

MAKRO
BONITETNA
analiza



HRVATSKA NARODNA BANKA
MAKROBONITETNA ANALIZA

IZDAVAČ

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

WEB-ADRESA

<http://www.hnb.hr>

GLAVNI UREDNIK

Relja Martić

UREDNIŠTVO

mr. sc. Ljubinko Jankov
Vanja Jelić
Tomislav Galac

UREDNICA

mr. sc. Romana Sinković

GRAFIČKA UREDNICA

Gordana Bauk

LEKTORICA

Marija Grigić

SURADNICA

Ines Merkl

TISAK

Kratis d.o.o., Zagreb

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

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

Tiskano u 650 primjeraka

ISSN 1845-5980



HRVATSKA NARODNA BANKA

MAKROBONITETNA ANALIZA

Zagreb, 2006.

Sadržaj

1. Uvod	1
2. Makroekonomska kretanja	4
3. Međunarodno okruženje	9
4. Inozemni dug	12
5. Javni dug	15
6. Nefinancijska poduzeća	18
Okvir 1.	22
7. Stanovništvo	26
8. Financijsko posredovanje	32
Okvir 2.	39
9. Tržište kapitala	41
10. Tržište novca	45
11. Devizno tržište	48
12. Institucionalni okvir	52
13. Bankarski sektor	55
Tablica A Odabrani pokazatelji poslovanja bankarskog sektora	68
Tablica B Odabrani pokazatelji zaduženosti nefinancijskih sektora	69
Literatura	70
Izvori na internetu	70
Kratice i znakovi	71

1. Uvod¹

Tijekom prvih šest mjeseci 2006. godine stabilnost hrvatskoga financijskog sustava zadržala se na visokoj razini, čemu je pogodovalo i povoljno makroekonomsko okruženje. Realni gospodarski rast ubrzan je u odnosu na 2005. godinu, te je na kraju prvog polugodišta 2006. iznosio 4,9%, na godišnjoj razini. Za razliku od 2005. godine, glavni predvodnik rasta umjesto osobne potrošnje bile su bruto investicije, osobito u prvom tromjesečju. Iako i nadalje snažan, rast osobne potrošnje bio je lagano usporen u odnosu na 2005. godinu, a s obzirom na to da je rast plaća bio relativno sporiji, na kretanje osobne potrošnje najviše je utjecao intenzivan rast potrošačkih kredita. U prvih šest mjeseci 2006. godine zadržala se blago povišena stopa inflacije, pri čemu se godišnja stopa promjene indeksa potrošačkih cijena kretala između 3,0% (u ožujku) i 4,0% (u svibnju i lipnju 2006.). Iako viša od prosječne godišnje stope inflacije u eurozoni, stopa inflacije u Hrvatskoj i dalje nije zabrinjavajuća, osobito zbog podataka koji upućuju na smanjenje inflatornih pritisaka u drugom dijelu 2006. godine. Snažniji gospodarski rast u prvoj polovini 2006. doveo je do značajnog poboljšanja pokazatelja državnih financija. Godišnji manjak konsolidirane središnje države (na gotovinskom načelu, bez kapitalnih prihoda) u prvom polugodištu 2006. iznosio je 1,9% BDP-a, što je za 2,4 postotna boda manje nego u prvom polugodištu 2005. godine. Isto tako, nakon višegodišnjeg rasta udio duga opće države u BDP-u, ne uključujući državna jamstva, na kraju lipnja 2006. bio je u odnosu na kraj 2005. godine manji. Ubrzanje gospodarskog rasta pozitivno se odrazilo i na tržište rada gdje je u prvoj polovini 2006. zabilježeno smanjenje stope nezaposlenosti i istodobni porast registrirane zaposlenosti u odnosu na isto razdoblje prethodne godine.

S druge strane, pokazatelji vanjske neravnoteže u prvom polugodištu 2006. dodatno su se pogoršali. Unatoč naporima središnje banke da uspori zaduživanje u inozemstvu, inozemni dug na kraju lipnja 2006. bio je za 7,60%, a njegov udio u BDP-u za 2,1 postotni bod veći nego na kraju 2005. godine. Međutim, iako veliki udio inozemnog duga u BDP-u Hrvatsku svrstava među visokozadužene zemlje, zahvaljujući velikim prihodima od turizma, udio inozemnog duga u vrijednosti izvoza robe i usluga još je znatno ispod razine koja bi upućivala na moguću pojavu nelikvidnosti u inozemnim plaćanjima. Za razliku od 2005. godine, kada su glavninu porasta inozemnog duga generirali ostali sektori (prije svega nefinancijska

1 Definicije i smjernice za makrobonitetnu analizu na kojima se zasniva ova analiza, dane su u publikaciji MMF-a Financial Soundness Indicators – Background Paper iz svibnja 2003. godine. U tijeku je dugoročni statistički projekt usklađivanja metodološkog okvira za ovu analizu s najnovijim preporukama iz MMF-ova priručnika Compilation Guide on Financial Soundness Indicators iz kolovoza 2004. Analizirani su pokazatelji za lipanj 2006. godine koji su izračunati prema podacima dostupnim za 30. rujna 2006. Bruto društveni proizvod i svi drugi pokazatelji tokova za 30. lipnja 2006. izračunati su kao zbroj ostvarenja u posljednja dva tromjesečja 2005. i u prva dva tromjesečja 2006. godine. Svi su ostali pokazatelji izračunati na osnovi stanja na dan 30. lipnja 2006. Opisana metodologija proizvodi manje kolebljive, odnosno sezonski manje osjetljive pokazatelje, ali i blaga odstupanja njihovih vrijednosti od vrijednosti sličnih pokazatelja u ostalim publikacijama HNB-a.

poduzeća), porastu inozemnog duga u prvih šest mjeseci 2006. najvećim je dijelom pridonijelo inozemno zaduživanje banaka. Istodobno, znatno ubrzanje rasta plasmana domaćih banaka poduzećima dovelo je do sporijeg rasta inozemnog duga ostalih domaćih sektora. Udio duga države u ukupnome inozemnom dugu tijekom prvog polugodišta 2006. dodatno je smanjen zahvaljujući nastavku provođenja strategije financiranja države na domaćem tržištu kapitala. Međutim, to je neizravno rezultiralo rastom inozemnih obveza drugih domaćih sektora, osobito banaka, koje ta ulaganja djelomično financiraju iz inozemnih izvora.

Nakon privremenog usporavanja u 2005. godini, prvih šest mjeseci 2006. godine ponovo je obilježila vrlo snažna kreditna aktivnost banaka. Krediti banaka trgovačkim društvima i stanovništvu do kraja prvog polugodišta 2006. tako su porasli na 65,5% BDP-a u odnosu na 61,4% BDP-a na kraju 2005. Iako u strukturi porasta bankovnih kredita i dalje prevladavaju krediti stanovništvu, rast kredita poduzećima u prvom polugodištu 2006. bio je znatno brži, pa su godišnje stope rasta kredita stanovništvu i poduzećima na kraju lipnja iznosile 23,9% i 24,5%.

Relativna zaduženost sektora nefinancijskih poduzeća u posljednjih godinu dana porasla je za 22,8%, a procijenjena vrijednost njihova ukupnog duga na kraju lipnja 2006. dosegla je 55,8% BDP-a. Najveći dio ukupnog duga kao i inače odnosio se na dug prema bankama, koji je tijekom prvog polugodišta 2006. dodatno porastao. Zahvaljujući pojačanom bankovnom financiranju, blago je smanjen udio inozemne komponente duga nefinancijskih poduzeća. Porast bankovnoga kreditiranja nefinancijskih poduzeća prisutan je i u eurozoni, gdje je godišnja stopa rasta kredita nefinancijskim poduzećima na kraju prvog polugodišta 2006. iznosila 11,4%, što je upola manje nego u Hrvatskoj gdje je bila 24,5%. Međutim, udio tih kredita u BDP-u na kraju prvog polugodišta 2006. u Hrvatskoj je iznosio 31,34%, što je dosta manje od vrijednosti ovog pokazatelja za eurozonu, koji je na kraju lipnja iznosio 45,35%. Najvažniji rizici kojima su izložena nefinancijska poduzeća u Hrvatskoj i nadalje su valutni rizik, odnosno rizik slabljenja kune, i kamatni rizik zbog očekivanog rasta globalnih dugoročnih kamatnih stopa. Međutim, izloženost nefinancijskih poduzeća kamatnom riziku, nakon višegodišnjeg rasta, u prvom polugodištu 2006. blago je smanjena jer je udio dugoročnih kredita banaka odobrenih trgovačkim društvima čija se kamatna stopa može promijeniti u roku kraćem od godine dana u tom razdoblju smanjen s 85,7% na 83,6% ukupnih dugoročnih kredita banaka.

Tijekom prvog polugodišta 2006. godine nastavila je rasti i ukupna zaduženost sektora stanovništvo. Tako je na kraju lipnja 2006. procijenjena zaduženost stanovništva u odnosu na BDP dosegla 38,0%, a godišnja stopa rasta zaduženosti iznosila je 24,1%. Osnovna kategorija zaduženosti stanovništva i dalje je dug prema poslovnim bankama, koji već dulje vrijeme čini oko 96% ukupnog duga stanovništva. Zaduzenost stanovništva prema bankama u Hrvatskoj još je znatno viša nego u drugim državama kandidatkinjama i novim članicama EU, gdje udio potraživanja banaka od stanovništva na kraju lipnja 2006. nije prelazio 19% BDP-a. Međutim, veći udio kredita stanovništvu u BDP-u pratio je u Hrvatskoj i veći udio depozita

stanovništva kod banaka u BDP-u nego u usporedivim zemljama Srednje i Istočne Europe. Naime, udio depozita stanovništva u BDP-u u Hrvatskoj je na kraju lipnja 2006. iznosio 43,3% BDP-a, dok se kod većine promatranih zemalja kretao u rasponu od 20% do 30% BDP-a. Unatoč porastu duga stanovništva, agregatni pokazatelji tereta otplate duga zasad ne zabrinjavaju jer se, zahvaljujući sniženju kamatnih stopa i produljenju rokova otplate kredita, relativni teret otplate duga već nekoliko godina nije znatnije mijenjao.

Povećanje zaduženosti nefinancijskoga privatnog sektora za sada nije dovelo do povećanja pokazatelja kreditnog rizika u portfelju poslovnih banaka. Upravo suprotno, udio ispravaka vrijednosti i posebnih rezervacija za identificirane gubitke u plasmanima i potencijalnim obvezama na koje se one odnose smanjio se sa 2,6% na kraju lipnja 2005. na 2,0% na kraju lipnja 2006. Međutim, u obzir treba uzeti i relativnu razinu dospjelih nenaplaćenih potraživanja, koja je tijekom prvog polugodišta 2006. porasla na 24,7% ukupne imovine banaka, od čega se najveći dio odnosi na dospjela nenaplaćena potraživanja od države. Nadalje, pri ocjeni kreditnog rizika ne smije se zaboraviti da kvaliteta plasmana pada kako raste starost plasmana, pa bi se negativne posljedice brzoga kreditnog rasta, koji je obilježio posljednjih nekoliko godina, mogle odraziti na bilance banaka tek u budućnosti. S druge strane, agresivniji nastup banaka u prvom polugodištu 2006. rezultirao je znatnim poboljšanjem relativnih pokazatelja profitabilnosti za to razdoblje u usporedbi sa stanjem u 2005. godini. Tako je godišnji prinos na prosječnu imovinu hrvatskih banaka na kraju prvog polugodišta 2006. iznosio 1,76% (u usporedbi s 1,65% s kraja 2005.), a prinos na prosječni kapital 15,7%, naprama 15,1% s kraja 2005.

U prvih šest mjeseci 2006. nastavio se mijenjati institucionalni okvir hrvatskoga financijskog tržišta, što se uglavnom odnosilo na usklađivanje hrvatskoga financijskog zakonodavstva s pravnom stečevinom EU. Najznačajnija promjena u institucionalnom okviru hrvatskoga financijskog tržišta u tom razdoblju nedvojbeno je početak rada Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (HANFA-e) koja je objedinila bivšu Komisiju za vrijednosne papire, Hagenu i Direkciju za nadzor društava za osiguranje. U tijeku je izrada i nekoliko novih zakona koji uređuju poslovanje na financijskom tržištu. Među ostalim, do kraja 2006. godine trebao bi biti dovršen nacrt Zakona o sekuritizaciji, tako da bi taj zakon mogao ući u saborsku proceduru u prvom tromjesečju 2007. godine. Hrvatska narodna banka radi i na nacrtu izuzetno opsežnog Zakona o kreditnim institucijama, koji će biti usklađen sa smjernicama EU. Hrvatski registar obveza po kreditima (HROK) u drugoj polovini 2006. godine prolazio je kroz opsežnu fazu testiranja, a prema posljednjim informacijama potpuno će proraditi tek 2007. godine. Zakon o lizingu unatoč najavama još nije donesen, no nalazi se u saborskoj proceduri. Projekt sređivanja zemljišnih knjiga i katastra napreduje prema planu, a nositelji projekta (Ministarstvo pravosuđa i Državna geodetska uprava) provode kampanju kojom građane nastoje motivirati da i sami vode računa o ažurnosti i točnosti podataka o svojim nekretninama u zemljišnim knjigama. Tako se već danas preko interneta može

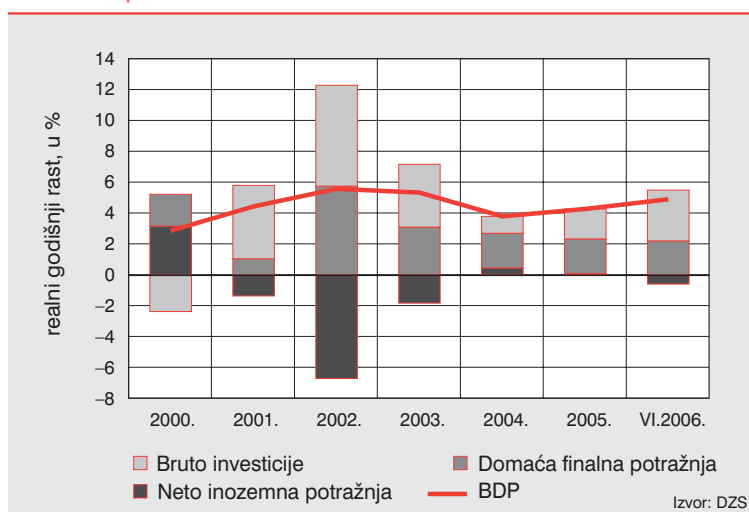
provjeriti stanje zemljišnih knjiga jer je 80% podataka digitalizirano.

2. Makroekonomska kretanja

Prvo polugodište 2006. obilježio je nastavak pozitivnih kretanja osnovnih agregatnih gospodarskih i financijskih pokazatelja iz prethodne godine. Hrvatsko gospodarstvo nastavilo je ubrzano rasti, nezaposlenost se smanjila, a inflacija je, usprkos nastavku trenda svoga rasta, ostala umjerena. No, unatoč mjerama monetarne politike HNB-a i nastavku politike zaduživanja države na domaćem tržištu te smanjenju inozemnog duga opće države, rast ukupnoga inozemnog duga nije zaustavljen. Glavni razlog tome nastavak je snažnoga inozemnog zaduživanja banaka, s time da sve veću ulogu u rastu inozemnog duga imaju i poduzeća koja sve češće posežu za inozemnim izvorima financiranja. Istodobno se povećao i manjak na tekućem računu platne bilance, što upućuje na daljnje pogoršanje vanjske neravnoteže. Međutim, takva kretanja nisu dovela do slabljenja domaće valute, već su, naprotiv, tijekom prvog polugodišta 2006. zabilježeni stalni aprecijacijski pritisci na kunu, koje je središnja banka u više navrata nastojala smanjiti kupnjom eura na deviznom tržištu. Na aprecijaciju kune uvelike je utjecalo i spomenuto zaduživanje banaka i poduzeća u inozemstvu. Usprkos nastavku rasta vanjske neravnoteže, očekivanja domaćih i međunarodnih institucija vezana uz rast hrvatskoga gospodarstva i dalje su pozitivna, pa se njihove prognoze stope rasta BDP-a za čitavu 2006. kreću između 4,0% i 4,7%. Na pozitivna očekivanja analitičara utjecao je i proces pristupanja Hrvatske Europskoj uniji, koji se u prvih šest mjeseci 2006. odvijao prema planu.

Zaključno s drugim tromjesečjem 2006., zabilježen je snažan realni gospodarski rast od 4,9% na godišnjoj razini, ponajviše zahvaljujući stopi gospodarskog rasta u prvom tromjesečju. Rezultati drugog tromjesečja bili su nešto slabiji, s time da treba uzeti u obzir učinke baznog razdoblja jer ostali pokazatelji upućuju na to da je rast BDP-a i nadalje ubrzan. Glavni pokretač gospodarskog rasta bile su bruto investicije, osobito u prvom tromjesečju 2006., a najveći doprinos njihovu rastu imale su privatne investicije, među kojima su najznačajnija bila ulaganja u građevinarstvu, dok je utjecaj kapitalnih rashoda države zbog svršetka investicijskog ciklusa u cestogradnji bio manji. Rast osobne potrošnje tek je neznatno usporen u odnosu na 2005., a s obzirom na relativno spori rast plaća, na njezino kretanje najviše je utjecao rast potrošačkih kredita. Nakon što je u 2004. i 2005. doprinos neto inozemne potražnje gospodarskom rastu bio pozitivan, ona je u prvom polugodištu 2006. imala negativan utjecaj na rast jer je, unatoč relativno visokim stopama rasta izvoza, rast uvoza ipak bio brži. Do sada prikupljeni podaci upućuju na nastavak snažnoga gospodarskog rasta i u drugom polugodištu 2006. godine, za koje se predviđa rast osobne potrošnje zbog povećanja mase plaća i transfera stanovništvu, u što je uključen i povrat duga države umirovljenicima. Istodobno se očekuje i daljnji rast izvoza i nastavak rasta investicija te veća državna potrošnja.

Slika 1. Gospodarski rast

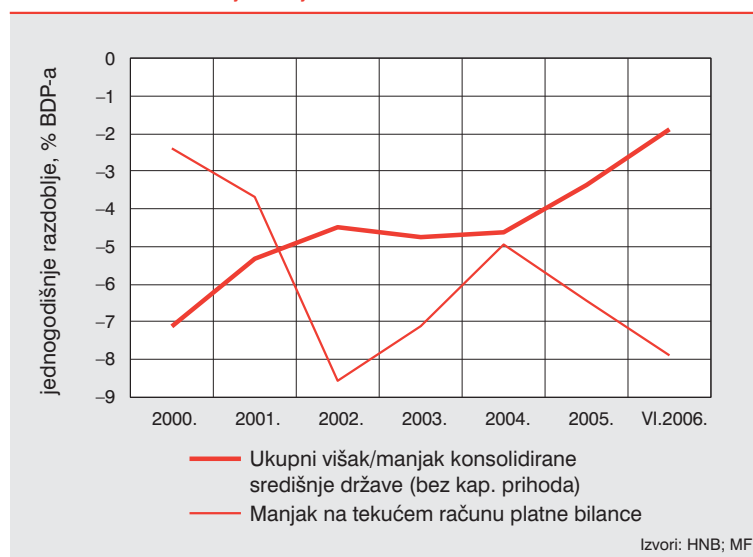


Unatoč snažnom gospodarskom rastu vanjska neravnoteža hrvatskoga gospodarstva u prvom se polugodištu 2006. nastavila pogoršavati, čemu je najviše pridonio negativni saldo u vanjskotrgovinskoj razmjeni. Tako je godišnji manjak na tekućem računu platne bilance do kraja drugog tromjesečja 2006. narastao na 7,9% BDP-a, što je za 1 postotni bod više nego na kraju istog razdoblja prethodne godine, a posljedica je bržeg rasta robnog uvoza od rasta robnog izvoza. Očekuje se da će platnobilančni manjak na kraju 2006. godine ipak biti manji pod utjecajem rasta prihoda od turizma u trećem tromjesečju.

S druge strane, snažan gospodarski rast praćen visokim fiskalnim prihodima u prvoj polovini 2006. doveo je do značajnog poboljšanja pokazatelja državnih financija, što je rezultiralo srpanjskim rebalansom državnog proračuna s povećanjem prihodnih i rashodnih stavki. Godišnji manjak konsolidirane središnje države izračunat na gotovinskom načelu tako je na kraju prvog polugodišta 2006. bio manji za 1,5 postotnih bodova nego na kraju 2005. i spustio se na 1,9% BDP-a. Podaci o godišnjem manjku konsolidirane opće države iskazani na modificiranome obračunskom načelu za kraj prvog polugodišta nisu dostupni, a u skladu s pozitivnim kretanjima, ciljani manjak konsolidirane opće države za 2006. godinu izračunat na tom načelu smanjen je s 3,3% BDP-a na 3,0% BDP-a. Međutim, valja spomenuti da u proračun nisu uključene isplate umirovljenicima, kojima je krajem lipnja 2006. isplaćena prva rata duga, premda je realno pretpostaviti da bi one mogle imati znatan makroekonomski učinak. U drugom dijelu godine trebala bi se nastaviti fiskalna konsolidacija u vidu zdravstvene reforme, smanjivanja subvencija i reforme javne administracije.

Rast inflacije iz prethodne dvije godine nastavio se i u prvom polugodištu 2006., u kojem se godišnja stopa promjene indeksa potrošačkih cijena kretala između 3,0% i 4,0%, koliko je iznosila u lipnju i što je njezina najviša razina u proteklih šest godina. Iako je viša od prosječne godišnje stope inflacije ostvarene u eurozoni, koja se u prvih

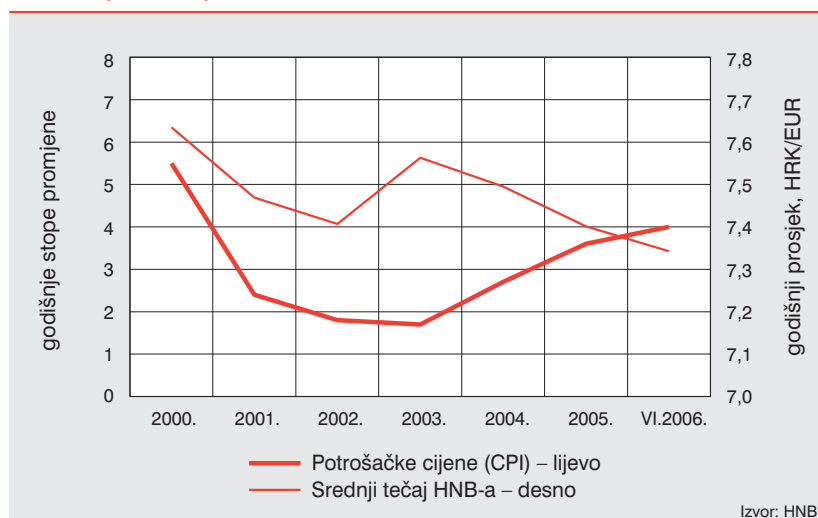
Slika 2. Državne financije i vanjska ravnoteža



šest mjeseci 2006. kretala između 2,2% i 2,5%, ovogodišnja stopa inflacije u Hrvatskoj i nadalje nije zabrinjavajuća, posebno ako se uzmu u obzir dostupni podaci koji upućuju na smanjenje inflatornih pritisaka u drugom dijelu 2006. godine. Osim rasta cijena sirove nafte na svjetskom tržištu, koji je utjecao na rast uvoznih, ali i domaćih cijena, na povećanje potrošačkih cijena u prvom polugodištu 2006. utjecala su nepovoljna kretanja cijena prehrambenih i poljoprivrednih proizvoda, rast administrativno reguliranih cijena, kao što su cijene vode i komunalnih usluga, te rast cijena pića zbog novog sustava zbrinjavanja ambalaže. Do još većeg porasta inflacije nije došlo zahvaljujući daljnjem nominalnom jačanju domaće valute prema euru te umjerenom rastu plaća. Istodobno, temeljna inflacija, iz koje su isključene administrativno regulirane cijene i sezonski promjenljive cijene poljoprivrednih proizvoda, smanjila se s 3,0% na kraju 2005. na 2,7% u lipnju 2006., ponajviše zbog znatnog smanjenja stope rasta cijena mesa i mesnih preradevina.

Spomenuto nominalno jačanje tečaja kune prema euru bilo je prouzročeno izostankom uobičajenih deprecijacijskih pritisaka krajem 2005. te stalnim aprecijacijskim pritiscima u prvoj polovini 2006., kojima su dodatno pridonijela zbivanja na domaćem tržištu kapitala vezana uz početak procesa preuzimanja Plive d.d. Tako je prosječni godišnji tečaj kune prema euru ojačao sa 7,40 HRK/EUR u 2005. na 7,31 HRK/EUR u prvom polugodištu 2006., a iako se u prvih šest mjeseci 2006. nalazio izvan ustaljenog raspona od 7,4 do 7,6 kuna za euro, u kojem se kretao posljednjih sedam godina, može se ocijeniti da je tečaj i nadalje stabilan. Osim zaduživanja banaka u inozemstvu, s jedne strane, te zaduživanja države na domaćem tržištu, s druge strane, na takvo kretanje tečaja utjecala su i izdanja kunkskih vrijednosnih papira domaćih poduzeća, koja su bila brojnija nego inače, te nekoliko većih dokapitalizacija banaka. Prema prognozama domaćih i međunarodnih institucija, prosječni godišnji tečaj kune prema euru do kraja godine trebao bi iznositi između 7,30 HRK/EUR i 7,34 HRK/EUR.

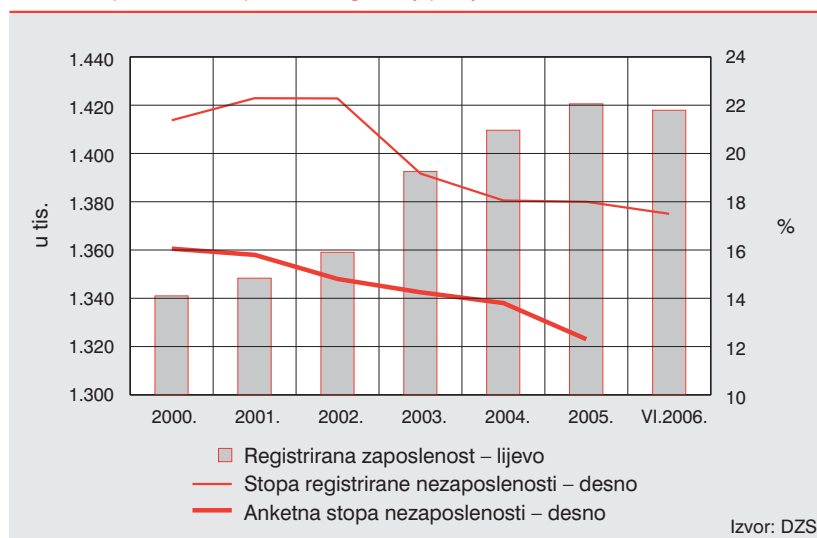
Slika 3. Cijene i tečaj



Snažan gospodarski rast počeo se pozitivno odražavati i na kretanja na tržištu rada s obzirom na to da se prosječna stopa registrirane nezaposlenosti smanjila s 18,6% u prvom polugodištu 2005. na 17,5% u prvih šest mjeseci 2006., što je njezina najniža razina od 1997. godine. Također se, u prvih šest mjeseci 2006., u usporedbi s istim razdobljem prethodne godine, povećala registrirana zaposlenost, a povoljna kretanja na tržištu rada potvrdila je i anketna stopa nezaposlenosti, koja je u prvom polugodištu 2006. iznosila 11,8%, te je bila za 1,3 postotna boda manja nego u istom razdoblju prethodne godine.

Unatoč naporima središnje banke da uspori rast bankovnih plasmana, zbog velike potražnje za kreditima i natjecanja banaka za što veći udio na tržištu kreditna

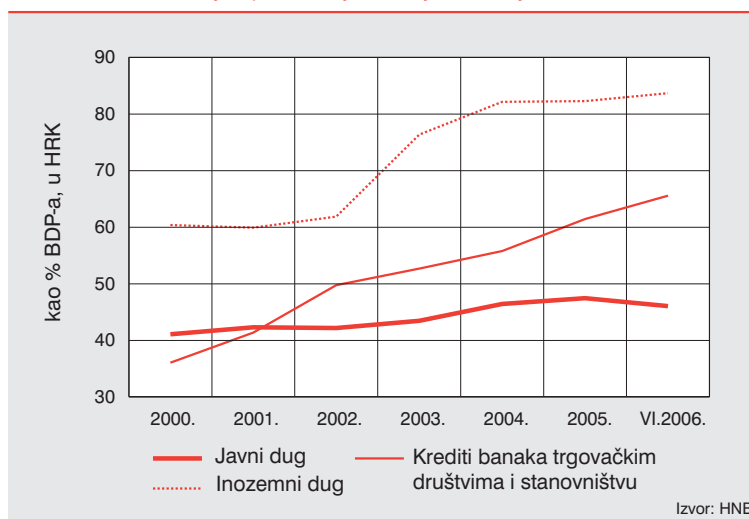
Slika 4. Zaposleni i nezaposlenost, godišnji prosjek



aktivnost banaka i dalje je vrlo snažna. Ona s, jedne strane, ima vrlo važnu ulogu u gospodarskom rastu zasnovanom na potrošnji i privatnim investicijama, a, s druge, pojačava aprecijacijske pritiske na domaću valutu zbog povećanog zaduživanja banaka u inozemstvu te podupire rast uvoza što se negativno odražava na platnu bilancu. Krediti banaka trgovačkim društvima i stanovništvu do kraja prvog polugodišta 2006. porasli su na 65,5% BDP-a, u odnosu na 61,4% BDP-a na kraju 2005. Međutim, kao pozitivno valja istaknuti da su se, iako u strukturi porasta bankovnih kredita i nadalje prevladavaju krediti stanovništvu, stope rasta kredita stanovništvu gotovo izjednačile sa stopama rasta kredita odobrenih poduzećima. Tako je stopa rasta prvih na kraju lipnja 2006. iznosila 23,9%, a drugih 24,5%, za razliku od stopa rasta na kraju prosinca 2005. kad je kod kredita stanovništvu ona iznosila 20,3%, a kod kredita poduzećima 16,3%.

Pritom je rast ukupnih kunskih i deviznih depozita u prvom polugodištu 2006. iznosio samo 4,4%, iako su, zbog snažnog rasta kunskih depozita s valutnom klauzulom, ukupni kunski depoziti porasli za 37,1%. Takav relativno slab rast domaćih izvora sredstava nije bio dostatan za praćenje snažne kreditne aktivnosti banaka, pa je inozemna pasiva banaka tijekom prvih šest mjeseci 2006. porasla za 12,6% u odnosu na kraj 2005. U prvom polugodištu 2006. HNB je nastavio provoditi mjere monetarne politike s ciljem zaustavljanja rasta inozemnog duga, a pravi učinci tih mjera tek se očekuju. Međutim, za stvarno smanjenje inozemne zaduženosti nužno je usklađeno djelovanje svih nositelja ekonomske politike s obzirom na to da obuzdavanje sve značajnijeg rasta inozemnog zaduživanja od strane poduzeća nije u izravnoj nadležnosti HNB-a.

Slika 5. Glavni financijski pokazatelji, na kraju razdoblja



3. Međunarodno okružje

U prvom polugodištu 2006. godine nastavljen je snažan rast svjetskoga gospodarstva iz prethodne godine, a nije ga uspio ugroziti ni daljnji rast cijena energenata i sirovina, koje su dosegnule najviše dosad zabilježene razine. Među industrijskim zemljama rast su predvodile Sjedinjene Američke Države, posebno u prvom tromjesečju, a rasti su nastavila i oporavljena gospodarstva država članica Europske unije i Japana. Istodobno, u tim su se gospodarstvima javili pojačani inflatorni pritisci, koji su njihove središnje banke potaknuli na podizanje ključnih kamatnih stopa, a monetarnu politiku zbog istih su razloga počele zaoštravati i središnje banke mnogih drugih država. Gospodarski rast u zemljama Srednje i Istočne Europe kretao se u prosjeku iznad 5%, što je još znatno više od rasta zabilježenog u državama članicama EMU. Gospodarstva tih država obilježile su visoka domaća potražnja i izravna inozemna ulaganja te snažan rast kreditne aktivnosti banaka. Ipak, najveći doprinos snažnom rastu svjetskoga gospodarstva i u 2006. godini imala su tržišta u nastajanju i zemlje u razvoju, koje nastavljaju bilježiti natprosječne stope rasta. Tako su se trenutačna i očekivana godišnja stopa rasta kineskoga gospodarstva zadržale na razini od oko 10%, stopa rasta u Indiji veća je od 8%, dok se u Ruskoj Federaciji kreće iznad 6%. Snažan rast kineskoga gospodarstva pozitivno utječe i na gospodarski rast ostalih zemalja u regiji, a upravo potražnja iz tih zemalja ima veliki utjecaj na porast cijena sirovina na svjetskoj razini. Prema procjeni Međunarodnoga monetarnog fonda u 2006. godini očekuje se realni svjetski gospodarski rast od 5,1%, dok je predviđeni rast za 2007. nešto niži: 4,9%.

U skladu s porastom pokazatelja koji su upućivali na gospodarski oporavak, u prvom polugodištu 2006. u državama članicama EMU zabilježene su relativno visoke stope gospodarskog rasta. Tako je godišnja stopa rasta za prva dva tromjesečja iznosila 2,2%, odnosno 2,7%, što je njezina najviša razina od 2001. Zbog porasta inflatornih pritisaka, koji su se javili ponajviše pod utjecajem rasta cijena energenata, Europska središnja banka nastavila je s postupnim zaoštavanjem monetarne politike, koje je započelo krajem 2005. povećanjem ključne kamatne stope na 2,25%. Prvo povećanje od 25 baznih bodova u 2006. dogodilo se u ožujku, a jednaka povećanja slijedila su u lipnju, kolovozu i listopadu, na kraju kojega je ključna kamatna stopa ESB-a iznosila

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

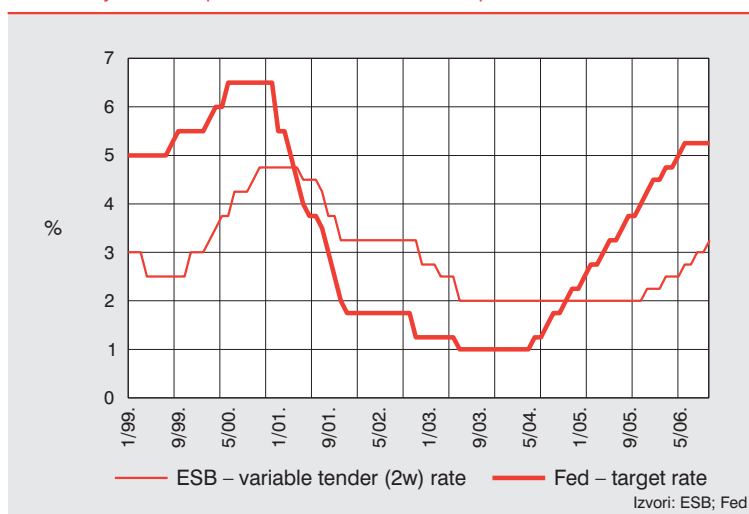
	2003.	2004.	2005.	2006. ^a	2007. ^a
Kina	10,0	10,1	10,2	10,0	10,0
Ruska Federacija	7,3	7,2	6,4	6,5	6,5
Srednja i Istočna Europa	4,7	6,5	5,4	5,3	5,0
SAD	2,5	3,9	3,2	3,4	2,9
Japan	1,8	2,3	2,6	2,7	2,1
EU	1,4	2,4	1,8	2,8	2,4
EMU	0,8	2,1	1,3	2,4	2,0

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

3,25%. Prema predviđanjima svjetskih analitičara očekuje se da će do kraja 2006. doći do još jednog povećanja ključne kamatne stope od 25 baznih bodova. Godišnja stopa inflacije u EMU u prvom polugodištu 2006. kretala se između 2,2% i 2,5%, što je više od ciljanih 2,0%, a procjenjuje se da će se ona i u nastavku 2006. zadržati iznad željene razine ako ne dođe do znatnijeg pada cijena nafte. U idućem se razdoblju u zemljama eurozone očekuje znatan porast investicija i zaposlenosti, ali su prisutni i određeni rizici koji bi mogli utjecati na usporavanje gospodarskog rasta. Osim rasta cijena nafte, jedan od rizika jest moguće znatno jačanje eura prema američkom dolaru, što bi se negativno odrazilo na izvoz država članica EMU. Drugi je mogući rizik da će se sadašnje cijene nekretnina, već prenapuhane u pojedinim zemljama, još povećavati pod utjecajem daljnjeg porasta kamatnih stopa.

Na kretanje tečaja eura i američkog dolara u prvom polugodištu 2006. najviše su utjecala očekivanja vezana uz kretanje ključnih kamatnih stopa Feda i ESB-a. Naime, do aprecijacije eura u odnosu na američki dolar i općenito većeg povjerenja ulagača u europsku valutu uvelike je došlo zbog očekivanja da je Fed svojim sedamnaestim uzastopnim povećanjem ključne kamatne stope, koja je u lipnju 2006. iznosila 5,25%, dosegno ili je vrlo blizu neutralne kamatne stope, te zbog predviđanja da će ESB istodobno nastaviti sa započetim zaoštavanjem monetarne politike i daljnjim podizanjem ključne kamatne stope. Isto tako, jačanju eura pridonio je i snažniji gospodarski rast u eurozoni, koji je posebno bio izražen u drugom tromjesečju 2006., kao i trajno visoki manjak na tekućem računu američke platne bilance te nesigurnost vezana uz njegovu dugoročnu održivost. Jedan od uzroka tako visokoga američkoga platnobilančnoga manjka jest negativni saldo trgovinske razmjene s Kinom, koji nije poboljšala niti aprecijacija juana, koji je od srpnja 2005. do rujna 2006. ojačao prema američkom dolaru za 4,2%. Uz to, tržište nekretnina u SAD-u i dalje se čini precijenjeno pa se očekuje da bi uskoro moglo doći do korekcije cijena što bi se moglo negativno odraziti na potrošnju, ulaganja i

Slika 6. Ključne europske i američke kamatne stope



zaposlenost. Najznačajniji pozitivni pomak u SAD-u ostvaren je na fiskalnom planu zbog izdašnih proračunskih prihoda u prvom dijelu 2006., koji su veći od planiranih, a jedan od najvažnijih ciljeva američke administracije jest smanjenje proračunskog manjka na razinu koja bi omogućila SAD-u da se lakše suoči s očekivanim slabljenjem gospodarskog rasta, demografskim pritiscima i globalnom neravnotežom u kojoj ima istaknutu ulogu.

Najvećom prijetnjom ostvarenju visokih predviđenih stopa rasta svjetskoga gospodarstva i dalje se smatra spomenuti rast cijena sirove nafte na svjetskom tržištu. Nakon što su se u prvom tromjesečju 2006. cijene nafte uglavnom kretale u rasponu između 60 i 70 američkih dolara za barel, kao krajem 2005., u drugom su tromjesečju 2006. nastavile rasti te su probile psihološku granicu od 70 američkih dolara za barel. To je bila posljedica nesuglasica četvrtoga najvećeg izvoznika nafte Irana i ostatka svijeta oko obustave iranskih nuklearnih aktivnosti te je Iran, osim prekidom isporuke nafte, prijetio i blokadom morskih putova ključnih za prijevoz nafte. Osim Irana, na kretanje cijena nafte utjecali su i problemi s isporukama iz najveće afričke izvoznice Nigerije. Nakon kratkotrajne stabilizacije krajem drugog tromjesečja 2006., rast cijena sirove nafte nastavio se te su se one u srpnju i kolovozu približile razini od 80 američkih dolara za barel. Tome su pridonijeli povećana nesigurnost u svijetu zbog rata u Libanonu, tehnički problemi na jednom od naftovoda u SAD-u i početak sezone vremenskih nepogoda koje su mogle ugroziti proizvodnju na američkoj obali. Međutim, unatoč i dalje nestabilnim političkim uvjetima, u rujnu 2006. zabilježen je znatan i pomalo neočekivan pad cijena nafte, koje su se na kraju mjeseca kretale na razini od oko 60 američkih dolara za barel. Navedena kretanja uvelike su utjecala na maloprodajne cijene naftnih prerađevina, a posredno i na cijene ostalih dobara i usluga, što je u 2006. rezultiralo pojačanim inflatornim pritiscima i u Hrvatskoj i u mnogim drugim zemljama.

Osim rasta cijena nafte i sirovina, činitelji koji bi negativno mogli utjecati na nastavak rasta svjetskoga gospodarstva, uključujući i hrvatsko, sve su oštriji uvjeti financiranja zbog rasta ključnih kamatnih stopa u SAD-u i EMU te sve naglašenija globalna neravnoteža: s jedne strane, američki manjak platne bilance, a s druge strane, golemi platnobilančni višci azijskih zemalja i zemalja izvoznica nafte. U takvim okolnostima američko gospodarstvo izuzetno je osjetljivo na moguće promjene priljeva kapitala kojima se financira manjak platne bilance. Nagli pad kapitalnih priljeva vrlo vjerojatno doveo bi do deprecijacije američkog dolara, što bi izazvalo pritisak na rast dugoročnih kamatnih stopa u SAD-u, koje bi posredno mogle negativno utjecati i na svjetski gospodarski rast. Negativna ostvarenja platnih bilanci prijetnja su i nastavku pozitivnih trendova na mnogim rastućim tržištima, a to je posebno izraženo u Europi. Dodatna opasnost u tim zemljama, među koje se ubraja i Hrvatska, jest i prebrzi rast kredita, pa im međunarodne financijske institucije preporučuju fiskalnu konsolidaciju i kontrolu javnog duga s ciljem zadržavanja povjerenja stranih ulagača, te provođenje nadzora i donošenje odgovarajuće zakonske regulative kojom bi se spriječio prebrzi rast kredita nefinancijskom sektoru i smanjili rizici koji proizlaze iz

takvog rasta. Zemljama u kojima je zabilježen porast inflacije preporuča se daljnje zaoštavanje monetarne politike.

Tablica 2. Globalno predviđanje glavnih ekonomskih pokazatelja za 2006., u postocima

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

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

4. Inozemni dug

Inozemni dug Republike Hrvatske na kraju lipnja 2006. godine iznosio je 27,48 mlrd. EUR, što je za 1,94 mlrd. EUR ili 7,60% više nego na kraju 2005. godine, odnosno za 3,22 mlrd. EUR ili 13,3% više nego na kraju lipnja 2005. Udio inozemnog duga u BDP-u tijekom prvog polugodišta 2006. godine porastao je za 2,1 postotni bod, te je na kraju lipnja iznosio 84,6%. Udio inozemnog duga u BND-u² tijekom prvog polugodišta 2006. godine porastao je za 2,4 postotna boda, pa je na kraju lipnja bio 87,6%. Takav udio inozemnog duga u BND-u, prema kriterijima Svjetske banke, Hrvatsku svrstava među visokozadužene zemlje³. Međutim, udio inozemnog duga u vrijednosti izvoza robe i usluga, koji je na kraju lipnja 2006. godine iznosio 171,0%, znatno je ispod razine od 220%, koja bi prema istim kriterijima upućivala na moguću pojavu nelikvidnosti u inozemnim plaćanjima. Međutim, upozoravajuće je da taj pokazatelj snažno raste još od 2001. godine kada je iznosio 124,6%. Još uvijek relativno povoljan pokazatelj udjela inozemnog duga u izvozu robe i usluga Hrvatska može zahvaliti prije svega visokim prihodima od pruženih usluga u turizmu, za koje se očekuje da će rasti i u sljedećem srednjoročnom razdoblju, ali isto tako valja imati na umu da je ta vrsta prihoda najosjetljivija na negativne vanjske činitelje.

Teret otplate inozemnog duga mjerom otplata inozemnog duga i izvoza robe i usluga, koji od 2003. godine pokazuje tendenciju rasta, na kraju lipnja 2006.

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

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

Tablica 3. Odabrani pokazatelji inozemne zaduženosti i vanjske likvidnosti RH

Pokazatelji stanja zaduženosti	31.12.2001.	31.12.2002.	31.12.2003.	31.12.2004.	31.12.2005.	30.6.2006.
Inozemni dug kao % BDP-a	60,7	61,5	75,5	80,2	82,5	84,6
Inozemni dug kao % BND-a	62,4	63,0	78,7	82,1	85,2	87,6
Inozemni dug kao % izvoza robe i usluga	124,6	135,3	150,8	160,0	167,3	171,0
Bruto međunarodne pričuve kao % inozemnog duga	39,6	37,5	33,1	28,3	29,1	31,8
Bruto međunarodne pričuve u mjesecima pokrivenosti uvoza robe i usluga	5,3	4,9	5,2	4,8	5,1	5,6
Pokazatelji toka zaduženosti						
Otplate glavnice i kamata kao % izvoza robe i usluga ^a	26,2	27,4	20,1	21,3	24,1	27,7
Plaćanja kamata kao % izvoza robe i usluga ^a	6,2	5,7	4,6	4,6	5,0	5,0

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

godine bio je 27,7%, što znači da Hrvatska više od četvrtine svojih ukupnih prihoda od izvoza robe i usluga odvaja za otplate glavnice i kamata na inozemni dug. Prihvatljivom gornjom granicom toga omjera smatra se 30%⁴, što znači da se, ako ovaj pokazatelj nastavi rasti dosadašnjim intenzitetom, vrlo brzo može očekivati ulazak RH u skupinu zemalja koje su jako opterećene otplatama inozemnog duga. Da se to ne bi dogodilo, ključno je nastaviti voditi ekonomsku politiku koja će poticati snažniji gospodarski rast od ostvarenoga u proteklih nekoliko godina posebno pazeći na to da taj rast bude brži od rasta ukupne inozemne zaduženosti zemlje.⁵

Za razliku od 2005. godine, kad je, među domaćim sektorima, najveći porast inozemnog duga u apsolutnom i relativnom iznosu bio zabilježen kod ostalih domaćih sektora⁶, u prvom polugodištu 2006. godine najveći je rast ponovo zabilježen kod sektora banke, čiji je inozemni dug porastao za 1,3 mlrd. EUR (za 14,5%) što čini dvije trećine porasta ukupnoga inozemnog duga svih domaćih sektora tijekom prvog polugodišta 2006. godine. Sporiji rast inozemnog duga ostalih domaćih sektora (poglavito poduzeća) može se, među ostalim, pripisati naglašenom ubrzanju rasta plasmana domaćih banaka poduzećima, koji su u prvom polugodištu 2006. godine porasli za 8,0 mlrd. kuna (13,6%) što je osjetno više nego u istom razdoblju prethodne godine kad je to povećanje iznosilo 3,0 mlrd. kuna

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

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

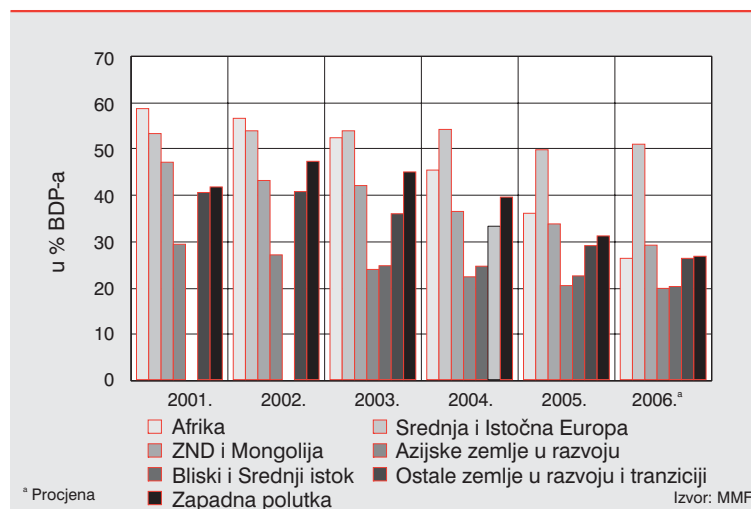
6 U ostale domaće sektore ulaze: ostale bankarske institucije, nebankarske financijske institucije, javna poduzeća, mješovita poduzeća, ostala trgovačka društva, neprofitne institucije, obrtnici i trgovci te domaćinstva.

(6,0%). Udio duga države u ukupnome inozemnom dugu tijekom prvog polugodišta 2006. smanjen je s 27,6% na 24,0% što je najvećim dijelom posljedica smanjenja obveza po obveznicama izdanim u inozemstvu (otplata samurajske obveznice u veljači i euroobveznice u ožujku, te redovita polugodišnja otplata duga Londonskom klubu u siječnju). Pri tome su nova inozemna korištenja, u skladu s odlukom države da se za pokrivanje proračunskog manjka okrene domaćem financijskom tržištu, bila mala. Međutim, financiranje države sredstvima s domaćeg tržišta kapitala neizravno rezultira opisanim rastom inozemnih obveza drugih domaćih sektora, osobito banaka, kod kojih se država zadužuje puno više nego prijašnjih godina, pri čemu banke pozajmice državi djelomično financiraju i iz inozemnih izvora.

Najveći pritisak na teret otplate inozemnog duga RH u nastavku 2006. i 2007. godini bit će najavljeni rast kamatnih stopa u EMU. Naime, inozemne obveze banaka uglavnom su ugovorene uz promjenljivu kamatnu stopu koja se zasniva na EURIBOR-u, a tržište, kao posljedicu antiinflacijske strategije ESB-a, očekuje nastavak rasta njezine glavne kamatne stope do razine od 3,5% do kraja 2006. godine. Sličan utjecaj imalo bi i moguće daljnje povećanje premije rizika na dug zemalja poput Hrvatske ako povećanje američkih i europskih kamatnih stopa preusmjeri sredstva globalnih ulagača u ta područja. Takva kretanja mogla bi prouzročiti i deprecijacijske pritiske na kunu, koji bi, uz nastavak sadašnjeg trenda rasta inozemnog duga, mogli imati dodatni negativan utjecaj na teret otplate već akumuliranoga inozemnog duga.

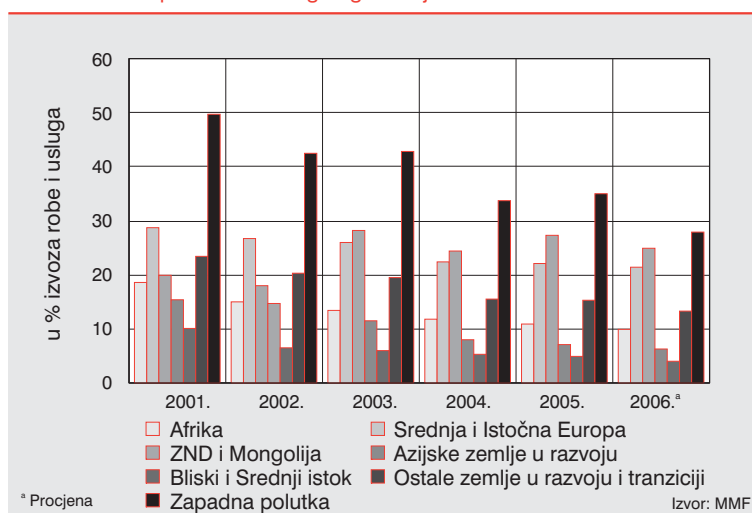
Prema udjelu inozemnog duga u BDP-u Hrvatska se ubraja u najzaduženije zemlje. Naime, prema podacima za kraj 2005. godine, najzaduženija regija svijeta prema udjelu inozemnog duga u BDP-u je Srednja i Istočna Europa, kod koje se taj pokazatelj već duži niz godina kreće na razini od oko 50% BDP-a, što je znatno manje od vrijednosti toga pokazatelja za Hrvatsku. Još je važnija činjenica da se kod svih promatranih regija udio inozemnog duga u BDP-u u posljednjih nekoliko

Slika 7. Inozemna zaduženost u svijetu



godina kontinuirano smanjuje, što se predviđa i za drugi dio 2006. godine (s izuzetkom očekivanja blagog porasta vrijednosti ovog pokazatelja za Srednju i Istočnu Europu), dok s Hrvatskom, sudeći prema kretanjima u prvom polugodištu 2006., to vjerojatno neće biti slučaj. Osim toga, Hrvatska se i prema udjelu otplate duga u izvozu robe i usluga, koji pokazuje razinu tereta otplate inozemnog duga, polako počela izdvajati iz prosjeka za skupinu zemalja Srednje i Istočne Europe. Tako RH prema visini toga pokazatelja zaostaje samo za ZND-om i Mongolijom, te za zemljama tzv. zapadne polutke (koja obuhvaća zemlje Sjeverne, Srednje i Južne Amerike) što neće dugo potrajati ako se nastavi trend rasta ovog pokazatelja za Hrvatsku i trend njegova smanjenja u spomenutim regijama.

Slika 8. Teret otplate inozemnog duga u svijetu



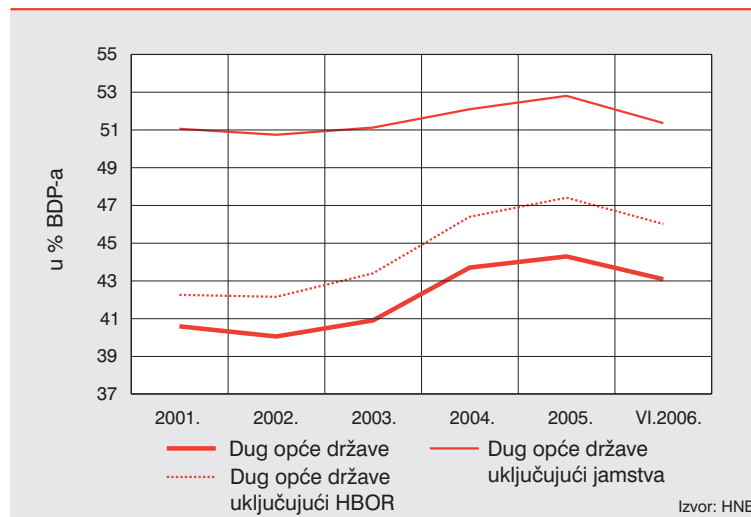
5. Javni dug

Udio duga opće države u BDP-u, ne uključujući jamstva, na kraju lipnja 2006. godine iznosio je 43,1% BDP-a što je i dalje stabilno ispod maastrichtskoga kriterija od 60%.⁷ Štoviše, tijekom prvog polugodišta 2006. godine vrijednost toga pokazatelja se, nakon neprekidnoga višegodišnjeg rasta, smanjila (na kraju 2005. godine dug opće države iznosio je 44,3% BDP-a). To je prije svega posljedica blagoga apsolutnog rasta duga opće države, koji je tijekom prvog polugodišta 2006. godine porastao za 1,1 mlrd. kuna (u istom razdoblju prethodne godine taj je dug bio uvećan za 6,6 mlrd. kuna). Naime, nastavljen je proces fiskalne konsolidacije, a došlo je i do smanjenja proračunskog manjka pa je za njegovo financiranje trebalo prikupiti manje sredstava novim zaduživanjem. Osim toga, jačanje tečaja kune prema glavnim svjetskim valutama u promatranom razdoblju također je utjecalo na nominalno usporavanje

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

rasta duga opće države. U usporedivim zemljama Srednje i Istočne Europe najveća vrijednost udjela duga opće države u BDP-u na kraju 2005. godine zabilježena je u Mađarskoj (58,4%), Poljskoj (42,5%) i Slovačkoj (34,5%).

Slika 9. Zaduženost javnog sektora



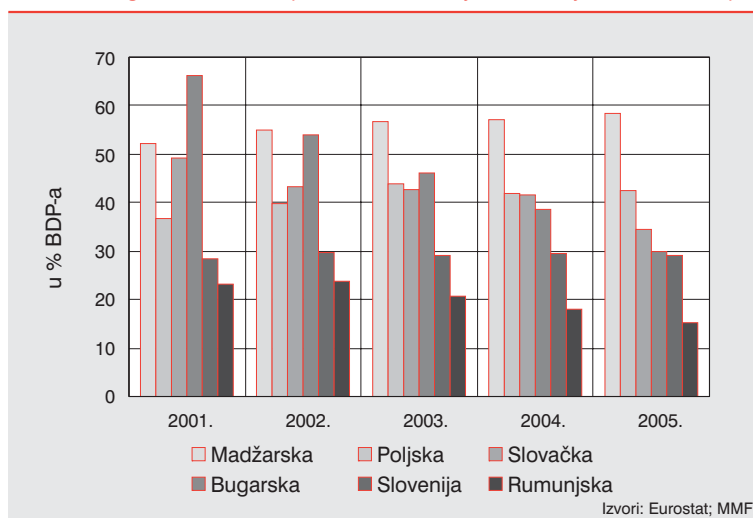
Ukupni dug javnog sektora (dug opće države i HBOR-a, bez neaktiviranih državnih jamstava) također je blago porastao, te je na kraju lipnja 2006. godine iznosio 109,7 mlrd. kuna, odnosno 46,0% vrijednosti BDP-a što je također prvo smanjenje udjela ovoga duga u BDP-u nakon višegodišnjeg rasta. Tome je pridonijelo i apsolutno smanjenje ukupnog duga HBOR-a u promatranom razdoblju, i to za 136,7 mil. kuna. Naposljetku, ako javnom dugu dodamo i izdana državna jamstva u iznosu od 12,8 mlrd. kuna⁸, tada je ukupni javni dug na kraju prvog polugodišta 2006. iznosio 122,4 mlrd. kuna, odnosno 51,4% vrijednosti BDP-a što je također smanjenje udjela ovoga duga u BDP-u.

U prvom polugodištu 2006. godine nastavljena su kretanja iz prethodne godine, pa se cjelokupno povećanje duga javnog sektora (dug opće države i HBOR-a, bez neaktiviranih državnih jamstava) odnosi na zaduživanje na domaćem financijskom tržištu. U odnosu na kraj 2005. godine, domaća sastavnica duga uvećana je za 5,3 mlrd. kuna i na kraju lipnja 2006. njezin je udio u BDP-u iznosio 25,9%. Smanjena je i inozemna sastavnica duga, i to za 4,1 mlrd. kuna, te je njezin udio u BDP-u na kraju lipnja 2006. bio 20,1%.

Premda se inozemni dug opće države počeo smanjivati, njegov i dalje značajan udio u ukupnom javnom dugu državu čini osjetljivom na rizik kamatnih stopa pri inozemnom refinanciranju. Taj se rizik već počeo materijalizirati kroz porast prinosa na hrvatske euroobveznice u posljednjih 12 mjeseci. Primjerice, prinosi do dospjeća

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

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



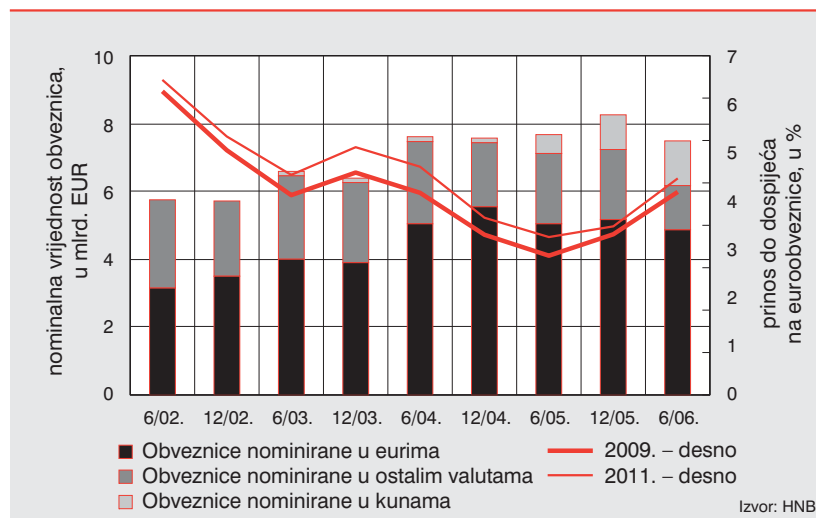
hrvatskih euroobveznica s dospijećem 2009. i 2011. u promatranom razdoblju porasli su s 2,87% odnosno 3,26% na 4,19% odnosno 4,47%. Rizik kamatnih stopa prisutan je i kod domaćih kreditnih obveza s varijabilnom kamatnom stopom. U svrhu postizanja stabilnosti troškova servisiranja javnog duga strategija upravljanja javnim dugom za 2006. godinu⁹ predviđa fiskalnu disciplinu i rast udjela duga s fiksnom kamatnom stopom u ukupnom dugu.

Osim rizika kamatnih stopa pri refinanciranju, država je zbog još uvijek velikog udjela inozemnoga u svome ukupnom dugu (44,4%) i nadalje izložena znatnom valutnom riziku. To je još izraženije zbog indeksiranja dijela njezina domaćeg duga uz tečaj eura, iako je tijekom 2005. i u prvom polugodištu 2006. godine došlo do smanjenja udjela devizno nominiranoga u ukupnome domaćem dugu države. Udio nominalne vrijednosti državnih i municipalnih obveznica nominiranih u stranoj valuti u ukupnom iznosu ovih obveznica izdanih na domaćem tržištu bio je na kraju lipnja 2006. godine 66% što je za 5 postotnih bodova manje nego na kraju 2005. godine, odnosno za 15 postotnih bodova manje nego na kraju lipnja 2005.

S ciljem smanjenja opisane valutne izloženosti država je u veljači 2006. izdala 2 mlrd. kuna vrijednu drugu tranšu prve ikad izdane desetogodišnje kunske obveznice iz prosinca 2005., čime je ukupna nominalna vrijednost ove obveznice narasla na 5,5 mlrd. kuna. Osim što je značajna za produljivanje kunske krivulje prinosa, ova je obveznica važna i zbog usklađivanja ekonomije RH s četvrtim maastrichtskim kriterijem koji se odnosi na stabilnost dugoročnih kamatnih stopa država članica EU. Niti tijekom prvog polugodišta 2006. država nije izdavala obveznice nominirane u devizama, a zatim je u srpnju 2006. na domaćem tržištu ponovo izdala kunsku obveznicu, ukupne nominalne vrijednosti od 2,5 mlrd. kuna, s dospijećem za sedam godina.

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

Slika 11. Obveznice RH i prinosi na euroobveznice



6. Nefinancijska poduzeća¹⁰

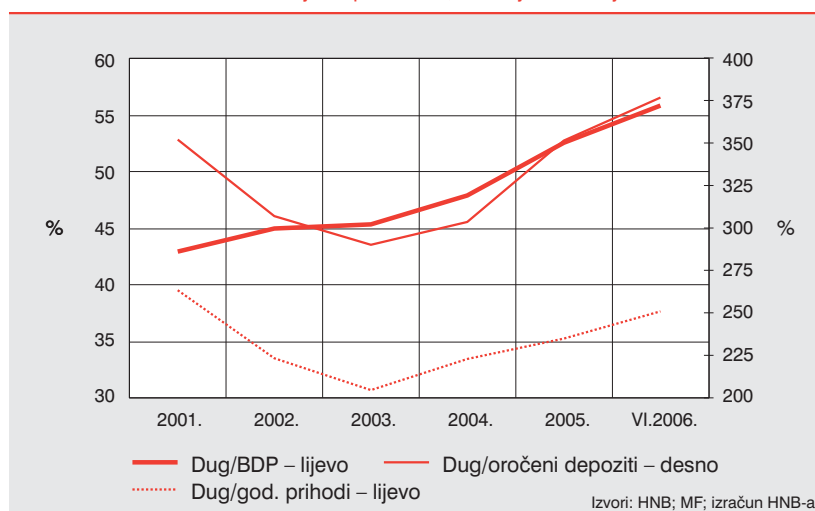
Relativna zaduženost sektora nefinancijskih poduzeća tijekom prvog polugodišta 2006. godine nastavila je rasti pa se procijenjena vrijednost njihova ukupnog duga do kraja lipnja 2006. popela na 55,8% BDP-a. Godišnja stopa rasta zaduženosti nefinancijskih poduzeća u posljednjih godinu dana iznosila je do sada najviše – 22,8%. U strukturi njihova duga uvjerljivo najveći udio pripada dugu prema bankama, koji je tijekom prvog polugodišta 2006. dodatno porastao na 56,2% ukupnog duga, kao posljedica intenzivnijeg prelaska nefinancijskih poduzeća s financiranja u inozemstvu na zaduživanje kod domaćih banaka. Rast duga prema bankama praćen je i rastom kamata plaćenih bankama, koje su u posljednjih godinu dana porasle za 15,9% (za usporedbu, stopa rasta tijekom 2005. iznosila je 10,1%), no teret otplate kamata nastavio je rasti sporije od tereta samoga duga: udio kamata plaćenih bankama u prosječnom dugu prema bankama smanjen je s 5,23% na kraju 2005. na 5,16% na kraju lipnja 2006. Uz blagi rast udjela duga nefinancijskih poduzeća u ukupnom dugu, u prvom polugodištu 2006. zabilježen je i rast duga prema društvima za lizing (s 5,4% na kraju 2005. na 5,7% na kraju lipnja 2006.). Ta je sastavnica duga u posljednjih godinu dana najintenzivnije rasla, za 33,8%. Međutim, ta je stopa rasta, u usporedbi s onom od 70,5% zabilježenom tijekom 2005. godine, ipak znatno niža.

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

Porast bankovnoga kreditiranja nefinancijskih poduzeća prisutan je i u eurozoni, gdje je godišnja stopa rasta kredita nefinancijskim poduzećima na kraju prvog polugodišta 2006. iznosila 11,4%, što je upola manja stopa rasta od stope rasta tih kredita u Hrvatskoj koja je iznosila 23,5%. Međutim, u Hrvatskoj je udio kredita nefinancijskim poduzećima u BDP-u na kraju prvog polugodišta 2006. bio 31,34% što je dosta manje od vrijednosti toga pokazatelja za eurozonu, koji je na kraju lipnja bio 45,35%. Ali to bi se uskoro moglo promijeniti ako se nastave opisani trendovi rasta kredita nefinancijskim poduzećima u eurozoni i u RH, što bi se moglo odraziti na smanjenje likvidnosti nefinancijskih poduzeća u RH ako teret otplate duga postane prevelik. Tome u prilog ide i kretanje omjera duga nefinancijskih poduzeća i njihovih oročenih depozita položenih kod banaka, koji već nagovještava moguće smanjenje likvidnosti tih poduzeća. Naime, taj je omjer do kraja prvog polugodišta 2006. godine narastao iznad razine od 375% i prešao razinu na kojoj je bio na kraju 2001. godine kada su pokazatelji financijskog stanja sektora nefinancijska poduzeća bili znatno nepovoljniji nego danas. S druge strane, za razliku od 2001., danas poduzeća imaju mogućnosti ulagati i u druge vrste financijske imovine, pa taj pokazatelj možda podcjenjuje njihovu likvidnost.

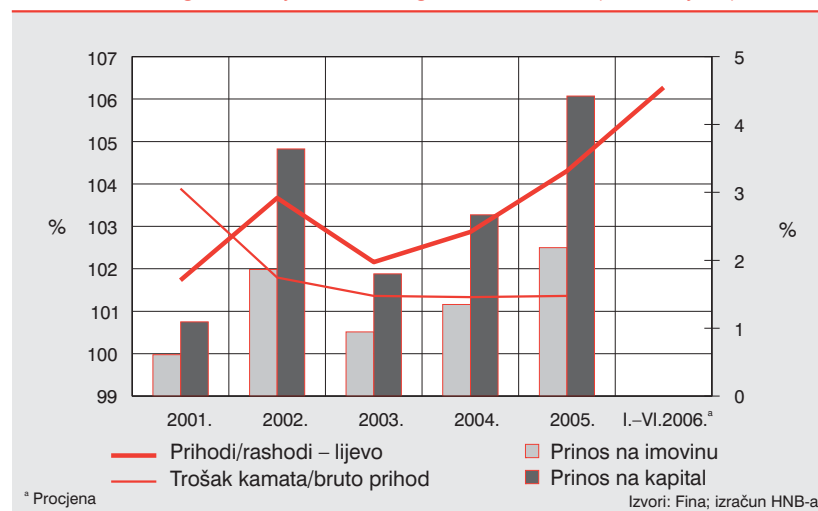
Rast ukupne zaduženosti nefinancijskih poduzeća nije utjecao na pogoršanje pokazatelja njihova financijskog rezultata, već su se oni nastavili poboljšavati. Naime, pokazatelj omjera prihoda i rashoda (prije oporezivanja) nefinancijskih poduzeća, koji je već duže vrijeme stabilan, na kraju 2005. godine dosegnuo je do sada najvišu razinu od 104,3%. U istom razdoblju svoje najviše razine dosegnu su i pokazatelji profitabilnosti imovine i profitabilnosti kapitala nefinancijskih poduzeća koji su iznosili 2,19% odnosno 4,42%. Prema procjeni na osnovi podataka Fine o polugodišnjem poslovnem rezultatu hrvatskih poduzetnika, čiji su prihodi porasli za 14,1%, a rashodi za 13,6% u odnosu na isto razdoblje 2005. godine, pokazatelj omjera prihoda i rashoda (prije oporezivanja) nefinancijskih poduzeća bi na kraju

Slika 12. Zaduzenost nefinancijskih poduzeća, na kraju razdoblja



prvog polugodišta 2006. mogao iznositi 106,3%, što bi bila njegova rekordna razina, koja također upućuje na nastavak trenda snažnog rasta toga pokazatelja.

Slika 13. Teret duga i financijski rezultati trgovačkih društava (nefinancijskih)

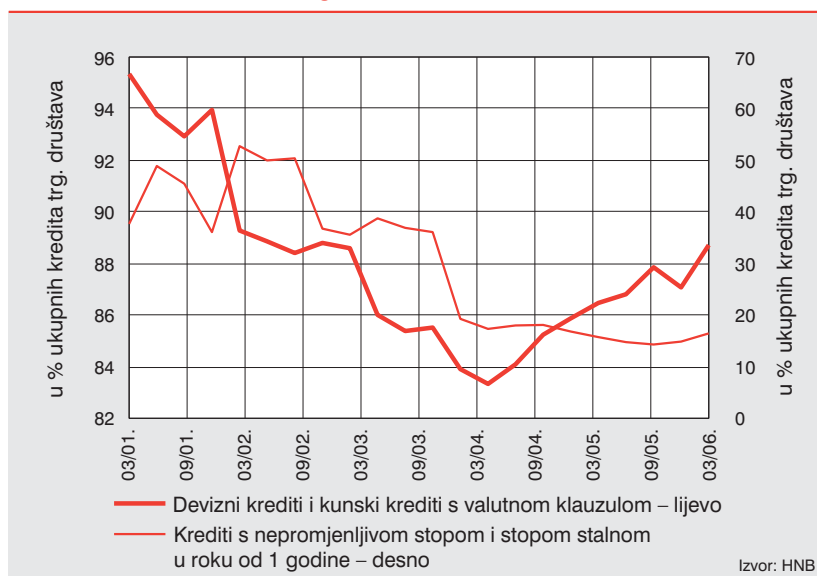


Među najvažnijim rizicima kojima su izložena nefinancijska poduzeća još su rizik slabljenja kune i očekivani rast dugoročnih kamatnih stopa. Za prvi se može reći da zasad nije značajan, iako se udio deviznih bankovnih kredita trgovačkim društvima, uključujući kunske kredite s valutnom klauzulom, u ukupnim dugoročnim kreditima poduzećima u posljednjih šest mjeseci povećao s 87,9% na 88,7%. Naime, kontinuirani pritisak na jačanje kune tijekom prvog polugodišta 2006. godine doveo je tečaj kune prema euru na najniže razine od ljeta 2001. Ni za drugu polovinu godine, osobito nakon turističke sezone, ne bi trebalo očekivati jaču deprecijaciju kune, a u tome će zasigurno veliku ulogu imati daljnje aktivnosti države na financijskom tržištu. Što se tiče rizika globalnog porasta dugoročnih kamatnih stopa, može se reći da je izloženost nefinancijskih poduzeća tom riziku, nakon višegodišnjeg rasta, blago smanjena, iako su spomenute kamatne stope porasle. Naime, udio dugoročnih kredita banaka odobrenih trgovačkim društvima čija se kamatna stopa može promijeniti u roku kraćem od godine dana tijekom prvog polugodišta 2006. smanjio se s 85,7% na 83,6% ukupnih dugoročnih kredita banaka.

Valutni rizik kojem su izložena hrvatska poduzeća, u uvjetima u kojima je gotovo 90% bankovnih kredita indeksirano uz tečaj strane valute, teško je precizno kvantificirati zbog nedostatka dovoljno detaljnih statističkih podataka. Međutim, grubo se može procijeniti neposredni učinak većeg poremećaja deviznog tečaja na financijsku poziciju nefinancijskih poduzeća. Na osnovi podataka iz godišnjih financijskih izvještaja nefinancijskih poduzeća i monetarne statistike HNB-a, uz

neke razumne pretpostavke, moguće je približno točno podijeliti stavke bilance i računa dobiti i gubitka nefinancijskih poduzeća u devizne i kunske. Analiza na osnovi takvih podataka za kraj 2005. godine pokazala je da bi se u slučaju valutne krize (udvostručenje kunske cijene strane valute) teret otplate duga nefinancijskih poduzeća na agregatnoj razini povećao s oko 11% na oko 19% njihovih ukupnih prihoda. To bi u najboljem slučaju dovelo do znatnog smanjenja omjera prihoda i rashoda poduzeća s razine od oko 104% na nezabilježeno nisku razinu od oko 97%. Zbog toga se može zaključiti da bi hrvatska poduzeća kao cjelina, u slučaju većeg poremećaja na deviznom tržištu, pretrpjela prilične gubitke.

Slika 14. Valutni i kamatni rizik trgovačkih društava



Okvir 1. Analiza pokazatelja poslovanja hrvatskih nefinancijskih poduzeća po djelatnostima

Na osnovi financijskih izvještaja nefinancijskih poduzeća u Hrvatskoj, koje prikuplja Fina, analizirani su neki od osnovnih pokazatelja poslovanja te skupine poduzeća po grupama djelatnosti. Analiza obuhvaća razdoblje od 2003. do 2005. godine, dok su za prvu polovinu 2006. godine dostupni samo podaci o ukupnim prihodima i rashodima poduzeća.

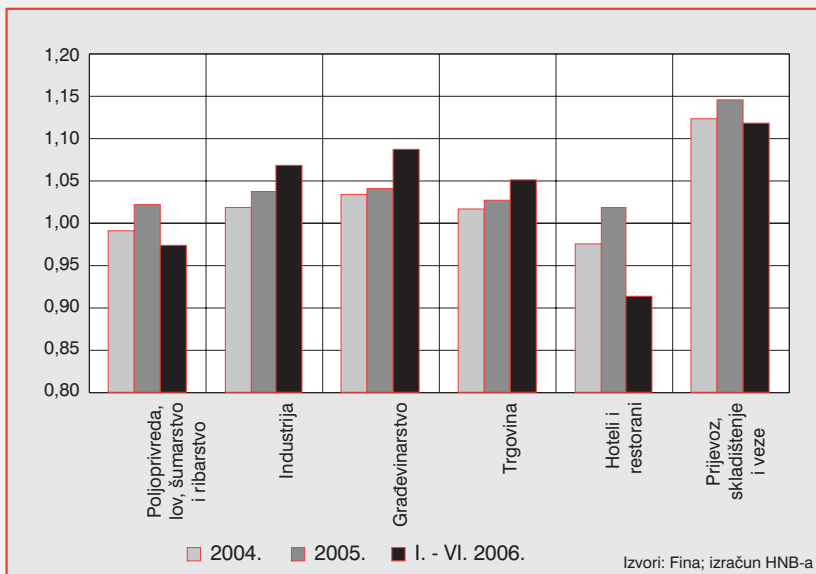
Tako su prema podacima Fine nefinancijska poduzeća u prvih šest mjeseci 2006. godine ostvarila rast prihoda od 14,1% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine, dok su im istodobno rashodi porasli za 13,6%. U gotovo svim djelatnostima prihodi su rasli brže od rashoda, a iznimka su djelatnosti prijevoza, skladištenja i veza, hoteli i restorani, poljoprivreda, lov, šumarstvo i ribarstvo te financijsko posredovanje.

Analiza ekonomičnosti poslovanja mjerena omjerom prihoda i rashoda po grupama djelatnosti otkriva da je na kraju prvog polugodišta 2006., kao i u prethodnim godinama, najviše prihoda po jedinici rashoda ostvareno u djelatnostima prijevoza, skladištenja i veza. Takav rezultat ne čudi jer se u tu grupu ubrajaju vrlo uspješne telekomunikacijske kompanije. Međutim, upravo zbog spomenutog bržeg rasta rashoda u odnosu na prihode u tim djelatnostima u 2006. godini, omjer prihoda i rashoda na kraju lipnja 2006. bio je u odnosu na stanje na kraju 2005. godine nešto manji. Od ostalih promatranih grupa djelatnosti, u dvije je (hoteli i restorani, te poljoprivreda, lov, šumarstvo i ribarstvo) zabilježen znatan pad toga pokazatelja, i to ispod razine od 1,0 koja se smatra minimalnom poželjnom razinom toga pokazatelja¹¹. Preostale tri promatrane grupe djelatnosti, industrija, trgovina i građevinarstvo, od 2004. godine bilježe stalni rast omjera prihoda i rashoda, koji je u prvih šest mjeseci 2006. bio osobito izražen.

Djelatnosti prijevoza, skladištenja i veza predvode i u drugim pokazateljima poslovanja poduzeća za koje su podaci dostupni samo do kraja 2005. godine. Primjerice, dok je u drugim grupama djelatnosti pokazatelj prinosa na prosječnu imovinu uglavnom ispod 2%, kod prijevoza, skladištenja i veza u promatranom razdoblju kretao se od 4% do 7%, pokazujući uz to i jasan trend rasta. Isto tako, ako bi se u obzir uzela samo poduzeća s pozitivnim poslovnim rezultatom, u većini grupa djelatnosti prinos na prosječnu imovinu kretao se između 2% i 6%, dok je u djelatnosti prijevoza, skladištenja i veza taj pokazatelj porastao sa 7% u 2003. na 10% u 2005. Znatan porast prinosa na imovinu i kapital u 2005. godini zabilježen je i u trgovini i industriji, dok je u građevinarstvu porast ovih pokazatelja sporiji, ali ipak kontinuiran.

11 Žager, K. i Žager, L., Analiza financijskih izvještaja, Masmedia, Zagreb, 1999.

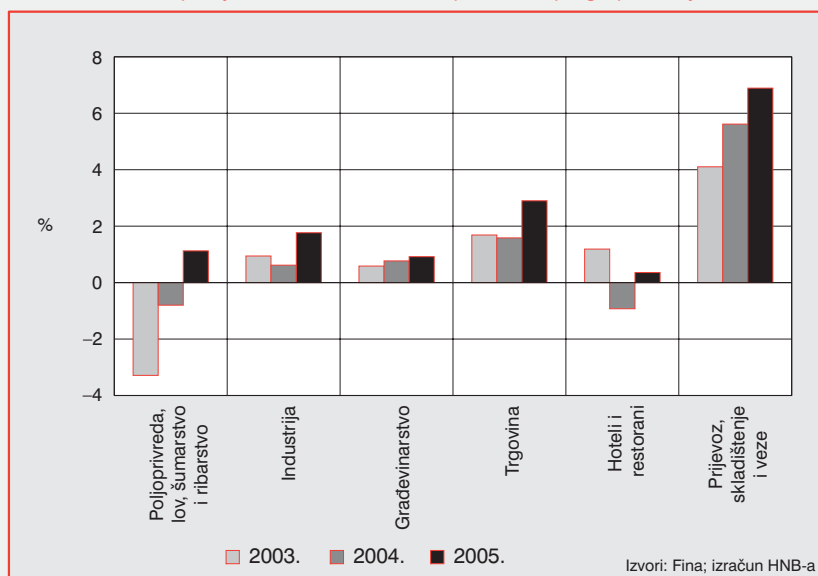
Slika 1. Omjer prihoda i rashoda poduzeća po grupama djelatnosti



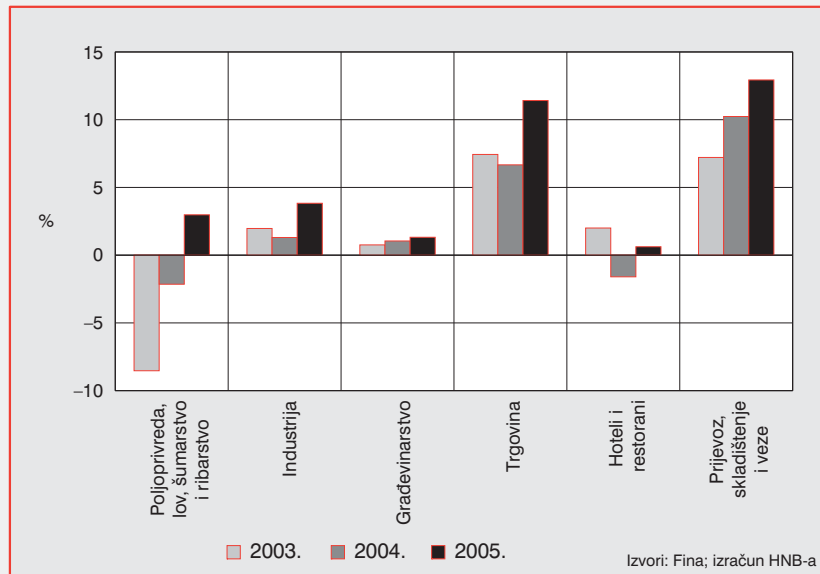
Među poduzećima s pozitivnim poslovnim rezultatom najviši prinos na prosječni kapital ostvaren je u djelatnosti trgovine gdje je taj pokazatelj u 2005. godini dosegnuo 20,8%, a najniži u građevinarstvu gdje je prinos na prosječni kapital u istoj godini iznosio samo 1,9%.

Zaduženost poduzeća obično se promatra na osnovi različitih pokazatelja zasnovanih na odabranim pozicijama bilance stanja, pa se stoga može reći kako oni odražavaju statičnu zaduženost. Jedan od takvih pokazatelja jest i koeficijent

Slika 2. Prinos na prosječnu imovinu hrvatskih poduzeća po grupama djelatnosti



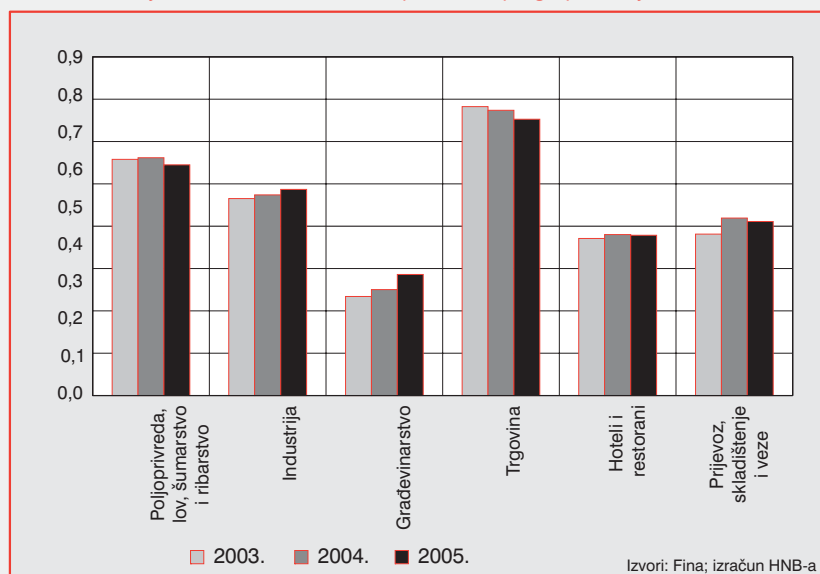
Slika 3. Prinos na prosječni kapital hrvatskih poduzeća po grupama djelatnosti



zaduženosti, koji se izračunava kao omjer ukupnih obveza prema ukupnoj imovini. Među analiziranim grupama djelatnosti uvjerljivo najviši koeficijent zaduženosti u sve tri promatrane godine zabilježen je u djelatnosti trgovine gdje se tuđim kapitalom – obvezama – financira između 70% i 80% ukupne imovine.

Nasuprot tome, najniži koeficijent zaduženosti zabilježen je u građevinarstvu, gdje su na kraju 2005. godine ukupne obveze iznosile tek nešto više od 30% vrijednosti

Slika 4. Koeficijent zaduženosti hrvatskih poduzeća po grupama djelatnosti

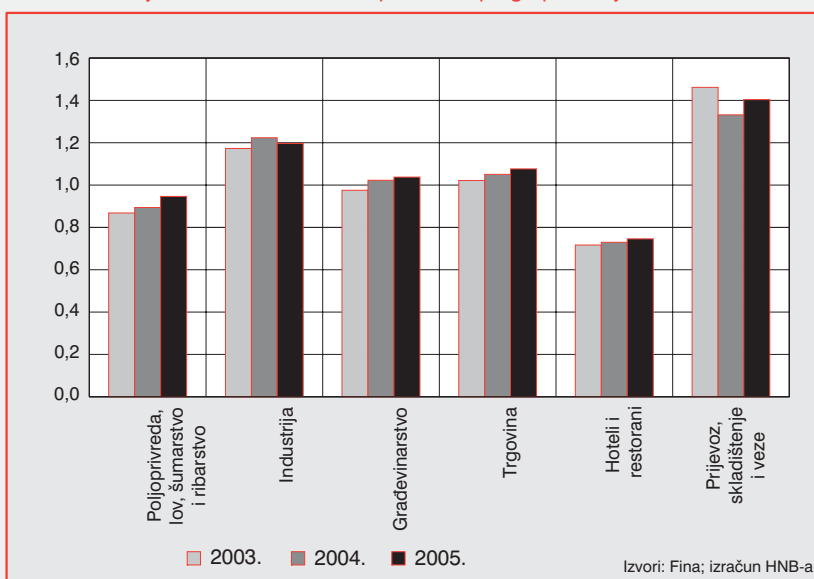


ukupne imovine. Poduzeća koja su u promatranom razdoblju ostvarila negativan poslovni rezultat u pravilu se odlikuju znatno višim koeficijentima zaduženosti od poduzeća koja su poslovala pozitivno. Ta je razlika najuočljivija u djelatnosti građevinarstva gdje su u 2005. godini poduzeća s pozitivnim rezultatom u prosjeku obvezama financirala oko 28% svoje imovine, a poduzeća s negativnim rezultatom 85% svoje imovine.

Pokazatelji likvidnosti poduzeća mjere sposobnost podmirenja dospjelih kratkoročnih obveza, a jedan od najčešće korištenih pokazatelja jest koeficijent tekuće likvidnosti, koji se izračunava kao omjer kratkotrajne imovine i kratkoročnih obveza. Preporučena vrijednost toga pokazatelja trebala bi biti veća od 1, odnosno, kratkotrajna imovina trebala bi biti što je moguće veća od kratkoročnih obveza. Za održanje tekuće likvidnosti izuzetno je važan neto radni kapital, koji čini upravo razlika između kratkotrajne imovine i kratkoročnih obveza. Njegovo postojanje znači da se dio kratkotrajne imovine financira iz dugoročnih izvora, što je nužno za održavanje likvidnosti u tekućim plaćanjima.

Među promatranim grupama djelatnosti najviši koeficijent tekuće likvidnosti očekivano je zabilježen u djelatnosti prijevoza, skladištenja i veza, a najniži u djelatnosti hotela i restorana. Izračunati pokazatelji za gotovo sve djelatnosti upućuju na pozitivni trend povećanja likvidnosti, koji uglavnom proizlazi iz bržeg rasta kratkotrajne imovine u odnosu na rast kratkoročnih obveza. Promatrajući odvojeno samo poduzeća koja su poslovala pozitivno, u svim grupama djelatnosti koeficijent tekuće likvidnosti veći je od 1, osim u djelatnosti hotela i restorana. S druge strane, likvidnost poduzeća s negativnim rezultatom bila je osjetno niža, što pokazuje koeficijent tekuće likvidnosti znatno manji od 1 u svim grupama djelatnosti.

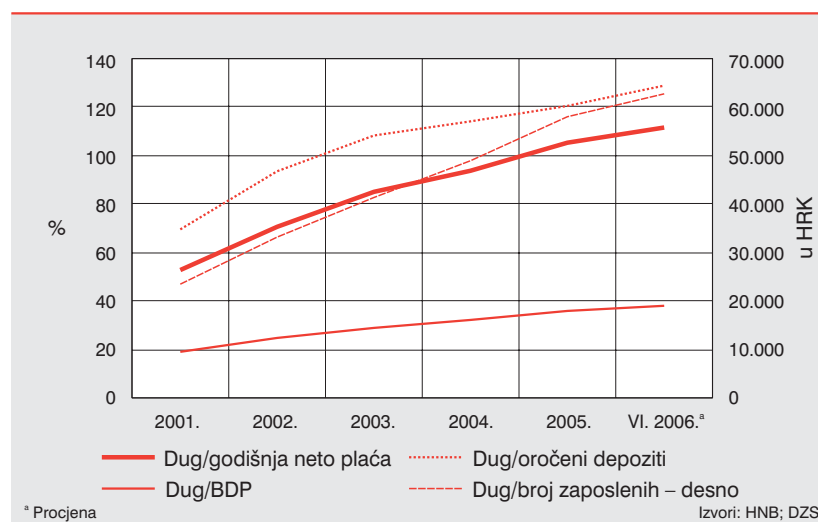
Slika 5. Koeficijent likvidnosti hrvatskih poduzeća po grupama djelatnosti



7. Stanovništvo¹²

Tijekom prvog polugodišta 2006. godine ukupna zaduženost sektora stanovništvo nastavila je rasti. Procijenjena zaduženost stanovništva u odnosu na BDP narasla je s 35,9% na kraju 2005. na 38,0% na kraju lipnja 2006. Slično kretanje zabilježeno je i kod pokazatelja udjela duga stanovništva u procijenjenoj godišnjoj masi neto plaća, koji je na kraju lipnja 2006. iznosio oko 111,6% (na kraju 2005. iznosio je 105,2%). Istodobno, prosječna je zaduženost po zaposlenom nastavila kontinuirano rasti, i to s oko 58 tisuća kuna na kraju 2005. godine na oko 63 tisuće kuna na koncu lipnja 2006. Omjer duga i oročenih depozita stanovništva kod poslovnih banaka narastao je do kraja lipnja 2006. na oko 129%.

Slika 15. Zaduzenost stanovništva

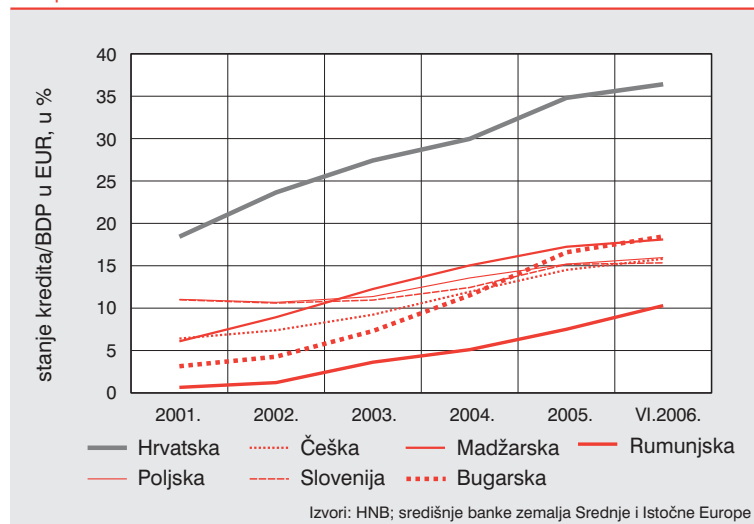


Osnovna kategorija zaduženosti stanovništva i dalje je dug prema poslovnim bankama, koji čini oko 96% ukupnog duga stanovništva. To je rezultat nastavka snažnog rasta ponude sve jeftinijih kredita poslovnih banaka, koji traje još od 2002. godine. Tijekom 2003. i prve polovine 2004. godišnji rast ukupne zaduženosti stanovništva usporen je, a od sredine 2004. godine ponovo se ubrzao, no mnogo umjerenijim tempom nego prije. Ta je stopa na kraju lipnja 2006. na godišnjoj razini iznosila 24,1%. Hrvatska, u usporedbi s drugim državama kandidatkinjama za prijam u EU te većinom novih članica EU, ima relativno nisku godišnju stopu rasta duga stanovništva prema poslovnim bankama. Međutim, na kraju lipnja 2006. zaduženost stanovništva prema bankama, iskazana u eurima, iznosila je 36,4% BDP-a, što je relativno velik udio u

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

usporedbi s tim zemljama, kod kojih on nije prelazio 19% BDP-a, što je gotovo upola manje nego u Hrvatskoj.

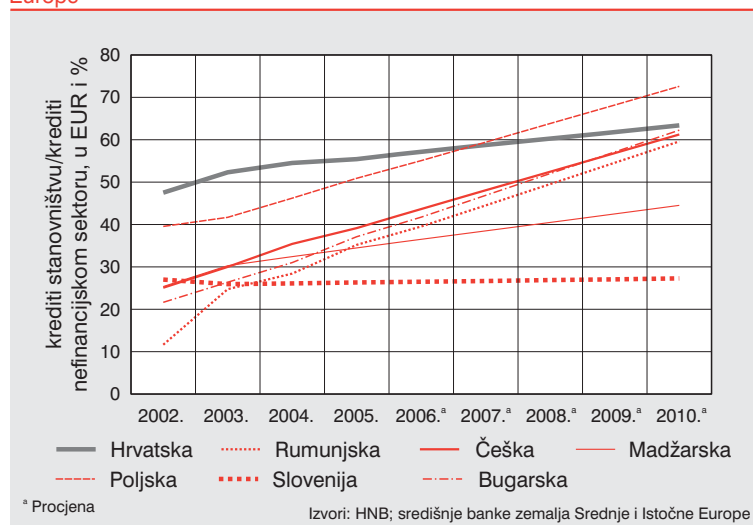
Slika 16. Potraživanja banaka od stanovništva zemalja Srednje i Istočne Europe



Ipak, potrebno je naglasiti utjecaj ponude bankovnih kredita stanovništvu na takva kretanja pokazatelja relativne zaduženosti stanovništva u Hrvatskoj i u usporedivim zemljama. Naime, za hrvatski bankarski sektor može se reći da je dosegao određeni stupanj tržišne zrelosti i konkurentnosti prije nego bankovni sustavi većine usporedivih zemalja, i to zbog vrlo uspješnog provođenja programa njegove sanacije (najprije), a zatim privatizacije i konsolidacije. To znači da bi se uskoro, usporedo s razvojem njihovih bankovnih sustava, i u usporedivim zemljama mogla očekivati slična kretanja pokazatelja zaduženosti stanovništva kao u Hrvatskoj, osobito ako se uzme u obzir slična vlasnička struktura bankarskih sektora većine promatranih zemalja. Tome u prilog govore i podaci o kretanju udjela kredita stanovništvu u ukupnim kreditima nefinancijskom sektoru u odabranim zemljama. Oni pokazuju da je u svim promatranim zemljama, osim u Sloveniji, u posljednje dvije godine rast udjela kredita stanovništvu u ukupnim kreditima nefinancijskom sektoru bio brži nego u Hrvatskoj. Jednostavna projekcija pokazuje da približno za pet godina više ne bi trebalo biti razlike u relativnoj razini zaduženosti stanovništva između Hrvatske i većine usporedivih zemalja.

Također valja istaknuti da je veći udio kredita stanovništvu u BDP-u praćen i većim udjelom depozita stanovništva kod banaka u BDP-u u Hrvatskoj nego u usporedivim zemljama Srednje i Istočne Europe. Naime, udio depozita stanovništva u BDP-u u Hrvatskoj u posljednjih nekoliko godina bilježi umjeren, ali stalan rast te je na kraju lipnja 2006. iznosio 43,3% BDP-a, dok se kod većine promatranih zemalja on kreće u rasponu od 20 do 30% BDP-a. Osim depozita kod banaka, stanovništvo u Hrvatskoj sve više ulaže i u druge oblike štednje. Tako je, primjerice, imovina

Slika 17. Potraživanja banaka od stanovništva zemalja Srednje i Istočne Europe



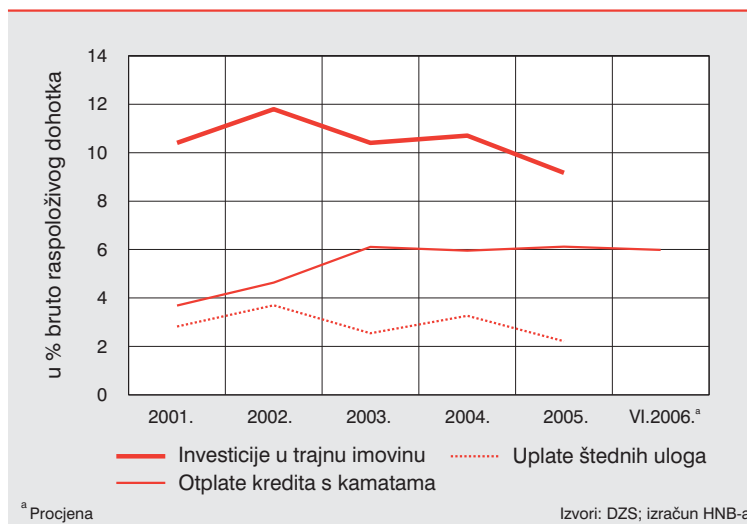
otvorenih investicijskih fondova od 2001. do kraja lipnja 2006. godine porasla s 1,4 mlrd. kuna na 12,7 mlrd. kuna, a prema nekim saznanjima na ulaganja stanovništva otpada oko 55% ukupne pasive investicijskih fondova. Stanovništvo se također sve više okreće stambenim štedionicama, pa su oročeni depoziti stanovništva kod stambenih štedionica od kraja 2002. do kraja 2005. porasli s 2 mlrd. kuna na 5,5 mlrd. kuna, iako su u prvom polugodištu 2006. godine smanjeni na 5,2 mlrd. kuna. Razlog tome vjerojatno leži u smanjenju državnih poticaja na stambenu štednju s 25% na 15%. Međutim, već postoje naznake da utjecaj ovoga destimulirajućeg činitelja na stambenu štednju poništava stimulatívni učinak novouvedenog sustava međufinanciranja koji isključuje najmanje dvogodišnju štednju kao uvjet za dobivanje stambenoga kredita i omogućava dobivanje toga kredita odmah. Kad se zbroji, ukupna bi štednja stanovništva u RH mogla iznositi oko 50% BDP-a.

Osim stambenoga kreditiranja preko stambenih štedionica, stanovništvo se također sve više okreće stambenim kreditima banaka. Podaci pokazuju da je udio stambenih kredita u ukupnim kreditima poslovnih banaka u stalnom porastu od sredine 2002. godine kada je iznosio nešto više od 28%. Na kraju lipnja 2006. godine taj udio iznosio je 37,1%, što je osjetan porast u odnosu na 33,5% na kraju lipnja 2005., čemu je pridonio rast stambenih kredita banaka za 8,7 mlrd. kuna u posljednjih godinu dana. Ovako snažan rast stambenih kredita banaka, među ostalim, može se objasniti izrazito velikom agregatnom potražnjom za stanovima u RH, koja još ne jenjava unatoč osjetnom rastu cijena stambenih nekretnina u posljednjih nekoliko godina. Primjerice, u Zagrebu je, prema podacima Burze nekretnina d. o. o., prosječna postignuta cijena četvornog metra stambenog prostora za 2002. godinu iznosila 1211 eura, a za prvo polugodište 2006. godine iznosila je 1790 eura. Dodatni poticaj rastu stambenoga kreditiranja građana moglo bi biti i uvođenje stambenih kredita u kunama, koji su u potpunosti lišeni tečajnog rizika. Međutim, budući da su takvi krediti uvedeni tek

nedavno, i to u samo jednoj poslovnoj banci u Hrvatskoj, još nisu dostupni pouzdani podaci na osnovi kojih bi se mogao donijeti zaključak o potražnji za takvim kreditima. Na koncu, treba pretpostaviti da je i sam rast cijene četvornog metra stambenog prostora pridonio porastu nominalne vrijednosti stambenih kredita plasiranih stanovništvu, onoliko koliko nije doveo do smanjenja prosječne veličine stambenog prostora kupljenog uz pomoć stambenog kredita.

Agregatni pokazatelji tereta otplate duga stanovništva zasad ne zabrinjavaju. Tako bi analizirani teret otplate glavnice s kamatama u bruto raspoloživom dohotku na kraju lipnja 2006. godine¹⁵ trebao iznositi 6,0% što znači da je ovaj pokazatelj gotovo konstantan od 2003. godine. To što pokazatelj tereta otplate duga za sektor stanovništvo ne prati rast pokazatelja ukupne zaduženosti ovog sektora može se pripisati smanjenju kamatnih stopa poslovnih banaka na dugoročne kredite stanovništvu s oko 12% zabilježenih na kraju 2000. godine na oko 6,5% na kraju lipnja 2006. i sve većoj ponudi kredita na sve dulje rokove.

Slika 18. Uporaba sredstava kućanstava

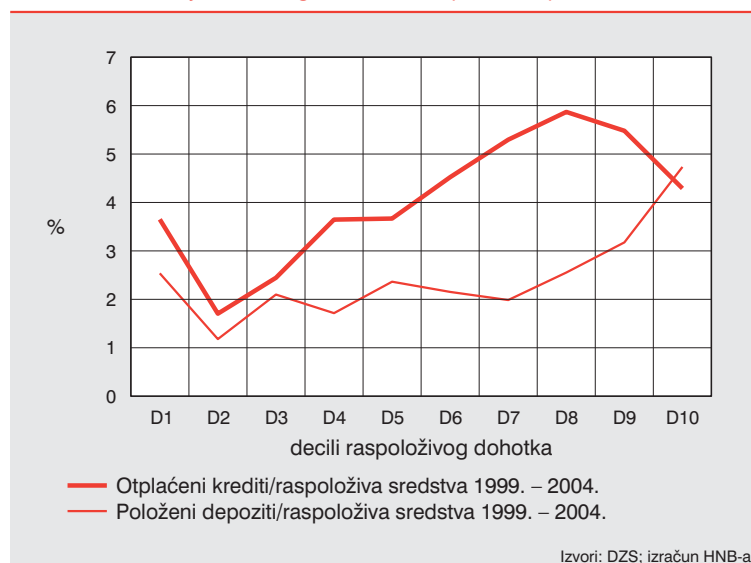


Osim agregatnog pokazatelja tereta otplate duga stanovništva, korisno je radi informacije promotriti ovaj pokazatelj prema decilima raspoloživog dohotka stanovništva. Za tu analizu raspoloživi su podaci DZS-a od 1999. do 2004. Noviji podaci još nisu dostupni, no rezultati ovdje prikazane analize trebali bi biti reprezentativni jer je riječ o prosjeku šestogodišnjeg razdoblja. Ta analiza pokazuje da je najveći teret otplate duga prisutan od šestoga do osmog decila bruto raspoloživog dohotka stanovništva. Riječ je uglavnom o mlađoj i obrazovnijoj populaciji u nesamostalnom radnom odnosu, kod koje je potražnja za kreditima

15 Procijenjen na osnovi kretanja dugoročnih kredita stanovništvu, s jedne strane, te kretanja BDP-a, broja stanovnika i mase neto plaća, s druge strane.

najveća, a koja istodobno relativno malo štedi. Primjerice, populacija do petog decila prema raspoloživom dohotku štedi gotovo podjednako kao populacija unutar šestoga i sedmog decila, ali je istodobno opterećena nekoliko puta manjim teretom otplate duga. Najbogatiji segment populacije, unutar devetoga i desetog decila, manje je opterećen otplatama duga te istodobno najviše štedi, što je u skladu s očekivanjima.

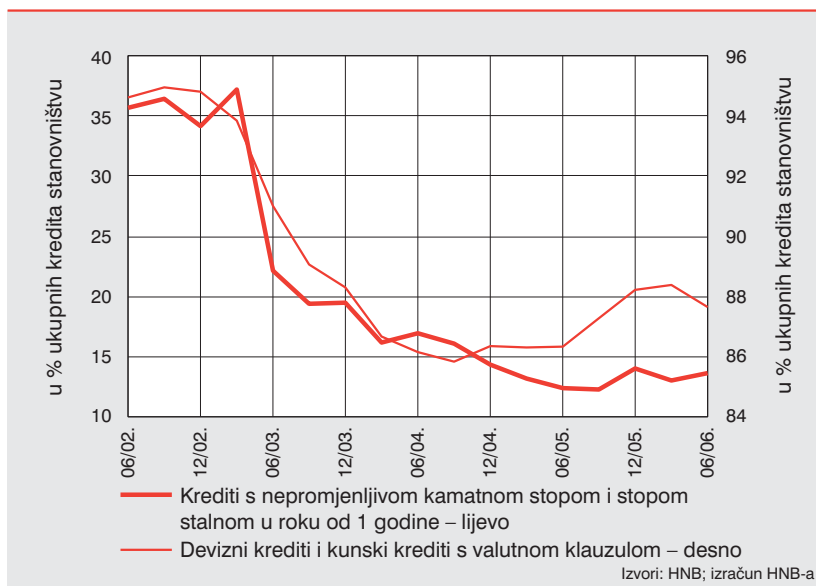
Slika 19. Distribucija tereta duga stanovništva prema raspoloživom dohotku



Tijekom prvog polugodišta 2006. godine udio kredita stanovništvu vezanih uz tečaj strane valute u ukupnoj bruto vrijednosti dugoročnih kredita poslovnih banaka stanovništvu blago je smanjen, i to za oko 0,6 postotnih bodova, na oko 87,6% na kraju lipnja. Unatoč činjenici da se taj omjer znatno smanjio u odnosu na kraj 2001. godine, kad je iznosio više od 97%, on je zbog specifičnosti hrvatskoga gospodarstva i nadalje velik, zbog čega je stanovništvo i nadalje jako izravno izloženo visokoj razini valutnog rizika. Ni velika izloženost stanovništva riziku promjene kamatnih stopa u prvih šest mjeseci 2006. nije se bitno promijenila: udio kredita s preostalim rokom dospijeca dužim od godinu dana u ukupnim kreditima stanovništva, kod kojih se ugovorena kamatna stopa ne može promijeniti u roku kraćem od godine dana, tijekom prvog polugodišta 2006. zadržao se na približno istoj razini od samo 14%.

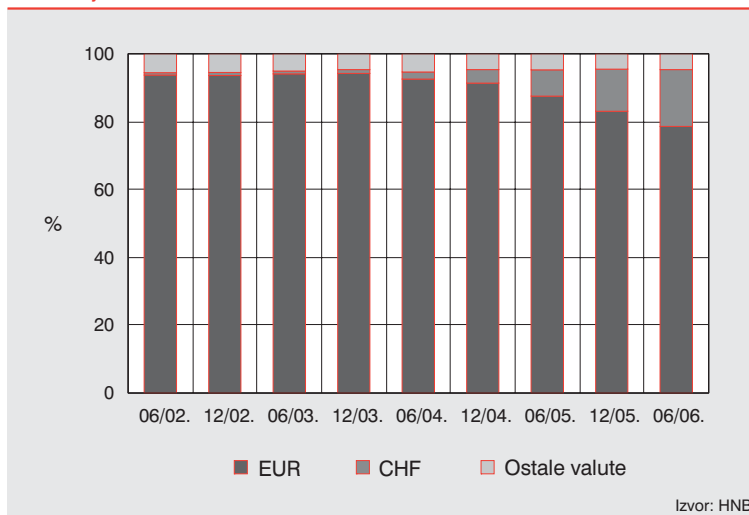
Izloženost sektora stanovništvo valutnom riziku dodatno je povećana zbog porasta kredita stanovništvu odobrenih u švicarskim francima ili vezanih uz tu valutu. Naime, kunski tečaj švicarskog franka pokazuje veću kolebljivost nego kunski tečaj eura jer je domaća monetarna politika tečaja orijentirana na stabilniji odnos kune prema euru. Istodobno, udio kredita nominiranih u švicarskim francima u ukupnim deviznim kreditima i kreditima s valutnom klauzulom plasiranim domaćemu

Slika 20. Valutni i kamatni rizik stanovništva



nefinancijskom sektoru¹⁴ na kraju 2003. iznosio je 1,1%, a do kraja lipnja 2006. godine osjetno je porastao, na 16,8%.

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



14 Zbog nepostojanja podataka o valutnoj strukturi kredita s valutnom klauzulom i deviznih kredita sektoru stanovništvo, kao referentna vrijednost koriste se podaci o kreditima plasiranim cijelom domaćem nefinancijskom sektoru.

8. Financijsko posredovanje

U prvoj polovini 2006. godine udio imovine banaka u ukupnoj imovini financijskog sektora nastavio se smanjivati, te je na kraju lipnja iznosio 76%. Na drugom mjestu po relativnoj važnosti nalazila su se društva za lizing, čiji se procijenjeni udio nije promijenio, te je iznosio 6,2%, a na trećem su mjestu bila društva za osiguranje, čiji je udio neznatno smanjen, i to na 5,0%. Obvezni mirovinski fondovi upravljali su s 3,8% imovine financijskog sektora, a imovina ovih posrednika, i relativno, i apsolutno, snažno raste još od 2002. godine. Kontinuirano raste i udio otvorenih investicijskih fondova, koji je na kraju lipnja 2006. iznosio 3,5% imovine financijskog sektora. Fondovi osnovani posebnim zakonima, Fond branitelja i Umirovljenički fond, zajedno su činili 2,7% imovine financijskog sektora. S najmanje imovine na hrvatskom financijskom tržištu na kraju prvog polugodišta 2006. upravljale su stambene štedionice (1,5%), zatim zatvoreni investicijski fondovi (0,6%), štedno-kreditne zadruge (0,5%) te dobrovoljni mirovinski fondovi (0,1%).

Prema preliminarnim podacima imovina društava za lizing koja o svom poslovanju izvještavaju HNB, na kraju lipnja 2006. iznosila je 22,2 mlrd. kuna, što je povećanje

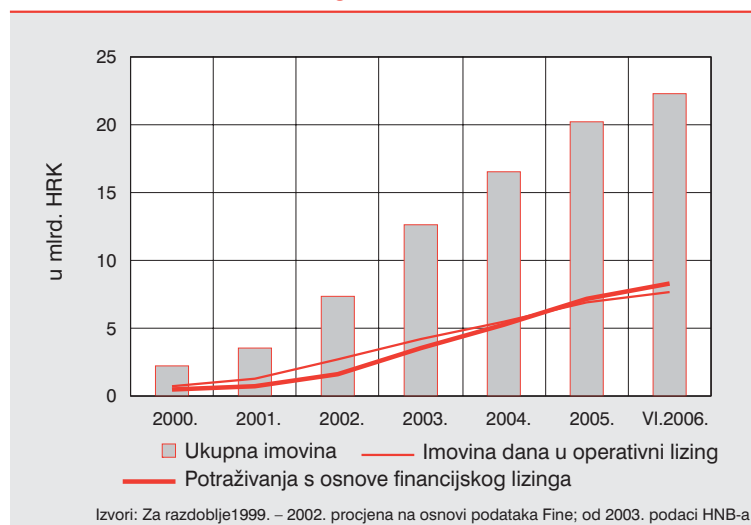
Tablica 4. Relativna važnost financijskih posrednika, udjeli u ukupnoj imovini financijskih posrednika, na kraju razdoblja, u postocima

	XII. 1999.	XII. 2000.	XII. 2001.	XII. 2002.	XII. 2003.	XII. 2004.	XII. 2005.	VI. 2006.
1. Banke, konsolidirana imovina na bruto načelu	87,7	87,0	87,5	85,0	83,3	81,4	78,7	76,0
2. Otvoreni investicijski fondovi, neto imovina	0,02	0,2	0,9	1,4	1,4	1,8	2,8	3,6
3. Zatvoreni investicijski fondovi	2,6	3,0	2,3	1,6	0,4	0,4	0,5	0,6
U tome PIF-ovi	2,0	0,2						
4. Fondovi osnovani na temelju posebnih zakona							0,7	2,7
U tome Fond branitelja							0,7	0,6
U tome Umirovljenički fond								2,0
5. Društva za osiguranje	7,2	6,8	5,9	5,7	5,4	5,2	5,1	5,0
6. Stambene štedionice, konsolidirana imovina na bruto načelu	0,1	0,4	0,8	1,1	1,5	1,8	1,8	1,5
7. Obvezni mirovinski fondovi, neto imovina				1,1	2,0	2,9	3,6	3,8
8. Dobrovoljni mirovinski fondovi, neto imovina					0,0	0,0	0,1	0,1
9. Štedno-kreditne zadruge ^a	1,1	0,9	0,6	0,6	0,6	0,5	0,5	0,5
10. Društva za lizing ^a	1,3	1,7	2,0	3,6	5,4	6,0	6,2	6,2
Ukupno	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

^a Preliminarni podaci
Izvori: HNB; HANFA; MF

od 10,2% u odnosu na stanje na kraju 2005. Međutim, nakon donošenja novog Zakona o leasingu, koji društvima za lizing zabranjuje odobravanje zajmova, moglo bi doći do smanjenja udjela tih društava u imovini sektora financijskih posrednika. Od ukupne imovine društava za lizing na kraju lipnja 2006. 37,2% odnosilo se na financijski lizing, a 34,4% na operativni lizing. Kod operativnog lizinga i dalje prevladava lizing osobnih automobila, a kod financijskoga lizinga nekretnina. Imovina društava za lizing i dalje je gotovo u cijelosti nominirana u stranoj valuti.

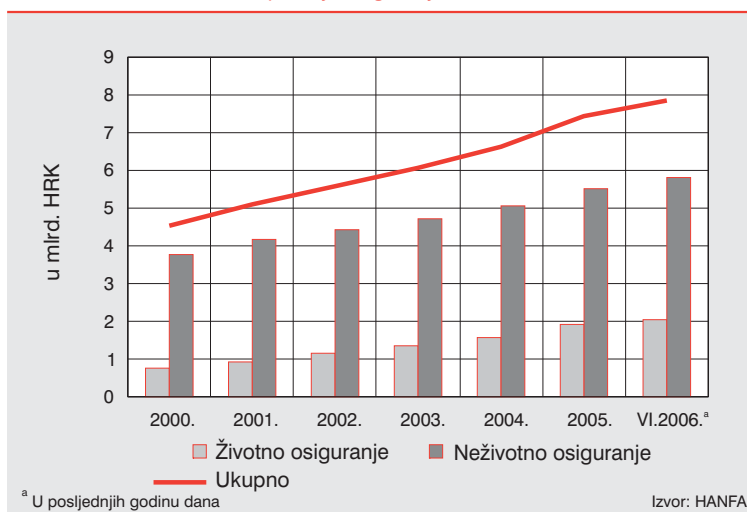
Slika 22. Imovina društava za lizing



Imovina društava za osiguranje već godinama raste sporije od imovine ostalih financijskih posrednika, pa se njezin udio smanjuje, no u posljednjih nekoliko godina to je smanjenje usporeno. Godišnji porast ukupno prikupljenih bruto premija osiguranja u posljednjih godinu dana (do kraja lipnja 2006.) iznosio je 5,6%, no valja spomenuti da u tom razdoblju segment životnog osiguranja nije rastao po znatno višim stopama od neživotnoga, kao što je to bio slučaj prijašnjih godina. Tako je stopa rasta ukupno prikupljenih bruto premija životnog osiguranja u posljednjih promatranih godinu dana iznosila 6,4%, a neživotnoga 5,3%. Neživotno osiguranje i dalje je dominantan oblik osiguranja, što pokazuje i podatak da se u posljednjih promatranih godinu dana 74,0% prikupljenih bruto premija odnosilo upravo na taj oblik osiguranja.

Imovina obveznih mirovinskih fondova također je porasla što se može objasniti kontinuiranim porastom broja osiguranika koji uplaćuju doprinos u drugi mirovinski stup, kojih je u lipnju 2006. bilo već 1,3 milijuna. U skladu s tim, imovina tih fondova je prema podacima HANFA-e na kraju lipnja 2006. iznosila 13,5 mlrd. kuna, što je porast od 17,7% u odnosu na kraj 2005. Najveći dio imovine obveznih mirovinskih fondova na kraju lipnja 2006. godine bio je uložen u dužničke vrijednosne papire (76,8%), od čega najviše u državne obveznice (69,4%), što je ipak smanjenje u odnosu na kraj 2005. godine kada su ti udjeli iznosili 82,6% odnosno 72,3%. Istodobno je

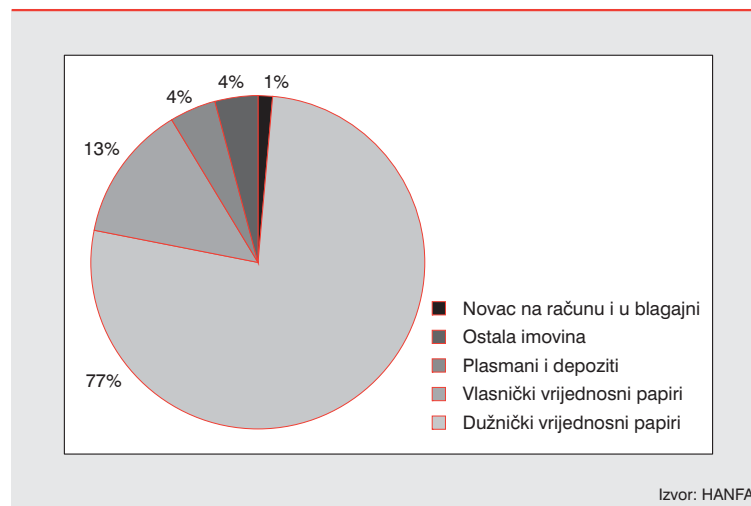
Slika 23. Zaračunate bruto premije osiguranja



udio vlasničkih vrijednosnih papira porastao s 10,6% na 13,2%.¹⁵ Prosječni nominalni prinos ovih fondova za posljednjih promatranih 12 mjeseci iznosio je 7,4%.

Nakon što je u 2005. godini porasla za 135%, neto imovina dobrovoljnih mirovinskih fondova u prvih šest mjeseci 2006. porasla je za još 31,4% i iznosila je na kraju lipnja

Slika 24. Struktura imovine obveznih mirovinskih fondova, na dan 30. lipnja 2006.



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

299,2 mil. kuna, odnosno 0,1% imovine financijskog sektora, što ih čini najmanjim posrednicima na hrvatskom financijskom tržištu. Oko 89% neto imovine dobrovoljnih mirovinskih fondova odnosi se na otvorene dobrovoljne mirovinske fondove, a najznačajnija stavka u imovini potonjih i nadalje su dužnički vrijednosni papiri, no njihov se udio tijekom prvih šest mjeseci 2006. smanjio sa 79,3% na 62,6%, dok se udio vlasničkih vrijednosnih papira povećao s 14,6% na 31,5%. Važno je spomenuti da je prosječni prinos otvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova za posljednjih promatranih 12 mjeseci iznosio 10,3%. U Hrvatskoj trenutno posluje i devet zatvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova. Prosječni godišnji prinos šest od devet zatvorenih dobrovoljnih mirovinskih fondova koji su poslovali u posljednjih promatranih godinu dana na kraju lipnja iznosio je 13,2%.

Tablica 5. Godišnji prinosi mirovinskih fondova, na dan 30. lipnja 2006., u postotku

Obvezni	Prinos	Dobrovoljni	Prinos	Zatvoreni dobrovoljni	Prinos
AZ OMF	7,41	AZ benefit ODMF	9,67	AZ VIP ZDMF	16,23
Erste Plavi OMF	7,82	AZ profit ODMF	17,08	AZ Dalekovod ZDMF	16,11
PBZ/CO OMF	6,77	Croatia osiguranje ODMF	6,73	AZ Hrvatska kontrola zračne plovidbe ZDMF	16,58
Raiffeisen OMF	7,55	Erste Plavi Expert ODMF	15,29	CROATIA OSIGURANJE ZDMF	–
Mirex ^a	7,40	Erste Plavi Protect ODMF	6,54	Ericsson Nikola Tesla ZDMF	11,12
		Raiffeisen ODMF	6,62	Hrvatski liječnički sindikat ZDMF	16,67
				Sindikata pomoraca Hrvatske ZDMF	2,65
				Novinar ZDMF	–
				ZDMF HEP grupe	–

Napomena: Fondovi za koje nije naveden podatak započeli su s poslovanjem nakon lipnja 2005. godine

^a Mirex je vrijednost obračunske jedinice prosječnog OMF-a i računa se kao ponderirana aritmetička sredina.

Ponder pokazuje udio neto imovine pojedinog fonda u ukupnoj neto imovini svih fondova.

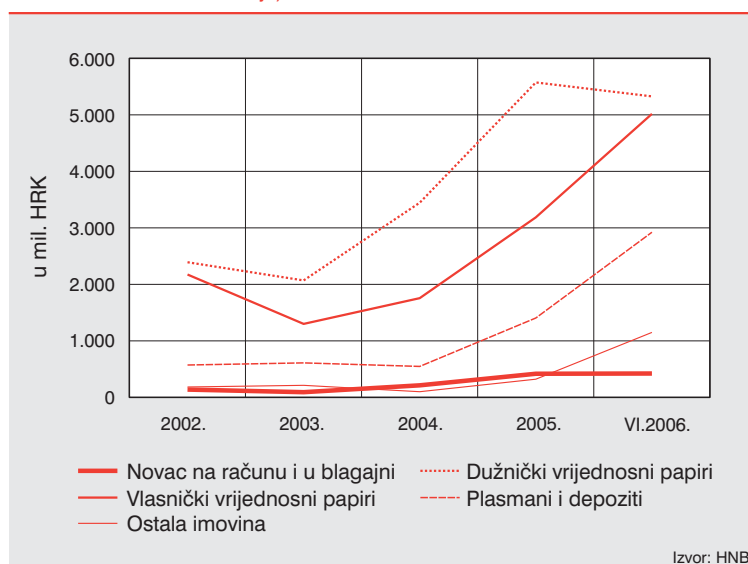
Izvor: HANFA

Na kraju lipnja 2006. godine na hrvatskom tržištu poslovala su 54 otvorena investicijska fonda, od toga 14 dioničkih, 12 mješovitih, 14 novčanih i 14 obvezničkih. Neto imovina svih otvorenih investicijskih fondova na kraju lipnja 2006. iznosila je 12,0 mlrd. kuna, pri čemu novčani fondovi i dalje zauzimaju prvo mjesto s neto imovinom od 4,7 mlrd. kuna. Na drugom mjestu nalaze se mješoviti fondovi s 4,1 mlrd. kuna neto imovine, a poslije njih su dionički s 1,8 mlrd. kuna te obveznički s 1,3 mlrd. kuna neto imovine. Budući da nemaju ulazne i izlazne naknade, novčani su fondovi izuzetno privlačni investitorima zato što omogućavaju investitorima (ponajprije poduzećima) da viške likvidnosti makar i na nekoliko dana plasiraju uz dobit. Rast imovine dioničkih i mješovitih fondova može se objasniti na više načina. Naime, prinosi na tržištu kapitala već su duže vrijeme znatno viši nego na štednju u bankama, pa su građani i trgovačka društva sve spremniji preuzeti nešto veći rizik kako bi ostvarili znatno veće prinose. Uz standardne razloge za ulaganje u investicijske fondove, umjesto neposredno u vrijednosne papire, ističe se i to što hrvatsko tržište

kapitala još nije dovoljno pristupačno malim ulagačima jer mnogi vrijednosni papiri imaju veliku jediničnu cijenu. Najniži dopušteni udio u fondovima, s druge strane, najčešće ne premašuje vrijednost od nekoliko stotina kuna, a neki fondovi nude i mogućnost investicijskih planova, što znači da se uz mala mjesečna ulaganja može postupno izgraditi vlastiti investicijski portfelj.

Umirovljenički fond i Fond branitelja prikazani su u Tablici 4. zasebno zbog više razloga. Naime, oba su fonda osnovana na temelju posebnih zakona, a zbog njihovih značajki ne može ih se svrstati ni u otvorene ni u zatvorene fondove. Osim toga, pojedinačno su veći od bilo kojega drugoga investicijskog fonda te zajedno čine 2,7% imovine hrvatskoga financijskog sektora. Klasični zatvoreni investicijski fondovi, s 0,6% udjela u financijskom sektoru, pripadaju skupini manjih financijskih posrednika. Od sedam zatvorenih investicijskih fondova dva su registrirana kao fondovi za nekretnine, no na kraju lipnja 2006. oni nisu posjedovali nikakvu imovinu. Ostali zatvoreni investicijski fondovi upravljali su ukupnom neto imovinom od 2 mlrd. kuna.

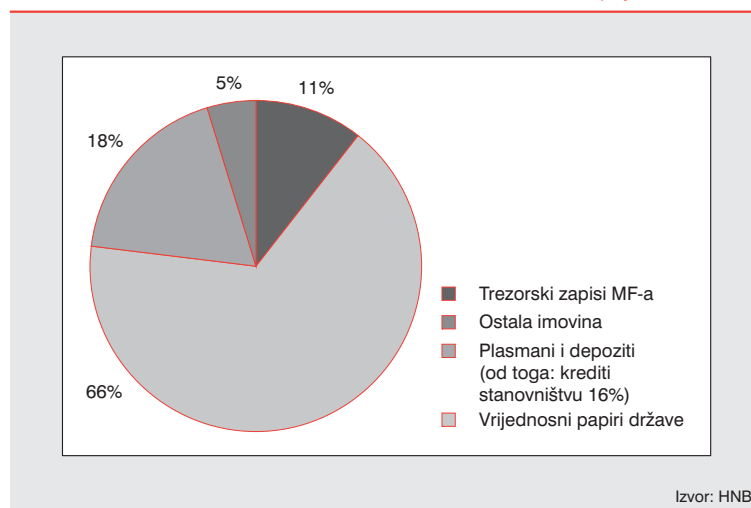
Slika 25. Kretanje strukture imovine svih investicijskih fondova (otvorenih, zatvorenih i Fonda branitelja)



Najbrojniju skupinu posrednika na hrvatskom financijskom tržištu i nadalje čini 109 štedno-kreditnih zadruga, čija je procijenjena imovina na kraju lipnja 2006. iznosila 1,8 mlrd. kuna. Ni brojnost, ni udio u ukupnoj imovini financijskog sektora kod ovih se financijskih posrednika nije bitno promijenio u posljednjih pet godina. Na njihovu budućnost znatno će utjecati donošenje Zakona o kreditnim institucijama. Naime, prema pravilima EU, štedno-kreditne zadruge koje žele biti profitne institucije najvjerojatnije će se morati dokapitalizirati do razine od 8 mil. kuna temeljnoga kapitala, te će postati štedne banke. Ovaj zahtjev mogao bi biti problem za većinu tih kapitalno slabih financijskih posrednika. Druga je mogućnost da nastave poslovati kao zadruge, ali da djeluju na načelima neprofitnih institucija te da odobravaju kredite isključivo svojim članovima.

Iako se broj stambenih štedionica tijekom prvih šest mjeseci 2006. povećao na pet, njihova se imovina smanjila s 5,8 mlrd. kuna na kraju prosinca 2005. na 5,5 mlrd. kuna na kraju lipnja 2006.¹⁶ U strukturi imovine stambenih štedionica još su najznačajniji dugoročni državni vrijednosni papiri, čiji se udio u posljednjih šest promatranih mjeseci povećao s 54,4% na 60,9%. Smanjio se udio trezorskih zapisa MF-a (s 12,7% na 10,6%), te plasmana i depozita (s 27,9% na 18,3%), dok im ostala imovina i dalje iznosi oko 5% ukupne imovine. Istodobno, zbog promjena u zakonskom okviru njihova poslovanja, udio kredita stanovništvu u ukupnoj imovini stambenih štedionica u prvoj polovini 2006. godine gotovo se udvostručio, te je na kraju lipnja iznosio 17,4%. No, zbog ulaganja u državne vrijednosne papire strukturu ukupnih plasmana i potencijalnih obveza stambenih štedionica na kraju 2005. godine činili su velikom većinom plasmani najmanje rizične skupine.

Slika 26. Struktura imovine stambenih štedionica, na dan 30. lipnja 2006.

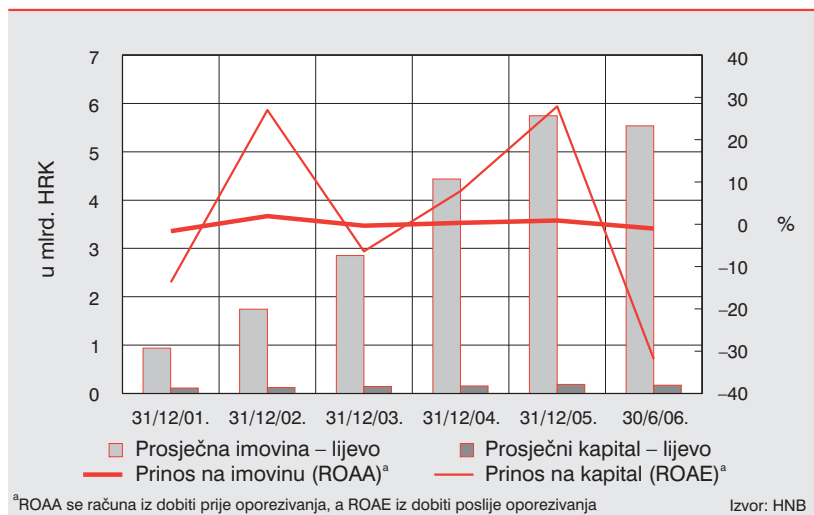


Stambene štedionice u posljednjih su 12 mjeseci zabilježile slab poslovni rezultat. Naime, na kraju prvog polugodišta 2006. objavile su agregatni gubitak od 72,9 mil. kuna, što znači da je njihov poslovni rezultat za posljednju godinu dana na kraju lipnja bio negativan, a gubitak je iznosio 54,0 mil. kuna. Razlog ovoga gubitka ponajviše je ponovno vrednovanje vrijednosnih papira kojima se ne trguje, a koji se vrednuju prema fer vrijednosti, tj. ponovno vrednovanje kunskih obveznica RH čija je cijena znatno pala. Zbog njih je smanjen neto nekamatni prihod stambenih štedionica, te je on u posljednjoj promatranoj godini iznosio samo 0,5 mil. kuna. Također valja spomenuti da se trošak vrijednosnog usklađivanja i rezerviranja za identificirane gubitke u posljednjih godinu dana udvostručio u odnosu na 2005. godinu, a to se može objasniti porastom udjela nedržavnih dužničkih vrijednosnih papira, koji su na kraju lipnja 2006. iznosili 320 mil. kuna (u usporedbi s 10 mil. kuna na kraju 2005.).

¹⁶ U travnju 2006. počela je poslovati HPB stambena štedionica d.d., Zagreb.

Negativan utjecaj na poslovanje stambenih štedionica svakako je imalo i znatno smanjenje stope državnih poticajnih sredstava s 25% na 15%, odnosno s najviše 1250 kuna na 750 kuna godišnje, koje je propisano izmjenama i dopunama Zakona o stambenoj štednji i državnom poticanju stambene štednje. Ova je promjena utjecala na smanjenje zanimanja građana za ovaj oblik štednje, čemu je pridonio i porast zanimanja građana za ulaganja u investicijske fondove. U skladu s tim, kod stambenih štedionica zabilježeni su i slabi financijski pokazatelji. Tako je za promatranu godinu (uključujući lipanj 2006.) kod ovih posrednika zabilježeno smanjenje pokazatelja ROAA (prinos na prosječnu imovinu) s 0,9% na kraju 2005. godine na -1,0% na kraju lipnja 2006. Mnogo veći pad zabilježen je kod pokazatelja ROAE (prinos na prosječni kapital) koji je s 27,9% na kraju 2005. pao na -31,8% na kraju lipnja 2006. Ovi bi pokazatelji bili još slabiji da se prosječna imovina i prosječni kapital stambenih štedionica u tih posljednjih godinu dana nisu smanjili za 3,6% odnosno za 9,5%.

Slika 27. Imovina, kapital i pokazatelji profitabilnosti stambenih štedionica



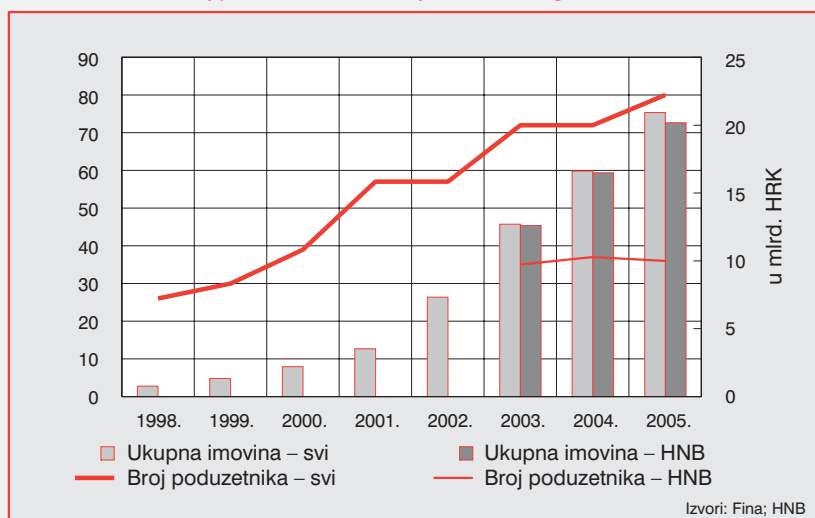
Okvir 2. Razvoj statistike djelatnosti lizinga

Prema podacima monetarne statistike HNB-a na kraju 2005. godine 36 društava za lizing, registriranih kao trgovačka društva u Republici Hrvatskoj, upravljalo je s više od 20 mlrd. kuna imovine. Tako je udio njihove imovine u ukupnoj imovini posrednika na hrvatskom financijskom tržištu iznosio 6,2%, pa su ona činila najvažniju skupinu financijskih posrednika poslije poslovnih banaka, a prije društava za osiguranje, mirovinskih i investicijskih fondova. Istodobno, za razliku od ostalih nebankarskih financijskih posrednika, čija je djelatnost strogo regulirana posebnim zakonima, djelovanje društava za lizing tek je odnedavno posebno regulirano.

Jedna od posljedica nereguliranosti djelatnosti lizinga bila je i nepostojanje preciznih statističkih podataka koji bi omogućili potpun uvid u djelovanje poduzetnika koji se bave ovom aktivnošću. Tako je prema podacima Fina na kraju 2005. godine djelovalo 80 poduzetnika koji su bili registrirani za djelatnost 6521 – “Financijsko davanje u zakup (leasing)” ili je njihov naziv sadržavao riječ “leasing”. To znači da statistika središnje banke obuhvaća manje od polovine ukupnog broja poduzetnika koji se u RH bave lizingom. Dakle, u nedostatku formalnog registra društava za lizing, jedino što statistiku HNB-a čini uporabljivom u analizi strukture sektora hrvatskih financijskih posrednika jest to da njome obuhvaćenih 36 društava raspolažu s oko 95% ukupne imovine navedenih 80 poduzetnika (Slika 1.).

Osim nepotpunog obuhvata, vrijednost statistike HNB-a umanjuje i nedostatak dužeg vremenskog niza podataka, pa tako on počinje tek s drugim tromjesečjem 2003. godine. To znači da je ta statistika nedostatna za analizu razvoja djelatnosti

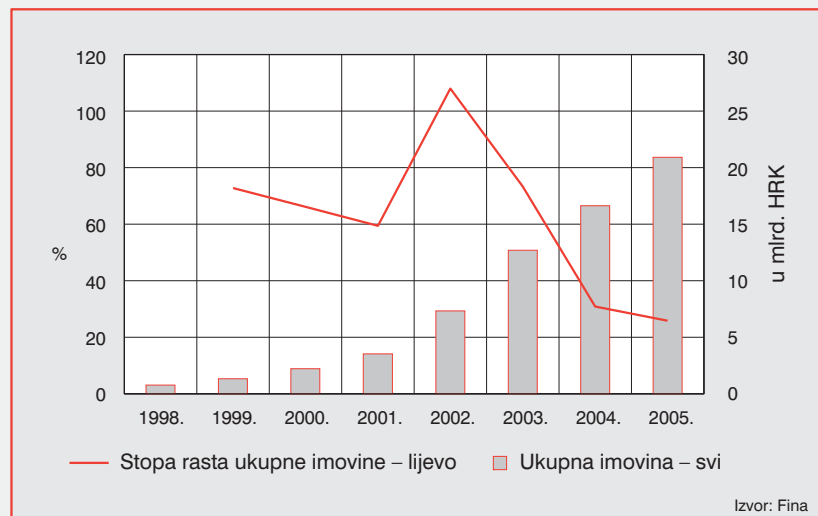
Slika 1. Imovina i broj poduzetnika u RH koji se bave lizingom



lizinga tijekom posljednjih nekoliko godina, baš u razdoblju kada se ova djelatnost najbrže razvijala. Naime, prema podacima Fine djelatnost lizinga u RH osobito se snažno počinje razvijati 2002. godine (Slika 2.) usporedo s očekivanjem zaoštavanja mjera HNB-a usmjerenih na usporavanje kreditnog rasta banaka. Kako bi izbjegle kontrolu i ograničenja koja se tiču rasta kreditnih plasmana, ali i pojeftinile izvore sredstava za financiranje ovih namjena, banke su velik dio svojih aktivnosti financiranja nabave trajnih dobara (nekretnina, vozila i opreme) preusmjerile na posebna društava za lizing s kojima su bile izravno ili neizravno vlasnički povezane.

Tezu o planiranom izdvajanju djelatnosti lizinga iz banaka podupire i to što važeći Zakon o bankama omogućava bankama pružanje usluga financijskog lizinga, no one se tom mogućnošću ne koriste. Tako je u razdoblju od 1999. do 2003. godine interakcija sve restriktivnije monetarne politike i upornoga snažnoga kreditnog rasta banaka, u uvjetima nerazvijenosti djelatnosti lizinga, rezultirala stopama rasta imovine društava za lizing većim od 50%. Međutim, čini se da je tržište usluga lizinga nakon toga razdoblja ipak zašlo u zrelu fazu razvoja, pa su stope rasta agregatne imovine društava za lizing u 2004. i 2005. godini bile puno umjerenije, a prema preliminarnim statističkim podacima HNB-a, tijekom 2006. godine može se očekivati njezin još sporiji rast.

Slika 2. Imovina poduzetnika u RH koji se bave lizingom



9. Tržište kapitala

Hrvatsko tržište kapitala u prvom je polugodištu 2006. godine obilježio početak procesa prodaje Plive d.d. Taj je proces započeo u ožujku 2006. neobvezujućom ponudom za preuzimanje koju je objavila globalna farmaceutska grupacija Actavis Group hf sa sjedištem na Islandu, a nastavio se u lipnju kada je zanimanje za kupnju Plive d.d. iskazao i njezin sadašnji vlasnik, američki farmaceutski holding Barr Pharmaceuticals, Inc., točnije njegova europska tvrtka Barr Laboratories Europe B.V. Posljedice tih zbivanja na dioničkom tržištu očitovale su se u znatnom porastu obujma prometa, povećanju broja trgovinskih transakcija te najvišim dosad zabilježenim vrijednostima burzovnih indeksa. Osim na tržištu vlasničkih vrijednosnih papira, pozitivni pomaci zabilježeni su i na tržištu dužničkih vrijednosnih papira gdje su i država i korporacije izdavali obveznice u domaćoj valuti i gdje se probudilo tržište komercijalnih zapisa koje poduzeća sve češće koriste u pribavljanju kratkoročnih sredstava. Na cjelokupno tržište kapitala vrlo pozitivno utjecao je i nastavak snažnog rasta imovine institucionalnih ulagača, osobito investicijskih i mirovinskih fondova, koji generiraju velik dio potražnje za svim vrstama vrijednosnih papira.

Prema datumu rješenja regulatora tijekom 2005. odobrene su četiri emisije dionica javnom ponudom, od čega su tri upisa dionica ukupne vrijednosti 221,5 mil. kuna završena u prvom polugodištu 2006. U tom su razdoblju javnom ponudom izdane i tri korporacijske obveznice u ukupnoj vrijednosti većoj od 1,7 mlrd. kuna. Usprkos pozitivnim pomacima, očito je da je uloga tržišta kapitala u financiranju gospodarstva ipak još zanemariva i da postoji veliki prostor za njegov daljnji razvoj pa se u budućnosti očekuje veći broj javnih ponuda dionica i obveznica. U tom su kontekstu, potaknuti prodajom Plive d.d. i u potrazi za novim kvalitetnim domaćim dionicama, sudionici tržišta posebnu pozornost usmjerili na neka od vodećih domaćih poduzeća koja još ne kotiraju na burzi.

Tržišna kapitalizacija¹⁷ dionica na Zagrebačkoj burzi znatno je porasla, te je na kraju prvog polugodišta 2006. iznosila 49,6% BDP-a, što je za 11 postotnih bodova više nego na kraju 2005. te je prema tom pokazatelju ispred svih promatranih burza. Međutim, iako se likvidnost hrvatskih dionica zbog spomenutih kretanja u prvih šest mjeseci 2006. povećala, ona je i nadalje među nižima u regiji. Prosječni dnevni promet dionica na Zagrebačkoj burzi iznosio je na kraju lipnja 2006. 11,4% BDP-a, dok je na kraju istog razdoblja prosječni dnevni promet dionica na Praškoj burzi iznosio 43,4% BDP-a, na Varšavskoj burzi 31,4% BDP-a, a na Budimpeštanskoj burzi 29,1% BDP-a.

17 U izračun tržišne kapitalizacije na Zagrebačkoj burzi uključuje se puni iznos tržišne kapitalizacije za one dionice kojima se u prethodna tri mjeseca redovito trgovalo, dok se za dionice kojima se nije trgovalo u posljednjih mjesec dana, odnosno tri mjeseca, iznos tržišne kapitalizacije umanjuje za polovinu, odnosno za tri četvrtine.

Tablica 6. Emisije dionica i korporacijskih obveznica^a javnom ponudom, u milijunima HRK

Godina	Dionice		Korporacijske obveznice	
	Broj emisija	Ukupna vrijednost emisija	Broj emisija ^a	Ukupna vrijednost emisija ^a
2001.	1	13,0	–	–
2002.	1	11,8	2	215,8
2003.	1	1,2	1	150,0
2004.	2	11,0	4	2637,5
2005.	4	231,0	2	180,7
I. - VI. 2006.	0	0	3	1725,0

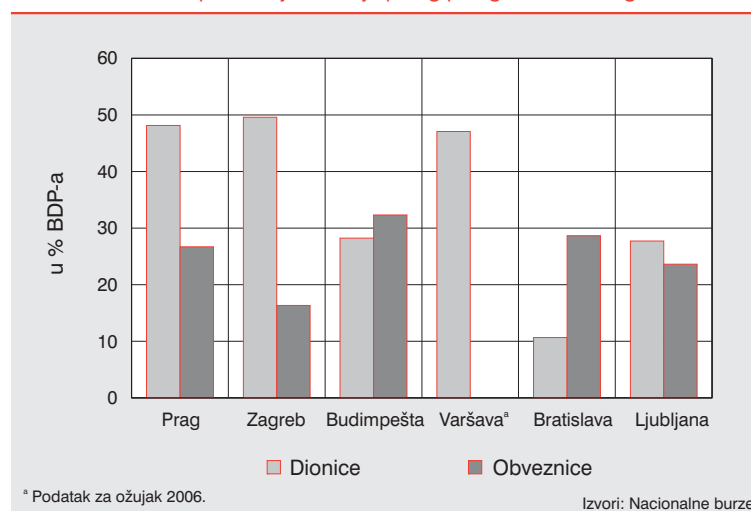
^a Nisu uključene korporacijske obveznice izdane uz državno jamstvo.

Javne ponude evidentiraju se prema datumu rješenja HANFA-e (bivšeg Croseca).

Izvor: HANFA

U odnosu na kraj prethodne godine, vrijednost indeksa Zagrebačke burze do kraja lipnja 2006. porasla je za 35,8%, što je najveći zabilježeni porast u odnosu na ostale promatrane burze, od kojih je u istom razdoblju rast indeksa zabilježen kod Varšavske (za 14,2%), Ljubljanske (za 10,0%) i Budimpeštanske burze (za 3,0%), dok su se indeksi Bratislavske i Praške burze smanjili za 8,7% odnosno 5,6%.

Na tržištu dužničkih vrijednosnih papira u Hrvatskoj dominiraju državne obveznice, čemu je dodatno pridonijela politika zaduživanja države na domaćem tržištu. U skladu s time, država u prvom polugodištu 2006. na inozemnim tržištima nije izdala niti jednu obveznicu, dok je na domaćem tržištu u veljači izdala drugu tranšu desetogodišnje obveznice iz prosinca 2005., nominalne vrijednosti 2 mlrd. kuna, pa je ukupna vrijednost toga izdanja narasla na 5,5 mlrd. kuna. Njezina se važnost kao prve kunske desetogodišnje obveznice očitovala u produljenju kunske krivulje prinosa, što je važno radi usklađivanja razine dugoročnih kamatnih stopa u RH s četvrtim maastrichtskim kriterijem o pokazatelju razine dugoročnih kamatnih stopa. Tijekom prvih šest mjeseci 2006. na domaćem tržištu kapitala izdane su i tri korporacijske obveznice u domaćoj valuti ukupne nominalne vrijednosti 1,725 mlrd. kuna. Tako su na domaćem tržištu dužničkih vrijednosnih papira na kraju lipnja

Slika 28. Tržišna kapitalizacija na kraju prvog polugodišta 2006. godine

Tablica 7. Godišnji prinosi indeksa odabranih burza, u postocima

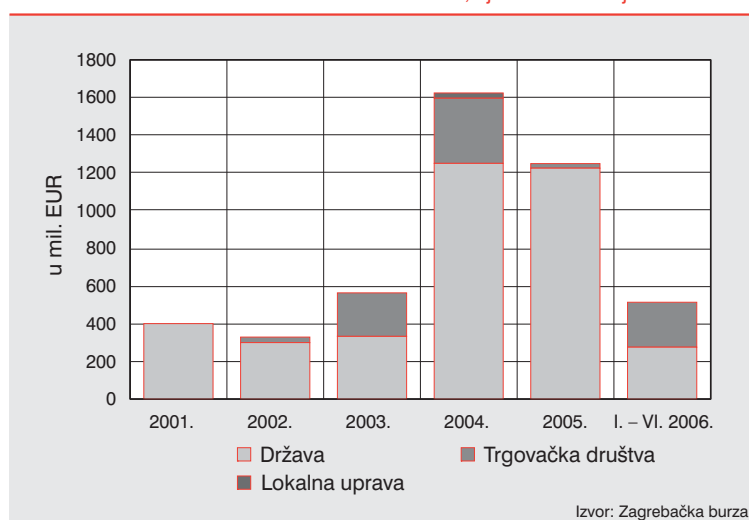
	2002.	2003.	2004.	2005.	VI. 2006.
Bratislava – SAX	15,9	26,9	83,9	26,5	-8,7
Budimpešta – BUX	0,9	30,3	57,2	41,0	3,0
Ljubljana – SBI20	55,2	17,7	24,9	-5,7	10,0
Prag – PX50	16,8	43,1	56,6	42,7	-5,6
Varšava – WIG	3,2	44,9	27,9	33,7	14,2
Zagreb – CROBEX	13,3	1,1	32,1	27,6	35,8

Izvori: Nacionalne burze

2006. godine kotirala 23 izdanja obveznica (9 državnih obveznica, 1 obveznica HBOR-a, 2 municipalne i 11 korporacijskih obveznica), odnosno tri korporacijske obveznice više nego na kraju prosinca 2005. Udio korporacijskih obveznica u ukupnom prometu i tržišnoj kapitalizaciji obveznica na domaćem tržištu relativno je malen i kreće se oko 2% BDP-a, a udio tržišne kapitalizacije svih obveznica u BDP-u na Zagrebačkoj burzi na kraju lipnja 2006. iznosio je neznatno više od 16% i bio je najmanji među glavnim burzama usporedivih zemalja Srednje Europe. No, udio prometa obveznica u BDP-u veći je samo na Bratislavskoj i Praškoj burzi, što pokazuje da za domaće obveznice postoji veliko zanimanje ulagača. Takva potražnja za obveznicama u uskoj je vezi sa snažnim rastom imovine institucionalnih ulagača na hrvatskom tržištu kapitala, pa se može i u srednjoročnom razdoblju očekivati nastavak njezina rasta.

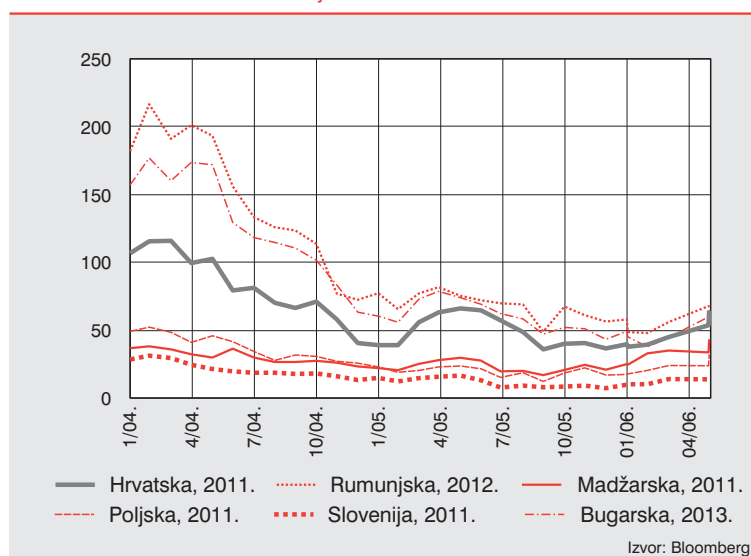
Zbog bržeg rasta zahtijevanog prinosa na hrvatske euroobveznice u odnosu na prinose referentnih njemačkih obveznica, tijekom prvog polugodišta 2006. povećala se razlika između njihovih prinosa. Do takvih kretanja došlo je zbog globalnog porasta kamatnih stopa te snažnoga gospodarskog rasta Njemačke. Tako se razlika prinosa hrvatskih euroobveznica svih promatranih rokova dospijeća u odnosu na razliku prinosa njemačke referentne obveznice povećala s razine od oko 40 baznih

Slika 29. Obveznice izdane na domaćem tržištu, tijekom razdoblja



bodova krajem 2005. na razinu od oko 60 baznih bodova na kraju prvog polugodišta 2006. Razlika prinosa za hrvatsku euroobveznicu s dospijanjem 2011. na kraju lipnja 2006. iznosila je 65 baznih bodova, što je u odnosu na usporedive zemlje Hrvatsku svrstalo ispred Rumunjske, a na istu razinu s Bugarskom, pa je razlika među razlikama prinosa za hrvatsku i spomenute zemlje sve manja. To se može pripisati rastu povjerenja ulagača u Rumunjsku i Bugarsku zbog njihova boljeg položaja u procesu pristupanja Europskoj uniji.

Slika 30. Usporedba razlike prinosa između obveznica odabranih zemalja nominiranih u EUR i referentne njemačke obveznice



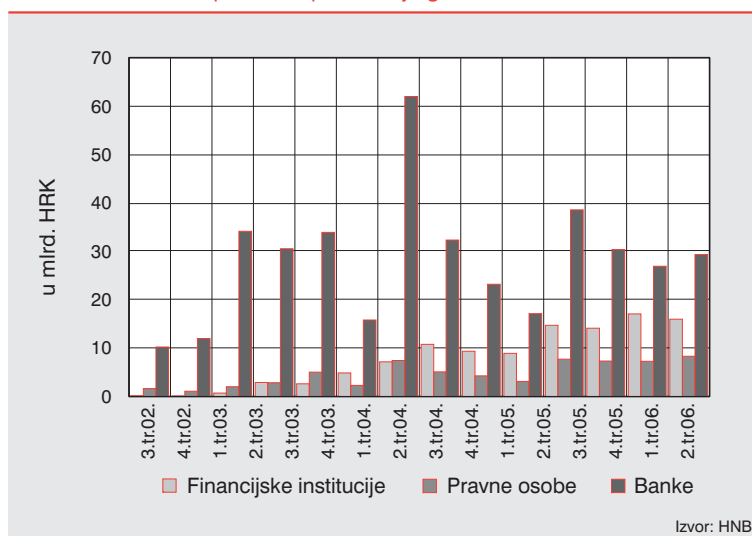
Očekuje se da će tržišta kapitala u Hrvatskoj i ostalim tranzicijskim zemljama u drugom dijelu 2006. biti pod utjecajem nastavka rasta kamatnih stopa na razvijenim financijskim tržištima, što bi moglo dovesti do pada interesa ulagača za ulaganja u našu regiju. Međutim, na domaćem tržištu vlasničkih vrijednosnih papira očekuje se nastavak privatizacije Ine d.d., za čije se dionice očekuje da će na tržištu zauzeti dosadašnje mjesto Plivinih dionica, pa bi trgovanje dionicama na domaćem tržištu kapitala trebalo ostati dinamično i u idućem kratkoročnom razdoblju.

10. Tržište novca

Hrvatsko tržište novca u prvih šest mjeseci 2006. obilježio je nastavak razdoblja zadovoljavajuće likvidnosti i relativno niskih kamatnih stopa. Takva je kretanja dodatno podržala središnja banka svojom siječanjском odlukom o spuštanju stope obvezne pričuve banaka s 18% na 17%, te svojim deviznim intervencijama, koje su, među ostalim, bile potaknute i neuobičajeno velikim deviznim priljevima s osnove dokapitalizacije domaćih banaka. Unatoč relativno visokoj likvidnosti financijskog sustava, prosječni prekononočni promet u neposrednoj trgovini novcem u prvom je polugodištu 2006. u prosjeku bio veći nego tijekom 2005., dok su prosječni plasirani iznosi po obratnim repo aukcijama HNB-a bili niži. Najvažniji sudionici na hrvatskom tržištu novca i nadalje su banke, i na Tržištu novca Zagreb, i u neposrednoj trgovini novcem, s time da je udio prometa u trgovanju banaka s nebankarskim financijskim institucijama i s nefinancijskim poduzećima nastavio blago rasti. Obujam međusobnog trgovanja banaka u neposrednoj trgovini novcem tek je neznatno smanjen, te je i dalje osjetno veći od trgovanja banaka s drugim sudionicima.

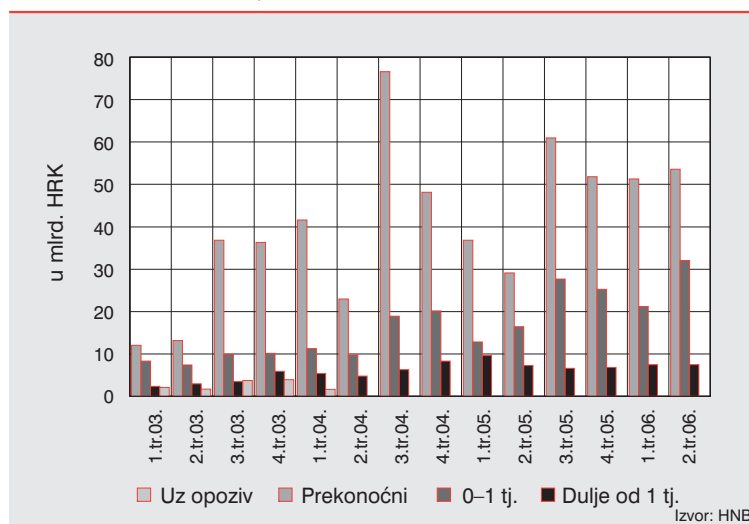
Premda su tijekom 2005. i prvog polugodišta 2006. prometi u segmentu repo trgovine vrijednosnim papirima kontinuirano rasli, u kontekstu cijelog tržišta novca oni su zanemarivi, te je direktno kreditiranje i dalje dominantan oblik trgovine novcem na domaćem tržištu. Kako je i uobičajeno, u ročnoj strukturi izravnih kredita prevladavaju prekononočni krediti, iako je, istodobno s povećanjem ukupnog prometa na tržištu novca u odnosu na stanje u istom razdoblju prethodne godine, došlo do smanjenja njihova udjela u ukupnim kreditima. To je posljedica relativno visoke likvidnosti banaka koja je potaknula sudionike s višcima sredstava da na novčanom tržištu sredstva plasiraju i na nešto duže rokove, a među tim kreditima prevladavali

Slika 31. Prekononočni promet neposrednoj trgovini novcem s bankama



su oni s rokovima dospjeća do jednog tjedna. Trgovanje novcem na rokove dulje od jednog tjedna u prvom polugodištu 2006. u prosjeku se kretalo na gotovo istoj razini kao i tijekom 2005., dok se kreditima uz mogućnost opoziva na Tržištu novca Zagreb više gotovo i ne trguje.

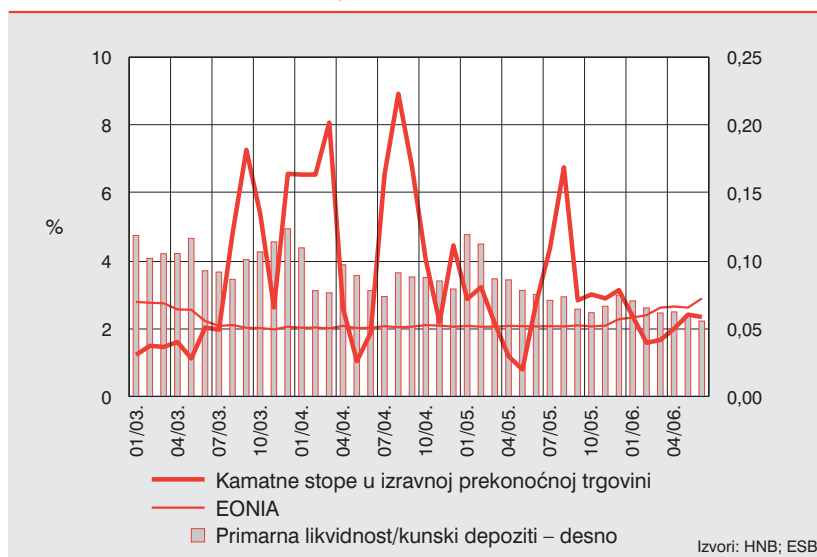
Slika 32. Ročna struktura prometa na tržištu novca



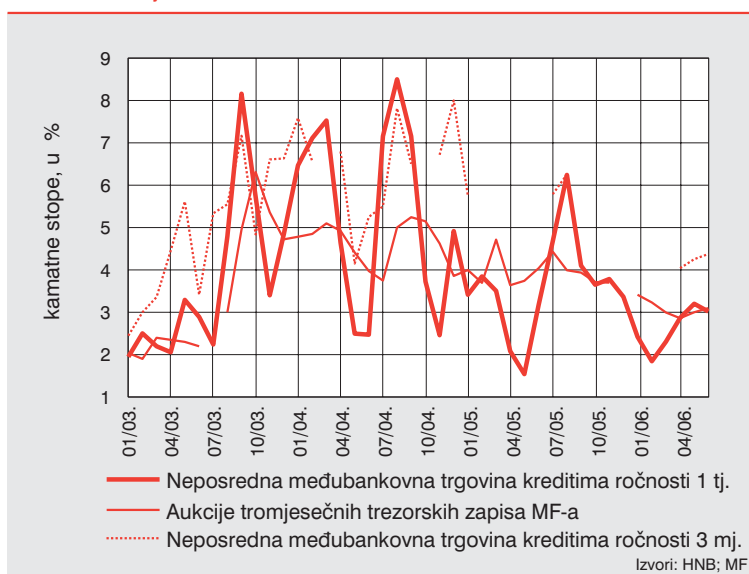
Nakon što su se u travnju 2005. počele provoditi obratne repo aukcije HNB-a te nakon uvođenja dodatnih mjera HNB-a u studenome 2005. radi uklanjanja negativnih utjecaja procesa izdvajanja i održavanja obvezne pričuve banaka na kolebljivost kamatnih stopa na tržištu novca, prvo polugodište 2006. obilježila je očekivana stabilizacija kamatnih stopa na tom tržištu. Prosječna kamatna stopa u prekonoćnoj međubankovnoj trgovini u tom razdoblju nije bila znatno kolebljivija od referentne prekonoćne kamatne stope EONIA (prekonoćni EURIBOR), što upućuje na sve veću važnost kamatne stope na obratne repo transakcije HNB-a kao referentne kratkoročne kamatne stope na hrvatskom tržištu novca.

Jedna od posljedica visoke likvidnosti na tržištu novca i uvođenja redovitih obratnih repo aukcija HNB-a, na kojima se kao zalog koriste trezorski zapisi MF-a, jest porast stanja upisanih trezorskih zapisa svih rokova dospjeća tijekom prvog polugodišta 2006., koje je na kraju lipnja iznosilo 12,04 mlrd. kuna. Istodobno je zbog velike potražnje za tim nerizičnim i najlikvidnijim vrijednosnim papirima na domaćem tržištu došlo do pada njihovih prinosa, a to je pogodovalo državi omogućivši joj jeftinije kratkoročno financiranje. Referentne kratkoročne kamatne stope na trezorske zapise MF-a s dospijecem od tri mjeseca ustalile su se na razini od oko 3%, s manjim mjesečnim oscilacijama, dok se međubankovnim kreditima ročnosti tri mjeseca trgovalo sporadično i po višim kamatnim stopama od onih na trezorske zapise MF-a istog dospjeća.

Slika 33. Prekonočne kamatne stope i likvidnost banaka

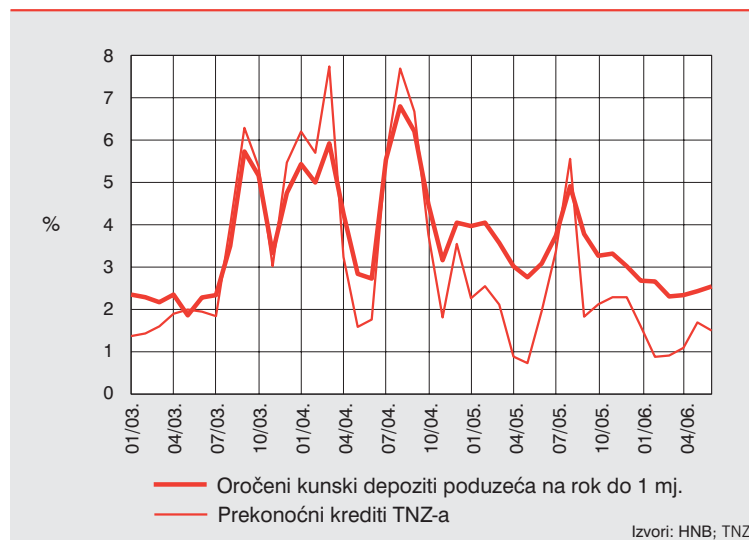


Slika 34. Premija rizika i likvidnosti na tržištu novca



Podržan dobrom likvidnošću na tržištu novca, tijekom prvog polugodišta 2006. nastavljen je trend postupnog smanjivanja aktivnih kamatnih stopa poslovnih banaka na kratkoročne kredite. Istodobno, kod pasivnih kamatnih stopa na kratkoročne oročene devizne depozite nastavljen je blagi trend rasta jer su takvi depoziti bankama i dalje jeftiniji izvor financiranja od inozemnog zaduživanja, koje je zbog restriktivnih mjera monetarne politike sve skuplje. Pasivne kamatne stope na oročene kunske depozite, ponajprije kamatne stope na depozite poduzeća, nastavile su pratiti kretanje kamatnih stopa na tržištu novca.

Slika 35. Kamatne stope na prekonoćne kredite i na kratkoročne depozite poduzeća

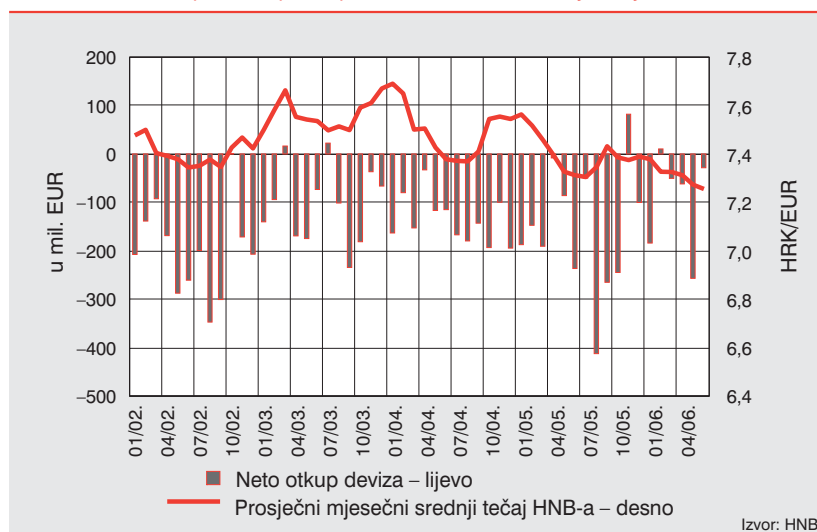


11. Devizno tržište

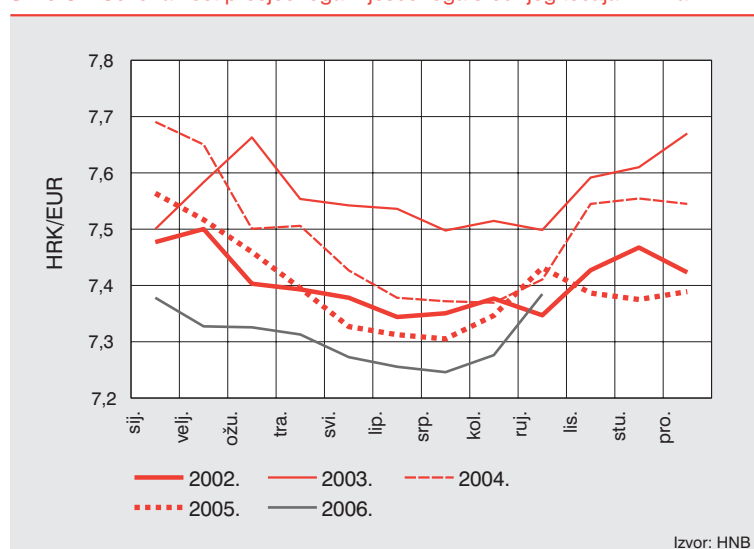
Pritisци na jačanje tečaja kune prema euru, koji su obilježili gotovo cijelu 2005. godinu, nastavili su se i u prvom polugodištu 2006. Takvo je kretanje bilo potaknuto povećanom ponudom deviza na tržištu, do koje je došlo zbog nastavka inozemnog zaduživanja banaka i zbog nekoliko većih dokapitalizacija banaka iz inozemstva, ali i porastom broja izdanih kunskih vrijednosnih papira te povećanim zanimanjem ulagača za takvu vrstu ulaganja. Isto tako, jačanju kune pogodovala su i zbivanja na hrvatskom tržištu kapitala zbog početka procesa preuzimanja Plive d.d. Radi ublažavanja spomenutih aprecijacijskih pritisaka Hrvatska narodna banka je tijekom prvog polugodišta 2006. održala sedam deviznih aukcija, na kojima je od banaka otkupila 582,8 mil. EUR, što je za 12 mil. EUR više nego u cijeloj 2005. godini.

Unatoč pritiscima na jačanje domaće valute nominalni tečaj kune prema euru u prvom polugodištu 2006. nije znatnije oscilirao, čemu je zasigurno pridonijelo i povoljno makroekonomsko okružje. Srednji tečaj kune prema euru u prvom se polugodištu 2006. godine kretao u manjem rasponu od uobičajenoga, između 7,25 i 7,38 HRK/EUR, a prosječna varijabilnost tečaja kune prema euru u tom je razdoblju bila relativno niska te je iznosila 0,07%. Raspon između najvišega i najnižega zabilježenoga srednjeg tečaja kune manji je nego u cijeloj 2005. kada se srednji tečaj kune prema euru kretao u rasponu od 7,29 do 7,66 HRK/EUR, dok je prosječna varijabilnost tečaja iznosila 0,11%. Navedena kretanja pokazuju nastavak trenda nominalnog jačanja kune u odnosu na euro, koji je, ako se eliminiraju sezonski utjecaji, započeo još krajem 2003.

Slika 36. Neto otkup deviza preko poslovnih banaka i srednji tečaj HNB-a

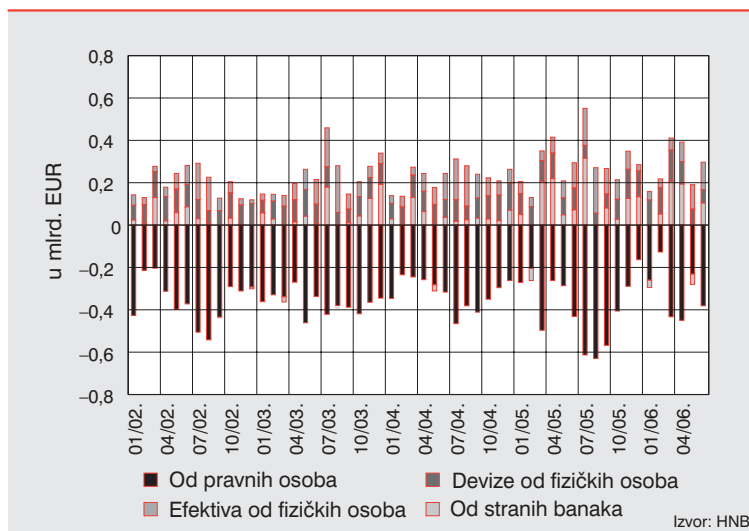


Slika 37. Sezonalnost prosječnoga mjesečnoga srednjeg tečaja HNB-a



Obujam transakcija na hrvatskom deviznom tržištu u prvom je polugodištu 2006. nastavio rasti. Tijekom toga razdoblja prosječni mjesečni promet ostvaren spot trgovinom devizama posredstvom banaka povećao se na 5,0 mlrd. EUR, dok je u 2005. iznosio nešto manje od 4,3 mlrd. EUR. Kao i obično, najznačajniji neto kupci deviza bile su pravne osobe, dok su se fizičke osobe i strane banke uglavnom pojavljivale kao neto prodavatelji. S obzirom na to da su u prvoj polovini 2006. na tržištu prevladavali pritisci na jačanje domaće valute, središnja se banka pojavljivala kao kupac deviza. Istodobno se smanjio udio vrijednosti ukupnog uvoza robe i usluga u ukupnim promptnim transakcijama, koji je s 33,6% u 2005. pao na 30,5% u prvom polugodištu 2006. što pokazuje da se u tom razdoblju povećala inozemna potražnja za kunama.

Slika 38. Vrijednost mjesečnog neto spot otkupa deviza preko banaka

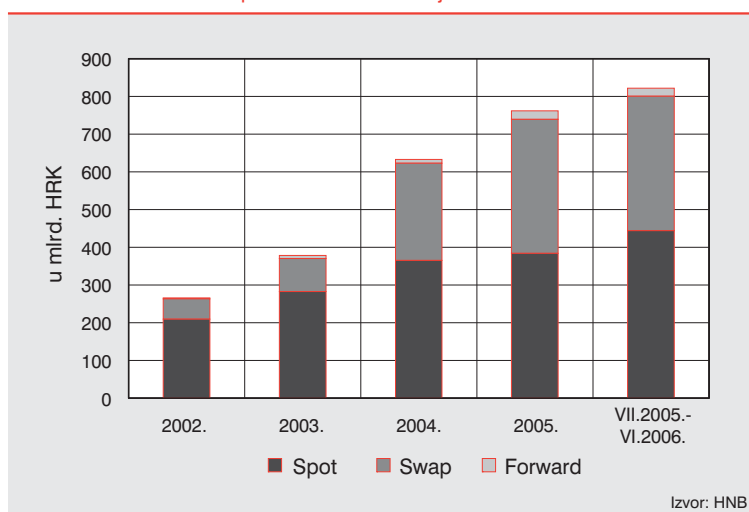


Iako na hrvatskom deviznom tržištu još dominiraju promptne transakcije, u posljednjih nekoliko godina sve su značajnije devizne zamjene (swapovi). Naime, njihov udio u ukupnoj trgovini devizama tijekom 2002. i 2003. kretao se neznatno iznad 20%, a do znatnijeg povećanja došlo je 2004. kada je njihov udio iznosio 41%, dok je u prvom polugodištu 2006. bio nešto veći od 43%. Jedan od mogućih razloga takvog porasta prometa s osnove deviznih zamjena jest povećano zanimanje inozemnih ulagača za kunske vrijednosne papire na domaćem tržištu kapitala, čiju kupnju inozemni ulagači često financiraju pomoću takvih instrumenata. Za razliku od deviznih zamjena, trgovanje deviznim terminskim ugovorima (forward transakcije) još je zanemarivo, što se djelomice može pripisati i višegodišnjem stabilnom tečaju kune. Njihov udio u ukupnoj trgovini devizama nikada nije prešao 3%, iako postoje naznake da bi se upravo taj segment tržišta mogao ubuduće jače razviti kao odgovor banaka na mjere središnje banke, odnosno kao zamjena za ugovore o valutnoj klauzuli koji su penalizirani mjerama HNB-a iz trećeg tromjesečja 2006.

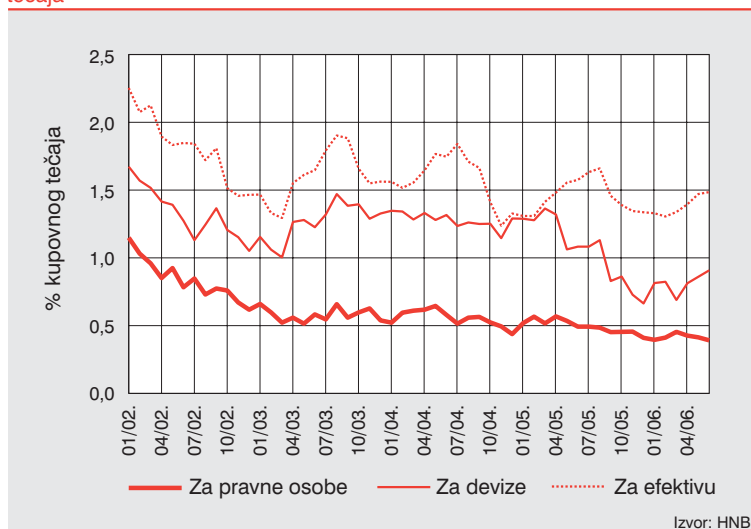
Nakon znatnijeg smanjenja u 2002., uzrokovanog povećanjem prometa na deviznom tržištu, marže u deviznoj trgovini relativno su stabilne, posebno u ekonomski najvažnijem segmentu – trgovini s pravnim osobama. Tako se razlika između prodajnoga i kupovnoga deviznog tečaja u trgovini s pravnim osobama tijekom prvih šest mjeseci 2006. godine blago smanjila i iznosila je oko 0,4% nižega, kupovnog tečaja, dok se marža u trgovini za devize s fizičkim osobama zadržala na razini s kraja 2005., te je iznosila oko 0,8%. S obzirom na to da sezonske oscilacije kod trgovine za efektivu nisu uobičajene u prvom dijelu godine, marže u tom segmentu trgovine bile su stabilne i u prvom polugodištu 2006. i kretale su se oko 1,4%. Sve to upućuje na postojanu likvidnost na hrvatskom deviznom tržištu u prvoj polovini 2006.

Indeks pritiska na devizno tržište, koji prikazuje odnos promjene u međunarodnim

Slika 39. Promet deviza prema vrsti transakcije



Slika 40. Razlika između prodajnog i kupovnog prosječnog mjesečnog tečaja



pričuvama središnje banke i kretanja tečaja, nastavio se kretati znatno ispod kritične granice koja bi ukazivala na moguće poteškoće u međunarodnim plaćanjima ili na špekulativne pritiske na deviznom tržištu. Očekuje se da bi trend porasta ukupnog prometa stranom valutom trebao pozitivno utjecati na daljnje jačanje likvidnosti toga tržišta, kao i na rast još nedovoljno razvijenog segmenta terminskog trgovanja, iako bi njegovu rastu vjerojatno više pogodovale veće oscilacije tečaja.

12. Institucionalni okvir

Promjene u institucionalnom okviru hrvatskoga financijskog tržišta u posljednjih godinu dana uglavnom se odnose na usklađivanje hrvatskoga financijskog zakonodavstva s pravnom stečevinom EU. Iako je na tom području već mnogo postignuto, predstoji, u sljedeće dvije do tri godine, donošenje još desetak novih zakona.

Krajem srpnja 2005. godine donesene su izmjene i dopune Zakona o stambenoj štednji i državnom poticaju stambene štednje kojima su smanjeni državni poticaji stambene štednje, ali koje su omogućile tzv. međufinanciranje, tj. izravno kreditiranje građana. Zatim su u studenome 2005. godine donijete izmjene i dopune Zakona o deviznom poslovanju kojima se detaljnije regulira poslovanje ovlaštenih mjenjača. Krajem 2005. godine donesen je i novi Zakon o investicijskim fondovima, u primjeni od početka 2006. godine, kojim se prvi put regulira osnivanje i poslovanje tzv. investicijskih fondova s privatnom ponudom (engl. *private equity*) i investicijskih fondova rizičnoga kapitala (engl. *venture capital*). Otprilike istodobno donesen je i novi Zakon o osiguranju kojim se detaljno uređuje poslovanje društava za osiguranje. Sredinom prosinca 2005. doneseni su novi Zakon o računovodstvu i Zakon o reviziji koji se od svojih prethodnih verzija razlikuju ponajprije po nizu tehničkih izmjena provedenih radi usklađivanja s računovodstvenom i revizorskom praksom EU. Ipak, najznačajnija promjena u institucionalnom okviru hrvatskoga financijskog tržišta u posljednjih godinu dana nedvojbeno je osnivanje Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (HANFA) koja je objedinila bivšu Komisiju za vrijednosne papire, Hagenu i Direkciju za nadzor društava za osiguranje. Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga donesen je krajem studenoga 2005., a primjenjuje se od početka 2006. godine.

U smislu daljnjeg uređivanja hrvatskoga financijskog tržišta pripremaju se izmjene i dopune Zakona o tržištu vrijednosnih papira koje bi se trebale donijeti po hitnom postupku krajem godine. Međutim, to je samo privremeno rješenje kojim će se pokušati otkloniti neke manjkavosti postojećeg zakona, a potpuno usklađenje s direktivama EU riješit će se donošenjem novoga zakona, što je predviđeno za prvo tromjesečje 2008. godine. U konačnom tekstu izmjena zakona našle su se odredbe koje pridonose likvidnosti tržišta: definicija financijskih izvedenica s okvirom za trgovanje njima u zasebnoj burzovnoj kotaciji, te uvođenje modela posebne burzovne trgovine tzv. stvaranja tržišta (engl. *market-making*) što bi trebalo pridonijeti većoj stabilnosti cijena. Novi zakon donijet će i dublje promjene koje se smatraju nužnima za daljnji razvoj hrvatskoga tržišta kapitala. Tako će on uključivati i temeljne smjernice o tržištu financijskih instrumenata s pratećim provedbenim mjerama (ili *Markets* u *Financial Instruments Directive*), koje i sama EU uvodi krajem 2007. godine. Novosti u ovom zakonu najvećim dijelom odnosit će se na bolju zaštitu ulagača i transparentnost, a uključivat će i jasnije sankcije za nedopušteno ponašanje sudionika na tržištu. Također, novi zakon će preciznije definirati nadzornu funkciju HANFA-e, te će strože sankcionirati iskorištavanje cjenovno osjetljivih povlaštenih

informacija i znanja o nalogima klijenata, te trgovanje ovlaštenih društava za vlastiti račun. Do donošenja novog zakona nužno je riješiti i pitanje izlaženja javnih dioničkih društava (JDD) na burzu. Naime, na hrvatskom financijskom tržištu, izlazak JDD-a na burzu reguliran je zakonskom prisilom, a EU ne poznaje prisilu kao načelo u burzovnim kotacijama.

Do kraja 2006. godine trebao bi biti dovršen nacrt Zakona o sekuritizaciji, odnosno pretvaranju potraživanja ili nelikvidne imovine u vrijednosne papire, tako da bi zakon mogao ući u saborsku proceduru u prvom tromjesečju 2007. godine. Osim njegova sadržaja, novina ovog zakona vezana je i za način njegove pripreme koji je u skladu sa metodologijom EU, odnosno kroz javno-privatni dijalog. Tako na nacrtu ovog zakona surađuju predstavnici Ministarstva financija, HANFA-e, HNB-a i njemačke razvojne banke KfW. Donošenje ovog zakona omogućit će gospodarskim subjektima da putem izdavanja vrijednosnih papira dio svoje nelikvidne imovine zamijene likvidnim novčanim sredstvima. Nakon što zakon bude donesen u Hrvatskoj bi se napokon u ponudi mogli naći i prvi pravi hipotekarni krediti. No, najprije će trebati pravno riješiti mogućnost pristanka dužnika da se njegov dug prenese s banke na drugog vjerovnika, kao i odabir vrsta vrijednosnih papira pogodnih za ovakvo poslovanje te njihov porezni tretman. Također, prije uvođenja sekuritizacije trebat će detaljno analizirati njezin mogući učinak na hrvatsko gospodarstvo. To se prije svega odnosi na inozemni dug jer bi kupnja sekuritiziranih vrijednosnih papira od strane nerezidenata povećavala inozemni dug. S druge strane, nakon donošenja Zakona o sekuritizaciji banke bi se mogle više osloniti na izvore financiranja s domaćeg tržišta kapitala, pa ne bi nužno dolazilo do povećavanja inozemnog duga. Uspješno provedena sekuritizacija sigurno bi pozitivno djelovala na daljnji razvoj hrvatskog tržišta kapitala, no nužno je da taj razvoj prati i istodobni razvoj nadzornog mehanizma za ovu novu vrstu financijskog posla.

Zakon o leasingu unatoč najavama još nije donesen, no nalazi se u saborskoj proceduri. U prijedlogu toga zakona uvažen stav HNB-a da se društvima za lizing zabrani odobravanje zajmova (koji su po svojim karakteristikama istovjetni bankovnim kreditima). To znači da će se društva za lizing moći baviti isključivo poslovima lizinga, te će biti pod nadzorom HANFA-e. Valja spomenuti da je i dosadašnji Zakon o bankama omogućavao bankama pružanje usluga financijskog lizinga, no banke se nisu koristile tom mogućnošću. Naime, kako bi izbjegle kontrolu i ograničenja rasta kreditnih plasmana, radije su se odlučivale za osnivanje posebnih društava za lizing s kojima su bile izravno ili neizravno vlasnički povezane.

Uskoro se očekuju izmjene Zakona o mirovinskim fondovima i Zakona o Hrvatskoj narodnoj banci. Izmjenama i dopunama Zakona o obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima vjerojatno će se ukinuti propis o minimalnom broju članova obveznoga i dobrovoljnoga mirovinskog fonda, liberalizirati prelazak iz jednoga fonda u drugi, te urediti pitanje zajamčenog prinosa za članove obveznih mirovinskih fondova. Također, najvjerojatnije će se proširiti mogućnosti ulaganja u određene vrste imovine, i povećati mogućnost ulaganja u fondove izvan Hrvatske. Izmijenjeni

Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci promijenit će sastav Savjeta HNB-a. Njegov sastav najvjerojatnije se neće mijenjati sve do ulaska Hrvatske u EU, nakon čega bi se Savjet trebao sastojati od guvernera i 8 viceguvernera. Novost je i prijedlog da guverner izvješće Saboru RH podnosi dvaput, umjesto jednom godišnje.

Nakon više od tri godine rada na njegovu uspostavljanju Hrvatski registar obveza po kreditima (HROK) je tek u fazi testiranja. Kako bi sustav bio što precizniji kada započne s radom, banke osnivači HROK-a (njih 20) odlučile su pričekati do kraja godine da se završe opsežna testiranja. Tako će, prema posljednjim informacijama, HROK u punom smislu profunkcionirati tek u 2007. godini. S vremenom HROK će postati "pozitivni" registar sa širokim obuhvatom podataka, a do tada će nuditi samo podatke o zatraženim i odobrenim kreditima, o redovitosti otplate kredita, o instrumentima osiguranja i o ostalim pitanjima vezanim uz kreditni odnos s bankom. Pitanje zaštite osobnih podataka riješit će se davanjem jednokratne pismene suglasnosti klijenata za razmjenu podataka putem HROK-a prilikom predaje zahtjeva za kredit. Postojeći Zakon o bankama predvidio je mogućnost davanja suglasnosti za razmjenu podataka poduzeću koje osnuje udruga banaka. Daljnji je korak u kreiranju ovog registra uključivanje podataka o dužnicima kredita koji nisu banke, no pitanje zaštite osobnih podataka kod tih kreditora tek treba riješiti. Kreditni zahtjev podnositelja koji ne potpiše pismenu suglasnost za razmjenu podataka preko HROK-a u budućnosti neće biti automatski odbijen, no valja očekivati da će kamatne stope na takve kredite biti veće zbog većeg kreditnog rizika. U međuvremenu, dok se u HROK-ovoj bazi ne akumulira dostatan vremenski niz podataka, banke će se i nadalje oslanjati na Sustav za razmjenu informacija (SRI) koji vodi Fina, a koji sadrži samo podatke o neurednim dužnicima.

Projekt sređivanja zemljišnih knjiga i katastra napreduje prema planu, a nositelji projekta (Ministarstvo pravosuđa i Državna geodetska uprava) provode javnu kampanju kojom građane nastoje motivirati da i sami vode računa o ažurnosti i točnosti podataka o svojim nekretninama u zemljišnim knjigama. Utjecaj sređenih zemljišnih knjiga na bankarski sustav (koji omogućuje stvaranje sređenoga hipotekarnog sustava) vrlo je velik, a već danas se preko interneta može provjeriti stanje podataka u većini zemljišnih knjiga jer je 80% podataka digitalizirano. Nakon završetka projekta kreditni referenti u bankama moći će preko interneta provjeriti u katastru odnosno gruntovnici podatke o zemljištu i nekretnini (nekretninama) u vlasništvu tražitelja kredita te odmah otisnuti izvadak iz tih knjiga što će znatno ubrzati postupak odobravanja kredita.

Osim spomenutih, traje i niz drugih priprema za usklađivanje hrvatskog zakonodavstva sa standardima EU. Prije svega, HNB radi na nacrtu izuzetno opsežnog Zakona o kreditnim institucijama, koji će biti usklađen s pravnom stečevinom EU. U budućnosti treba očekivati i nove zakone: o platnom prometu, financijskom zalogu, preuzimanju dioničkih društava, financijskim konglomeratima te obveznim i dobrovoljnim mirovinskim fondovima.

13. Bankarski sektor¹⁸

Za razliku od 2005. godine kada su banke pod utjecajem najavljenih mjera HNB-a poslovale nešto opreznije, u prvoj polovini 2006. godine nastupile su agresivnije, što se ponajprije ogledalo u kreditnom rastu koji je u tom razdoblju iznosio 27% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Zato su i poslovni rezultati objavljeni za prvo polugodište 2006. godine znatno bolji, pa je u posljednjih 12 promatranih mjeseci došlo do povećanja neto dobiti u apsolutnom iznosu, kao i do poboljšanja relativnih pokazatelja profitabilnosti. Budući da porast primljenih depozita u posljednjih 12 promatranih mjeseci od 17% nije bio dovoljan da podrži takav kreditni rast, banke su se u tom razdoblju znatno više zaduživale kod financijskih institucija (godišnji porast od 41%).

Na poslovanje bankarskog sektora u prvom polugodištu 2006. godine utjecale su mnogobrojne promjene u regulativi, čija je primjena utjecala na financijska izvješća banaka počevši od izvješća sa stanjem na dan 30. lipnja 2006. Naime, Hrvatska narodna banka krajem 2005. godine započela je s donošenjem novih propisa koji se odnose na sastavljanje i prezentiranje financijskih izvješća, te na praćenje i procjenjivanje izloženosti rizicima u poslovanju banaka i stambenih štedionica. To je posljedica promjena međunarodnih standarda financijskog izvještavanja (MSFI), uvođenja novih bonitetnih mjera (za valutno indicirani kreditni rizik), kao i postupnog prilagođavanja postojećih hrvatskih propisa propisima Europske unije. Tako je tijekom 2005. godine (s primjenom od 30. lipnja 2006.) izmijenjeno sedam propisa iz područja nadzora i kontrole banaka te četiri iz područja monetarne politike.

Broj banaka na hrvatskom tržištu od lipnja 2005. godine nije se promijenio, pa su na kraju lipnja 2006. u Hrvatskoj poslovale 34 banke. Najbrojnije su bile male banke (24), a u Hrvatskoj su poslovale i četiri srednje velike banke. Velikih je banaka bilo šest.^{19 20} Što se tiče vlasničke strukture, 20 banaka na hrvatskom tržištu bilo je u domaćem vlasništvu, a 14 u stranom vlasništvu. Pritom su banke u stranom vlasništvu kontrolirale 90,7% imovine svih banaka. Također, valja spomenuti da su sve velike banke i tri od četiri srednje banke bile u stranom vlasništvu, a najveći dio imovine banaka (oko 44%) i dalje su kontrolirali talijanski dioničari.

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

19 Banke su prema udjelu u ukupnoj aktivni bankarskog sektora razvrstane u tri skupine: male banke (s udjelom aktive u aktivni svih banaka manjim od 1%), srednje banke (s udjelom aktive u aktivni svih banaka većim od 1% i manjim od 5%) te velike banke (s udjelom aktive u aktivni svih banaka većim od 5%).

20 Dana 1. srpnja 2006. broj banaka na hrvatskom financijskom tržištu pao je na 33 zbog pripajanja Požeške banke d.d. Podravskoj banci d.d.

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

	31.XII.02.	31.XII.03.	31.XII.04.	30.XII.05.	30.VI.2006.	Godišnja promjena	
						Iznos	Postotak
Broj banaka	46	41	37	34	34	0	0
Imovina (aktiva)	174.139	204.043	229.305	260.594	277.766	42.191	18
Gotovina, depoziti i zapisi MF-a i HNB-a	51.651	67.010	71.823	73.063	70.175	3.763	6
Trgovački i investicijski portfelj	21.094	18.241	24.036	26.312	23.515	-164	-1
Kreditni portfelj	92.293	110.052	125.202	151.958	174.658	37.612	27
Ostala imovina	9.102	8.740	8.244	9.261	9.419	980	12
Obveze i kapital (pasiva)	174.139	204.043	229.305	260.594	277.766	42.191	18
Kratkoročne obveze	52.893	57.174	59.642	70.913	71.853	8.380	13
Dugoročne obveze	95.181	118.809	139.001	154.250	167.691	27.605	20
Podređeni i hibridni instrumenti i ost. obveze	9.557	9.977	10.980	11.864	11.998	556	5
Kapital	16.509	18.083	19.681	23.566	26.224	5.649	27

Izvor: HNB

Unatoč nastojanju banaka srednje veličine da ostvare porast udjela svoje imovine u imovini svih banaka, hrvatski bankarski sektor i nadalje karakterizira koncentracija imovine i obveza kod nekolicine najvećih banaka. Tako su dvije najveće banke na kraju prvog polugodišta 2006. upravljale s 42,0% ukupne imovine, 41,7% ukupnih kredita i 43,1% ukupnih depozita svih banaka. Sljedeće četiri banke upravljale su s 38,6% ukupne imovine, 39,6% ukupnih kredita i 36,0% ukupnih depozita. I dalje, zbog činjenice da velike banke upravljaju s 80,1%, a strane s 90,4% ukupne imovine banaka, kretanje agregatnih financijskih pokazatelja za sve banke zajedno pod dominantnim je utjecajem kretanja pokazatelja za ove dvije kategorije banaka.²¹

Što se tiče bilančnih promjena, ukupna imovina svih banaka na kraju prvog polugodišta 2006. godine iznosila je 277,8 mlrd. kuna, što je 6,7% više nego na kraju prosinca 2005., odnosno 17,9% više nego na kraju lipnja 2005. godine. Najznačajniji godišnji porast odnosi se na kredite odobrene ostalim komitentima (15%) te na kredite financijskim institucijama (17%). Znatno su porasli i depoziti banaka kod HNB-a (30,7%) što se uglavnom može pripisati povećanju iznosa izdvojene granične obvezne pričuve. Također, u odnosu na stanje prije godinu dana, banke imaju upisano 15% više trezorskih zapisa MF-a. Istodobno, depoziti kod bankarskih institucija smanjeni su za 39,6% što se može objasniti smanjenjem postotka održavanja minimalno potrebnih deviznih potraživanja s 35% na 32%. Blago smanjenje zabilježeno je i kod vrijednosnih papira (0,7%) za što je zaslužno smanjenje iznosa vrijednosnih papira koji se drže radi trgovanja i portfelja koji se drži

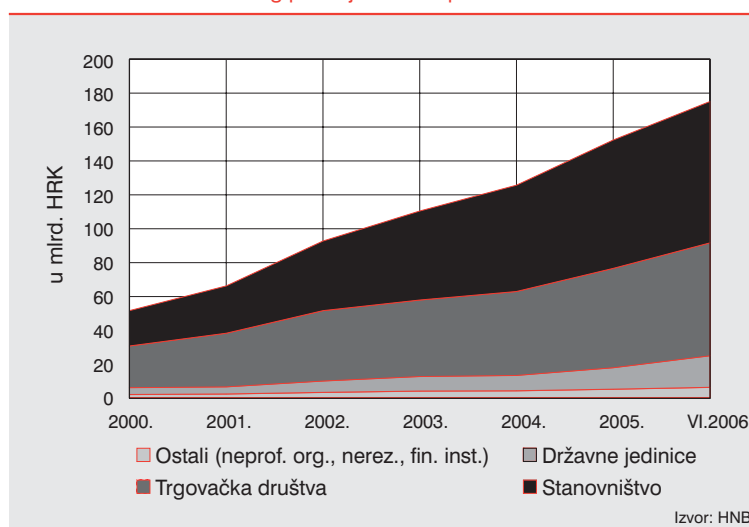
21 Valja spomenuti da je Hrvatska poštanska banka, u odnosu na stanje na kraju 2005. godine, povećala udio svoje aktive u aktivi svih banaka s 2,8% na 3,6%. To se dogodilo zbog isplate prve rate duga umirovljenicima. Naime, izvor sredstava potreban za otkup potraživanja od povezanog poduzeća HPB Invest, koje je bilo zaduženo za isplatu duga, bio je repo kredit HNB-a (sa zalogom trezorskih zapisa MF-a). Rezultat te transakcije od 1,2 mlrd. kuna u kreditnom portfelju banke zabilježen je kao povećanje kredita državi, odnosno na strani obveza kao povećanje primljenih kratkoročnih kredita.

do dospijeća. Na pasivnoj strani najviše su porasle obveze po kreditima od financijskih institucija (40,9%) te depoziti (16,8%). Najveći porast među depozitima imali su oročeni depoziti. Također, kapital banaka u posljednjih promatranih godinu dana znatno je porastao, za 27,5%. Ovo neuobičajeno veliko povećanje kapitala banaka rezultat je povećanja dioničkoga kapitala (koji je na dan 30. lipnja 2006. iznosio 50,5% ukupnoga kapitala banaka), do kojeg je u najvećoj mjeri došlo zbog dokapitalizacije banaka emisijom novih dionica. Vrijednost dokapitalizacije 7 banaka (od čega tri velike banke) na hrvatskom tržištu u prvih šest mjeseci 2006. iznosila je 1,7 mlrd. kuna, a u sljedeća tri mjeseca dokapitalizirane su još dvije banke (od čega jedna velika) u ukupnoj vrijednosti od 1,1 mlrd. kuna. Nekoliko je razloga koji su te banke potaknuli na dokapitalizaciju. Prije svega, granična obvezna pričuva, koja je znatno poskupila inozemno zaduživanje banaka, ne odnosi se na dokapitalizaciju. Uz to, obveza vrednovanja i priznavanja valutno inducirana kredita rizika od 30. lipnja 2006. dovela je do povećanja ukupne izloženosti rizicima, koja ulazi u nazivnik pri izračunu stope adekvatnosti kapitala. Tako su banke, da bi zadržale odgovarajuću stopu adekvatnosti kapitala, morale povećati svoj kapital. Na kraju, neke srednje i male banke odlučile su se dokapitalizirati zbog širenja poslovanja i osvajanja većeg tržišnog udjela.

U strukturi kredita hrvatskih banaka i nadalje su najzastupljeniji krediti stanovništvu s 47,8%, iako se njihov udio u odnosu na stanje na kraju 2005. blago smanjio. Udio kredita trgovačkim društvima i financijskim institucijama nije se mijenjao, a udio kredita državnim jedinicama porastao je s 8,4% na 10,6%. Na kraju lipnja 2006. godine udio kredita u aktivi banaka iznosio je 62,9% što odgovara najvišim udjelima kredita u aktivi banaka među bankarskim sektorima EU 25.

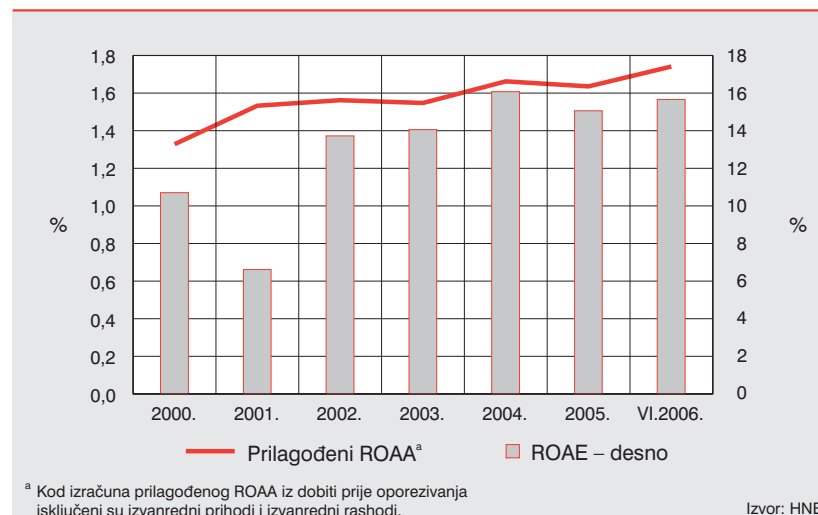
Na kraju prvog polugodišta 2006. tri su banke iskazale gubitak, dok su sve ostale iskazale dobit. Relativni pokazatelji profitabilnosti hrvatskoga bankarskog sektora,

Slika 41. Struktura kreditnog portfelja banaka prema sektoru dužnika



nakon smanjenja u 2005. godini, tijekom prvog polugodišta 2006. blago su poboljšani. Tako je godišnji prinos na prosječnu imovinu hrvatskih banaka na kraju prvog polugodišta 2006. iznosio 1,76% (u usporedbi s 1,65% s kraja 2005.), a

Slika 42. Prinos na imovinu i kapital banaka

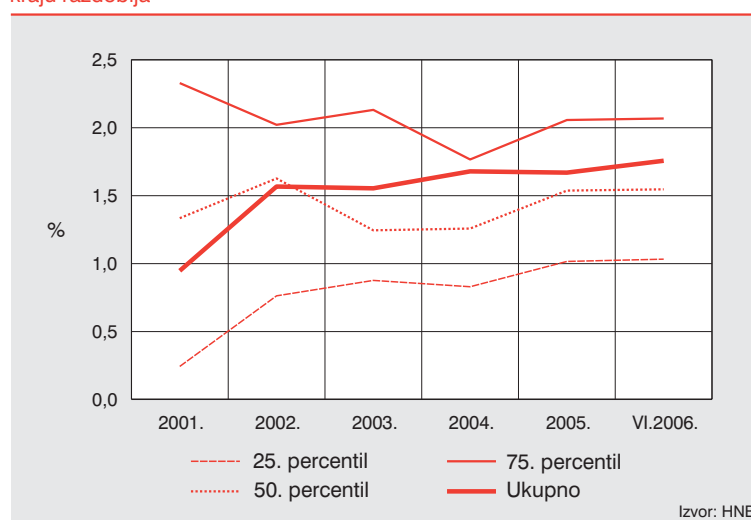


prinos na prosječni kapital 15,7% naprama 15,1% s kraja 2005.

Zbog procesa konsolidacije tržišta, kretanje financijskih rezultata, promatrano posebno za sve banke, za velike banke odnosno za strane banke vrlo je slično. Također, velike banke tradicionalno imaju stabilnije pokazatelje profitabilnosti, pri čemu je pokazatelj ROAA za velike banke manji od toga pokazatelja za sve banke, a ROAE za tu skupinu banaka veći nego za sve banke. To je zato što velike banke tradicionalno imaju relativno veću imovinu i relativno manji kapital od ostalih banaka.

Na dobar poslovni rezultat hrvatskoga bankarskog sektora u posljednjih 12 mjeseci

Slika 43. Distribucija prinosa na prosječnu imovinu po grupama banaka, na kraju razdoblja

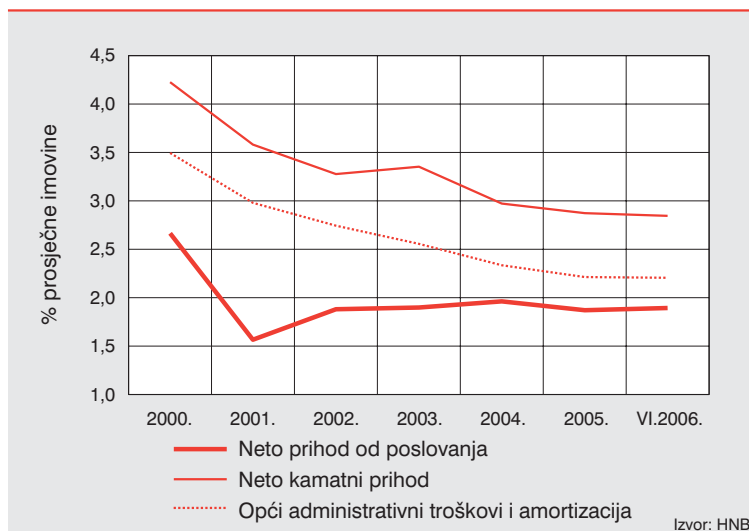


najviše su utjecale dvije najveće banke koje su iskazale znatno veću dobit nego na kraju lipnja 2005. godine (jedna za 72,7%, a druga za 22,1%). Na porast anualizirane neto dobiti svih banaka od 12,9% u odnosu na 2005. godinu najviše je utjecalo povećanje neto nekamatnog prihoda od 8,1%. Porast neto nekamatnog prihoda najvećim je djelom posljedica smanjenja gubitka od svođenja pozicija bilance s valutnom klauzulom na ugovoreni tečaj za 78,9%, a upravo je ta stavka bila razlogom lošijih financijskih pokazatelja hrvatskih banaka za 2005. godinu. Istodobno, neto kamatni prihod svih banaka zajedno porastao je za samo 4,2%. Isto toliko, iznosio je i porast općih administrativnih troškova i amortizacije, pa je omjer tih troškova prema neto kamatnom prihodu smanjen s 54,4% na 53,8%. Troškovi rezerviranja za gubitke smanjeni su za 31,9% u odnosu na 2005. godinu.

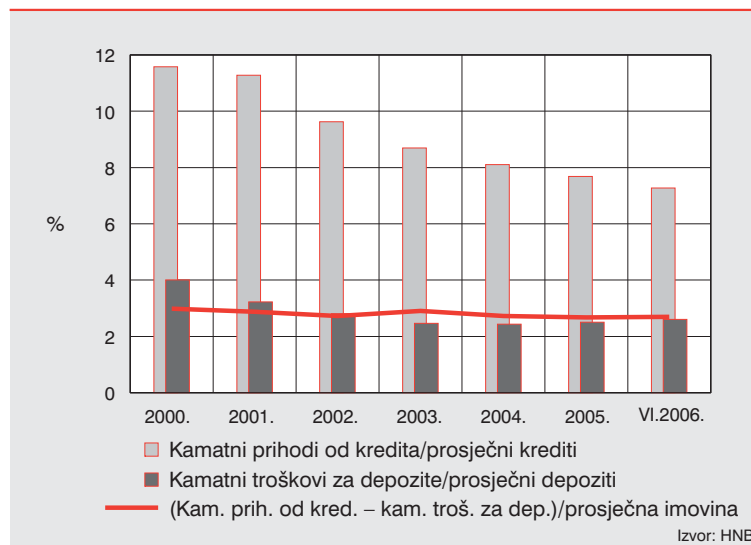
Relativne vrijednosti kamatnih prihoda na osnovi kredita i kamatnih troškova na osnovi depozita nisu se u posljednjih 12 promatranih mjeseci znatnije promijenile. Omjer kamatnih troškova na osnovi depozita i prosječnih depozita tek je neznatno porastao (s 2,5% na kraju 2005. na 2,6% na kraju lipnja 2006.), a omjer kamatnih prihoda na osnovi kredita i prosječnih kredita u istom je razdoblju smanjen sa 7,7% na 7,3%. To je utjecalo na to da je omjer kamatne razlike i prosječne imovine ostao nepromijenjen, pa je na kraju lipnja iznosio 2,7% koliko i na kraju 2004. i na kraju 2005. Navedeno također sugerira da je razlog dobrog poslovnog rezultata hrvatskih banaka u posljednjih godinu dana porast nekamatnih prihoda te znatno smanjenje troškova rezerviranja za gubitke.

Kreditni rizik najznačajniji je rizik u hrvatskome bankarskom sektoru, što je i logično zbog tradicionalne dominacije depozitnih i kreditnih poslova u ukupnom poslovanju domaćih banaka. U posljednjih 12 mjeseci troškovi rezerviranja za kreditni rizik su smanjeni. Naime, udio ispravaka vrijednosti i posebnih rezervacija za identificirane gubitke u ukupnim plasmanima i potencijalnim obvezama na koje se oni odnose

Slika 44. Omjeri profitabilnosti imovine banaka



Slika 45. Kamatni prihodi od kredita i kamatni troškovi za depozite



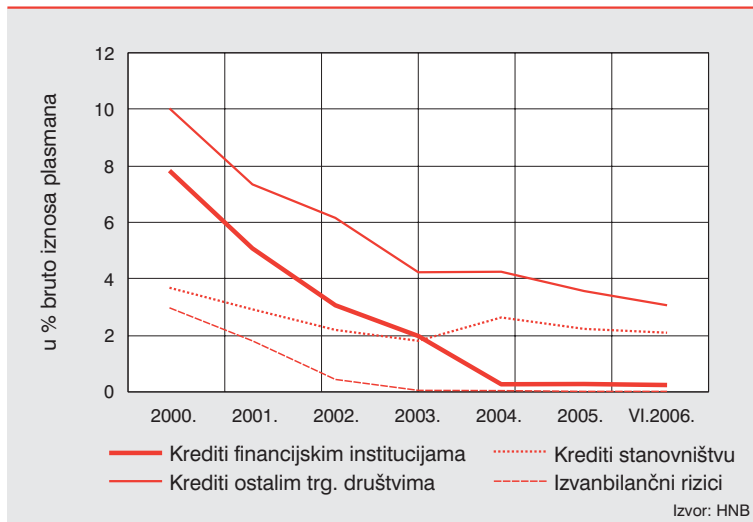
smanjio se sa 2,6% na kraju lipnja 2005. na 2,0% na kraju lipnja 2006. Smanjenju kreditnog rizika u posljednjih promatranih godinu dana najviše je pridonijelo poboljšanje ocjene kojom su banke ocijenile kvalitetu svojih kredita ostalim trgovačkim društvima (osim javnih poduzeća) i stanovništvu, ali i bolja ocjena koju su dale kreditima nerezidentima. U odnosu na stanje na kraju 2005., važnija od rasta plasmana od 12,3% svakako je promjena u njihovoj strukturi. Naime, više od 50% rasta bruto plasmana odnosi se na preraspoređivanje dužničkih vrijednosnih papira i ostale imovine raspoložive za prodaju iz stavke imovina koja se ne raspoređuje u stavku imovina koja se raspoređuje u skupine prema kreditnom riziku, u skladu s MRS-om 39. Inače, dužnički vrijednosni papiri i ostala imovina raspoloživa za prodaju tijekom prvih šest mjeseci 2006. ostvarili su snažan rast (20,7%) koji se gotovo u cijelosti odnosi na trezorske zapise MF-a i obveznice RH.

Prijavljena kvaliteta plasmana banaka u prvom polugodištu 2006. znatno je porasla. Tako je udio najboljih plasmana na kraju lipnja iznosio 96,4% (što je porast u odnosu na 96,0% na kraju 2005.). Također, analiza otpornosti banaka na kreditni rizik, koju interno provodi središnja banka, tradicionalno upućuje na to da je hrvatski bankarski sektor u stanju apsorbirati značajne gubitke u slučaju pogoršanja rizičnosti aktive, tj. u slučaju negativnog šoka u makroekonomskom okružju. Ova analiza također ukazuje i na relativno veću otpornost na pogoršanje općega kreditnog rizika kod skupine malih banaka. Međutim, još neobjavljena MMF-ova analiza²² pokazuje da bi banke u sadašnjim dobrim vremenima ipak trebale agresivnije stvarati kapitalne pričuve kako bi bezbrižnije dočekale razdoblje usporavanja gospodarskog rasta.

Unatoč smanjenju prikazanoga kreditnog rizika, treba imati na umu da bankari često

22 MMF, Izvješće članova Misije MMF-a u Republici Hrvatskoj o konzultacijama u vezi s člankom IV. Statuta MMF-a održanim 2006., Odabrane teme – Stabilnost bankarskog sektora i kreditni rizik u hrvatskim bankama

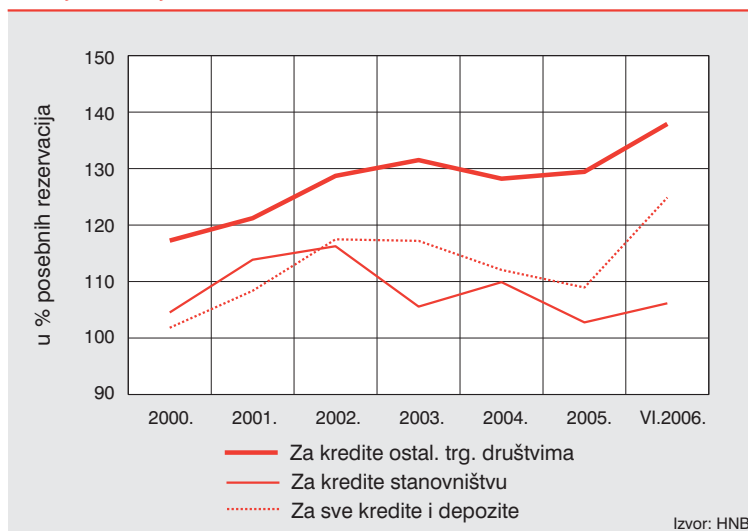
Slika 46. Ispravci vrijednosti plasmana i posebne rezervacije za identificirane gubitke, na kraju razdoblja



podcjenjuju kreditni rizik svojih dugoročnih plasmana u vrijeme dugotrajnijega gospodarskog rasta. Upravo zato pri ocjeni kreditnog rizika treba uzeti u obzir i dospjela nenaplaćena potraživanja, koja su do kraja lipnja porasla za 14,6% u odnosu na stanje na kraju 2005. Ovo se dogodilo zbog velikog porasta salda dospjelog potraživanja po kreditima, i to posebno državi što je znatno utjecalo na agregatni pokazatelj dospjelih nenaplaćenih potraživanja s osnove ukupnih kredita i depozita.

Zbog visokog stupnja euroizacije u Hrvatskoj je, osim klasičnih rizika bankarskog poslovanja, sustavno prisutan i valutni rizik. Odlukom HNB-a ograničena je dopuštena izloženost banaka izravnom valutnom riziku, i to tako da ukupna otvorena devizna pozicija ne smije prijeći iznos od 20% jamstvenoga kapitala banke. Na kraju lipnja 2006. godine omjer zbroja kratkih pozicija banaka i zbroja njihovih jamstvenih

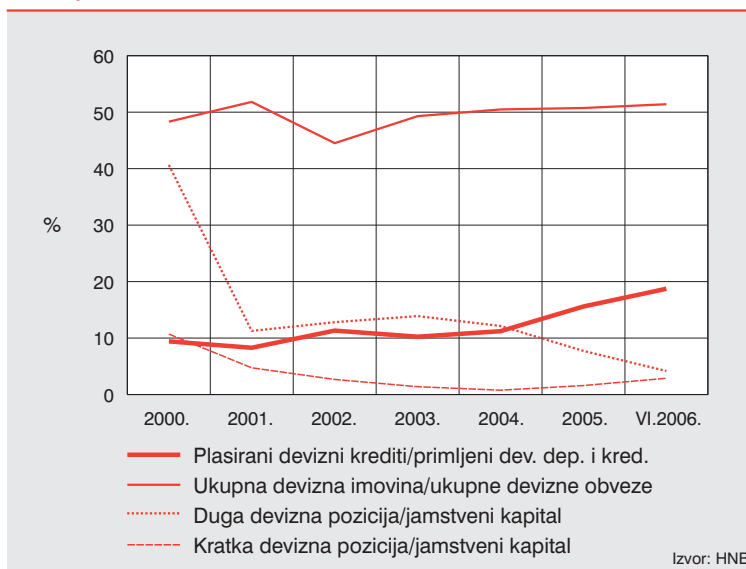
Slika 47. Dospjela nenaplaćena potraživanja banaka po kreditima i depozitima, na kraju razdoblja



kapitala iznosio je 2,9% što je znatno više od 1,6% koliko je iznosio na kraju 2005. godine. Kod dugih pozicija banaka taj je omjer na kraju lipnja 2006. iznosio 4,2%, u usporedbi sa znatno viših 7,7% na kraju 2005. godine.²³ Izravni valutni rizik, što potvrđuju i rezultati analize otpornosti hrvatskoga bankarskog sektora, nije prijetnja stabilnosti hrvatskoga bankarskog sektora, pa je utjecaj promjene tečaja na adekvatnost kapitala gotovo neutralan.

Zbog velikog udjela kredita uz valutnu klauzulu, po stabilnost bankarskog sektora znatno je opasniji valutno inducirani kreditni rizik, odnosno neizravni valutni rizik. U tom smislu valja istaknuti da je na kraju lipnja 2006. godine 26,6% ukupne imovine svih banaka bilo u stranoj valuti, a 41,4% bilo je vezano (valutnom klauzulom) uz stranu valutu. Istodobno, najveći dio pasive banaka (50,7%) bio je nominiran u devizama, dok je 14,6% pasive bilo u kunama s valutnom klauzulom. Taj je rizik do sada bio teško mjerljiv zbog nedostupnosti potrebnih podataka. Međutim, imajući na umu važnost toga rizika za bankarski sektor, Hrvatska narodna banka donijela je propise prema kojima su, počevši od 30. lipnja 2006., banke obvezne posebno utvrđivati, mjeriti, pratiti i kontrolirati svoju izloženost valutno induciranom kreditnom riziku. Kako bi to lakše provodile, banke nužno moraju pratiti valutni rizik svojih klijenata. Zbog složenosti ovog postupka, Hrvatska narodna banka izdala je smjernice s kojima bi banke trebale uskladiti svoje opće akte. Iako je još prerano za analizu prvih podataka o izloženosti banaka valutno induciranom kreditnom riziku, oni upućuju na to da su plasmani svim sektorima (osim, dakako, nerezidentima) izloženi valutno induciranom kreditnom riziku. Po vrstama plasmana, ovo se u

Slika 48. Osnovni pokazatelji valutne izloženosti bankarskog sektora, na kraju razdoblja



²³ Od travnja 2005. propisani izračun otvorene devizne pozicije banke nalaže i uključivanje ekvivalentnih vrijednosti otvorenih deviznih pozicija u klasičnim i ugrađenim opcijama.

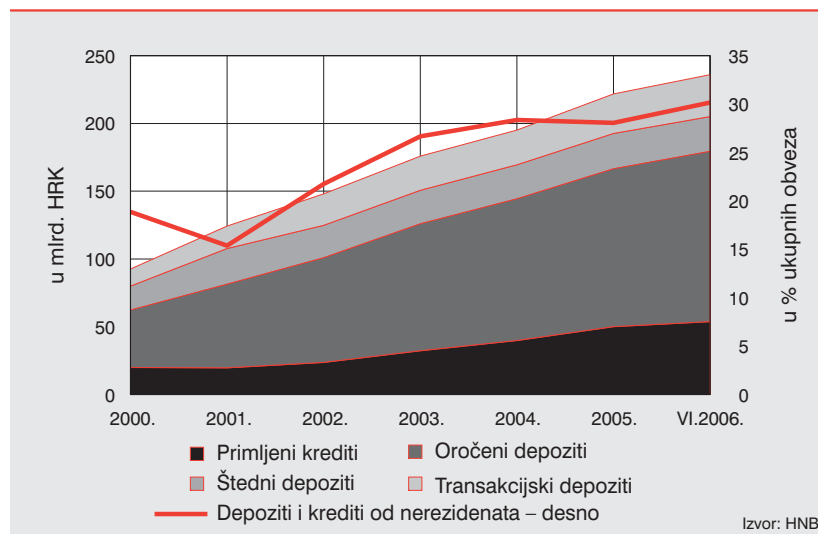
najvećoj mjeri odnosi na kredite stanovništvu.

Druga je važna promjena u izvještavanju banaka praćenje rizičnosti izvedenica ugrađenih u plasmane na razini pojedinoga klijenta, vrste plasmana i sektora, a koji se uključuju u procjenu rizika kao i sam osnovni ugovor. Prvi podaci pokazuju da je udio izvedenica u ukupnim plasmanima zasad zanemariv, odnosno da on iznosi 0,002%. Također, od lipnja 2006. banke su dužne detaljnije procjenjivati i kvalitetne instrumente osiguranja kredita. Prve procjene pokazuju da su jedino krediti nerezidentima u cijelosti pokriveni kvalitetnim instrumentima osiguranja. Trgovačka društva kao instrument osiguranja preferiraju poslovnu nekretninu, dok banke drže da je stambena nekretnina kvalitetno osiguranje kod kredita stanovništvu. Država i financijske institucije preferiraju ostale kvalitetne instrumente osiguranja koji uključuju vrijednosne papire i bezuvjetna jamstva.

Rizike u međunarodnom poslovanju i dalje je nemoguće kvantificirati jer se još uvijek ne prikupljaju svi nužni podaci. Međunarodni "klasični" kreditni rizik praktički je zanemariv zato što je udio kredita nerezidentima u ukupnim kreditima domaćih banaka od 2000. godine naovamo manji od 0,6%. Međutim, udio stranih vrijednosnih papira u ukupnoj vrijednosti aktivnog portfelja vrijednosnih papira kod domaćih banaka tijekom 2004. godine i više se nego udvostručio (zbog porasta ulaganja u strane dužničke vrijednosne papire) te od tada raste. Tako je taj udio na kraju lipnja 2006. iznosio 41,7%. Ipak, znatno veća opasnost u djelovanju banaka na međunarodnom tržištu je tzv. rizik financiranja. Naime, udio kredita primljenih od nerezidenata u ukupnim obvezama s osnove primljenih kredita standardno iznosi više od 70%.

Agregatna stopa adekvatnosti kapitala svih banaka zajedno smanjuje se već nekoliko godina zaredom, što se nastavilo i u prvom polugodištu 2006. godine. Tako je stopa

Slika 49. Struktura obveza banaka prema instrumentima, na kraju razdoblja

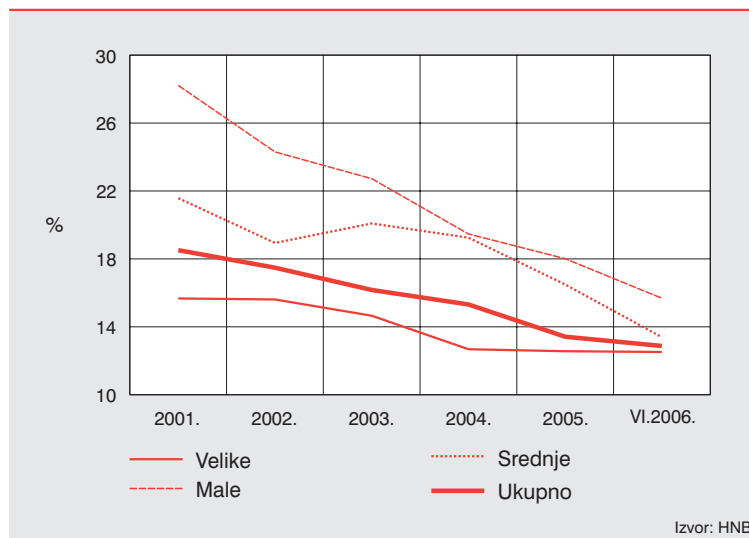


adekvatnosti kapitala na kraju lipnja 2006. godine iznosila 12,9% što je njezina najniža do sada zabilježena razina. Najveći utjecaj na kretanje agregatne stope adekvatnosti kapitala imaju velike banke, koje tradicionalno imaju nižu stopu adekvatnosti kapitala od manjih banaka.

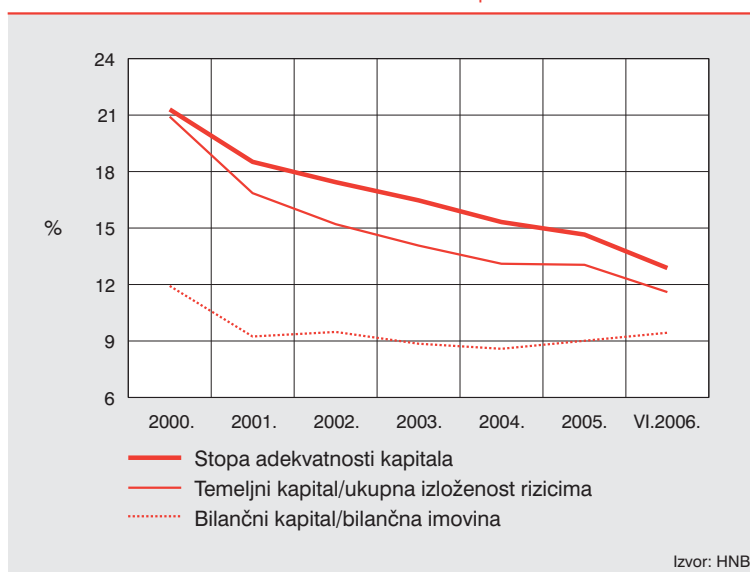
Iako se kontinuirano smanjenje agregatne stope adekvatnosti kapitala banaka u posljednjih nekoliko godina može objasniti smanjenjem percipiranog rizika od neočekivanih gubitaka u poslovanju banaka, smanjenje ove stope u prvom polugodištu 2006. godine dogodilo se ponajviše zbog promjene propisa. Naime, jamstveni kapital banaka kontinuirano raste (u odnosu na stanje na kraju 2005. za 9,4%), ali njegov rast nije dovoljan da kompenzira snažan rast ukupne izloženosti rizicima (u odnosu na stanje na kraju 2005. godine za 24,4%). Ovaj je trend ubrzan pod utjecajem Odluke o izmjenama i dopunama Odluke o adekvatnosti kapitala banaka, prema kojoj su prva financijska izvješća sastavljena upravo sa stanjem na dan 30. lipnja 2006. Naime, izmjenama i dopunama navedene odluke dosadašnji ponderi za devizne kredite i kredite s valutnom klauzulom kod klijenata koji imaju neusklađenu vlastitu deviznu poziciju povećani su za 25 postotnih bodova (ponder 50% na 75%, a ponder 100% na 125%). Nakon ove promjene, stavke aktive koje su se pri izračunu rizikom ponderirane prije ponderirale ponderom 50% gotovo su se u cijelosti na kraju lipnja 2006. ponderirale ponderom 75%. To se može objasniti činjenicom da su gotovo svi krediti s valutnom klauzulom koji su u potpunosti osigurani hipotekama nad stambenim objektima, plasirani osobama s nezaštićenom deviznom pozicijom. Spomenuti rast ponderirane aktive banke su pokušale nadoknaditi povećanjem jamstvenoga kapitala putem dokapitalizacije.

U smislu procjene opće razine likvidnosti bankarskog sektora i njezine kratkoročne perspektive, može se reći da je posljednjih 12 mjeseci likvidnost banaka bila zadovoljavajuća. Sredinom 2005. godine banke su počele aktivno sudjelovati na obratnim repo aukcijama središnje banke, pogotovo s dolaskom turističke sezone kada

Slika 50. Stope adekvatnosti kapitala po grupama banaka usporedivih značajki

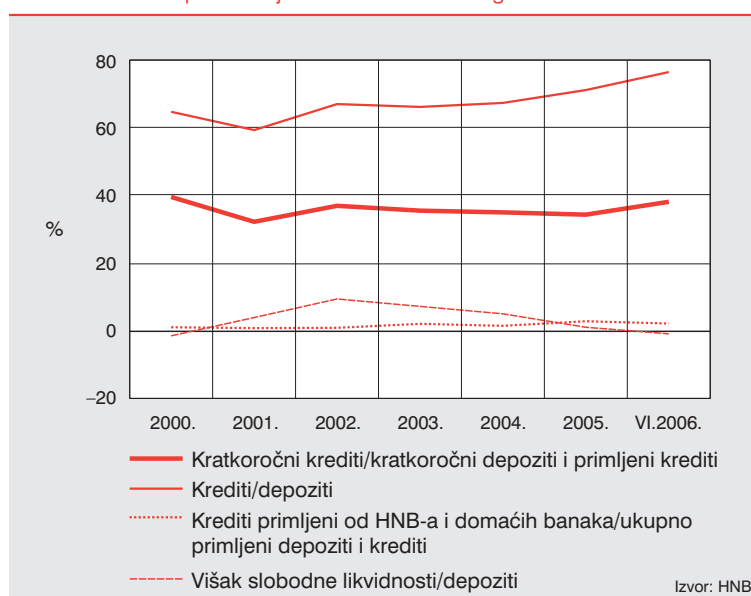


Slika 51. Pokrivenost imovine banaka vlastitim kapitalom



se pojačala potražnja za kunama. U prvoj polovini 2006. godine dobra likvidnost bankarskog sektora bila je dodatno poboljšana deviznim intervencijama HNB-a, te rastom prometa na redovitim obratnim repo aukcijama. Smanjenje relativnog udjela kredita primljenih od HNB-a i domaćih banaka u ukupno primljenim depozitima i kreditima u posljednjih šest mjeseci također sugerira da je likvidnost porasla. S druge strane, standardni su pokazatelji likvidnosti banaka (omjer kredita i depozita i omjer kratkoročnih kredita i kratkoročnih depozita) u posljednjih šest mjeseci porasli, ukazujući tako na moguće smanjenje likvidnosti banaka, dok je kunska likvidnost mjerena sintetskim pokazateljem viška kunske likvidnosti bankarskog sektora smanjena je s 1,1% na kraju 2005. godine na -0,9% u lipnju 2006. Iako je likvidnost

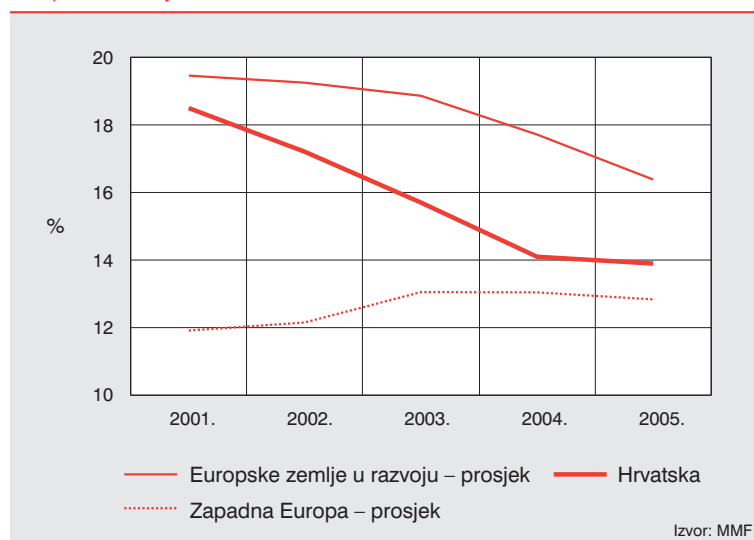
Slika 52. Osnovni pokazatelji likvidnosti bankarskog sektora



banaka uglavnom dobra, analiza otpornosti bankarskog sektora pokazuje da se otpornost banaka na jednokratne odljeve depozita postupno smanjuje.

Solidnu profitabilnost i kapitaliziranost hrvatskoga bankarskog sektora potvrđuju i međunarodne usporedbe. Prema podacima MMF-a, stopa adekvatnosti kapitala za hrvatski bankarski sektor među nižima je u skupini europskih zemalja u razvoju. Iako je kratkoročno taj pokazatelj podložan promjenama metodologije, dugoročni

Slika 53. Stopa adekvatnosti kapitala u Hrvatskoj i u odabranim skupinama europskih zemalja



trend ipak pokazuje da se percipirani rizik u Hrvatskoj smanjuje. Prema podacima MMF-a koji Europu dijeli na onu u razvoju i na Zapadnu, Hrvatska se po stopi adekvatnosti kapitala nalazi upravo između ove dvije skupine zemalja.

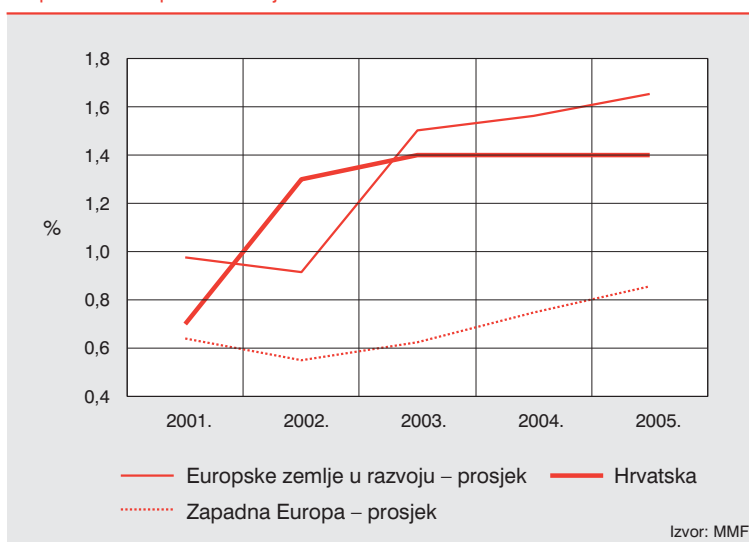
Budući da razvijeniji bankarski sektori standardno imaju nižu stopu prinosa na imovinu te prinosa na kapital od manje razvijenih, može se reći da se Hrvatska i u tom pogledu približila razvijenim zemljama. Tako su prema MMF-ovim podacima, europske zemlje u razvoju u 2005. godini zabilježile prosječan prinos na imovinu od 1,6%, zemlje Zapadne Europe 0,9%, dok isti pokazatelj za Hrvatsku iznosi 1,4%. Ovakva kretanja mogu se objasniti činjenicom da je na manje razvijenim financijskim tržištima manje prisutna konkurencija, više su kamatne stope, ali je i veći rizik bankovnog poslovanja.

S obzirom na veći rizik poslovanja banaka na tržištima u razvoju, ne čudi i veća zahtijevana profitabilnost koju vlasnici traže za ulazak na ta tržišta. Usporedba udjela loših u ukupnim kreditima također pokazuje da se Hrvatska po rizičnosti bankarskog posla nalazi otprilike između zemalja Zapadne Europe i europskih zemalja u razvoju.

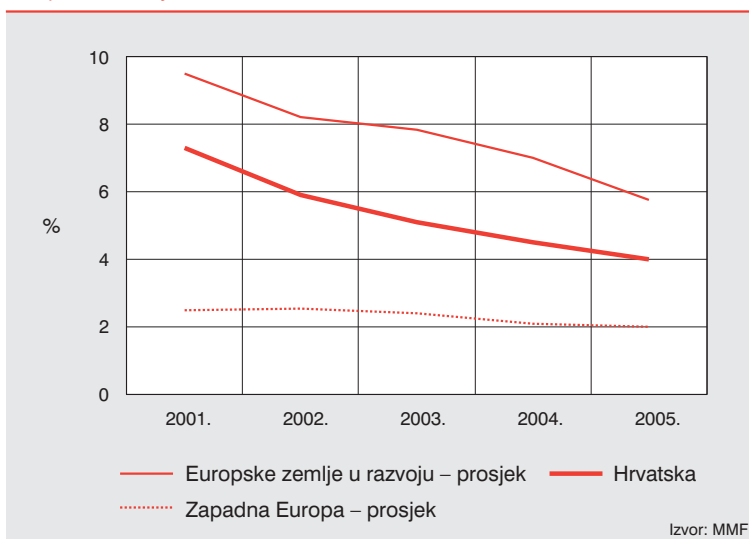
Sveukupno gledajući, hrvatski bankarski sektor u posljednjih godinu dana ostvario je

dobar poslovni rezultat. To se dogodilo u situaciji kada konkurencija nije dopuštala povećanje aktivnih kamatnih stopa, dok su istodobno rasle pasivne kamatne stope pod utjecajem cijene zaduživanja u inozemstvu, a na snazi su bile i mjere monetarne politike za ograničavanje kreditnog rasta i inozemnog zaduživanja banaka. Na sve to banke su odgovorile povećanjem nekamatnog prihoda, smanjivanjem troškova poslovanja i snažnim kreditnim rastom što je na koncu rezultiralo većom profitabilnošću u prvoj polovini 2006. godine.

Slika 54. Prinos na imovinu bankarskog sektora u Hrvatskoj i u odabranim skupinama europskih zemalja



Slika 55. Udio loših u ukupnim kreditima u Hrvatskoj i u odabranim skupinama europskih zemalja



Tablica A Odabrani pokazatelji poslovanja banka²⁴
(u postocima ako nije drukčije navedeno)

Pokazatelj	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	VI. 2006.
Broj banaka	43	46	41	37	34	34
Imovina (u milijunima HRK)	148.455	174.139	204.043	229.305	260.594	277.766
Prinos na prosječnu imovinu (ROAA) ^a	0,9	1,6	1,6	1,7	1,6	1,8
Prinos na prosječni kapital (ROAE) ^b	6,6	13,7	14,1	16,1	15,1	15,7
Prilagođeni ROAA ^c	1,5	1,6	1,5	1,7	1,6	1,7
Pokazatelj neto operativnog prihoda ^d	1,6	1,9	1,9	2	1,9	1,9
Pokazatelj neto kamatnog prihoda ^e	3,6	3,3	3,4	3	2,9	2,8
Pokazatelj općih administrativnih troškova i amortizacije ^f	3	2,7	2,6	2,3	2,2	2,2
Udio kamatnih prihoda na kredite u prosječnim kreditima	11,3	9,6	8,7	8,1	7,7	7,3
Udio kamatnih troškova za depozite u prosječnim depozitima	3,2	2,8	2,5	2,4	2,5	2,5
Udio razlike između kamatnih prihoda na kredite i kamatnih troškova za depozite u prosječnoj imovini	2,9	2,7	2,9	2,7	2,7	2,7
Udio ispravaka vrijednosti u ukupnom iznosu kredita finansijskim institucijama	5,1	3,1	2,1	0,4	0,3	0,2
Udio ispravaka vrijednosti u ukupnom iznosu kredita stanovništvu	4,1	3,4	3,4	3,3	2,2	2,1
Udio ispravaka vrijednosti u ukupnom iznosu kredita ostalim trgovačkim društvima	16,1	11,6	9	7,7	3,6	3,1
Udio posebnih rezervacija u ukupnom iznosu izvanbilančnih rizika	2,7	0,8	0,4	0,4	0,0	0,0
Omjer danih deviznih kredita prema primljenim deviznim depozitima i kreditima	8,3	11,3	10,2	11,2	15,6	18,7
Omjer ukupne devizne imovine i ukupnih deviznih obveza	51,8	44,5	49,3	50,5	50,7	51,4
Udio duge devizne pozicije u jamstvenom kapitalu	11,3	12,8	13,9	12,1	7,7	4,2
Udio kratke devizne pozicije u jamstvenom kapitalu	4,8	2,7	1,4	0,8	1,6	2,9
Omjer dospjelih nenaplaćenih potraživanja i posebnih rezervacija po kreditima ostalim trgovačkim društvima	121,2	128,7	131,5	128,2	129,4	137,9
Omjer dospjelih nenaplaćenih potraživanja i posebnih rezervacija po kreditima stanovništvu	113,9	116,3	105,6	109,9	102,7	106,2
Omjer dospjelih nenaplaćenih potraživanja i posebnih rezervacija po kreditima i depozitima	108,4	117,5	117,2	112,1	109,0	124,9
Udio depozita i kredita primljenih od nerezidenata u ukupnim obvezama	15,4	21,8	26,7	28,4	12,0	13,2
Stopa adekvatnosti kapitala ^g	18,5	17,4	16,5	15,3	14,6	12,9
Omjer bilančnoga kapitala i bilančne imovine	9,2	9,5	8,9	8,6	9,0	9,4
Omjer temeljnoga kapitala i rizičnih izloženosti	16,9	15,2	14,1	13,1	13,0	11,6
Udio danih kratkoročnih kredita u zbroju kratkoročnih primljenih depozita i primljenih kratkoročnih kredita	32,2	37	35,5	35	34,3	38,1
Omjer danih kredita i primljenih depozita i kredita	58,0	65,7	65,0	65,3	71,2	76,5
Udio kredita primljenih od HNB-a i domaćih banaka u ukupno primljenim depozitima i kreditima	7,6	8,7	20,2	14,3	2,8	2,1

- a Postotni udio dobiti prije oporezivanja u prosječnoj imovini
b Postotni udio dobiti poslije oporezivanja u prosječnom kapitalu
c Dobit prije oporezivanja ne uključuje izvanredne prihode i izvanredne rashode.
d Postotni udio neto prihoda iz poslovanja prije rezerviranja za gubitke u prosječnoj imovini
e Postotni udio neto kamatnog prihoda u prosječnoj imovini
f Postotni udio općih administrativnih troškova i amortizacije u prosječnoj imovini
g Omjer jedinstvenoga kapitala i ukupne izloženosti rizicima

24 Prema nekonsolidiranim preliminarnim statističkim izvješćima banaka za 30. lipnja 2006. i nekonsolidiranim revidiranim izvješćima za ranija razdoblja dostupnim na dan 8. rujna 2006. (bez banaka u likvidaciji). Svi su pokazatelji izračunati na osnovi agregiranih nekonsolidiranih podataka za sve banke zajedno na neto načelu (vrijednosti stavki imovine umanjene su za pripadajuće posebne rezervacije). Kod pokazatelja koji se računaju na osnovi prosječnog stanja neke od stavki, prosjeci su izračunati kao aritmetička sredina stanja s početka i stanja s kraja označenog jednogodišnjeg razdoblja. Svi pokazatelji tokova za 30. lipnja 2006. izračunati su kao zbroj ostvarenja u posljednja dva tromjesečja 2005. i u prva dva tromjesečja 2006. godine. Opisana metodologija proizvodi manje kolebljive, odnosno sezonski manje osjetljive pokazatelje, ali i blaga odstupanja njihovih vrijednosti od vrijednosti sličnih pokazatelja u ostalim publikacijama HNB-a.

Tablica B Odabrani pokazatelji zaduženosti nefinancijskih sektora²⁵
(u postocima)

Pokazatelj	2001.	2002.	2003.	2004.	2005.	VI. 2006.
Dug stanovništva						
– kao % BDP-a	19,0	24,7	28,9	32,1	35,9	38,0
– kao % bruto raspoloživog dohotka ^a	37,0	49,3	63,6	70,7	81,6	89,2
– kao % bankovnih depozita stanovništva	43,4	60,8	71,0	77,2	82,8	87,7
– godišnja stopa rasta	29,7	42,5	27,9	19,2	20,2	24,1
Dug nefinancijskih poduzeća						
– kao % BDP-a	42,9	45,0	45,3	47,9	52,5	55,8
– kao % bankovnih depozita poduzeća	352,0	306,9	290,0	303,5	351,4	376,7
– godišnja stopa rasta	8,5	14,6	10,4	13,3	18,0	22,8
UKUPNO – nefinancijski privatni sektor						
– kao % BDP-a	61,9	69,7	74,2	80,0	88,4	93,8
– godišnja stopa rasta	14,2	23,2	16,6	15,6	18,9	23,3
Dug opće države^b						
– kao % BDP-a	41,7	42,1	43,4	46,4	47,4	46,0
– godišnja stopa rasta	11,6	10,6	12,7	14,7	10,0	4,2
– otplaćene kamate kao % BDP-a	1,9	2,0	2,0	2,0	2,2	2,2
UKUPNO – nefinancijski sektor						
– kao % BDP-a	103,6	111,8	117,6	126,4	135,8	139,8
– godišnja stopa rasta	13,2	18,1	15,2	15,3	15,6	16,3
Implicitna otplata kamata^c						
– stanovništva, kao % bruto raspoloživog dohotka	3,9	4,5	5,7	6,1	6,5	6,9
– nefinancijskih poduzeća, kao % BDP-a	3,4	3,1	3,0	2,8	3,0	3,1

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

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

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

25 Stručna procjena prema podacima HNB-a, DZS-a, Fine, DINADOS-a, Hagene, CROSEC-a i MF-a, dostupnim na dan 18. listopada 2006. Moguće su naknadne revizije podataka povezane s redovitom revizijom statistike inozemnog duga. Podaci o dugu ne uključuju dug prema kartičnim kućama koje izdaju nebankarske kartice – moguća je revizija vrijednosti pokazatelja naviše ako sektorski podaci o potraživanjima kartičnih kuća naknadno postanu dostupni. Dug pojedinih sektora prema nebankarskim financijskim institucijama procijenjen je na osnovi nepotpunih podataka – moguće je naknadno povećanje vrijednosti pokazatelja za neke sektore uz odgovarajuće smanjenje za druge sektore ako sektorski podaci o potraživanjima nefinancijskih institucija naknadno postanu potpuni. Podaci o dugu ne uključuju unutarnji dug sektora kao ni međusobna dugovanja između nefinancijskih sektora.

Literatura

- Analiza inozemne zaduženosti RH*, Hrvatska narodna banka, travanj 2006.
- Bilten HNB-a*, br. 119, Hrvatska narodna banka, listopad 2006.
- Bilten HNB-a*, br. 116, Hrvatska narodna banka, lipanj 2006.
- Bilten HNB-a*, br. 113, Hrvatska narodna banka, ožujak 2006.
- Financial Stability Review*, Europska središnja banka, lipanj 2006.
- Monthly Bulletin*, Europska središnja banka, rujan 2006.
- Global Financial Stability Report*, Međunarodni monetarni fond, rujan 2006.
- Informacija o poslovanju poduzetnika RH u razdoblju siječanj – lipanj 2006. godine*, Financijska agencija, rujan 2006.
- Makrobonitetna analiza*, br. 1 – 3, Hrvatska narodna banka
- Mjesečni izvještaj za lipanj 2006.*, Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga, srpanj 2006.
- World Economic Outlook*, Međunarodni monetarni fond, rujan 2006.
- Zakon o investicijskim fondovima* (“Narodne novine”, br. 150/2005.)
- Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o deviznom poslovanju* (“Narodne novine”, br. 140/2005.)
- Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o stambenoj štednji i državnom poticanju stambene štednje* (“Narodne novine”, br. 95/2005.)
- Zakon o Hrvatskoj agenciji za nadzor financijskih usluga* (“Narodne novine”, br. 140/2005.)
- Zakon o osiguranju* (“Narodne novine”, br. 151/2005.)
- Zakon o proračunu* (“Narodne novine”, br. 96/2003.)
- Zakon o računovodstvu* (“Narodne novine”, br. 146/2005.)
- Zakon o reviziji* (“Narodne novine”, br. 146/2005.)

Izvori na internetu

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

Kratice

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

Znakovi

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

