicima i državi). Ročnost je određena prema kriteriju preostalog dospijeća. Devizne obveze i potraživanja uključuju kunske s valutnom klauzulom.

Izvor: HNB

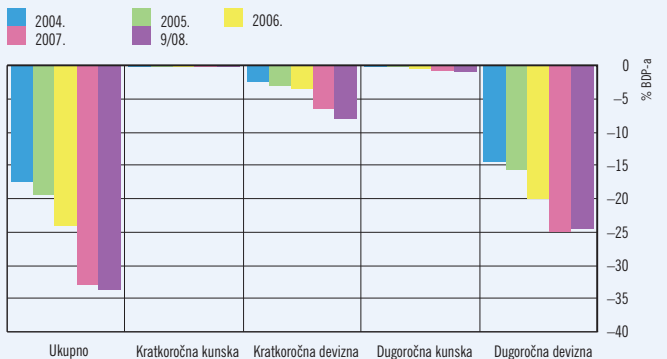
Slika 7. Neto finansijska pozicija sektora poduzeća prema ročnosti i valuti<sup>a</sup>



<sup>a</sup> Vidi bilješku ispod Slike 6.

Izvor: HNB

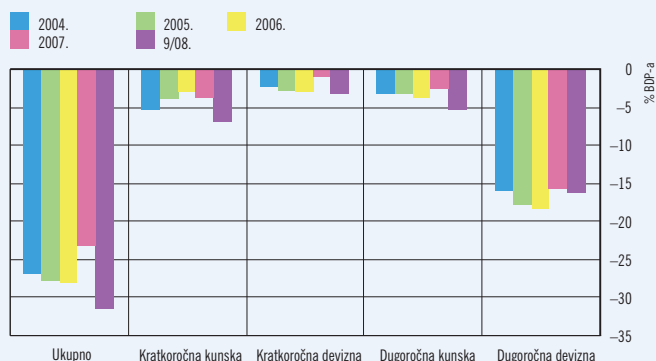
Slika 8. Neto finansijska pozicija poduzeća prema inozemstvu po ročnosti i valuti<sup>a</sup>



<sup>a</sup> Vidi bilješku ispod Slike 6.

Izvor: HNB

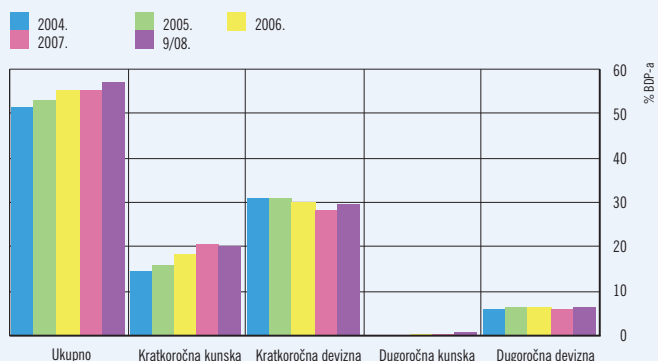
Slika 9. Neto finansijska pozicija poduzeća prema tuzemstvu po ročnosti i valuti<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Vidi bilješku ispod Slike 6.

Izvor: HNB

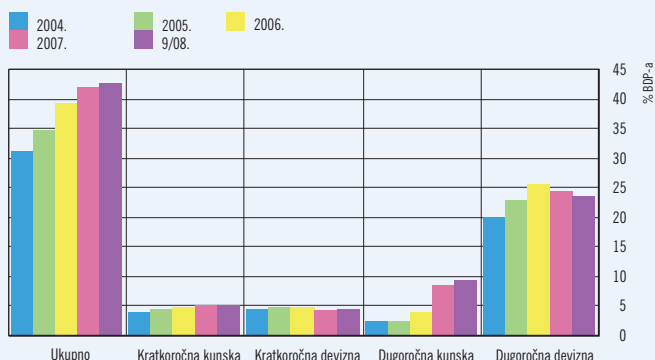
Slika 10. Potraživanja sektora stanovništva prema ročnosti i valuti<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Vidi bilješku ispod Slike 6.

Izvor: HNB

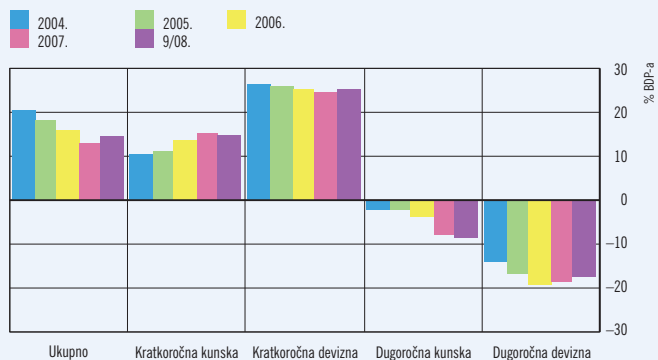
Slika 11. Obveze sektora stanovništva prema ročnosti i valuti<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Vidi bilješku ispod Slike 6.

Izvor: HNB

Slika 12. Neto finansijska pozicija sektora stanovništva prema ročnosti i valuti<sup>a</sup>



<sup>a</sup>Vidi bilješku ispod Slike 6.

Izvor: HNB

Trend smanjenja neto manjka države prema inozemstvu nastavio se refinanciranjem euroobveznica dospjelih u 2008. na domaćem tržištu (Slika 5.).

To je rezultiralo padom dugoročnih deviznih obveza i smanjenjem valutne izloženosti sektora opće države. Poboljšanju njegove ukupne finansijske pozicije pridonio je i rast kratkoročnih kunskih i deviznih potraživanja, koji je uglavnom posljedica povoljnih kretanja u državnom proračunu u prvih devet mjeseci 2008. (Slika 6.).

Trend rasta neto devizne izloženosti sektora poduzeća u dugoročnom je segmentu zaustavljen, dok se u kratkoročnom dijelu nastavio, i prema

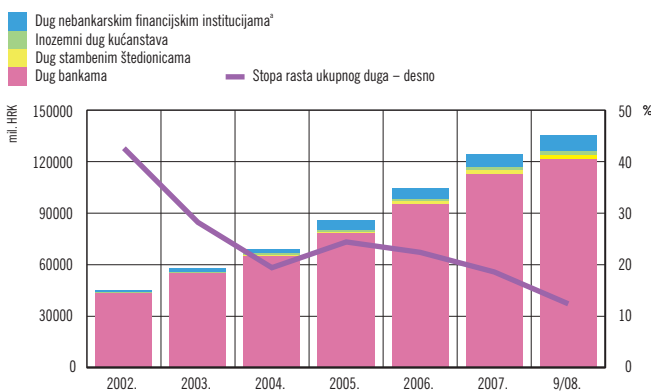
inozemstvu i prema tuzemstvu. Izraženo je također pogoršanje kunske neto pozicije, neovisno o ročnosti, koje se uz porast bankarskih kredita djelomično može pripisati porastu obveza prema domaćim nefinancijskim sektorima (Slika 7., 8. i 9.).

Nakon višegodišnjeg trenda pogoršavanja neto finansijska pozicija sektora stanovništva u prvih se devet mjeseci 2008. poboljšala. To je u najvećoj mjeri posljedica povratka sredstava uloženi na tržištu kapitala u bankovne depozite, ali i sporijeg rasta obveza stanovništva, pri čemu se nastavio trend relativno bržeg rasta dugoročnih kunskih obveza u odnosu na obveze indeksirane uz stranu valutu (Slika 10., 11. i 12.).



# Sektor kućanstava

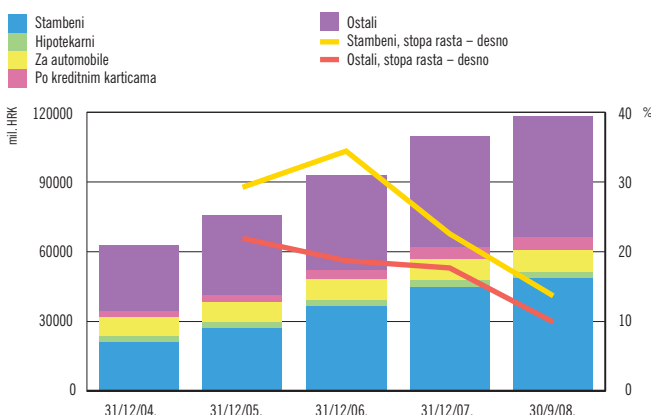
Slika 28. Dug kućanstava



\*Dug je kućanstva društvima za lizing, društvima za osiguranje i štedno-kreditnim zadrugama procijenjen.

Izvori: HNB, Hanfa

Slika 29. Krediti kućanstvima prema namjeni



Izvor: HNB

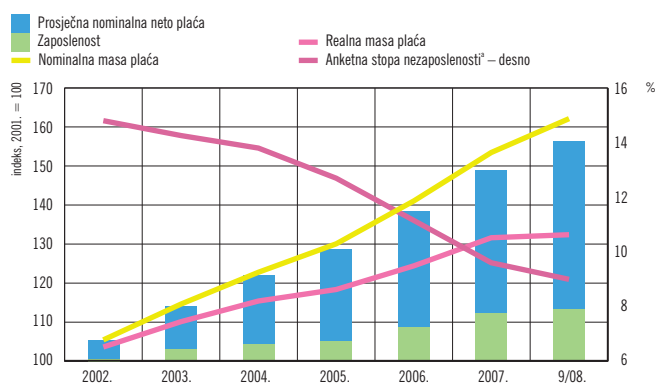
Rast duga kućanstava nastavio se usporavati u 2008. pod utjecajem sve skupljih i oskudnijih kredita, što će se nastaviti i u ovoj godini. Smanjenje gospodarskog rasta i nepovoljna kretanja na tržištu rada i dalje će usporavati prirast raspoloživog dohotka pa će se neto zaduženost kućanstava i teret otplate njihovih dugova nastaviti povećavati. Znatna valutna i kamatna izloženost bit će glavni izvori rizika u uvjetima pogoršanja pokazatelja zaduženosti i smanjenja sposobnosti otplate preuzetih dugova kućanstva u 2009.

Godišnja stopa rasta duga kućanstava potkraj trećeg tromjesečja 2008. iznosila je 12%, što je znatno niže nego u prethodnoj godini (19%). Posljedica je to osjetno blažeg rasta duga prema bankama i stambenim štedionicama, na koje se i dalje odnosi više od 90% ukupnih obveza kućanstava (Slika 28.). Sve su vrste bankovnih kredita rasle sporije, pri čemu se najviše usporio rast stambenih kredita, čija je godišnja stopa rasta u rujnu 2008. iznosila 14% (Slika 29.).

Takva su kretanja ostvarena u uvjetima u kojima je ponuda bankovnih kredita i dalje ograničena regulatornim mjerama HNB-a te u kojima rastu aktivne kamatne stope i naknade banaka pri odobravanju kredita. Istodobno je potražnja za kreditima obuzdala stagnacija realnih plaća i povećana neizvjesnost na tržištu rada zbog usporavanja gospodarske aktivnosti (Slika 30.). Rast aktivnih kamatnih stopa uglavnom je posljedica povećanja kamatnih stopa na izvore financiranja. Osim toga, vjerojatno mu je pridonijelo i realističnije vrednovanje premije za rizik u kreditiranju kućanstava potaknuto povećanjem kapitalnih zahtjeva za preuzeti valutno inducirani kreditni rizik.

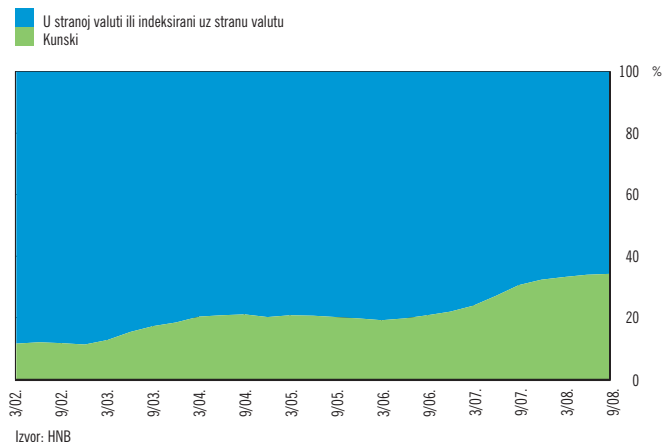
Najveći dio bankovnih kredita odobrenih kućanstvima i dalje je izražen u stranoj valuti ili je vezan uz nju (66%). Blagi

Slika 30. Nezaposlenost, zaposlenost i plaće



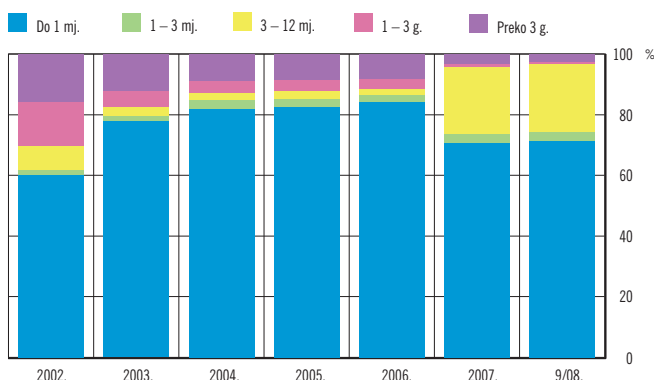
\* Podatak o stopi anketne nezaposlenosti u rujnu 2008. odnosi se na prosjek prvog polugodišta 2008.  
Izvor: DZS

Slika 31. Valutna struktura kredita kućanstvima



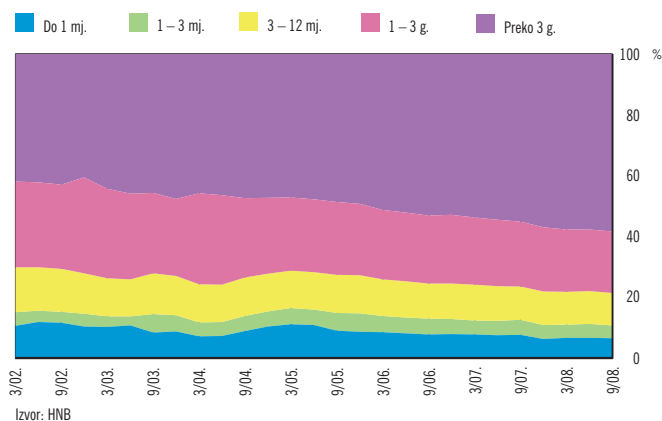
Izvor: HNB

Slika 32. Krediti kućanstvima prema promjenjivosti kamatne stope



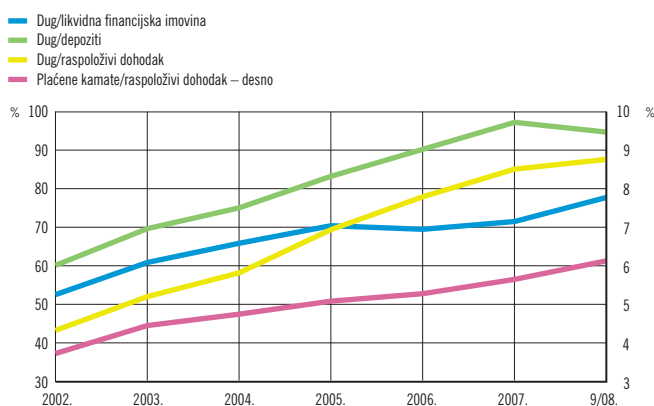
Izvor: HNB

Slika 33. Ročna struktura kredita kućanstvima prema preostalom dospeljeću



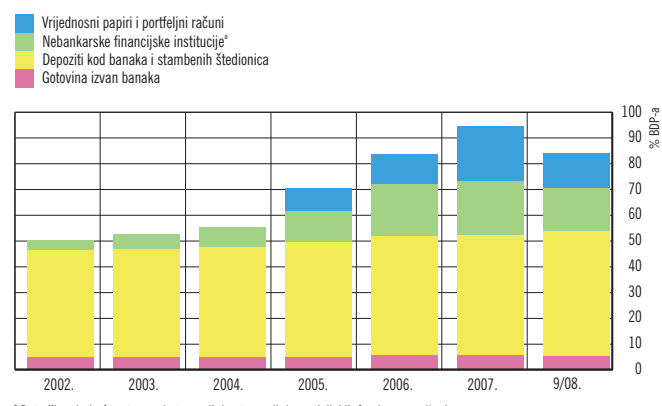
Izvor: HNB

Slika 34. Zaduženost kućanstava i teret otplate duga



Izvori: HNB, Hanfa, SDA

Slika 35. Financijska imovina kućanstava



\* Potraživanja kućanstava od otvorenih i zatvorenih investicijskih fondova procijenjena su.  
Izvori: HNB, Hanfa, SDA

trend rasta udjela kunskih kredita u ukupnima, koji je prisutan u posljednje dvije godine, od ožujka 2008. gotovo je zaustavljen (Slika 31.). Takva kretanja vjerojatno su posljedica porasta devizne štednje kućanstava tijekom prvih devet mjeseci 2008. pod utjecajem negativnih zbivanja na domaćem tržištu kapitala.

Banke su u 2008. nastavile povećavati udio kredita s kamatnom stopom promjenjivom u roku do godinu dana prevaljujući tako kamatni rizik na klijente. Stoga je i u 2008. izloženost kućanstva kamatnom riziku ostala relativno visoka (Slika 32.). U istom se razdoblju nastavio pozitivan trend rasta udjela dugoročnih kredita (Slika 33.). Međutim, kako su oni osim uz promjenjivu kamatnu stopu uglavnom odobreni uz deviznu klauzulu, to povećava izloženost kućanstva i valutnom riziku.

Usporavanje rasta ukupnog duga kućanstava u promatranom razdoblju nije međutim poboljšalo pokazatelje njihove zaduženosti (Slika 34.). Naime, omjer duga i procijenjenoga raspoloživog dohotka kućanstava dodatno se povećao zbog toga što je rast raspoloživog dohotka bio znatno sporiji od rasta duga. Prisutno je i povećanje tereta otplate kamata, što otežava uredno servisiranje kreditnih obveza kućanstava.

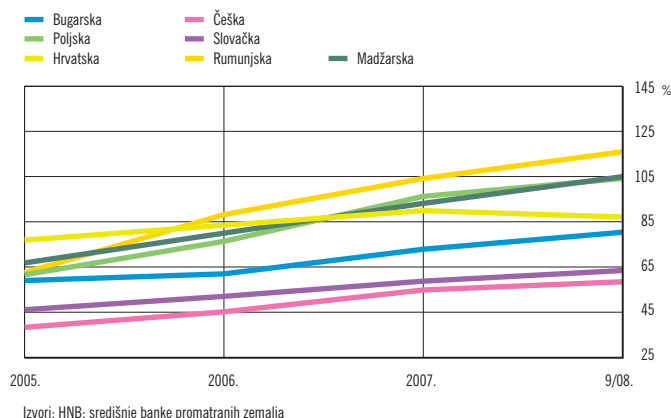
U 2008. pogoršanje je zabilježeno i kod omjera duga kućanstava i njihove likvidne financijske imovine<sup>4</sup>. Negativni trendovi na domaćem tržištu kapitala, vidljivi od kraja prethodne godine, dodatno su se intenzivirali u 2008. Znatna pad cijena većine dionica uvrštenih na Zagrebačku burzu smanjio je vrijednost financijske imovine koju su kućanstva uložila u vrijednosne papire ili investicijske fondove.

Kretanja na domaćem tržištu kapitala utjecala su i na smanjenje ukupne vrijednosti financijske imovine kućanstava (Slika 35.). Pritom je znatan dio sredstava povučeni s tržišta kapitala uloženi u bankovne depozite. To je s jedne strane rezultiralo pogoršanjem omjera duga kućanstava i njihove financijske imovine, dok se s druge strane poboljšao omjer njihova duga i štednje u bankama (Slika 34.).

Relativna pozicija Hrvatske u odnosu na druge usporedive zemlje Srednje i Istočne Europe prema omjeru duga i štednje kućanstava time se još poboljšala (Slika 36.).

Pogoršavanje svjetske financijske krize također je usporilo kreditiranje kućanstava u posljednjem tromjesečju 2008., a sličan trend očekuje se i u ovoj godini. Takva kretanja bit će određena ograničenim sredstvima banka raspoloživim za kreditiranje, kao i smanjenom potražnjom kućanstava zbog povećanih kamatnih stopa, sporijeg rasta plaća i mogućeg pada zaposlenosti. To bi moglo rezultirati pogoršanjem pokazatelja njihove zaduženosti i povećati rizik otplate duga. Na rast tereta otplate, uz spomenuta kretanja kamatnih stopa i dohodaka, utječe i zabilježeno blago slabljenje tečaja.

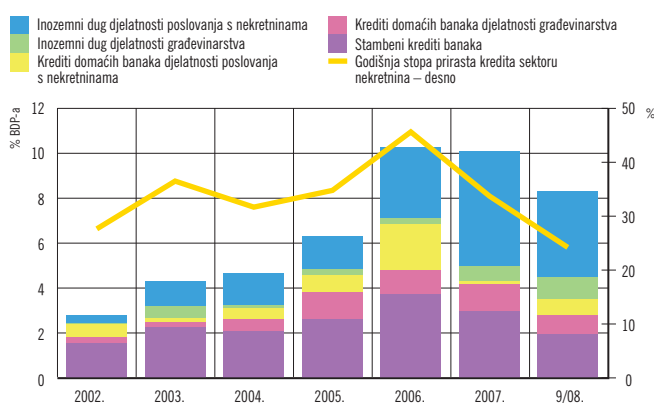
Slika 36. Omjer bankovnih kredita i depozita kućanstava u odabranim zemljama Srednje i Istočne Europe



<sup>4</sup> U financijsku imovinu kućanstava nisu uključeni efektivni strani novac i depoziti u inozemnim bankama jer se njihova razina ne može precizno procijeniti.

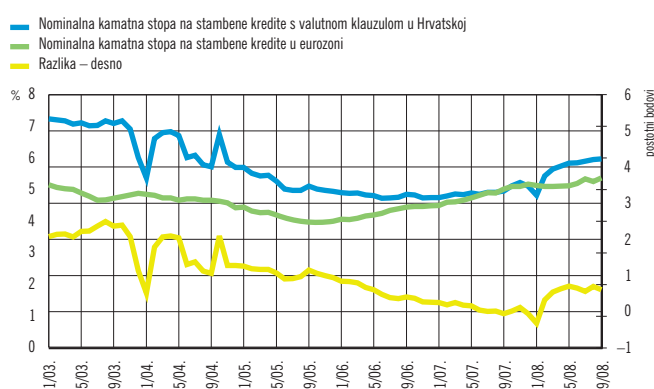
# Sektor nekretnina

Slika 37. Prirast domaćih i inozemnih kredita sektoru nekretnina



Izvor: Izračun HNB-a

Slika 38. Usporedba kamatnih stopa na stambene kredite u Hrvatskoj i u eurozoni



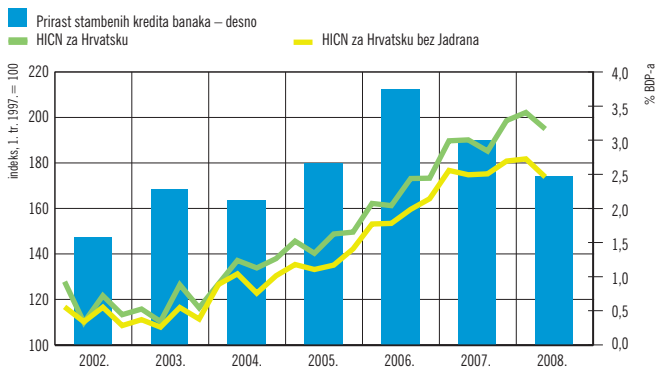
Izvori: HNB; ESB

Usporavanje kreditiranja sektora nekretnina zbog rasta kamatnih troškova domaćeg i inozemnog financiranja rezultiralo je dodatnim ublažavanjem rasta cijena nekretnina tijekom prvih devet mjeseci 2008., za koje je izgledno da će se nastaviti i u 2009. Pretežno oslanjanje na kredite nominirane u stranoj valuti odnosno indeksirane kredite u financiranju poslovanja glavni je rizik koji za financijsku stabilnost proizlazi iz sektora nekretnina.

Tijekom prvih devet mjeseci 2008. rast ukupnih kredita sektoru nekretnina znatno se usporio. Tako je krajem rujna godišnja stopa rasta kredita tom sektoru iznosila 24%, što je za 10 postotnih bodova manje nego na kraju 2007. (Slika 37.). Usporavanje je zabilježeno i kod domaćeg i kod inozemnog duga sektora nekretnina, a to je posljedica rasta kamatnih stopa i smanjene dostupnosti kredita iz oba izvora. Pritom je usporevanje intenzivnije u segmentu stambenih kredita nego kod kredita odobrenih djelatnostima poslovanja s nekretninama i građevinarstvu. Na usporevanje stambenoga kreditiranja utjecalo je smanjenje potražnje zbog sporijeg rasta dohodaka i povećanja kamatnih stopa (Slika 38.). Istodobno je relativno smanjena i ponuda kredita, što se očitovalo u strožim uvjetima banaka za odobravanje kredita te u postupnom preusmjeravanju raspoloživih sredstva banaka u profitabilnije oblike kreditiranja.

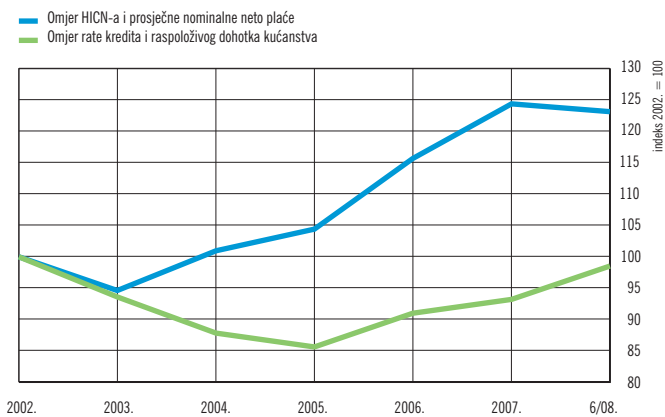
Smanjena potražnja za stambenim nekretninama rezultirala je padom njihovih cijena u prvom polugodištu 2008. Na kraju lipnja 2008. hedonistički indeks cijena stambenih nekretnina (HICN), izračunat na tromjesečnoj razini, smanjio se za 2% u odnosu na posljednje tromjesečje 2007. odnosno gotovo za 4% ako se iz obuhvata HICN-a isključe cijene stambenih nekretnina na Jadranu, na koje značajno utječe potražnja nerezidenata (Slika 39.). Zbog pada cijena stambenih nekretnina u prvom polugodištu 2008. usporila se godišnja stopa rasta HICN-a, koja je na kraju prvog polugodišta 2008. više nego prepolovlje-

Slika 39. Stambeni krediti i hedonistički indeks cijena stambenih nekretnina<sup>a</sup>, na tromjesečnoj razini



<sup>a</sup> Hedonistički indeks uzima u obzir kvalitativne faktore pri standardiziranju stambenih jedinica.  
Izvor: Izračun HNB-a

Slika 40. Financijska dostupnost stambenih nekretnina



Izvori: DZS; izračun HNB-a

na u odnosu na kraj prethodne godine te je iznosila 6%. To je usporevanje još izraženije (3%) ako se promatra HICN iz kojeg je isključen utjecaj cijena stambenih nekretnina na Jadranu.

Zbog usporevanja gospodarskog rasta krajem 2008., a koje će se produžiti i u 2009., na tržištu stambenih nekretnina može se očekivati nastavak pa čak i jačanje aktualnih trendova u kretanju stambenih kredita i cijena nekretnina, koji pokazuju da su se u 2008. cijene stambenih nekretnina približile svojoj ravnotežnoj razini (vidi Okvir 2.).

Unatoč ublažavanju godišnjeg rasta cijena stambenih nekretnina njihova se financijska dostupnost mjerena omjerom HICN-a i prosječne nominalne neto plaće u prvom polugodištu 2008. nije znatno poboljšala u odnosu na prosjek prethodne godine (Slika 40.). Istodobno je porast kamatnih stopa na stambene kredite smanjio financijsku dostupnost nekretnina mjerenu omjerom prosječne rate otplate kredita i raspoloživog dohotka prosječnog kućanstva.

Pogoršani uvjeti financiranja iz inozemnih i domaćih izvora potkraj 2008., koji se očekuju i u 2009., otežat će financiranje poslovnih aktivnosti kao i sposobnost servisiranja financijskih obveza na osnovi duga sektora nekretnina u cjelini, a posebice stambenih nekretnina. Takva kretanja rezultirat će jačanjem pritiska na daljnje smanjivanje cijena nekretnina, što će se nepovoljno odraziti na poslovne prihode ovog sektora otežavajući njegovu financijsku poziciju. Dodatni rizik povećanja poteškoća sektora nekretnina u izvršenju dospjelih obveza proizlazi iz njegove visoke valutne izloženosti. Naime, neusklađenost kredita sektora nekretnina, koji su pretežno devizni odnosno indeksirani uz stranu valutu i prihoda ovog sektora, uglavnom u kunama, mogla bi u slučaju izraženije deprecijacije tečaja nepovoljno utjecati na sposobnost otplate postojećih obveza.

## Okvir 2. Determinante cijena nekretnina

Kretanje cijena nekretnina ima višestruke makroekonomske i financijske implikacije. Od početka 2003. godine snažan rast potražnje za nekretninama u Hrvatskoj generirao je zamjetan rast realnih cijena nekretnina te je potaknuo građevinsku djelatnost, koja je visokim investicijama znatno doprinosila rastu BDP-a i povećanju zaposlenosti. Budući da profitabilnost poslovanja građevinske, ali i ostalih djelatnosti sektora nekretnina, izravno ovisi o kretanju cijena nekretnina, njihovo bi smanjenje moglo negativno utjecati na profitabilnost ovog sektora, pogoršavajući ujedno njegovu sposobnost otplate preuzetih kreditnih obveza. Stambene nekretnine također čine znatan dio ukupne imovine kućanstava, zato kretanje njihovih cijena izravno djeluje na vrijednost imovine kućanstava i njihove potrošačke odluke. Na kredite za kupovinu nekretnina odnosi se glavina zaduženosti kućanstava pa se nekretnine najčešće koriste i kao instrument osiguranja bankovnih kredita. Stoga promjene njihovih cijena utječu na mogućnost namire kreditnih potraživanja banaka iz vrijednosti kolaterala u slučaju poteškoća pri naplati kredita. Razina i kretanje cijena stambenih nekretnina tako imaju važan utjecaj na neto bogatstvo, potrošnju te financijsku poziciju kućanstava i građevinskog sektora, a preko njih i na kreditni rizik banaka i razinu ukupne gospodarske aktivnosti.

Snažan priljev inozemnoga kapitala i rast kredita banaka uz istodobno jačanje konkurencije na domaćem bankovnom tržištu smanjili su kamatne stope i poboljšali ostale uvjete odobravanja stambenih kredita, koji čine glavni izvor sredstava za kupovinu stanova u Hrvatskoj. To je, uz makroekonomsku stabilnost, rast životnog standarda i pad nezaposlenosti, stvorilo pritisak na znatan rast realnih cijena nekretnina, koji je započeo 2003. godine. Međutim, s obzirom na njihovo spomenuto značenje, važno je utvrditi u kojoj je mjeri rast cijena nekretnina u Hrvatskoj odstupao od razine određene temeljnim činiteljima ponude i potražnje, odnosno jesu li one podcijenjene ili precijenjene u odnosu na njihovu dugoročnu ravnotežnu razinu. Naime, odstupanje dinamike cijena nekretnina od kretanja njihovih osnovnih determinanata pojačava rizik znatnije korekcije cijena nekretnina koji može imati značajne negativne ekonomske učinke.

Kako bi se ocijenila dugoročna ravnotežna cijena stambenih nekretnina u Hrvatskoj i eventualna odstupanja od te razine, korišten je model korekcije odstupanja (engl. *error correction model*, ECM). Zavisna je varijabla u modelu hedonistički indeks cijena stambenih nekretnina deflacioniran indeksom potrošačkih cijena. Među determinirajućim varijablama statistički značajni i s očekivanim predznakom pokazali su se faktori potražnje, i to realni raspoloživi dohodak po stanovniku i realna kamatna stopa na dugoročne kredite s valutnom klauzulom odobrene stanovništvu<sup>1</sup>. Faktori ponude nisu se pokazali signifikantni ili odgovarajućeg predznaka, što pokazuje da je potražnja bila glavna determinanta kretanja cijena nekretnina u promatranom razdoblju. Jednadžba dugoročne ravnoteže cijena stambenih nekretnina procijenjena je na tromjesečnim, sezonski prilagođenim podacima za razdoblje od početka 2000. do polovine 2008. godine<sup>2</sup> (Tablica 1.).

1 Osim spomenutih na strani potražnje testirane su i sljedeće varijable: bruto domaći proizvod, masa plaća, vrijednost indeksa CROBEX, stambeni krediti odobreni kućanstvima, ukupni krediti odobreni kućanstvima i populacijski faktori.

2 Kointegracija među varijablama provjerena je pomoću Johansenova testa.

Tablica 1. Determinante realnih cijena stambenih nekretnina<sup>a</sup>

Nezavisna varijabla	Koeficijent
ln (raspoloživi dohodak stanovništva/indeks potrošačkih cijena)	0,95 <sup>b</sup>
ln (kamatna stopa na dugoročne kredite stanovništvu s valutnom klauzulom – stopa inflacije)	-0,04 <sup>b</sup>
Konstantni član	-3,38 <sup>b</sup>
R <sup>2</sup>	0,81

<sup>a</sup> Mjerene prirodnim logaritmom omjera hedonističkog indeksa cijena stambenih nekretnina te indeksa potrošačkih cijena

<sup>b</sup> Signifikantno na razini od 1%

Izvor: HNB

Analiza je pokazala da realni raspoloživi dohodak pozitivno utječe na kretanje cijena nekretnina, dok je utjecaj kamatnih stopa negativan. Naime, viši raspoloživi dohodak pozitivno utječe na kupovnu moć i kreditnu sposobnost kućanstava. Niže kamatne stope s druge strane smanjuju trošak zaduživanja te na taj način povećavaju dostupnost bankovnih kredita.

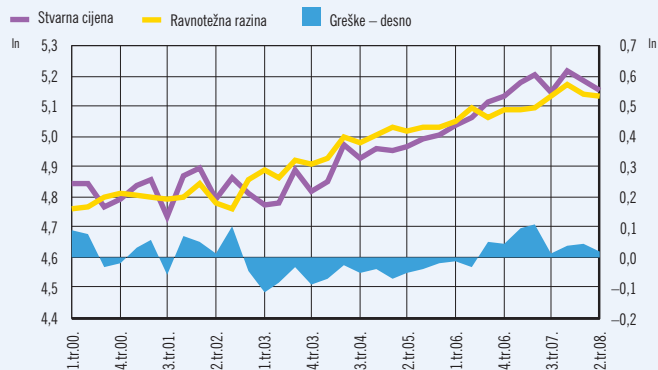
Slika 1. pokazuje kretanje (logaritmiranog) indeksa cijena stambenih nekretnina i njegovu procijenjenu dugoročnu vrijednost. Neobjašnjeni dio, odnosno greška može se tumačiti kao znak precijenjenosti ili podcijenjenosti stvarnih cijena nekretnina u odnosu na njihovu dugoročnu ravnotežnu razinu.

Na početku promatranoga osmogodišnjeg razdoblja cijene stambenih nekretnina varirale su oko ocijenjenih ravnotežnih cijena, pri čemu su se razdoblja duže i veće precijenjenosti izmjenjivala s razdobljima kraće i manje podcijenjenosti realnih cijena nekretnina. No, od kraja 2002. model upućuje na početak razdoblja dominacije njihove podcijenjenosti u odnosu na ocijenjenu dugoročnu ravnotežnu razinu (do sredine 2006. prosječno je iznosila 5,3%). U tom je razdoblju snažan rast ravnotežnih cijena nekretnina ostvaren pod utjecajem rastućega raspoloživog dohotka stanovništva u uvjetima snažne ekonomske ekspanzije i brzog rasta sve povoljnijih bankovnih kredita zbog jačanja konkurentskih pritisaka praćenog znatnim padom realnih kamatnih stopa. Istodobno je još dinamičniji porast stvarnih cijena zbog spomenute podcijenjenosti imao uravnotežujući karakter.

Pozitivna kretanja temeljnih činitelja koji utječu na cijene nekretnina u povoljnom makroekonomskom okruženju potaknula su očekivanja da će se izraziti rast cijena stambenih nekretnina nastaviti i u idućim godinama. Međutim, sredinom 2006. godine realna kamatna stopa na dugoročne kredite s valutnom klauzulom stanovništvu spustila se na svoju najnižu razinu, dok se rast realnog dohotka znatno usporio u idućem razdoblju. Tako model od drugog polugodišta 2006. upućuje na precijenjenost realnih cijena nekretnina u odnosu na njihovu ocijenjenu dugoročnu ravnotežnu razinu (od sredine 2006. do sredine 2008. prosječno je iznosila 5,3%). No, ocijenjena precijenjenost nekretnina u Hrvatskoj relativno je mala u usporedbi s drugim europskim zemljama u kojima je prisutan cjenovni balon na tržištu nekretnina, a koje su u razdoblju od 1997. od 2007. bilježile precijenjenost nekretnina od 10% do čak 30%<sup>3</sup>. Pritom ocijenjenu precijenjenost realnih cijena stambenih nekretnina u Hrvatskoj

3 MMF, World Economic Outlook, travanj 2008.

Slika 1. Stvarne vrijednosti cijena nekretnina i vrijednosti ocijenjene modelom



Izvor: HNB

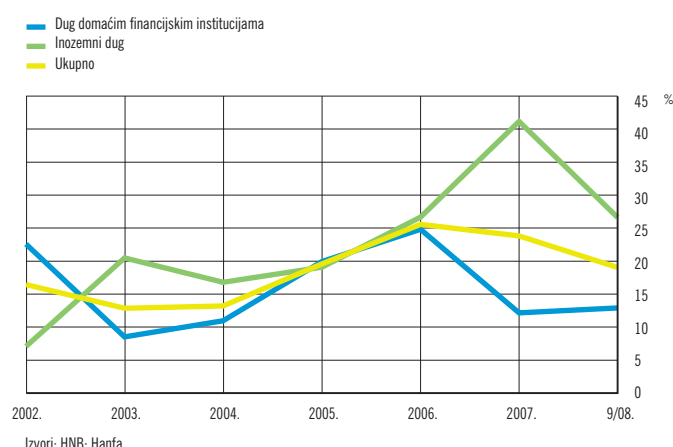
treba uzeti s oprezom zbog kratkoga razdoblja na kojem je izvršena analiza njihova kretanja, a u kojem su ravnotežne cijene pod većim utjecajem konvergencijskih faktora nego dugoročnih činitelja koji su dominantne odrednice kretanja cijena nekretnina u zemljama Zapadne Europe.

Potkraj 2007. realne cijene nekretnina počele su padati, što je smanjilo njihovu precijenjenost pa su se sredinom 2008. približile svojoj ravnotežnoj razini. Posljedica je to ispuhivanja optimističnih očekivanja pod utjecajem usporavanja rasta realnog dohotka kućanstava, što je bilo dodatno poduprto preokretom trenda smanjivanja kamatnih stopa na stambene kredite.

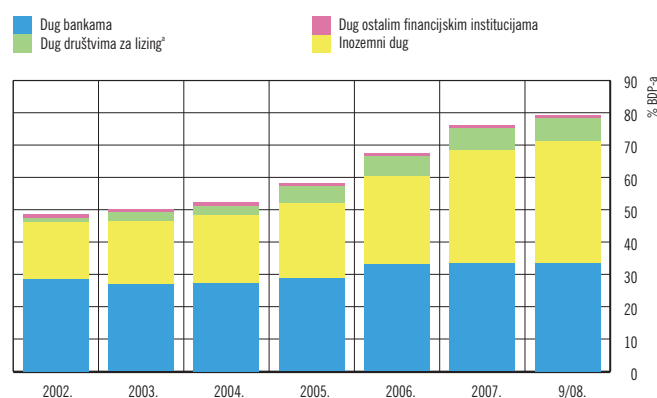
U 2009. je godini, zbog visokih kamatnih stopa i daljnega smanjivanja gospodarske aktivnosti, koje bi moglo dovesti do negativnih kretanja na tržištu rada i kontrakcije raspoloživoga realnog dohotka kućanstava, vjerojatna stagnacija ili manji pad ravnotežnih cijena stambenih nekretnina. Istodobno realne cijene nekretnina zbog negativnih očekivanja mogu i podbaciti u odnosu na njihovu ocijenjenu ravnotežnu razinu.

# Sektor nefinancijskih poduzeća

Slika 41. Stope rasta duga nefinancijskih poduzeća



Slika 42. Dug nefinancijskih poduzeća



Nastavilo se usporavanje rasta zaduženosti sektora poduzeća zbog manjeg rasta inozemnog zaduživanja, koje se rekordno povećalo u 2007. godini. Osobito naglašen valutni rizik ovog sektora dodatno se povećao u većini djelatnosti. Averzija stranih ulagača prema riziku mogla bi u 2009. otežati refinanciranje duga poduzeća. To bi najviše pogodilo sektor međunarodno nerazmjernih dobara, koji i dalje prednjači po inozemnom dugu.

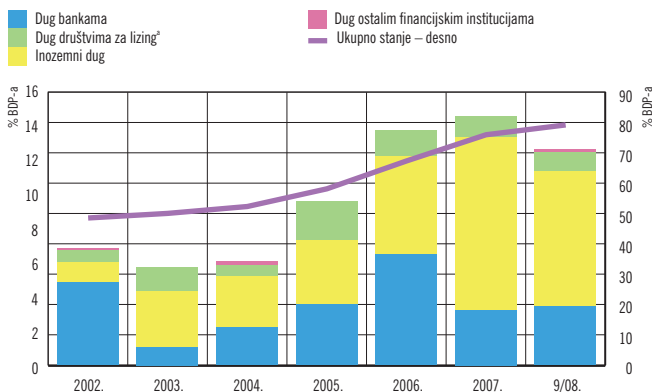
Usporavanje rasta duga nefinancijskih poduzeća intenziviralo se tijekom prvih devet mjeseci 2008. Takvo je kretanje uglavnom determinirano slabljenjem potražnje poduzeća za kreditima zbog usporavanja gospodarske aktivnosti i porasta kamatnih stopa. Godišnja stopa rasta ukupnog duga smanjena je s 24% na 19%, pri čemu je stopa rasta inozemnog duga smanjena s 41% na 27%, dok se stopa rasta domaćeg duga stabilizirala na 13% (Slika 41.). To je rezultiralo usporavanjem rasta omjera duga i BDP-a na godišnjoj razini, pa je on iznosio 6 postotnih bodova, za razliku od prirasta iz 2007. godine od 9 postotnih bodova (Slika 42.).

Inozemno zaduživanje stoga je i dalje glavni izvor financiranja nefinancijskih poduzeća te se na njega odnosilo više od polovine ukupnog prirasta duga u prvih devet mjeseci 2008. godine (Slika 43.).

Tendencija oslanjanja na inozemno financiranje karakteristična za sektor međunarodno nerazmjernih dobara nastavila se u prvih devet mjeseci 2008. U tom je razdoblju zabilježena i realokacija domaćih kredita iz sektora međunarodno razmjernih dobara u sektor međunarodno nerazmjernih dobara (Slika 27.).



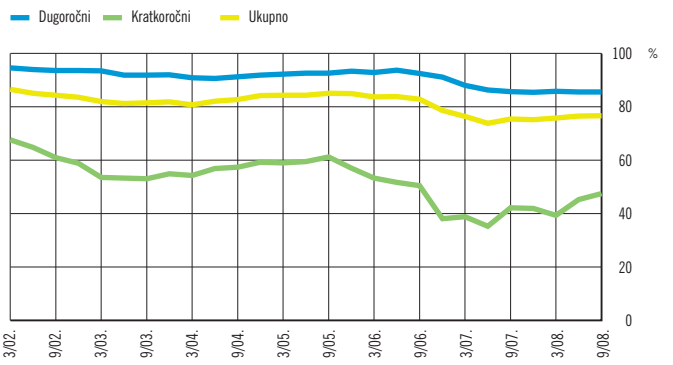
Slika 43. Promjena i stanje duga nefinancijskih poduzeća



\* Dug je poduzeća društvima za lizing procijenjen.

Izvori: HNB, Hanfa

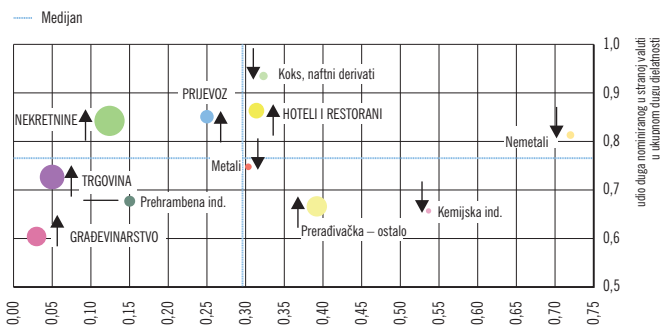
Slika 44. Udio bankovnih kredita nominiranih u stranoj valuti i inozemnog duga poduzeća<sup>a</sup> u ukupnim kreditima



<sup>a</sup> Pretpostavlja se da je sav inozemni dug u stranoj valuti.

Izvor: HNB

Slika 45. Valutna izloženost u rujnu 2008.

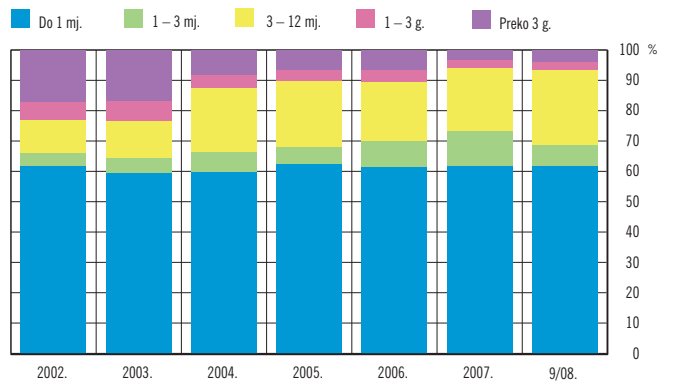


udio izvoznih u u ukupnim prihodima od prodaje pojedine djelatnosti

Napomena: Veličina kruga pokazuje udio pojedine djelatnosti u ukupnom dugu nefinancijskih poduzeća. Smjer strelice prema gore upućuje na porast izloženosti valutnom riziku u odnosu na kraj 2007. godine.

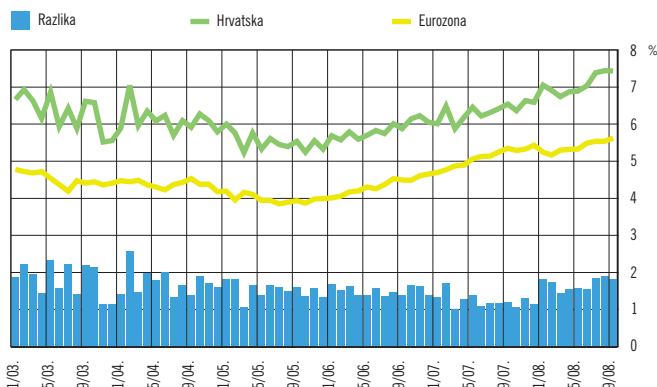
Izvori: HNB (za kredite po djelatnostima); Fina (za izvozne i ukupne prihode)

Slika 46. Struktura bankovnih kredita nefinancijskim poduzećima prema mogućnosti promjene kamatne stope



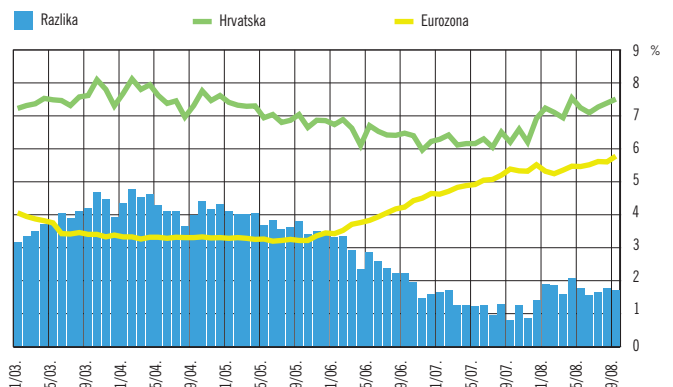
Izvor: HNB

Slika 47. Kamatne stope na dugoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u eurozoni



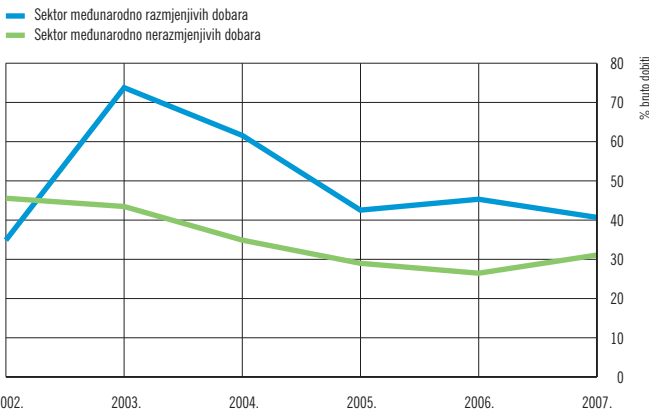
Izvori: HNB, ESB

Slika 48. Kamatne stope na kratkoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u eurozoni



Izvori: HNB, ESB

Slika 49. Teret otplate kamata



Izvori: Fina; izračun HNB-a

Valutni rizik nefinancijskih poduzeća zadržao se na visokoj razini jer je više od tri četvrtine njihova duga nominirano u stranoj valuti (Slika 44.). Zbog izrazite valutne neusklađenosti obveza i potraživanja glavnina tog rizika odnosi se na sektor međunarodno nerazmjenjivih dobara, što bi poduzećima iz tog sektora u slučaju veće deprecijacije domaće valute moglo otežati otplatu kredita. Tijekom 2008. ta je neusklađenost dodatno pogoršana u većini djelatnosti, iako se za pojedine djelatnosti prerađivačke industrije, u kojoj je valutni rizik inače znatno manji, bilježe poboljšanja (Slika 45.).

Osjetljivost nefinancijskih poduzeća na kamatni rizik i dalje je velika, unatoč tome što je taj rizik tijekom 2008. ublažen tako što je povećan udio kredita s dužim razdobljem fiksne kamatne stope. Naime, oko 70% domaćih bankovnih kredita ugovoreno je uz mogućnost promjene kamatne stope u roku kraćem od tri mjeseca (Slika 46.). Kamatni rizik uvećava i činjenica da je najveći dio inozemnih kredita također ugovoren uz promjenjivu kamatnu stopu, često vezanu uz referentne kamatne stope u eurozoni (EURIBOR).

Porast kamatnih stopa koji je započeo još početkom 2006. intenzivirao se tijekom 2008. godine, prateći kretanje referentnih kamatnih stopa u eurozoni, koje su tijekom prvih devet mjeseci 2008. dosegle najvišu razinu u posljednjih sedam godina. U listopadu se k tome izrazito pojačalo zaziranje stranih ulagača od rizika.

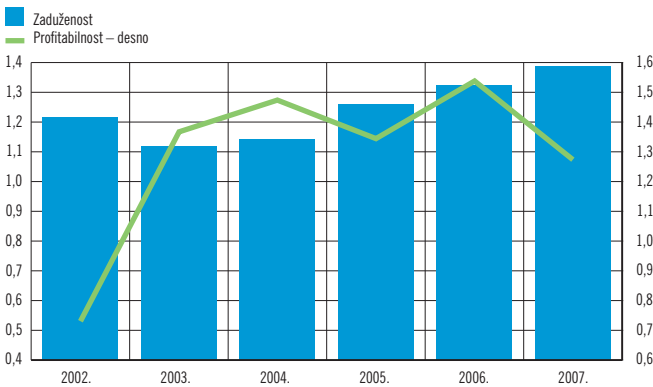
Viša premija za rizik u troškovima inozemnog pribavljanja sredstava domaćih banaka pridonijela je bržem rastu kamatnih stopa na kredite poduzećima u Hrvatskoj nego što je to bilo u eurozoni (Slika 47. i 48.). Na opisana je kretanja utjecalo i realističnije vrednovanje rizika povezanih s odobravanjem kredita vezanih uz stranu valutu.

Takva kretanja rezultirala su povećanjem tereta otplate kamata, koji je relativno veći kod sektora međunarodno razmjenjivih dobara (Slika 49.). No, prema podacima iz 2007. razlika se smanjuje, što je posljedica još uvijek bržeg rasta zaduženosti i relativno sporijeg rasta dobiti sektora međunarodno nerazmjenjivih dobara (Slika 50.). Taj trend mogao bi se nastaviti pod utjecajem korekcije cijena nekretnina (vidi Okvir 2.). Takav bi tržišni mehanizam unatoč nedostatku strukturnih reformi mogao potaknuti realokaciju kredita u djelatnosti orijentirane na izvoz, koje su zaštićenije od valutnog rizika. Na taj bi se način smanjili dugoročni rizici za financijsku stabilnost.

Poslovni rezultati poduzeća iz većine djelatnosti sektora međunarodno nerazmjenjivih dobara pogoršali su se već tijekom 2007. godine, stoga je porastao udio duga neprofitabilnih poduzeća u ukupnom dugu tog sektora. Pritom su udio duga neprofitabilnih poduzeća u ukupnom dugu djelatnosti i razina gubitaka tih poduzeća u odnosu na kapital najviši u djelatnostima nekretnina, hotela i restorana te u skupini tradicionalnih djelatnosti prerađivačke industrije (Slika 51.).

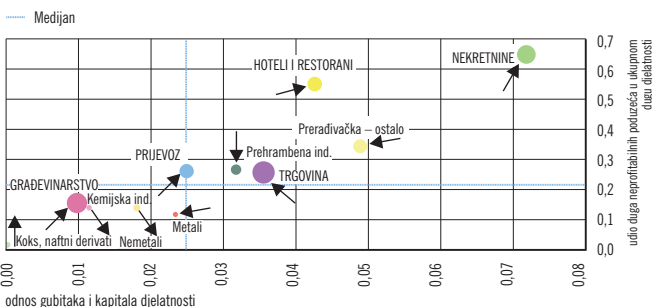
Positivni pomaci ostvareni kod ostalih djelatnosti prerađivačke industrije mogli bi se pokazati tek kratkotrajnima s obzirom na

Slika 50. Omjeri profitabilnosti i zaduženosti sektora međunarodno nerazmjenjivih i razmjenjivih dobara



Izvori: Fina; izračun HNB-a

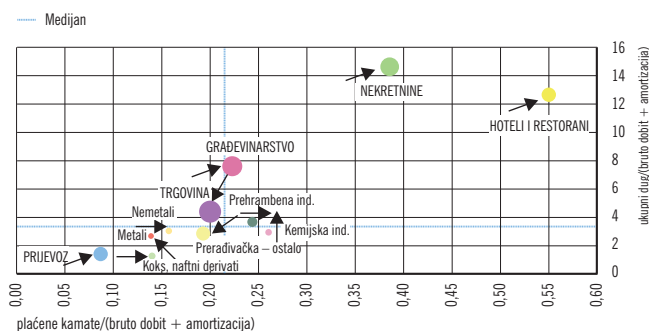
Slika 51. Značenje nefinancijskih poduzeća koja posluju s gubicima u 2007.



Napomena: Područje djelatnosti nekretnina uključuje potkategoriju poslovanja nekretninama, arhitektonsku i inženjersku djelatnost i tehničko savjetovanje. Pritom su isključeni Zagrebački holding d.o.o. te Hrvatske autoceste d.o.o. Veličina kruga pokazuje udio pojedine djelatnosti u ukupnom dugu nefinancijskih poduzeća. Smjer strelice prema gore upućuje na porast udjela neprofitabilnih poduzeća u ukupnom dugu djelatnosti, a prema desno na porast udjela gubitaka u kapitalu djelatnosti u odnosu na 2006.

Izvori: Fina; izračun HNB-a

Slika 52. Pokazatelji zaduženosti po djelatnostima u 2007.



Napomena: Područje djelatnosti nekretnina uključuje potkategoriju poslovanja nekretninama, arhitektonsku i inženjersku djelatnost i tehničko savjetovanje. Pritom su isključeni Zagrebački holding d.o.o. te Hrvatske autoceste d.o.o. Veličina kruga pokazuje udio pojedine djelatnosti u ukupnom dugu nefinancijskih poduzeća. Smjer strelice prema gore upućuje na porast ovisnosti djelatnosti o vanjskim izvorima financiranja, a prema desno na porast tereta otplate kamata djelatnosti u odnosu na 2006.

Izvori: Fina; izračun HNB-a

usporavanje aktivnosti u tom području djelatnosti u 2008., koja će se nastaviti i u ovoj godini.

Pogoršanje svjetske financijske krize krajem trećeg tromjesečja 2008. znatno je otežalo dostupnost inozemnih kredita sektoru poduzeća, a snažno je porasla i premija za rizik, zbog čega se povisila cijena inozemnoga kapitala. U takvim je okolnostima tijekom posljednjeg tromjesečja 2008. bitno usporeno inozemno zaduživanje sektora poduzeća. Istodobno se zamjetno usporio rast kreditiranja od domaćih banaka pod utjecajem preusmjeravanja bankovnog kreditiranja na sektor države, a slične će se tendencije zadržati u 2009.

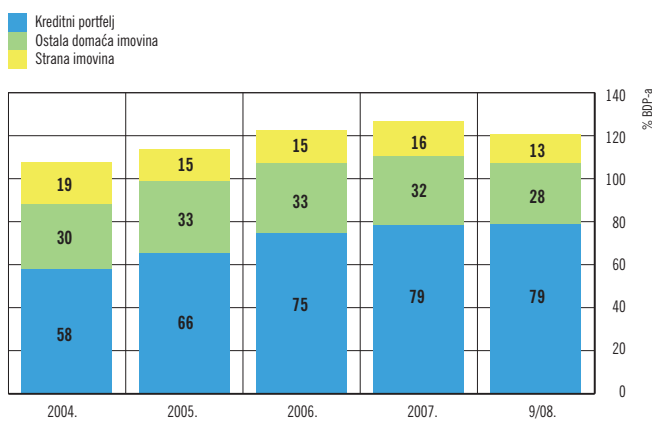
Oskudniji i skuplji izvori inozemnog financiranja obilježiti će i veći dio 2009. godine, što će remetiti financiranje aktivnosti poduzeća i osjetno povećati rizik refinanciranja njihovih dospjelih inozemnih obveza.

S usporavanjem aktivnosti poduzeća i povećavanjem troškova financiranja može se očekivati snažno povećanje tereta, a time i rizika otplate duga.

Pritom bi unutar sektora poduzeća najteže mogle biti pogođene djelatnosti nekretnina, građevinarstva te hotela i restorana, koje karakterizira izrazito nizak udio vlastitih sredstava u financiranju poslovanja, što bi moglo omesti prilagodbu novim uvjetima na financijskim tržištima (Slika 52.). Rizik refinanciranja donekle umanjuje činjenica da se kao kreditori tih poduzeća često pojavljuju njihovi strani vlasnici.

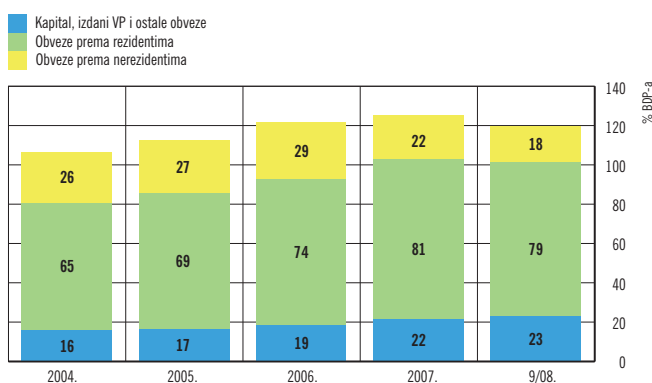
# Bankarski sektor

Slika 53. Aktiva bankarskog sektora



Izvor: HNB

Slika 54. Pasiva bankarskog sektora<sup>a</sup>



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

Izvor: HNB

Tijekom 2008. banke su nastavile restrukturirati imovinu i obveze zadržavajući visoku profitabilnost, koja je pozitivno utjecala na porast kapitaliziranosti. Unatoč sporijem rastu kredita njihova se dominacija u ukupnoj imovini banaka pojačala. U 2009. očekuje se negativan utjecaj usporavanja gospodarskog rasta na kvalitetu kreditnog portfelja banaka, no njihova dobra kapitaliziranost osigurat će stabilnost bankarskog sektora.

## Bilančne ranjivosti

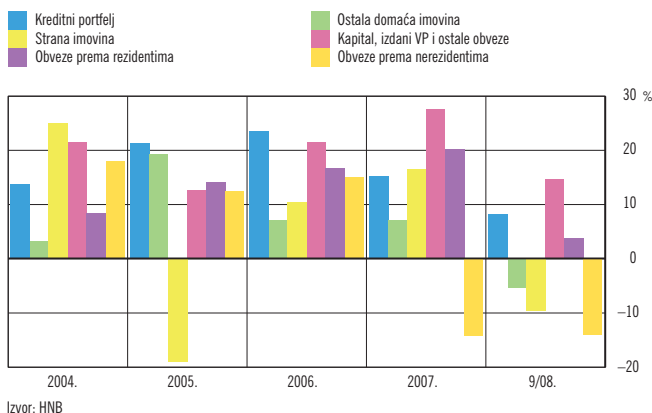
U prvih devet mjeseci 2008. znatno se usporio rast imovine banaka, pa je njezin udio u BDP-u<sup>5</sup> smanjen na 121% (Slika 53.). Kreditni rast banaka usporio se na 8,2%, s razine od 14,7% u istom razdoblju 2007.<sup>6</sup>, zbog smanjenja potražnje uzrokovanog usporavanjem gospodarske aktivnosti i rasta kamatnih stopa te HNB-ova ograničenja rasta plasmana.

Takva dinamika kredita i istodobno smanjenje ostalih oblika imovine rezultirali su blagim povećanjem udjela kreditnog portfelja u ukupnoj imovini, zbog čega se pojačala dominacija kreditnog rizika.

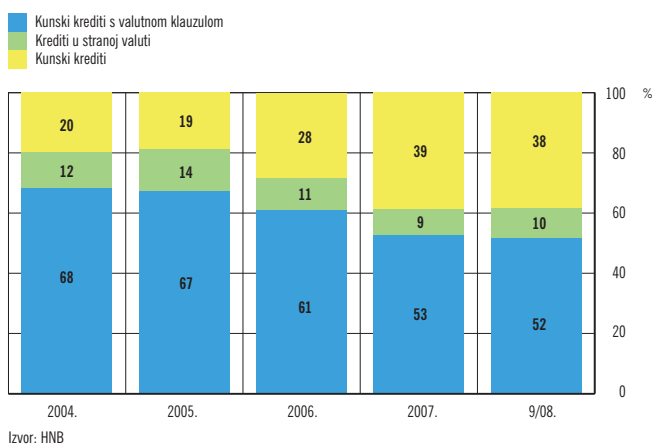
<sup>5</sup> BDP za razdoblje od godine dana do rujna 2008. dobiven je zbrajanjem BDP-a ostvarenog u posljednjem tromjesečju 2007. i prva tri tromjesečja 2008.

<sup>6</sup> U izvješćima banaka vrijednost kredita i depozita izražava se u kunama, što znači da promjena tečaja može smanjiti ili povećati nekunske stavke. U prvih devet mjeseci 2008. kuna je deprecirala prema švicarskom franku oko 4% i aprecirala prema euru oko 1,5%, pa su u tom razdoblju krediti efektivno porasli otprilike za jedan postotni bod više nego nominalno.

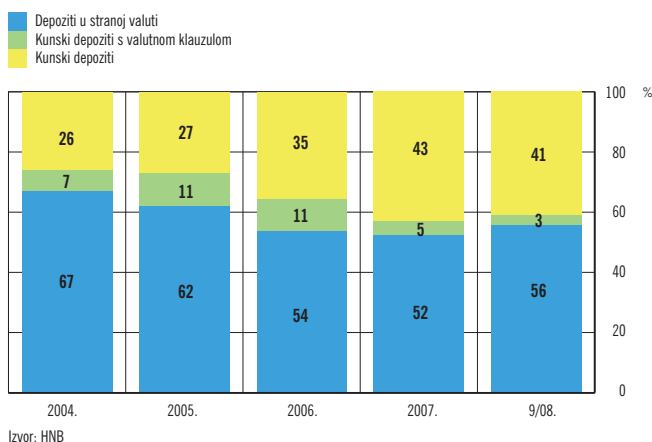
Slika 55. Godišnji porast najvažnijih stavki bilance bankarskog sektora



Slika 56. Valutna struktura kredita



Slika 57. Valutna struktura depozita



Unutar ostale domaće imovine znatno je smanjen portfelj domaćih vrijednosnih papira pod utjecajem smanjenja ulaganja u državne vrijednosne papire jer se osjetno poboljšala fiskalna pozicija. Smanjenju ostale domaće imovine pridonio je i zamjetan pad pričuva kod središnje banke, osobito krajem razdoblja, u kojem je zabilježeno i prilično povećanje strane imovine.

Time je ublaženo smanjenje strane imovine u promatranom razdoblju, do kojeg je došlo pod utjecajem istodobnog smanjenja inozemne pasive banaka i promjene u regulaciji devizne likvidnosti banaka, kojom je u svibnju 2008. smanjena obvezna pokrivenost deviznih obveza deviznim potraživanjima (s 32% na 28,5%).

Smanjenje udjela ostale domaće i inozemne imovine banaka smanjilo je njihovu izloženost tržišnim i ostalim rizicima koji su povećani u uvjetima snažne kolebljivosti na tržištima vrijednosnih papira i neizvjesnosti povezane s globalnom financijskom krizom.

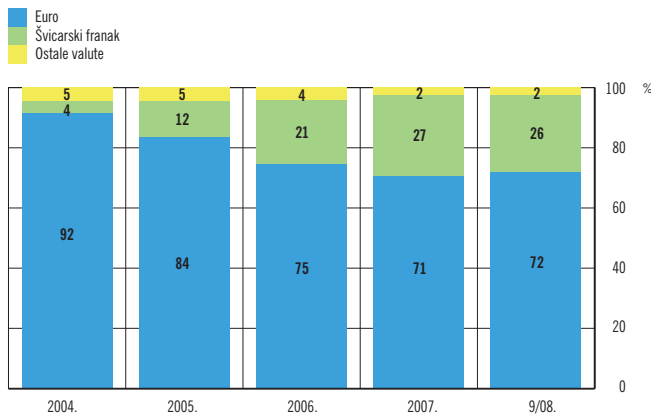
Eskaliranje svjetske financijske krize krajem trećeg tromjesečja 2008. utjecalo je na značajne promjene u instrumentariju monetarne politike te u politici upravljanja likvidnošću banaka, a time i na kretanje pojedinih oblika imovine banaka. Tako je radi povećanja devizne i kunske likvidnosti u listopadu ukinuta granična pričuva na inozemne obveze banaka, a u prosincu snižena stopa obvezne pričuve, što je rezultiralo padom pričuva banaka kod središnje banke. Istodobno su banke, da bi ojačale deviznu likvidnost, znatno povećale inozemnu aktivnu uz snažnu podršku banaka majki bankama kćerima u obliku značajnog rasta kredita i depozita. Usporedno s time nastavio se umjereni kreditni rast, pa je kreditni portfelj zadržao najveći udio u imovini banaka.

Očekivana globalna i domaća financijska i gospodarska kretanja ograničit će u 2009. sredstva banaka raspoloživa za plasmane pa će i rast njihova kreditnog portfelja biti nešto sporiji. Na ostale oblike imovine utjecat će politika upravljanja kunskom i deviznom likvidnošću i središnje banke i samih banaka, što bi moglo prouzročiti smanjenje udjela tih oblika imovine u ukupnoj imovini banaka. Kreditni rizik stoga će biti dominantan rizik i u 2009., osobito ako se izrazito pogoršaju makroekonomski činitelji.

Na strani pasive u prvih su devet mjeseci banke nastavile restrukturirati sekundarne izvore pod utjecajem mjera HNB-a, kojima se nastojalo smanjiti zaduživanje u inozemstvu povećanjem troškova zaduživanja (na osnovi granične obvezne pričuve za inozemne obveze), iz čega je proizašlo značajno smanjenje udjela inozemnih obveza u ukupnoj pasivi banaka. Istodobno su banke privukle znatna sredstva građana u obliku depozita, na što su osim rasta pasivnih kamatnih stopa utjecala i nepovoljna kretanja na tržištu kapitala. Međutim, u istom su razdoblju smanjeni krediti od financijskih institucija, prvenstveno od središnje banke, tako da su ukupne obveze prema rezidentima relativno smanjene u odnosu na BDP (Slika 54.).

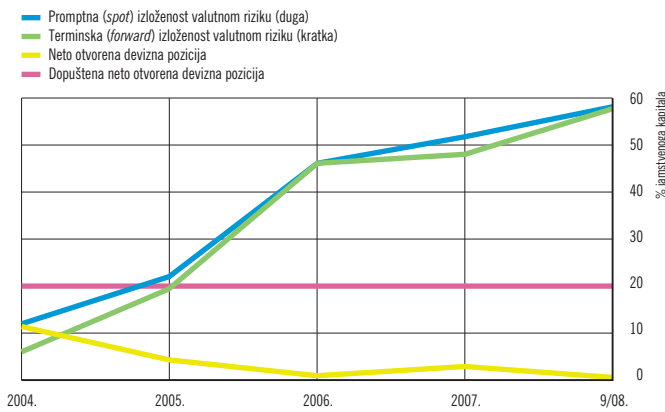
Primarni izvori sredstava banaka nastavili su rasti zbog nastavka procesa dokapitalizacije, kojim banke nastoje smanjiti regu-

Slika 58. Valutna struktura nekunskih kredita



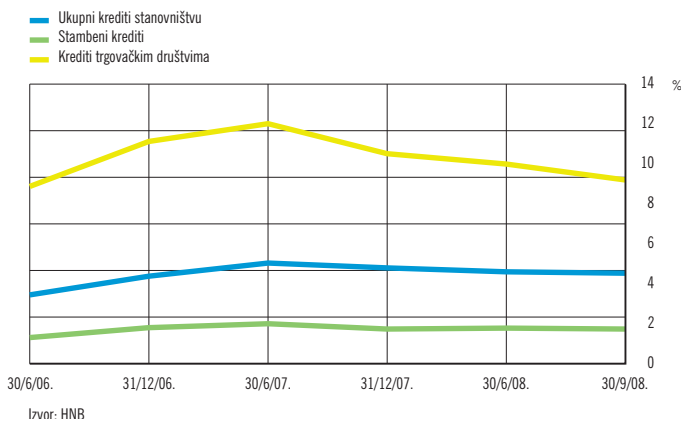
Izvor: HNB

Slika 59. Izloženosti banaka valutnom riziku



Izvor: HNB

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



Izvor: HNB

latorne troškove povezane sa zaduživanjem u inozemstvu (Slika 55.).

U posljednjem tromjesečju 2008. bilo je vidljivo značajno restrukturiranje pasive banaka zbog pogoršavanja financijske krize. Tako je u listopadu zabilježen pad depozita i istodobni rast inozemne pasive, uglavnom u obliku kredita i depozita banaka majki, te rast kredita središnje banke usmjerenih na održavanje zadovoljavajuće razine likvidnosti bankarskog sektora.

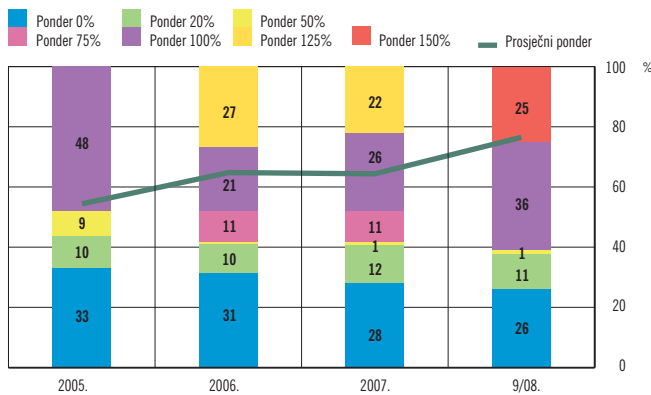
U 2009. godini, koju će obilježiti sporiji gospodarski rast, očekuje se relativno sporiji rast depozita u odnosu na prethodnu godinu. Istodobno će inozemna pasiva stagnirati ili umjereno rasti s obzirom na značajan skok u posljednjem tromjesečju 2008. Predviđa se i nastavak jačanja kapitala banaka na osnovi zadržane dobiti, odnosno povećanje dioničkoga kapitala kod onih banaka koje poslovanje moraju uskladiti sa zahtjevima nove regulative vezane uz adekvatnost kapitala koja stupa na snagu u 2009.

S obzirom na navedeno glavni rizici vezani uz pasivu banaka proizlazit će iz mogućeg produbljanja financijske i gospodarske krize.

Iako su u nekoliko prethodnih godina banke provodile restrukturiranje kreditnih portfelja povećavajući udio kunskih kredita, koji bankama uzrokuju manje regulatorne troškove, što je bilo potpomognuto priljevom kuna na osnovi dokapitalizacije banaka, u prvih devet mjeseci 2008. taj je proces zaustavljen zbog snažnog rasta deviznih depozita građana i blagog smanjenja udjela kunskih kredita, na 38% (Slika 56.). To pokazuje da se nastavlja dominacija kredita s deviznom klauzulom, posebno kod plasmana privatnom sektoru.

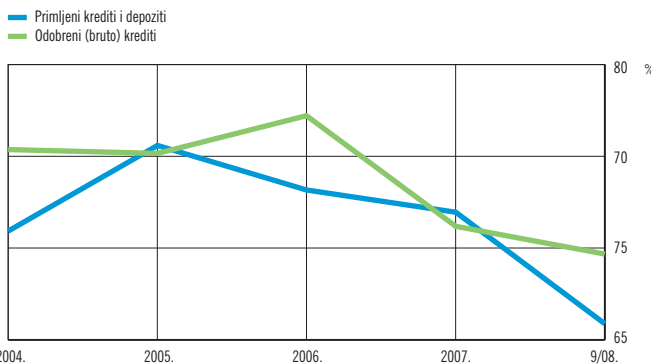
U prvih devet mjeseci 2008. zaustavljen je višegodišnji trend smanjenja udjela deviznih u ukupnim depozitima, te je udio deviznih depozita porastao na 56%. Taj je porast posljedica spo-

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



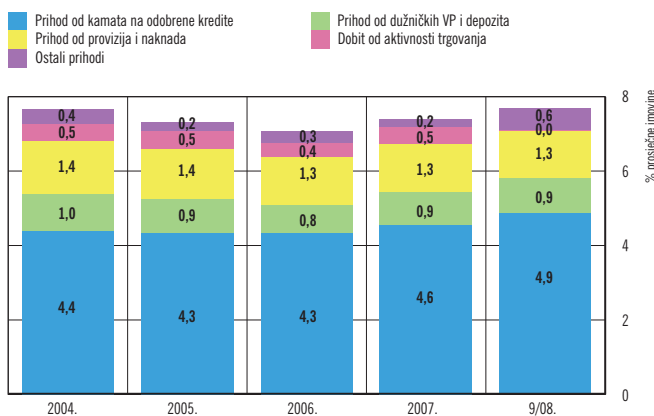
Izvor: HNB

Slika 62. Udio (bruto) kredita i obveza banaka s mogućnošću promjene kamatne stope u roku do tri mjeseca u ukupnim bruto kreditima i obvezama banaka



Izvor: HNB

Slika 63. Struktura ukupnih prihoda



Izvor: HNB

menutog premještanja dugoročnih ulaganja građana s tržišta kapitala u devizne depozite (Slika 57.).

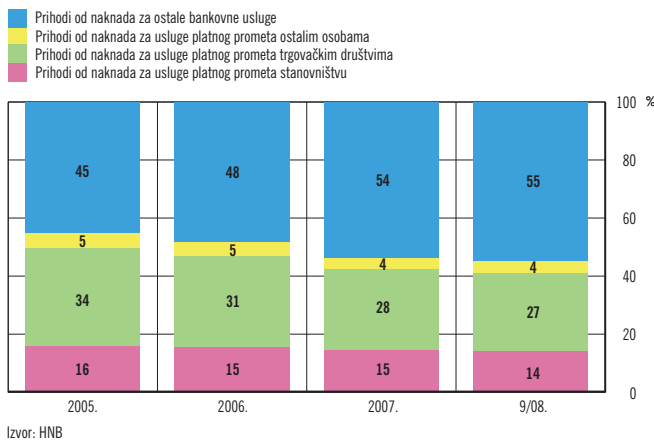
Porast kolebljivosti kamatnih stopa na švicarske franke i tečaja švicarskog franka prema kuni učinili su vidljivom veću rizičnost kredita vezanih uz švicarski franak pa su banke postupno počele napuštati praksu odobravanja tih kredita. Udio kredita vezanih uz švicarski franak stoga je nešto smanjen, a smanjenje je još veće ako se u obzir uzme promjena tečaja švicarskog franka u prvih devet mjeseci 2008. U idućem se razdoblju može očekivati nastavak smanjenja udjela tih kredita (Slika 58.).

Budući da nemaju izvore švicarskih franaka u obliku depozita, banke dugu promptnu (*spot*) izloženost u toj valuti, nastalu odobravanjem kredita vezanih uz švicarski franak, smanjuju zauzimanjem kratke pozicije na terminskom tržištu. To je od 2005. rezultiralo značajnim, ali ujednačenim porastom ukupnih promptnih i terminskih pozicija banaka pa je neto devizna pozicija bila zanemariva (Slika 59.).

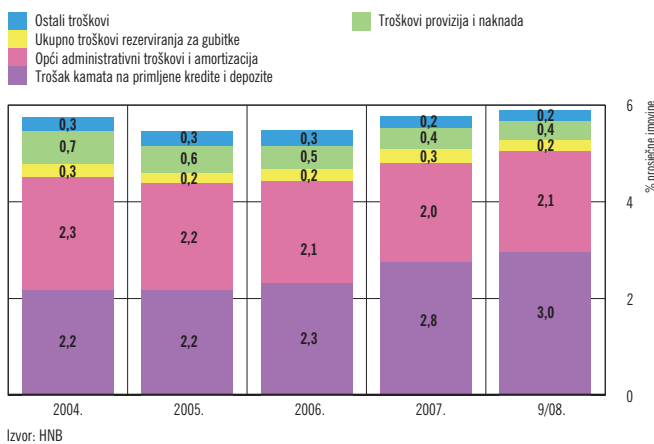
Klijenti banaka, s druge strane, nemaju usklađene valutne strukture priljeva i obveza, što bankama stvara neizravni, valutno inducirani kreditni rizik. Udio zaštićenih plasmana kod stanovništva uobičajeno se kreće oko 5%, dok se udio zaštićenih plasmana trgovačkim društvima blago smanjuje od sredine 2007., te je u rujnu 2008. iznosio 9% (Slika 60.).

S obzirom na važnost valutno induciranoga kreditnog rizika za stabilnost bankarskog sektora i na činjenicu da banke nisu ugrađivale taj rizik u cijenu kredita, središnja je banka u lipnju 2006. započela pooštrevati bonitetnu regulativu vezanu uz preuzimanje tog rizika. Posljednji je put to učinila u ožujku 2008., što je rezultiralo povećanjem prosječnog pondera koji se primjenjuje na imovinu banaka te stvorilo zahtjev za dodatno jačanje kapitalnih pričuva i potaknulo dokapitalizaciju banaka (Slika 61.).

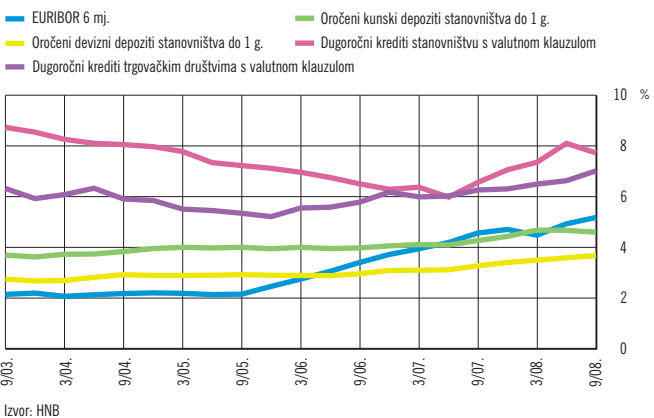
Slika 64. Struktura prihoda od provizija i naknada



Slika 65. Struktura ukupnih troškova



Slika 66. Odabrane kamatne stope (tromjesečni prosjek mjesečnih stopa)



Sistemske kreditni rizik dodatno se inducira i preko kamatnog rizika, koji su banke prebacile na klijente, a to je posebno važno kad rastu domaće kamatne stope i jačaju recesijske tendencije u gospodarstvu. Naime, banke su uskladile strukturu aktive i pasive prema kriteriju promjenjivosti kamatnih stopa pa je udio kredita kojima banka može promijeniti kamatnu stopu u roku do tri mjeseca obično jednak ili nešto veći od udjela obveza banaka s promjenjivom kamatnom stopom u tom roku. Ipak, u posljednjih nekoliko godina prisutan je trend smanjenja odobrenih kredita, ali i obveza banaka s opisanom karakteristikom (Slika 62.).

## Strateški rizici

U prva tri tromjesečja 2008. porastao je udio prihoda<sup>7</sup> od aktivnih kamatnih stopa u ukupnim prihodima na 4,9% prosječne imovine zbog rasta kamatnih stopa u uvjetima ograničenog rasta kredita i povećanih rizika te relativno brzog rasta kamatonosne imovine od ukupne imovine banaka. Uz relativno brži rast kredita od ostale imovine tome je pridonijelo i restrukturiranje imovine u smjeru povećavanja imovine s višim prinosisima zbog regulatornih promjena (smanjenja obveznih deviznih likvidnih pričuva). Istodobno je bankarski sektor ostvario gubitke u trgovanju vrijednosnim papirima, a u trećem tromjesečju 2008. godine ostvaren je i gubitak u trgovanju izvedenim instrumentima, što je dodatno smanjilo anualiziranu dobit od trgovanja, no ona je za sada i dalje pozitivna. Banke su to smanjenje nadoknadile ostalim prihodima, koji su porasli prvenstveno zbog rasta dobiti od obračunatih tečajnih razlika<sup>8</sup> (Slika 63.).

Omjer prihoda od provizija i naknada prema prosječnoj imovini nije se promijenio u usporedbi s 2007. Zbog promjene trendova na financijskom tržištu neki su oblici nekamatnih prihoda izostali (npr. aranžiranje emisija vrijednosnih papira), dok su za ostale banke povisile naknade (npr. za vođenje računa ili odobravanje kredita). Udio prihoda od naknada za usluge platnog prometa u ukupnim prihodima od provizija i naknada već se nekoliko godina smanjuje, čemu najviše pridonosi pad u segmentu ostvarenih prihoda od trgovačkih društava, što se može očekivati i nadalje (Slika 64.).

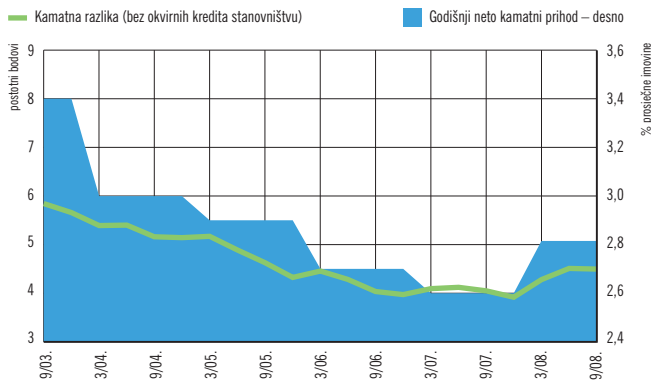
Što se tiče ukupnih troškova, kamatni troškovi banaka porasli su zbog rasta kamatnih stopa u eurozoni i rasta premije za rizik te zbog nastojanja banaka da smanje inozemnu pasivu povećavanjem depozita rezidenata (Slika 66.). Rast udjela druge najznačajnije stavke troškova, općih administrativnih troškova i

7 Stavke iz računa dobiti i gubitka za rujun 2008. godine svedene su na godišnju razinu kako bi se mogle uspoređivati s prethodnim cjelogodišnjim razdobljima. To je učinjeno zbrajanjem poslovnih rezultata banaka u posljednjem tromjesečju 2007. i prva tri tromjesečja 2008.

8 Banke su svođenjem znatnog dijela potraživanja s valutnom klauzulom na ugovoreni tečaj ostvarile značajnu jednokratnu dobit od tečajnih razlika.

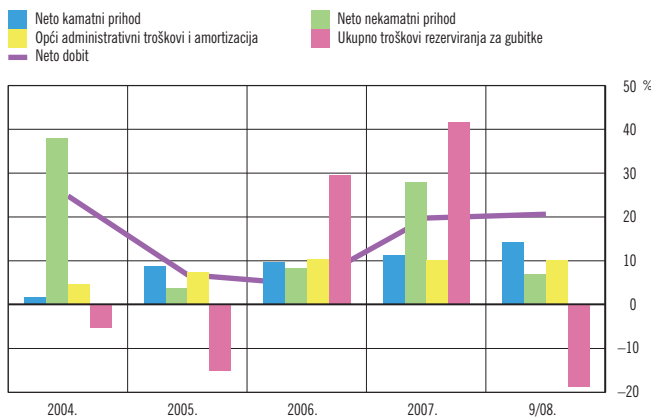


Slika 67. Kamatna razlika (tromjesečni prosjek mjesečnih stopa) i godišnji neto kamatni prihod



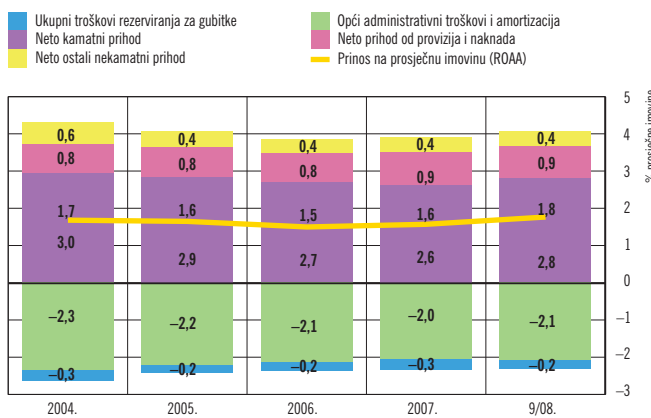
Izvor: HNB

Slika 68. Porast odabranih kategorija poslovnog rezultata



Izvor: HNB

Slika 69. Doprinosi elemenata prinosa na prosječnu imovinu



Izvor: HNB

amortizacije, u prosječnoj imovini banaka uglavnom je posljedica relativno sporog rasta imovine (Slika 65.).

Budući da je rast aktivnih kamatnih stopa bio brži od rasta pasivnih kamatnih stopa, ukupna se kamatna razlika<sup>9</sup> povećala u odnosu na prethodnu godinu s 4 na 4,5 postotnih bodova. Tome je pridonio i rast udjela kratkoročnijih i skupljih kredita u kreditnom portfelju banaka. U skladu s time porasla je i kamatna marža mjerena godišnjim neto kamatnim prihodom (Slika 67.).

Rast godišnjeg neto kamatnog prihoda do kraja rujna 2008. godine bio je dovoljan da banke ostvare značajan rast dobiti i zadrže visoku razinu profitabilnosti unatoč nešto slabijem rastu neto nekamatnog prihoda i nastavku blagog rasta općih administrativnih troškova i amortizacije (Slika 68.).

Omjer godišnjeg neto kamatnog prihoda prema prosječnoj imovini do kraja rujna 2008. povećan je na 2,8%, čime je prekinut višegodišnji trend njegova smanjivanja. Pod utjecajem njegova rasta bruto dobit rasla je otprilike tri puta brže od prosječne imovine, što je dovelo do povećanja prinosa na prosječnu imovinu na 1,8% (Slika 69.).

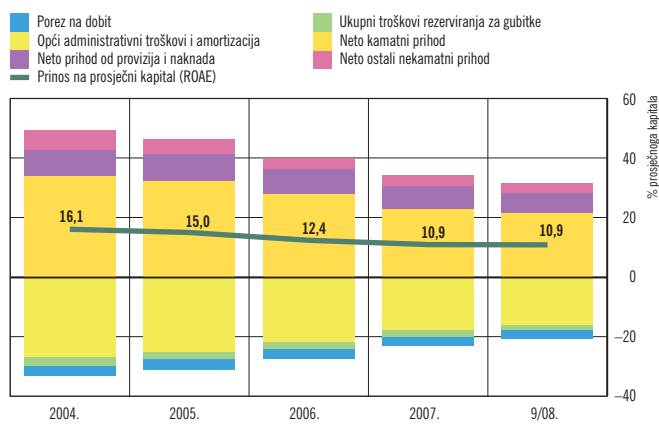
Val intenzivne dokapitalizacije u posljednjih nekoliko godina, potaknut mjerama središnje banke, doveo je do toga da je rast prosječnoga kapitala bankarskog sektora brži od rasta njegovih neto zarada, što je uzrok smanjivanja prinosa na prosječni kapital. U prvih devet mjeseci 2008. rast se kapitala usporio pa se, uz približno sličan rast neto zarada, anualizirani prinos na prosječni kapital zadržao na razini iz 2007. (Slika 70.).

Očekivano usporavanje rasta kredita u 2009., uz ograničenu mogućnost znatnijeg porasta kamatnih stopa, rezultirat će u pogoršanim makroekonomskim uvjetima sporijim rastom kamatnih prihoda od onog ostvarenog u 2008. Na razinu kamatnih stopa s jedne strane utjecat će očekivani pad referentnih kamatnih stopa na inozemnim tržištima i postupno smanjivanje premije za rizik ako se smiri globalna financijska kriza. No, pogoršanje makroekonomskih uvjeta u Hrvatskoj povećat će kreditni rizik, što će vršiti pritisak na rast kamatnih stopa. Ako izostanu daljnji znatniji šokovi na financijskom tržištu, rast gubitaka od aktivnosti trgovanja trebao bi se zaustaviti. Nepovoljna gospodarska kretanja također će ograničiti rast prihoda od provizija i naknada.

Nasuprot predviđenom postupnom smanjivanju troškova inozemnoga kapitala očekuje se da će banke zadržati pasivne kamatne stope na visokim razinama da bi privukle domaću štednju. Takvo kretanje pasivnih kamatnih stopa i pretpostavljeni sporiji rast pasive banaka rezultirat će sporijim rastom kamatnih troškova.

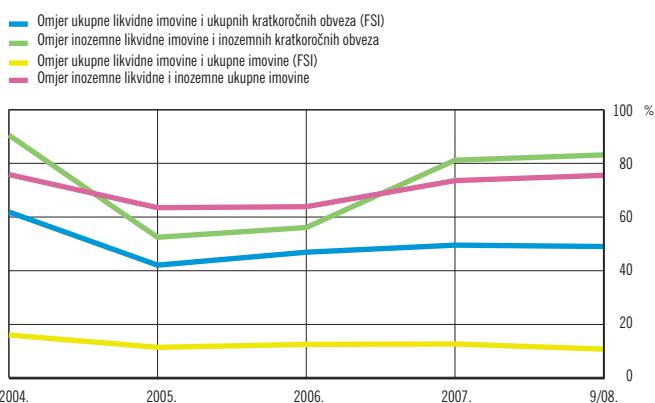
<sup>9</sup> Kamatna razlika izračunata je kao razlika između kamatne stope na ukupne kredite i kamatne stope na ukupne depozite, s time da su iz kredita isključeni okvirni krediti stanovništvu. Naime, ti se krediti u statistici kamatnih stopa vode kao novoodobreni u svakom mjesecu, čime se njihov udio u ukupnim kreditima preuveličava, što u kombinaciji s njihovim visokim nominalnim kamatnim stopama umjetno podiže kamatnu razliku otprilike za dva postotna boda.

Slika 70. Doprinosi elemenata prinosa na prosječni kapital



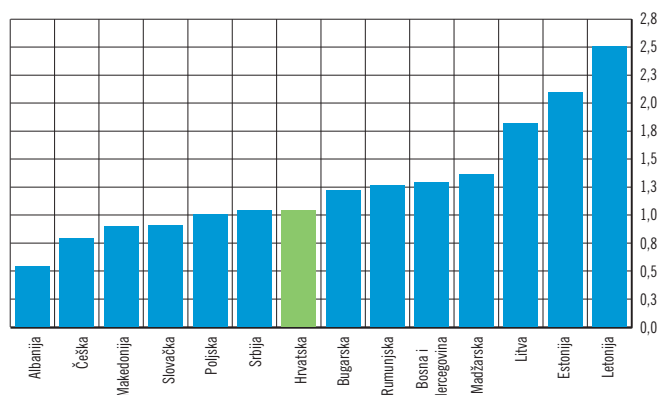
Izvor: HNB

Slika 71. Pokazatelji likvidnosti



Izvor: HNB

Slika 72. Omjer kredita i depozita za privatni sektor u odabranim zemljama, na dan 30. 6. 2008.

Izvor: MMF, *International Financial Statistics*, rujan 2008.

U uvjetima značajnijeg usporavanja gospodarske aktivnosti, koje je započelo već u posljednjem tromjesečju 2008., doći će do porasta troškova rezerviranja za gubitke. U takvim će okolnostima banke pojačano kontrolirati troškove i nastojati kamatnu maržu te prihode od provizija i naknada zadržati na razini koja im osigurava odgovarajuću profitabilnost.

## Likvidnosni rizik

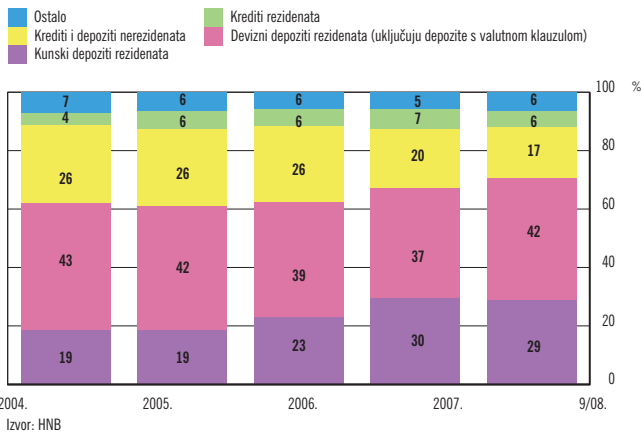
Opisana kretanja u aktivi i pasivi banaka, koja pokazuju relativno smanjenje udjela gotovine i depozita kod HNB-a u odnosu na kreditni portfelj te rast udjela kratkoročnih u ukupnim obvezama (prije svega depozita), rezultirala su blagim pogoršanjem pokazatelja ukupne likvidnosti banaka. Tako je na kraju rujna 2008. omjer ukupne likvidne imovine i ukupne imovine iznosio 10,8%, dok je ukupna likvidnost mjerena omjerom ukupne likvidne imovine i ukupnih kratkoročnih obveza iznosila 49,1% (Slika 71.).

Za razliku od toga, pokazatelji inozemne likvidnosti bankarskog sektora blago su se poboljšali. Naime, rast neizvjesnosti na financijskim tržištima potaknuo je banke da inozemnu imovinu drže u likvidnijim oblicima, pa su likvidnu inozemnu imovinu u prvih devet mjeseci 2008. sporije smanjivale od ukupne inozemne imovine i kratkoročnih obveza prema nerezidentima.

Smanjenje obveza prema nerezidentima djelomično je omogućeno snažnim rastom depozita. To je pridonijelo i zadržavanju visoke pokrivenosti kredita depozitima u Hrvatskoj u usporedbi s bankarskim sektorima drugih država Srednje i Istočne Europe, koji se u znatno većoj mjeri oslanjaju na inozemne izvore financiranja, što ih izlaže većem riziku financiranja u uvjetima globalne financijske krize (Slika 72. i 73.).<sup>10</sup> Međutim, valja istaknuti da u takvim uvjetima i domaći depoziti postaju kolebljiviji (vidi Okvir 3.).

<sup>10</sup> Omjeri na Slici 72. donekle su preuveličani jer slika prikazuje samo kredite i depozite privatnog sektora, koji ima znatno veći udio u ukupnim depozitima nego u ukupnim kreditima.

Slika 73. Struktura obveza



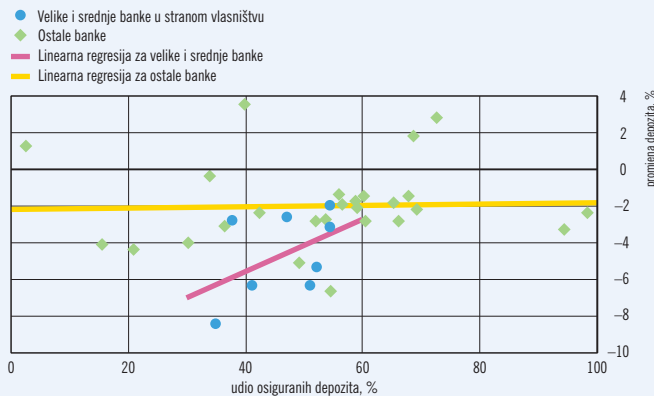
Tako je pod utjecajem jačanja globalne financijske krize u listopadu 2008. došlo do povlačenja dijela depozita iz banaka, a to je potaknulo intervenciju središnje banke, odnosno oslobađanje pričuva devizne likvidnosti, kao i povećani priljev deviznih sredstava iz banaka majki. Time je stabilizirana likvidnost banaka, što je zajedno s povećanjem iznosa osigurane štednje pridonijelo obnavljanju povjerenja domaćih deponenata u bankarski sektor.

U 2009. se zbog smanjenog priljeva inozemnoga kapitala u Hrvatsku očekuje znatan pritisak na deviznu i kunsku likvidnost banaka, što će primjetno ograničiti njihovu kreditnu aktivnost.

### Okvir 3. Reputacijski rizik i prekogranična zaraza

Recentne financijske krize obično su jače zahvaćale tržišta u nastajanju i njihove financijske posrednike, dok su sudionici financijskih tržišta razvijenih zemalja bili pošteđeni najtežih posljedica krize. Stoga se banke u razvijenim zemljama smatralo stabilnijima od onih u zemljama s tržištima u nastajanju pa su i podružnice tih banaka, koje za stabilnost poslovanja jamče cjelokupnim kapitalom vlasnika, s aspekta zemalja domaćina bile poželjniji organizacijski oblik pružanja financijskih usluga od banaka kćeri sa zasebnim kapitalom. Financijska kriza pokrenuta slomom tržišta drugorazrednih hipotekarnih kredita u SAD-u odstupila od opisanog obrasca jer se pokrenula i raširila među financijskim posrednicima u razvijenim zemljama, te je dovela u pitanje sam njihov opstanak. Time se ujedno vlasnička povezanost pogođenih banaka u razvijenim zemljama s podređenim bankama javlja kao nov, do sada relativno ne-

Slika 1. Promjena oročenih i štednih depozita stanovništva i udio osigurane štednje (30. 9. 2008. – 20. 10. 2008.)



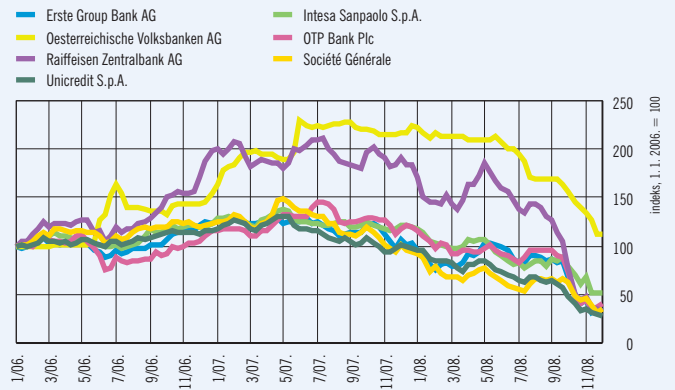
Izvor: HNB

istražen kanal zaraze, neovisno o tome je li riječ o podružnicama ili o bankama kćerima sa zasebnim kapitalom.

Tijekom listopada 2008. godine, usporedno s pogoršanjem percepcije stabilnosti pojedinih banaka majki, došlo je do primjetnog odljeva depozita stanovništva iz hrvatskih banaka vlasnički povezanih s njima, mahom iz skupine velikih banaka i banaka srednje veličine. Nasuprot tome, male banke i poneka srednjevelika banka istodobno su zabilježile slabije odljeve od prve skupine ili su čak i povećale depozitnu bazu. Usporedba odljeva štednih i oročenih depozita i udjela osigurane štednje pokazuje da je prva skupina banaka bila izložena reputacijskom riziku jer su odljevi iz te skupine bili snažniji nego odljevi iz druge skupine za danu razinu osigurane štednje, te povezani s udjelom osigurane u ukupnoj štednji u svakoj banci, što u drugoj skupini banaka nije bio slučaj (Slika 1.).

Radi empirijske ocjene učinaka povećane percepcije rizičnosti stranih banaka majki na depozitnu bazu banaka kćeri izrađen je panel-regresijski model. Model je ocijenjen na desetodnevni podacima za banke majke sedam odabranih velikih i srednjevelikih banaka, a uključuje razdoblje od 10. siječnja 2006. do 10. prosinca 2008. Oročeni depoziti

Slika 2. Cijene dionica banaka majki



Napomena: Dionice Hypo Alpe-Adria-Bank International AG ne kotiraju na burzi pa ta banka nije uključena u analizu.  
Izvor: Bloomberg

stanovništva u odabranim domaćim bankama predstavljaju zavisnu varijablu, dok je percepcija rizika banaka majki aproksimirana promjenom cijena njihovih dionica (Slika 2.). Pad cijena dionica banaka majki osobito je bio izražen potkraj promatranog razdoblja.

U “normalnim” okolnostima nema negativnih vijesti koje bi bitno narušile povjerenje u banke majke pa veza između cijena njihovih dionica i depozitne baze lokalnih podružnica vjerojatno ne postoji. Tek bi pojava loših vijesti koje povećavaju percepciju rizika i smanjuju cijenu dionica banaka majki mogla narušiti depozitnu bazu lokalnih podružnica. Stoga je upotrijebljen model “praga” (engl. *threshold*), koji razlikuje dva režima. Prvi režim obuhvaća opažanja s promjenama cijena dionica ispod danoga praga, dok su u drugom režimu opažanja u kojima promjena cijene dionica prelazi taj prag, odnosno:

$$\Delta \text{ORDEP}_{it} = \alpha + D_{it} * \beta * \Delta P_{it} + (1 - D_{it}) * \gamma * \Delta P_{it},$$

pri čemu je  $D_{it} = 1$  ako je  $\Delta P_{it}$  ispod praga, odnosno  $D_{it} = 0$  ako je  $\Delta P_{it}$  iznad praga. U jednadžbi  $\Delta \text{ORDEP}_{it}$  predstavlja promjenu logaritma baznog indeksa oročenih depozita u lokalnoj podružnici  $i$  tijekom razdoblja  $t$ , dok  $\Delta P_{it}$  označuje promjenu prosječne cijene dionice banke majke između dva desetodnevna razdoblja. Konačno, u jednadžbu su uvrštene indikatorske varijable za dva desetodnevna razdoblja uoči javne ponude dionica T-HT-a u kojima je također bio zabilježen odljev depozita iz banaka.

Tablica 1. Utjecaj promjene cijena dionica banaka majki na oročene depozite lokalnih podružnica

Nezavisna varijabla	Koeficijent
Promjene cijene iznad praga	0,053 <sup>a</sup>
Promjene cijene ispod praga	-0,004
T-HT (-2)	-0,012 <sup>a</sup>
T-HT (-1)	-0,021 <sup>a</sup>
Konstantni član	0,005 <sup>a</sup>
Prilagođeni R <sup>2</sup>	0,18

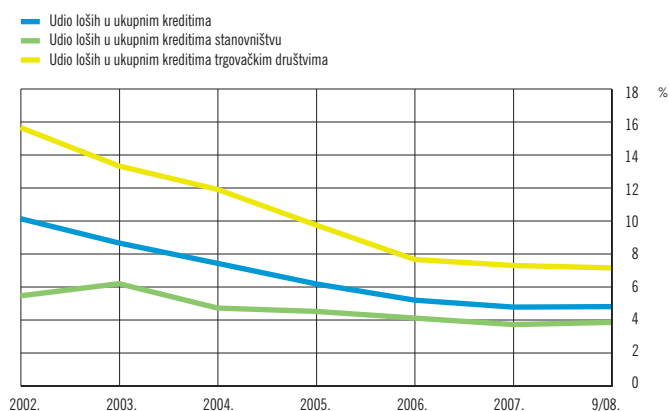
<sup>a</sup> Signifikantno na razini od 1%  
Izvor: HNB

Ocijenjeni model jasno potvrđuje utjecaj porasta percepcije rizika banaka majki na odljev depozita iz njihovih lokalnih podružnica. Ocijenjen je niz modela s različitim pragom kako bi se utvrdio onaj prag koji modelu daje najbolja statistička svojstva (koeficijent determinacije) te je utvrđeno da se taj prag nalazi oko  $-12\%$ , premda je raspon u kojemu se statistička svojstva modela bitno ne mijenjaju razmjerno širok (Tablica 1.). Drugim riječima, porast percepcije rizika koji dovede do prosječnoga desetodnevnog pada cijena dionica banaka majki većeg od  $12\%$ , ima potencijal narušavanja povjerenja u njihove lokalne podružnice, s time da ocijenjeni model takav pad cijena povezuje sa smanjenjem oročenih depozita stanovništva za  $0,7\%$ . U promatranom intervalu zabilježena je ukupno 21 epizoda pada cijena dionica većega od navedenoga praga, mahom potkraj tog razdoblja, a dijelom regresije koji obuhvaća epizode pada cijena dionica većega od praga može se objasniti gotovo jedna

desetina ukupne varijacije oročenih depozita stanovništva u odabranim bankama tijekom promatranog razdoblja.

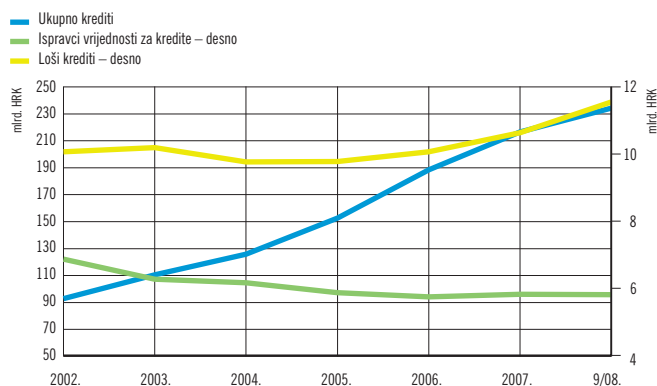
U skladu s navedenim jasno je i da se napori usmjereni na dokapitalizaciju i stabilizaciju poslovanja banaka majki od strane matičnih država povoljno odražavaju na percepciju banaka kćeri. Na navedeni se kanal neizravne zaraze može utjecati i domaćim instrumentima ekonomske politike pa su tako napori središnje banke usmjereni na jačanje kapitaliziranosti domaćih banaka ujedno oslabili kanal zaraze putem reputacijskog rizika. Postojanje banaka kćeri sa zasebnim kapitalom u odnosu na banku majku, podložnim utjecaju regulatora u zemlji domaćinu, bilo je preduvjet za takvo jačanje njihove kapitaliziranosti. Konačno, koordinirani koraci država članica EU i Hrvatske u pravcu povećanje iznosa osigurane štednje pridonijeli su zaustavljanju odljeva i povratku štednje u banke kćeri.

Slika 74. Omjeri loših i ukupnih kredita



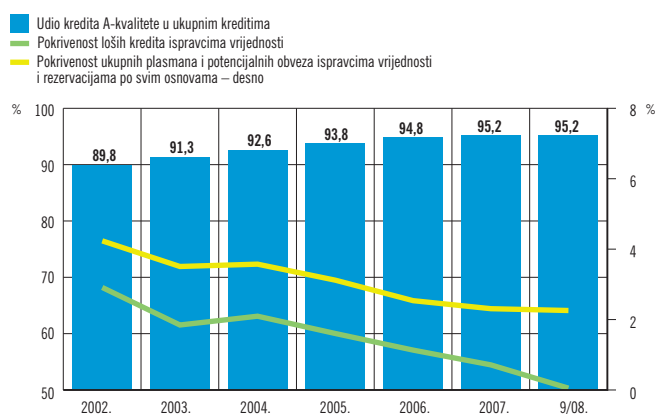
Izvor: HNB

Slika 75. Kretanje iznosa kredita, loših kredita i ispravaka vrijednosti



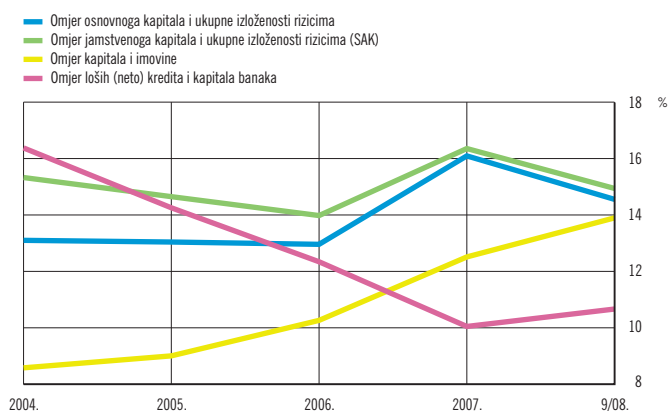
Izvor: HNB

Slika 76. Kvaliteta kredita i pokrivenost kredita i plasmana



Izvor: HNB

Slika 77. Pokazatelji adekvatnosti kapitala



Izvor: HNB

## Kreditni rizik i kapitaliziranost banaka

U prvih devet mjeseci 2008. godine procijenjena kvaliteta kredita stanovništvu blago je smanjena, dok je procijenjena kvaliteta kredita trgovačkim društvima nastavila rasti<sup>11</sup> (Slika 74.).

U godinama brzoga kreditnog rasta prevladavao je izraziti optimizam banaka glede kvalitete njihovih kreditnih portfelja pa su se ispravci vrijednosti u apsolutnom iznosu smanjivali, iako su loši krediti od 2006. počeli rasti. Sporiji prirast novih kredita, koji još nisu pokazali svoju stvarnu kvalitetu, zajedno s povećanim teretom otplate utjecat će na pogoršanje kreditnog portfelja banaka (Slika 75.).

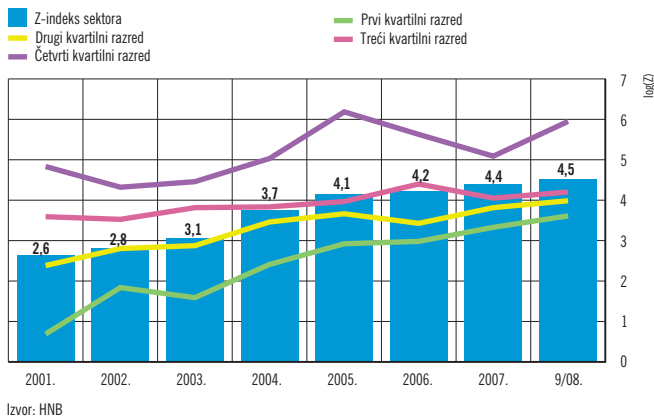
Pokrivenost kredita, ali i općenito svih plasmana i potencijalnih obveza bankarskog sektora kontinuirano se smanjivala u posljednjih nekoliko godina pod utjecajem sporog rasta ispravaka vrijednosti i rezervacija na svim osnovama. Ipak, do kraja 2007. smanjenje pokrivenosti svih plasmana i potencijalnih obveza usporeno je zbog rasta ispravaka vrijednosti za dužničke vrijednosne papire i ostalu imovinu raspoloživu za prodaju. To je posljedica naglog pada boniteta nekih financijskih institucija iz EU prema kojima hrvatski bankarski sektor ipak bilježi male izravne izloženosti (Slika 76.).

Usporevanjem gospodarskog i kreditnog rasta te “starenjem” kreditnog portfelja, mijenja se slika o njegovoj kvaliteti. Banke tržišne rizike prebacuju na klijente, a tržišni su se uvjeti u posljednje vrijeme pogoršali (zbog porasta troška financiranja, kolebljivosti tečaja i kamatnih stopa). Unatoč tome banke, uglavnom pod utjecajem računovodstvenih standarda, još uvijek procjenjuju kvalitetu svojih kreditnih portfelja iznimno dobrom.

Tijekom prva tri tromjesečja 2008. zabilježen je daljnji rast omjera kapitala i imovine jer je rast kapitala bio brži od ra-

<sup>11</sup> Prvi podaci o pogoršanju kvalitete kredita stanovništvu pokazuju da se pogoršala kvaliteta kredita po karticama zatim gotovinskih, okvirnih i ostalih kredita.

Slika 78. Ponderirani Z-indeks bankarskog sektora po kvartilnim razredima



sta imovine (vidi Okvir 4.). Istodobno se adekvatnost kapitala smanjila u odnosu na kraj 2007. zbog povećanja pondera rizika za imovinu izloženu valutno induciranom kreditnom riziku, što je rezultiralo porastom rizikom vagane imovine od 20% (Slika 61. i 77.). Djelomično je na pogoršanje adekvatnosti kapitala utjecao izostanak uključivanja dijela neto rezultata u izračun jamstvenoga kapitala na razini ispod godišnje, što će na godišnjoj razini biti ispravljeno.<sup>12</sup>

Na stabilnost bankarskog sektora u promatranom razdoblju upućuje i nastavak rasta Z-indeksa, kojim se mjeri rizik insolventnosti banaka (Slika 78.). Tome je pridonio rast profitabilnosti i kapitaliziranosti banaka te relativno mala kolebljivost prinosa na prosječnu imovinu.<sup>13</sup> U 2009. godini ovaj bi se pokazatelj mogao pogoršati jer se povećavaju troškovi banaka zbog pogoršanja kvalitete kreditnog portfelja, što će stvarati pritisak na zarade, a potencijalno i na kapital banaka.

<sup>12</sup> Na kraju 2007. godine uključivanje dobiti tekuće godine u jamstveni kapital dovelo je do porasta stope adekvatnosti kapitala bankarskog sektora otprilike za jedan postotni bod.

<sup>13</sup> Detaljniji opis Z-indeksa bankarskog sektora vidi u Okviru 5. Ocjena stabilnosti bankarskog sektora mjerena Z-indeksom, Financijska stabilnost, broj 1, lipanj 2008.

## Okvir 4. Prudencijalna regulativa i cikličnost kapitaliziranosti banaka u Hrvatskoj

Kapital služi za pokrivanje nepredviđenih gubitaka pa se kao pokazatelj stabilnosti bankarskog sektora često koristi njegova kapitaliziranost mjerena omjerom ukupnoga kapitala i ukupne imovine. Prednost ovog pokazatelja u mjerenju kapitaliziranosti banaka pred stopom adekvatnosti kapitala jest njegova neosjetljivost na promjene regulative i računovodstvenih standarda, što ga čini usporedivim tijekom vremena i među zemljama. Također, statističke su metode procjene rizičnosti imovine ograničene osobito s obzirom na ekstremne događaje (engl. *tail risk*).

Razina kapitaliziranosti banke trebala bi odgovarati dugoročnoj procjeni rizika koji joj prijete. Međutim, u praksi kapital banaka ciklički oscilira zbog regulatornog okvira koji propisuje procedure za mjerenje rizika, a koje se zasnivaju na proteklim događajima, i zbog načina na koji same banke subjektivno procjenjuju rizike. Banke u situaciji ekonomske ekspanzije često previše optimistično procjenjuju kvalitetu plasmana i instrumente njihova osiguranja, te ne stvaraju dovoljno kapitalnih rezervi, na što ih navode i međunarodni računovodstveni standardi koji onemogućuju stvaranje rezerva za neidentificirane rizike. Tako tijekom ekonomske ekspanzije banke brzo povećavaju kredite i smanjuju rezervacije za potencijalne gubitke istodobno smanjujući i kapitaliziranost. S promjenom trenda ekonomskog i kreditnog ciklusa, smanjuje se kvaliteta kreditnog portfelja banaka pa su one prisiljene ispravljati vrijednost ili čak otpisivati dijelove tog portfelja na račun tekućih zarada, a onda i kapitala. U tom razdoblju banke postaju pesimistične (često prekasno) jer se istodobno smanjuje dostupnost i raste cijena izvora sredstava pa naknadno pokušavaju smanjiti svoje izloženosti i pojačati kapitaliziranost. To znači da banke u razdoblju usporavanja gospodarskog rasta ograničavaju kreditiranje i dodatno pojačavaju recesijske trendove. Takvo procikličko ponašanje banaka može rezultirati prekomjernim kreditiranjem za vrijeme ekonomske ekspanzije i padom kreditne aktivnosti, praćenim većom cijenom kredita, skraćivanjem rokova kreditiranja ili inzistiranjem na dodatnim ili boljim instrumentima osiguranja tijekom recesije.

Cikličnost kapitaliziranosti banaka u Hrvatskoj empirijski je analizirana pomoću panel-analize na osnovi podataka za devet najvećih banaka u stranom vlasništvu (čiji je kapital činio 88% kapitala bankarskog sektora na kraju rujna 2008.) za razdoblje od rujna 1999. do rujna 2008. Analiza je provedena za cijelo razdoblje i posebno za tri podrazdoblja kojima su svojstvene različite konfiguracije monetarne i prudencijalne politike: od rujna 1999. do rujna 2002., od rujna 2002. do ožujka 2006. i od ožujka 2006. do rujna 2008.

Tablica 1. Signifikantne varijable po razdobljima

Varijable	Koeficijent			
	Cijelo razdoblje	3.tr.99. – 3.tr.02.	4.tr.02. – 1.tr.06.	2.tr.06. – 3.tr.08.
Stopa rasta ukupnih kredita	-0,48 <sup>a</sup>	-0,65 <sup>a</sup>	-0,26 <sup>c</sup>	0,20
Stopa rasta primljenih kredita i depozita stranih financijskih institucija	-0,12 <sup>a</sup>	-0,12 <sup>a</sup>	-0,10 <sup>a</sup>	-0,17 <sup>c</sup>
Prosječni ponder za izračun rizikom vagane imovine u vremenu (t+2)	0,10 <sup>b</sup>	-0,06	0,05	0,26
Promjena udjela loših u ukupnim kreditima	-0,01 <sup>b</sup>	-0,01 <sup>a</sup>	0,00	-0,03
Konstantni član	-0,02	0,07	-0,01	-0,17

<sup>a</sup> Signifikantno na razini od 1%; <sup>b</sup> Signifikantno na razini od 5%; <sup>c</sup> Signifikantno na razini od 10%  
Izvor: HNB

U analizi su upotrijebljene tri vrste varijabla: makroekonomske varijable, individualne varijable po bankama i indikatorske (engl. *dummy*) varijable. Na kraju se pet varijabla pokazalo signifikantnima za cjelokupno razdoblje. Kreditni rast očekivano je negativno povezan s kretanjem kapitaliziranosti, što potkrepljuje njezinu procikličnost u Hrvatskoj. Udio loših u ukupnim kreditima opisuje kvalitetu kreditnog portfelja. Predznak ispred ove varijable trebao bi biti pozitivan, odnosno banke bi trebale pojačavati kapitaliziranost usporedno s porastom rizičnosti njihova kreditnog portfelja. Predznak je ocijenjenog parametra uz varijablu procijenjene kvalitete kreditnog portfelja negativan, što je u skladu s očekivanjima, ali pokazuje razmjerno slabu osjetljivost kapitaliziranosti na pogoršanje kvalitete kreditnog portfelja. Primljeni krediti i depoziti stranih financijskih institucija jesu sredstva koja banke prikupljaju uglavnom od svojih vlasnika. Porast udjela tih sekundarnih sredstava izlaže banke riziku tržišne likvidnosti, a to je HNB nastojao smanjiti prvenstveno graničnom obveznom pričuvom (GOP-om). Uvođenje i postroživanje GOP-a učinilo je inozemne sekundarne izvore skupljima pa su ih banke smanjivale i supstituirale kapitalom, što pokazuje i dobivena negativna povezanost između kapitaliziranosti i sekundarnih izvora iz inozemstva. Drugu važnu regulatornu promjenu, uvođenje VIKR-a, opisujemo prosječnim ponderom koji se primjenjuje na imovinu banaka za izračun rizikom vagane imovine odnosno stope adekvatnosti kapitala. Povećanje ovog pondera potaknulo je dokapitalizaciju banaka pa ova varijabla očekivano ima pozitivan predznak. U analizi se rabi prosječni ponder koji prethodi dva tromjesečja jer je nova regulativa uvijek bila unaprijed najavljena te su se banke dokapitalizirale anticipirajući njezino stupanje na snagu.

### Analiza kapitaliziranosti po podrazdobljima

Analiza provedena samo za prvo podrazdoblje pokazuje procikličko ponašanje banaka koje rezultira snažnom negativnom povezanošću kreditnog rasta i rasta kapitaliziranosti. Značajna je i negativna veza između rasta kapitaliziranosti i rasta depozita i kredita od stranih financijskih institucija, koji su služili kao svojevrsni supstitut kapitala. Istodobno, snažne oscilacije udjela loših u ukupnim kreditima u ovom podrazdoblju nisu utjecale na promjenu kapitaliziranosti banaka.

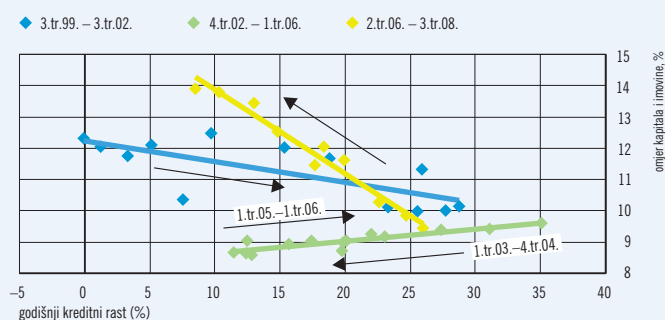
Takva kretanja u prvom podrazdoblju rezultat su i okolnosti u kojima su banke tada poslovale. Naime, početak tog razdoblja obilježila je snažna kapitaliziranost banaka formirana tijekom krize krajem 1990-ih i praćena stagnacijom kredita. Postupno popravljavanje makroekonomskog okružja i snažan priljev sredstava zbog gotovinske konverzije nacionalnih valuta u euro potaknuli su rapidan kreditni rast uz slabljenje kapitaliziranosti banaka otprilike za dva postotna boda.



U drugom podrazdoblju kreditni je rast i dalje značajna varijabla s negativnim predznakom, kao i rast primljenih kredita i depozita stranih financijskih institucija, koji su i dalje služili kao supstitut za kapital. Udio loših u ukupnim kreditima u ovom podrazdoblju više nije značajan.

Drugo podrazdoblje obilježilo je iscrpljivanje kreditnog potencijala stvarnog prilikom gotovinske konverzije pa su se banke počele intenzivno oslanjati na inozemne izvore, na što je HNB reagirao ograničenjem kreditnog rasta u 2003. godini. Usporevanje rasta kredita u tom razdoblju nije bilo popraćeno rastom kapitaliziranosti, već se ona i dalje smanjivala pod utjecajem optimizma u razdoblju brzega gospodarskog rasta. U 2004. godini ukinuto je ograničenje kreditnog rasta, a na snagu je stupila odluka o graničnoj obveznoj pričuvu. Motivirane borbom za tržišne udjele, banke su zadržale brzi kreditni rast supstitucijom sekundarnih izvora iz inozemstva kapitalom, čemu je pridonijelo i povišavanje stope GOP-a (na 40% u 2005. i na 55% u 2006.). Unatoč dokapitalizaciji

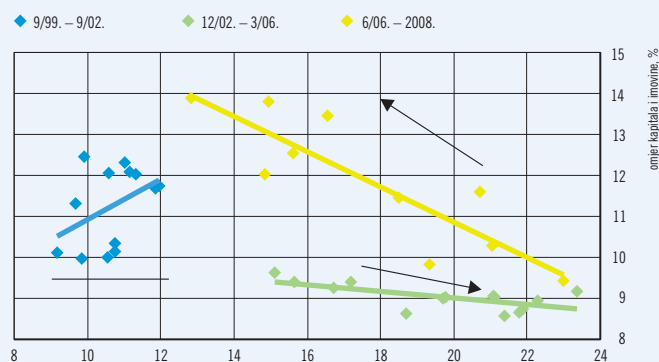
Slika 1. Kretanje kapitaliziranosti banaka i kreditnog rasta u tri karakteristična razdoblja<sup>a</sup>



<sup>a</sup> Strelice na grafikonu pokazuju smjer kretanja kreditnog rasta i omjera kapitala i imovine unutar pojedinog podrazdoblja. Drugo podrazdoblje karakteriziraju dva smjera kretanja pa su uz strelce za drugo razdoblje navedeni i datumi tih karakterističnih kretanja.

Izvor: HNB

Slika 2. Supstitucija sekundarnih izvora iz inozemstva kapitalom



udio kredita i depozita stranih financijskih institucija u pasivi

Izvor: HNB

banaka koja je započela krajem ovog podrazdoblja, omjer je kapitala i imovine u 2005. i prvoj polovini 2006. porastao tek neznatno, za 0,5 postotnih bodova.

Treće, najkraće podrazdoblje obuhvaća i najmanji broj opservacija, a ekonometrijsku analizu dodatno otežava i činjenica da su tijekom cijelog razdoblja na snazi bile mjere vezane uz VIKR i nepromijenjeni GOP. Jedina značajna varijabla u ovom je razdoblju rast kredita i depozita iz inozemstva, koja ima veći koeficijent nego u bilo kojem razdoblju i u svim razdobljima zajedno, što znači da je efekt supstitucije u ovom razdoblju bio najjači.

Tijekom trećeg podrazdoblja kapitaliziranost banaka konstantno je rasla, te je s povećanjem za četiri postotna boda omjer kapitala i imovine na kraju rujna 2008. dosegao najvišu razinu do tada, od 13,9%. Iako se najzamjetniji porast dogodio usporedno s uvođenjem regulative vezane uz VIKR u lipnju 2006. i njezinim postroženjem u ožujku 2008., rast kapitaliziranosti zapravo je bio postignut kombinacijom više mjera središnje banke. Regulativa vezana uz VIKR potaknula je banke na dokapitalizaciju radi zadržavanja odgovarajuće stope adekvatnosti kapitala, no pooštrene odredbe o GOP-u također su djelovale na smanjenje relativne cijene kapitala u odnosu na dug. Konačno, ograničenje rasta plasmana banaka u 2007. dovelo je banke u situaciju da raspolažu znatnim sredstvima primljenima na osnovi dokapitalizacije, koja su iskoristile za smanjenje svojih regulatornih troškova tako što su se manje koristile sekundarnim izvorima iz inozemstva.

Provedena analiza pokazuje da je konfiguracija mjera monetarne i prudenčijalne politike u promatranom razdoblju odigrala važnu ulogu. U prvom podrazdoblju banke su bile najlabavije regulirane i to su iskoristile za snažan kreditni rast i smanjenje kapitaliziranosti, što je bio tipičan prociklički obrazac ponašanja. Drugo podrazdoblje obilježilo je relativno brz kreditni rast i porast sekundarnih izvora iz inozemstva, odnosno nešto blaži nastavak procikličkog obrasca ponašanja banaka uz istodobni porast izloženosti prema inozemnim izvorima financiranja, koju uvođenje i pooštavanje GOP-a nije spriječilo. Tek u trećem razdoblju, kombinacija povišenog GOP-a, uvedenog VIKR-a i ograničenog kreditnog rasta prouzročili su znatan rast kapitaliziranosti. Obrazac ponašanja banaka u trećem podrazdoblju može se opisati kao tipično protuciklički. Naime, do jačanja kapitaliziranosti i sporijega kreditnog rasta vjerojatno bi ionako došlo u nepovoljnijim ekonomskim uvjetima, što potvrđuju i kretanja na samom kraju devedesetih godina. Međutim, u takvim uvjetima to bi pojačalo recesijske tendencije u gospodarstvu pa je hrvatski bankarski sektor u razdoblju snažnoga gospodarskog rasta stvorio najveći omjer kapitala i imovine zabilježen do tada, koji će mu pomoći da prevlada bez veće kontrakcije kredita razdoblje nepovoljnih ekonomskih kretanja koje je započelo u posljednjem tromjesečju 2008. godine. U idućem razdoblju treba očekivati nastavak opreznijeg ponašanja banaka, koje će rezultirati sporijim kreditnim rastom, uglavnom pod utjecajem relativnog smanjenja potražnje u nepovoljnim makroekonomskim uvjetima, a ne zbog želje banaka da ojačaju kapitaliziranost.

## Primjena Basela 2 i cikličnost kapitala

Primjena Basela 2 s novim propisima koji su stupili na snagu početkom 2009., mogla bi predstavljati izazov politici očuvanja financijske stabilnosti. Jedan od motiva za stvaranje Basela 2 na početku je bila želja za povećanjem osjetljivosti kapitalnih zahtjeva na rizike u odnosu na Basel 1. Zbog toga bi Basel 2 usporedno s promjenom percepcije gospodar-

skih uvjeta mogao prouzročiti veću promjenu izračunate izloženosti rizicima, a time i potrebnoga kapitala. Navedeno bi moglo dovesti do većeg otpuštanja kapitala u trenucima ekonomske ekspanzije, tj. optimizma i pokušaja njegova prikupljanja u razdoblju usporavanja gospodarskog rasta, odnosno pesimizma čineći cijeli sustav inherentno procikličkim. To je posljedica činjenice da u sklopu Basela 2 rizik procjenjuju agencije za rejting (standardizirani pristup) ili same banke (interni pristup), čija se procjena rizika previše oslanja na kretanja u proteklom razdoblju, što je postalo jasno prilikom eskaliranja globalne financijske krize.

Ova analiza kapitaliziranosti pokazuje da je na njezino formiranje najveći utjecaj imala regulativa odnosno sposobnost središnje banke da

primijeni kombinaciju mjera koja će usporiti kreditni rast i potaknuti dokapitalizaciju te istodobno smanjivati inozemnu izloženost banaka. S uvođenjem odredaba Basela 2 HNB će izgubiti mogućnost izravnog djelovanja na kapitaliziranost bankarskog sektora promjenom pondera za izračun izloženosti rizicima kao i mogućnost povezivanja brzine rasta kredita i adekvatnosti kapitala.

U ekonomskoj se literaturi intenzivno istražuju moguće promjene regulative Basela 2 koje bi formiranje kapitala učinile manje procikličkim. Jedno od rješenja koje se spominje jest dinamiziranje percepcije izloženosti rizicima, tako da se u obzir uzme cijeli ekonomski ciklus kako bi se smanjio mogući utjecaj pojedine faze ekonomskog ciklusa na procjenu rizika.

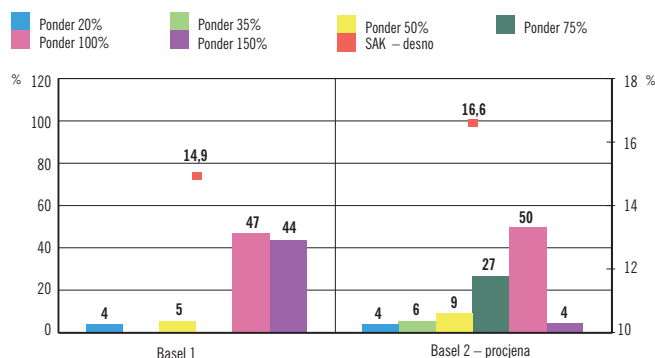
## Otpornost bankarskog sektora

Tablica 2. Utjecaj regulatornih promjena na stope adekvatnosti kapitala prema podacima za rujan 2008.

	Metodologija Basel 1	Metodologija Basel 2	Promjena
Zahtijevani SAK	10	12	2,0
SAK sektora	14,9	16,6	1,7
SAK deset najvećih banaka	14,9	16,6	1,7
SAK najbolje kapitalizirane banke	40,7	45,1	4,4
SAK najlošije kapitalizirane banke	8,9	7,4	-1,6

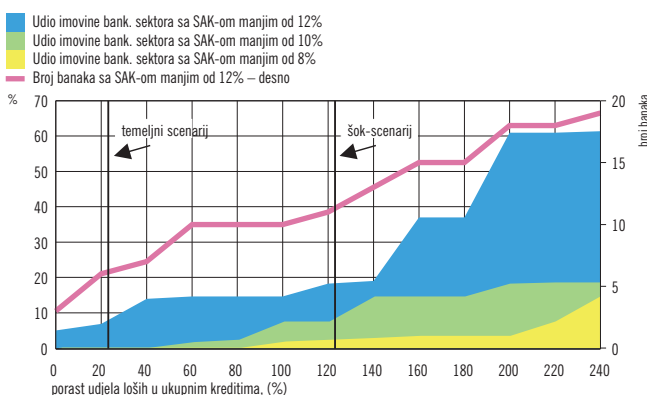
Izvor: HNB

Slika 79. Usporedba stope adekvatnosti kapitala i distribucije ukupne izloženosti rizicima za rujan 2008. po metodologiji Basel 1 i Basel 2



Izvor: HNB

Slika 80. Imovina i broj banaka nakon šokova, prema izračunu adekvatnosti kapitala po metodologiji Basel 2



Izvor: HNB

Kako od početka 2009. započinje primjena Zakona o kreditnim institucijama, kojim se uvode odredbe Basela 2, znatno će se promijeniti izračun adekvatnosti kapitala. Promjena tog izračuna odnosi se i na jamstveni kapital i na ukupnu izloženost rizicima. Jamstveni će se kapital prema novoj metodologiji smanjiti otprilike za 1,5%<sup>14</sup>, dok će promjena ukupne izloženosti rizicima biti zamjetnija, odnosno ona bi se prema prvim procjenama mogla smanjiti za 21%, što bi povisilo stopu adekvatnosti kapitala za nešto manje od dva postotna boda<sup>15</sup> (Tablica 2.).

Porast stope adekvatnosti kapitala na osnovi primjene metodologije Basel 2 uglavnom je rezultat promjene pondera koji se primjenjuju za izračun ukupne izloženosti rizicima, pri čemu će najviše biti smanjenje pozicije koje se danas snažno ponderiraju zbog valutno induciranoga kreditnog rizika (Slika 79.). Kako bi se osigurao nastavak solidne kapitaliziranosti bankarskog sektora i poništio učinak promjene pondera rizičnosti u Zakonu o kreditnim institucijama, s čijim odredbama o adekvatnosti kapitala banke moraju svoje poslovanje uskladiti do srpnja 2009., zahtijevana stopa adekvatnosti kapitala povišena je s prijašnjih 10% na 12%.

Otpornost bankarskog sektora na šokove procijenjena je na simuliranim podacima o imovini banaka usklađenima s novom regulativom. Pomoću ocijenjenoga modela kreditnog rizika koji povezuje gospodarsku aktivnost i tečaj s dinamikom loših plasmana i promjenom stope adekvatnosti kapitala banaka<sup>16</sup>, procijenjen je mogući učinak istodobnog nastupa više rizika povezanih u konzistentan makroekonomski scenarij. Pritom se koriste dva scenarija za prognozu dinamike loših plasmana u 2009. godini – temeljni scenarij, koji pretpostavlja usporavanje rasta BDP-a na 1% uz zadržavanje stabilnog tečaja, te šok-scenarij, koji pretpostavlja snažan makroekonomski šok, čiji se učinci manifestiraju padom BDP-a od 2% i deprecijacijom tečaja od 10%. Procjena učinaka temeljnog scenarija pokazuje porast udjela loših u ukupnim kreditima približno za 20%, dok taj porast u šok-scenariju iznosi 120%.

14 Jamstveni kapital izračunat po novoj metodologiji aproksimiran je isključivanjem posebnih rezerva za neidentificirane gubitke iz dopunskoga kapitala 1 i odbitnih stavki za izračun jamstvenoga kapitala.

15 HNB je izradio kvantitativnu studiju utjecaja primjene metodologije Basel 2 (standardiziranog pristupa) na adekvatnost kapitala, koja će biti objavljena. Ovdje se rabe aproksimacije za rujan 2008. na temelju te studije, koja je napravljena za prosinac 2007. Pretpostavljeno je da se struktura izloženosti banaka u međuvremenu nije promijenila.

16 Primijenjeni makroekonomski model kreditnog rizika opisan je u Okviru 4. Utjecaj makroekonomskog okruženja na kreditni rizik, Financijska stabilnost, broj 1, lipanj 2008.

Tablica 3. Stope adekvatnosti kapitala banaka nakon šok-scenarija, prema podacima za rujan 2008. po metodologiji Basel 2

	Temeljni scenarij		Šok-scenarij	
	Stanje	Promjena u odnosu na početno stanje	Stanje	Promjena u odnosu na početno stanje
Bankarski sektor	16,3	-0,4	14,4	-2,2
Deset najvećih banaka	16,3	-0,3	14,5	-2,1
Najbolje kapitalizirana banka	44,5	-0,6	44,0	-1,1
Najlošije kapitalizirana banka	6,5	-0,9	1,7	-5,7

Izvor: HNB

Na početku tri banke imaju stopu adekvatnosti manju od zahtijevanih 12%, a njihov broj u temeljnom scenariju raste na šest, odnosno na jedanaest u šok-scenariju, ali nijedna od tih banaka ne postaje insolventna. Istodobno udio imovine banaka sa stopom adekvatnosti kapitala manjom od zahtijevane u ukupnoj imovini bankarskog sektora u temeljnom scenariju iznosi 7%, a u šok-scenariju 18% (Slika 80.).<sup>17</sup>

Rezultati testiranja otpornosti bankarskog sektora na makroekonomske šokove pokazuju da je ona i dalje visoka (Tablica 3.). Tome su nesumnjivo pridonijele prudencijalne mjere koje je HNB-a provodio od sredine 2006. i koje su potaknule dokapitalizaciju banaka. Na taj je način u razdoblju povoljnih makroekonomskih kretanja bankarski sektor snažno kapitaliziran, što će poduprijeti njegovu stabilnost u razdoblju usporavanja gospodarske aktivnosti i smanjene dostupnosti kapitala.

<sup>17</sup> Kako bi se realističnije ocijenila otpornost bankarskog sektora, izračunatim pokazateljima adekvatnosti kapitala valjalo bi pribrojiti i učinak uobičajenog uključivanja dobiti u izračun jamstvenoga kapitala, što će banke učiniti i na kraju 2008. Ostvarena neto dobit u 2008. godini bit će veća nego u 2007. (iznosit će vjerojatno nešto manje od 5 mlrd. kuna) pa bi banke mogle uključiti u jamstveni kapital između 2 i 4 mlrd. kuna, a to bi bilo dovoljno da se stopa adekvatnosti kapitala sektora povisi za 0,75 do 1,4 postotna boda.

## Popis slika i tablica

Slika 1. Dijagram financijske stabilnosti	7	Slika 25. Tečaj kune prema euru – promptni i terminski	18
Slika 2. Promjene najvažnijih mjera monetarne i prudencijalne politike	9	Slika 26. Alokacija inozemnog duga po sektorima za razdoblje od kraja 2007. do rujna 2008.	18
Tablica 1. Gospodarski rast u odabranim razvijenim zemljama i zemljama s tržištima u nastajanju	11	Slika 27. Alokacija kredita po sektorima za razdoblje od kraja 2007. do rujna 2008.	18
Slika 3. Prinosi na visokorizične državne i korporacijske obveznice	12	Okvir 1.	
Slika 4. Priljev kapitala u europske zemlje s tržištima u nastajanju	12	Slika 1. Neto financijska pozicija domaćih sektora prema inozemstvu	19
Slika 5. Kretanje indeksa najvećih svjetskih burza	12	Slika 2. Neto financijska pozicija odabranih domaćih sektora prema inozemstvu po vlasničkim i dužničkim instrumentima	19
Slika 6. Ključne kamatne stope Feda i ESB-a i EULIBOR	13	Tablica 1. Međusektorske obveze i potraživanja na kraju prosinca 2007. i rujna 2008.	20
Slika 7. Priljev inozemnoga kapitala i rast BDP-a u Hrvatskoj	13	Slika 3. Neto financijska pozicija poslovnih banaka prema ostalim sektorima	21
Slika 8. Godišnje stope promjene cijena prehrane, energije i ukupnog indeksa potrošačkih cijena	13	Slika 4. Neto financijska pozicija bankarskog sektora prema inozemstvu po instrumentima	21
Slika 9. Prinosi na hrvatsku i usporedivu njemačku obveznicu s dospijecom 2014. i njihova razlika	14	Slika 5. Neto financijska pozicija sektora opće države prema inozemstvu po instrumentima	21
Slika 10. Razlike prinosa na usporedive euroobveznice odabranih zemalja i usporedive njemačke obveznice DBR 5.25 1/4/11	14	Slika 6. Neto financijska pozicija sektora opće države prema ročnosti i valuti	21
Slika 11. Kretanje prinosa na premiju osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za odabrane zemlje	14	Slika 7. Neto financijska pozicija sektora poduzeća prema ročnosti i valuti	21
Slika 12. Kretanje prinosa na premiju osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za banke majke hrvatskih banaka	15	Slika 8. Neto financijska pozicija poduzeća prema inozemstvu po ročnosti i valuti	21
Slika 13. Kretanje deviznih depozita, neto imovine otvorenih investicijskih fondova i burzovnog indeksa CROBEX	15	Slika 9. Neto financijska pozicija poduzeća prema tuzemstvu po ročnosti i valuti	22
Slika 14. Obrazac rasta BDP-a (doprinosi rastu)	15	Slika 10. Potraživanja sektora stanovništva prema ročnosti i valuti	22
Slika 15. Štednja i investicije – ukupno i po sektorima	16	Slika 11. Obveze sektora stanovništva prema ročnosti i valuti	22
Slika 16. Struktura inozemnih izravnih ulaganja	16	Slika 12. Neto financijska pozicija sektora stanovništva prema ročnosti i valuti	22
Slika 17. Neto financijska pozicija domaćih sektora prema inozemstvu po instrumentima	16	Slika 28. Dug kućanstava	23
Slika 18. Ukupni inozemni dug prema ročnosti	16	Slika 29. Krediti kućanstvima prema namjeni	23
Slika 19. Ukupni inozemni dug prema vjerovnicima	16	Slika 30. Nezaposlenost, zaposlenost i plaće	24
Slika 20. Odabrani pokazatelji vanjske ranjivosti	16	Slika 31. Valutna struktura kredita kućanstvima	24
Slika 21. Doprinosi učinaka komponenata optimalnih međunarodnih pričuva	17	Slika 32. Krediti kućanstvima prema promjenjivosti kamatne stope	24
Slika 22. Fiskalna pozicija opće države	17	Slika 33. Ročna struktura kredita kućanstvima prema preostalom dospijecu	24
Slika 23. Prosječne kamatne stope na trezorske zapise MF-a i na međubankovnom novčanom tržištu	17	Slika 34. Zaduženost kućanstava i teret otplate duga	25
Slika 24. Odnos neto međunarodnih pričuva središnje banke i primarnog novca	18	Slika 35. Financijska imovina kućanstava	25

Slika 36. Omjer bankovnih kredita i depozita kućanstava u odabranim zemljama Srednje i Istočne Europe	25	Slika 63. Struktura ukupnih prihoda	37
Slika 37. Prirast domaćih i inozemnih kredita sektoru nekretnina	26	Slika 64. Struktura prihoda od provizija i naknada	38
Slika 38. Usporedba kamatnih stopa na stambene kredite u Hrvatskoj i u eurozoni	26	Slika 65. Struktura ukupnih troškova	38
Slika 39. Stambeni krediti i hedonistički indeks cijena stambenih nekretnina, na tromjesečnoj razini	27	Slika 66. Odabrane kamatne stope (tromjesečni prosjek mjesečnih stopa)	38
Slika 40. Financijska dostupnost stambenih nekretnina	27	Slika 67. Kamatna razlika (tromjesečni prosjek mjesečnih stopa) i godišnji neto kamatni prihod	39
<b>Okvir 2.</b>		Slika 68. Porast odabranih kategorija poslovnog rezultata	39
<b>Tablica 1. Determinante realnih cijena stambenih nekretnina</b>	<b>28</b>	Slika 69. Doprinosi elemenata prinosa na prosječnu imovinu	39
<b>Slika 1. Stvarne vrijednosti cijena nekretnina i vrijednosti ocijenjene modelom</b>	<b>29</b>	Slika 70. Doprinosi elemenata prinosa na prosječni kapital	40
Slika 41. Stope rasta duga nefinancijskih poduzeća	30	Slika 71. Pokazatelji likvidnosti	40
Slika 42. Dug nefinancijskih poduzeća	30	Slika 72. Omjer kredita i depozita za privatni sektor u odabranim zemljama, na dan 30. 6. 2008.	40
Slika 43. Promjena i stanje duga nefinancijskih poduzeća	31	Slika 73. Struktura obveza	41
Slika 44. Udio bankovnih kredita nominiranih u stranoj valuti i inozemnog duga poduzeća u ukupnim kreditima	31	<b>Okvir 3.</b>	
Slika 45. Valutna izloženost u rujnu 2008.	31	<b>Slika 1. Promjena oročenih i štednih depozita stanovništva i udio osigurane štednje (30. 9. 2008. – 20. 10. 2008.)</b>	<b>42</b>
Slika 46. Struktura bankovnih kredita nefinancijskim poduzećima prema mogućnosti promjene kamatne stope	31	<b>Slika 2. Cijene dionica banaka majki</b>	<b>42</b>
Slika 47. Kamatne stope na dugoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u eurozoni	31	<b>Tablica 1. Utjecaj promjene cijena dionica banaka majki na oročene depozite lokalnih podružnica</b>	<b>42</b>
Slika 48. Kamatne stope na kratkoročne kredite nefinancijskim poduzećima u Hrvatskoj i u eurozoni	31	Slika 74. Omjer loših i ukupnih kredita	44
Slika 49. Teret otplate kamata	32	Slika 75. Kretanje iznosa kredita, loših kredita i ispravaka vrijednosti	44
Slika 50. Omjeri profitabilnosti i zaduženosti sektora međunarodno nerazmjernih i razmjernih dobara	32	Slika 76. Kvaliteta kredita i pokrivenost kredita i plasmana	44
Slika 51. Značenje nefinancijskih poduzeća koja posluju s gubicima u 2007.	32	Slika 77. Pokazatelji adekvatnosti kapitala	44
Slika 52. Pokazatelji zaduženosti po djelatnostima u 2007.	33	Slika 78. Ponderirani Z-indeks bankarskog sektora po kvartilnim razredima	45
Slika 53. Aktiva bankarskog sektora	34	<b>Okvir 4.</b>	
Slika 54. Pasiva bankarskog sektora	34	<b>Tablica 1. Signifikantne varijable po razdobljima</b>	<b>46</b>
Slika 55. Godišnji porast najvažnijih stavki bilance bankarskog sektora	35	<b>Slika 1. Kretanje kapitaliziranosti banaka i kreditnog rasta u tri karakteristična razdoblja</b>	<b>47</b>
Slika 56. Valutna struktura kredita	35	<b>Slika 2. Supstitucija sekundarnih izvora iz inozemstva kapitalom</b>	<b>47</b>
Slika 57. Valutna struktura depozita	35	<b>Tablica 2. Utjecaj regulatornih promjena na stope adekvatnosti kapitala prema podacima za rujnu 2008.</b>	<b>49</b>
Slika 58. Valutna struktura nekunskih kredita	36	Slika 79. Usporedba stope adekvatnosti kapitala i distribucije ukupne izloženosti rizicima za rujnu 2008. prema metodologiji Basel 1 i Basel 2	49
Slika 59. Izloženosti banaka valutnom riziku	36	Slika 80. Imovina i broj banaka nakon šokova, prema izračunu adekvatnosti kapitala po metodologiji Basel 2	49
Slika 60. Udio zaštićenih u ukupnim kreditima izloženima VIKR-u	36	<b>Tablica 3. Stope adekvatnosti kapitala banaka nakon šok-scenarija, prema podacima za rujnu 2008. po metodologiji Basel 2</b>	<b>50</b>
Slika 61. Distribucija imovine banaka po ponderima koji se na nju primjenjuju i prosječni ponder	37		
Slika 62. Udio (bruto) kredita i obveza banka s mogućnošću promjene kamatne stope u roku do tri mjeseca u ukupnim bruto kreditima i obvezama banaka	37		

## Kratice i znakovi

AK	– adekvatnost kapitala
BDP	– bruto domaći proizvod
BDV	– bruto dodana vrijednost
DZS	– Državni zavod za statistiku
EMBI	– indeks obveznica tržišta u nastajanju (engleski <i>Emerging Market Bond Index</i> )
ESB	– Europska središnja banka
EU	– Europska unija
EUR	– euro
Fed	– američka središnja banka (Federal Reserve System)
Fina	– Financijska agencija
FSI	– pokazatelji financijskog zdravlja (engl. <i>financial soundness indicators</i> )
g.	– godina
GOP	– granična obvezna pričuva
Hanfa	– Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
HICN	– hedonistički indeks cijena stambenih nekretnina
HNB	– Hrvatska narodna banka
HRK	– hrvatska kuna
ind.	– industrija
MF	– Ministarstvo financija
mil.	– milijun
mj.	– mjesec
mlrd.	– milijarda

MMF	– Međunarodni monetarni fond
RH	– Republika Hrvatska
ROAA	– prinos na prosječnu imovinu (engl. <i>return on average assets</i> )
ROAE	– prinos na prosječni kapital (engl. <i>return on average equity</i> )
SAD	– Sjedinjene Američke Države
SAK	– stopa adekvatnosti kapitala
SDA	– Središnja depozitarna agencija
SDR	– posebna prava vučenja
T-HT	– HT – Hrvatske komunikacije d.d.
tr.	– tromjesečje
TZ	– trezorski zapisi
VIKR	– valutno inducirani kreditni rizik
VP	– vrijednosni papiri

### Znakovi

–	– nema pojave
....	– ne raspolaže se podatkom
0	– podatak je manji od 0,5 upotrijebljene jedinice mjere
∅	– prosjek
a, b, c...	– oznaka za bilješku ispod tablice i slike
*	– ispravljen podatak
( )	– nepotpun, odnosno nedovoljno provjeren podatak









ISSN 1846-9256