

Paola Stipković, mag. oec. \*

Doc. dr. sc. Željko Bogdan \*\*

## POKAZATELJI HRVATSKOGA BANKOVNOG SUSTAVA I GOSPODARSKI RAST<sup>1</sup>

### CROATIAN BANKING SYSTEM INDICATORS AND ECONOMIC GROWTH

---

**SAŽETAK:** Rad prikazuje nekoliko indikatora profitabilnosti, rizičnosti i kapitaliziranosti hrvatskoga bankovnog sustava. Iznimno dobra kapitaliziranost jamči stabilnost i mogućnost pozitivnoga utjecaja na gospodarski rast u Hrvatskoj. Diskutiraju se mogući kanal, predznak i smjer veze između razvoja hrvatskih banaka i gospodarskoga rasta. U tome pomažu i rezultati brojnih empirijskih istraživanja gdje je proučavana veza između financijskoga razvoja i gospodarskoga rasta koji su također prikazani u ovome radu. Mogući zaključci su da je financijski razvoj prije krize utjecao na gospodarski rast kroz akumulaciju kapitala, ali i kroz stimulaciju osobne i državne potrošnje. U recentnoj krizi dolazi do ograničenja i na strani ponude i na strani potražnje, a stupanj zaduženosti privatnoga sektora ograničava njegov kapacitet za daljnje zaduživanje. To upućuje na mogućnost da veza financije – gospodarski rast u Hrvatskoj poslije 2008. g. iščezava ili postaje negativna.

**KLJUČNE RIJEČI:** hrvatski bankovni sustav, indikatori profitabilnosti, indikatori rizičnosti, indikatori kapitaliziranosti, gospodarski rast.

**ABSTRACT:** The paper describes several indicators of profitability, risk and capitalization of the Croatian banking system. Adequate capitalization enables stability and possibility to affect Croatian economic growth positively. Additionally, the paper discusses the possible channel, sign and direction of the relationship between banking development and economic growth in Croatia. The article also reviews many empirical researches which study finance – growth relationship and help in this discussion. Possible conclusions are that in pre-crisis times financial development affects economic growth via capital accumulation and stimulation of personal and government consumption. In recent times supply and demand limitation were witnessed and private sector indebtedness limited its capacity for additional debt. So there is a possibility that finance – economic growth relationship in Croatia disappears after 2008 or becomes negative.

**KEY WORDS:** Croatian banking system, profitability indicators, risk indicators, capitalization indicators, economic growth.

---

\* Paola Stipković, mag. oec., LeitnerLeitner, Heinzelova 70, 10000, Zagreb.

\*\* Doc.dr. sc. Željko Bogdan, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Trg J. F. Kennedyja 6, Zagreb.

<sup>1</sup> Ovaj se rad nastavlja na završni rad Paole Stipković (Stipković, 2013.) čiji je mentor bio Željko Bogdan.

## 1. UVOD

Za postizanje dugoročnog gospodarskog rasta važni su kanali akumulacija fizičkog i ljudskog kapitala te tehnološke inovacije. Budući da one nastaju kao plod investicija, otvara se pitanje njihovoga financiranja pa se teza da razvoj financijskoga sustava dovodi do gospodarskog rasta nameće kao logičan odabir. Financijske funkcije kroz koje se to odvija identificirao je Levine (1997.) i istaknuo: mobilizaciju štednje, poboljšanu alokaciju resursa, kontrolu korporacija, olakšavanje upravljanja rizikom te olakšavanje trgovine robom i uslugama. No, da bi financijski sustav poticao gospodarski rast nužno je postojanje *financijske stabilnosti* (na što su ukazali i pojedini empirijski radovi poput: Loayza i Rancière (2006.), Rousseau i Wachtel (2011.)), a koja se očituje kao situacija u kojoj zdravlje financijskoga sustava ne utječe na realne ekonomske odluke.<sup>2</sup>

Utjecaj razvijenosti financijskoga sustava na gospodarski rast odavno je predmet istraživanja ekonomista, a neki od njih uključuju i posttranzicijske zemlje. Njihov je pregled ostavljen za treći dio. Većina istraživanja se odnosi na skupine država, ali postoje i neka na pojedinačnim ekonomijama. Premda je Hrvatska u njih uključivana kao dio skupa tranzicijskih zemalja, istraživanja koja su fokusirana samo na hrvatske podatke prema znanju autora ovoga teksta relativno su oskudna. Stoga će se u trećemu dijelu rada iznijeti *moćni* učinci financijskoga razvoja na gospodarski rast u Hrvatskoj. Da bi se to moglo učiniti, najprije je nužno prezentirati nekoliko pokazatelja bankovnog sektora u Hrvatskoj koji se tiču profitabilnosti, rizičnosti i mogućnosti apsorpcije šokova jer stabilan financijski sustav može pridonijeti gospodarskome rastu. Dodatno će pridonijeti i rezultati već objavljenih istraživanja o povezanosti financijskoga razvoja i gospodarskoga rasta.

Iz navedenoga se može izdvojiti nekoliko ciljeva ovoga rada: *prvi* je predstaviti nekoliko osnovnih pokazatelja bankovnog sustava u Hrvatskoj koji se odnose na profitabilnost, rizičnost i kapitaliziranost. *Drugi* je načiniti pregled empirijske literature u kojoj je već istraživana utjecaj financijske razvijenosti na gospodarski rast. *Treći* je na temelju tih rezultata te pokazatelja bankovnog sustava formirati zaključke o vezi između financijskoga razvoja i gospodarskoga rasta koji bi mogli vrijediti u Hrvatskoj. Doprinos ovoga rada se ogleda upravo u ostvarenju ovoga cilja jer su neki pregledi empirijskih istraživanja o utjecaju financijskoga razvoja na gospodarski rast već dostupni u hrvatskoj stručnoj literaturi (Bađun, 2009.; Bogdan, 2010.). S obzirom na relativnu oskudnost istraživanja koji su fokusirani samo na Hrvatsku, *četvrti* je cilj ovoga rada potaknuti istraživače na proučavanje ove problematike u Hrvatskoj.

Struktura rada je sljedeća: u poglavlju 2 će se analizirati razvoj hrvatskoga bankovnog sustava pri čemu će se posebna pozornost posvetiti pokazateljima profitabilnosti te rizičnosti kao i faktorima apsorpcije šokova. Poglavlje 3 prati literaturu koja procjenjuje vezu između razvoja financijskoga sustava i gospodarskoga rasta te pokušava utvrditi kakvi bi zaključci mogli vrijediti za Hrvatsku. Zadnji dio zaključuje razmatranja iz teksta.

<sup>2</sup> U strogo stručnome pogledu financijska se stabilnost može definirati kao „stanje očitovano u neometanom i učinkovitom funkcioniranju svih segmenata financijskog sustava (financijskih institucija, financijskih tržišta i financijske infrastrukture) u procesu alokacije resursa, procjene i upravljanja rizicima te izvršavanja plaćanja, kao i u otpornosti sustava na iznenadne šokove“ (Dumičić, 2015., str. 3.).

## 2. ANALIZA HRVATSKOGA BANKOVNOG SUSTAVA S NAGLASKOM NA RAZDOBLJE NAKON 2000. GODINE

### 2.1. Faze razvoja bankovnog sustava u Hrvatskoj

U Hrvatskoj su najvažniji dio financijskoga sustava banke (u lipnju 2015. oko 72% aktive financijskih posrednika), a od ostatka najveći dio zauzimaju mirovinska i osiguravajuća društva – ukupno oko 18%. Stoga će u ovome tekstu naglasak biti na bankovnome sustavu.

Razvoj bankovnog sustava u Hrvatskoj se može pratiti kroz tri faze. U takvoj podjeli *prva* bi faza mogla pokrivati razdoblje socijalizma, dakle vrijeme do 1989. godine koje se može protegnuti i do implementacije Stabilizacijskog programa iz 1993. godine. Stanje hrvatskoga bankovnog sustava potkraj 1980-ih najbolje opisuje studija koju je naručila vlada Ante Markovića prema kojoj je većina banaka bila nesolventna pa bi bilo najbolje „platiti nekome da ih preuzme“ (HUB Analize br. 51, 2015.). Ratna zbivanja su sigurno dodatno pogoršala stanje u hrvatskome bankovnom sustavu. *Druga* bi obuhvaćala razdoblje druge polovine 1990-ih kada dolazi do sanacije bankovnog sustava te smanjenja udjela državnih banaka. Premda je privatizacija bankovnog sustava počela još 1989. godine, 78% ukupne aktive je 1996. godine još bilo u državnome vlasništvu. Smanjenje udjela državnih banaka se dogodilo tijekom 1997. i 1998. godine kada je otprilike polovina aktive bila u domaćem privatnom vlasništvu. Između 1999. i 2001. počinje značajno rasti udio aktive banaka u posjedu inozemnih vlasnika koji nakon 2001. godine iznosi oko 90%.<sup>3</sup> S dominacijom inozemnih banaka započinje *treća* faza razvoja hrvatskoga bankovnog sustava.

Povezivanje s inozemnim bankama je bilo pogodno zbog dokapitalizacije te mogućeg poboljšanja korporativnog upravljanja u bankama, ali i bolje efikasnosti i konkurentnosti (Gardó i Martin, 2010.).<sup>4</sup> Međutim, otvara se pitanje što je motiviralo strane banke na ulazak u Hrvatsku. Odgovor na to pitanje valja tražiti u visokoj očekivanoj profitabilnosti domaćih banaka. Ponajprije treba imati u vidu da je fizički kapital u Hrvatskoj bio zastario ili uništen ratnim djelovanjem pa je bila nužna njegova obnova ako se želio uhvatiti korak s EU, a obnova fizičkog kapitala zahtijeva investicije i, naravno, dostupnost financijskih sredstava. Nadalje, zahvaljujući investicijama hrvatsko je gospodarstvo između 1995. i 1998. g. raslo po stopi od visokih 6%, ali su relativno visoke stope (između 4 i 5%) bile i između 1999. i 2007. godine. U usporedbi s Hrvatskom stope rasta dohotka i kamatne stope u Europi su bile jako niske (HNB, 2006.). Dakle, i relativno visoke kamatne stope i relativno visoke stope rasta dohotka upućivale su na moguću visoku profitabilnost hrvatskih banaka u budućnosti.

<sup>3</sup> U javnosti se često špekulira da je u banke uloženo 80 milijardi kuna, a da su prodane prilično jeftino – za oko 5 milijardi kuna. Neke analize (npr. Jankov, 2000.; HUB Analize br. 51, 2015.) ne opravdavaju navedene svote, ali autorima ovoga teksta nisu poznate neke alternativne studije koje bi njihove zaključke odbacili. Podaci o udjelima u aktivni bankovnog sektora su preuzimani iz Biltena o bankama.

<sup>4</sup> U vrijeme kad se u Hrvatskoj provodila privatizacija bankovnog sektora bilo je uvriježeno mišljenje da dominacija državnoga vlasništva u bankama negativno utječe na gospodarski rast (LaPorta, Lopez de Silanes i Shleifer, 2002.). I neka kasnija istraživanja sugeriraju da je veći udio državnoga vlasništva u domaćim bankama moguće povezati s nepovoljnom fiskalnom pozicijom (Gonzalez-Garcia i Grigoli, 2013.) te negativnim (ili neutralnim) utjecajem na inovacije kompanija (Xiao i Zhao, 2012.).

Promatrajući samo s pozicije stranih banaka moglo bi se zaključiti da je prodaja domaćih banaka bila dobra odluka, ali se o tome niti u domaćoj javnosti niti u stručnim krugovima neće naći jednoznačni odgovor. Neosporno su strane banke pomogle stabilizaciji kreditne aktivnosti potpomognutoj kreditima banaka majki, ali su u isto vrijeme pridonijele i većoj ranjivosti hrvatskoga gospodarstva kako na šokove u drugim inozemnim bankama iz iste grupacije, tako i na šokove u njihovim matičnim gospodarstvima (pretežito talijanske i austrijske) (IRC expert group of ESCB, 2010.). Također, treba istaknuti da su, iako nisu bile odlučujući čimbenik, strane banke također pridonijele i kreditnoj euroizaciji u Hrvatskoj (Haiss i Rainer, 2012.), a koja sužava manevarski prostor monetarnoj politici (doduše, izgledno je da bi on bio i sužen i bez euroizacije jer je Hrvatska mala otvorena ekonomija). Studije HNB-a provedene početkom 2000-tih (Galac i Kraft, 2001.; Kraft, 2003.) pokazuju da su strane banke odigrale veliku ulogu u poboljšanju konkurentnosti i efikasnosti banaka te unapređenju kvalitete bankarskih proizvoda i usluga. Kraft (2003.) dodatno potvrđuje da nove strane banke osnovane *greenfield* investicijama imaju mnogo bolju kvalitetu aktive od ostalih banaka i da su brže od ostalih vrsta banaka povećale cjelokupno kreditiranje. Šubić (2009.) ističe da su strane banke bile najveći pokretači okrupnjavanja banaka u Republici Hrvatskoj, ali i da su pridonijele kvalitativnom razvoju bankovnoga tržišta kao i produblivanju spektra financijskoga tržišta. Upravo, to upućuje na potrebu da se posebno prate pokazatelji razvoja bankovnoga sustava nakon što su strane banke preuzele dominantan udio u njegovoj aktivni. Zato će se i analizirani pokazatelji bankovnoga sustava u idućem dijelu rada uglavnom odnositi na razdoblje nakon 2000. g.

## 2.2. Pokazatelji profitabilnosti

Analizu pokazatelja hrvatskoga bankovnog sustava prikladno je započeti s pokazateljima profitabilnosti jer je razumno pretpostaviti da šira dostupnost financijskih usluga rezultira i većom dobiti financijskoga sektora, ali profitabilan financijski sektor također privlači i deponente na plasman svojih sredstava. Zato će se kretanje profitabilnosti financijskoga sektora promatrati kako apsolutno (kroz ukupnu dobit), tako i relativno (tj. u odnosu na prosječnu aktivu i prosječan kapital).

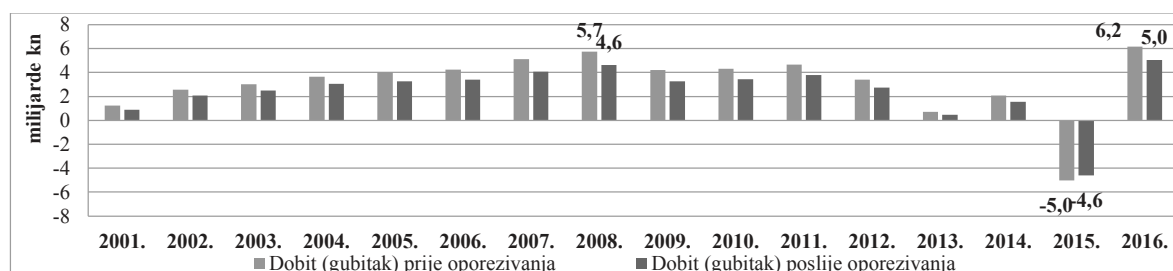
Kretanje apsolutne dobiti hrvatskoga bankarskog sustava između 2001. i 2016. godine je prikazano na slici 1. gdje se uočava da je najsnažniji porast dobiti banaka (oko 4.5 - 5 puta<sup>5</sup>) bio do 2008. g. jer je rast investicija i drugih komponenti domaće potražnje povećavao potražnju za kreditima.

S gospodarskom krizom koja je nastupila u drugoj polovini 2008. g. i banke su suočene s promjenom trenda u dobiti (stagnacijom ili smanjenjem) premda je do 2014. godine još poprimala pozitivne vrijednosti. Općenito na smanjenje dobiti banaka mogu utjecati (HUB Analize br. 19, 2009.): smanjenje troškovne efikasnosti, pad neto kamatnih prihoda, pad neto nekamatnih prihoda i povećanje rezerviranja (pad kvalitete plasmana). Analize HNB-a su pokazivale da su takva kretanja dobiti banaka bila uglavnom povezivana s većim troškovima rezerviranja za gubitke te padom neto kamatnog prihoda iako su ih banke pokušavale ublažavati kroz porast nekamatnih prihoda (npr. trgovinu derivatima) ili uštedama na

<sup>5</sup> Proširi li se razdoblje na 1999. godinu, zaključilo bi se da je dobit bankovnoga sustava (1999. – 2008.) porasla za oko 7 puta.

kamatnim rashodima.<sup>6</sup> 2015. godine bankarski je sustav završio u gubicima uglavnom kao posljedica izvanrednih troškova zbog primjene zakonskih izmjena po kreditima vezanima uz švicarski franak (Bilten o bankama br. 29, 2016., str. 16.). S oporavkom gospodarstva oporavila se i dobit banaka koja je 2016. godine poprimila rekordne razmjere (oko 6.17 odnosno 5.03 milijarde kuna kada se odbije porez na dobit).

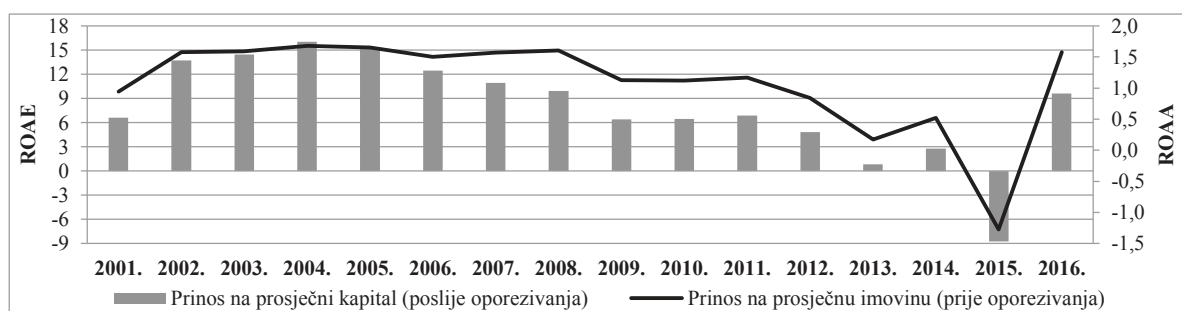
Slika 1. Rezultat poslovanja hrvatskih banaka između 2001. i 2016. (u milijardama kuna)



Izvor: Bilten o bankama, različita godišta.

Pokazatelje profitabilnosti je, međutim, uobičajeno promatrati relativno, tj. kao odnos prema prosječnoj imovini (*povrat na prosječnu imovinu* (engl. *ROAA – Return on Average Asset*)) ili prosječnom kapitalu (*povrat na prosječni kapital* (engl. *ROAE – Return on Average Equity*)). Kako ROAA uključuje dobit prije, a ROAE poslije oporezivanja, (obje na slici 1.), dinamika ovih pokazatelja na slici 2. pokazuje je li ona rasla brže ili sporije u odnosu na imovinu odnosno kapital.

Slika 2. ROAA i ROAE u hrvatskome bankovnom sustavu



Izvor: Bilten o bankama, različita godišta.

Imajući u vidu da je prosječna imovina banaka rasla do 2012., rast dobiti banaka prije oporezivanja je do 2008. slijedio dinamiku prosječne imovine (relativno stabilno kretanje profitabilnosti imovine - ROAA), ali je od 2008. do 2011. bio sporiji (pad ROAA). Pad dobiti 2012. uz rast prosječne imovine dodatno smanjuje ROAA. Uz pad prosječne imovine poslije 2012. ROAA slijedi dinamiku apsolutne dobiti pa se tek 2016. g. izjednačava s

<sup>6</sup> Detaljnije o tome može se vidjeti u Biltenu o bankama br. 20 (2010., str. 18.), Biltenu o bankama br. 22 (2011., str. 18.), Biltenu o bankama br. 24 (2012., str. 18.), Biltenu o bankama br. 26 (2013., str. 18.), Biltenu o bankama br. 27 (2014., str. 17.), Biltenu o bankama br. 28 (2015., str. 17.) i Biltenu o bankama br. 29 (2016., str. 16.).



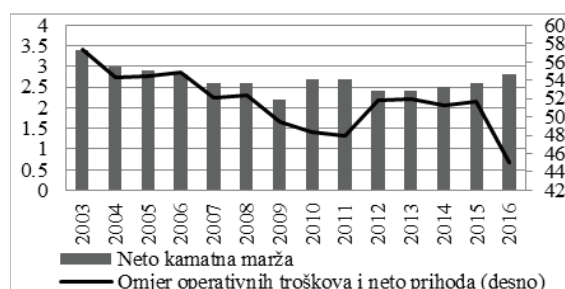
vrijednosti iz 2007. i 2008. godine (1.6). Sličnu dinamiku kao i ROAA, barem poslije 2008. g., ima i profitabilnost kapitala (ROAE). Međutim, primjetan je pad ROAE u razdoblju od 2004. do 2008. g. što pokazuje da je apsolutna dobit banaka nakon oporezivanja u tome razdoblju rasla sporije od kapitala. Zato se niske vrijednosti ROAE u hrvatskome bankovnom sustavu mogu objasniti samo visokom kapitaliziranošću domaćih banaka.<sup>7</sup>

Na poslovni rezultat banaka svakako utječe i troškovna efikasnost koja se prati odgovarajućim indikatorima poput *odnosa troškova i dohotka* (engl. *cost-income ratio* – CIR) i odnosa troškova i aktive. Indikator efikasnosti na slici 3. je predodčen kao omjer operativnih troškova i neto prihoda. Manje vrijednosti ovoga indikatora (do 2011. g.) upućuju na bolju efikasnost, ali nagovještaju da uzroke manje profitabilnosti treba tražiti u strukturi neto prihoda i kvaliteti plasmana (HUB Analize br. 19, 2009.) čemu će analiza kretanja neto kamatne marže i udjela loših u ukupnim plasmanima biti od velike koristi, ali će o potonjima više riječi biti u dijelu o rizičnosti. Većem omjeru operativnih troškova i neto prihoda nakon 2011. značajno su pridonosili veći troškovi rezerviranja.

*Neto kamatna marža* (engl. *net interest margin* – NIM) se računa kao razlika kamatnih prihoda po prosječnoj kamatnoj aktivi i kamatnih rashoda po prosječnoj kamatnoj pasivi. Za razdoblje od 2003. do 2016. predodčena je na slikama 3. i 4. Od početka promatranoga razdoblja neto kamatna marža ostvaruje godišnji pad, a njena najniža razina zabilježena je na kraju 2009. godine kada je iznosila 2.2% dok se između 2010. i 2015. kreće u intervalu od 2.4 do 2.6%. Sukladno definiciji, na kretanja NIM će utjecati kretanja neto kamatnih prihoda i neto kamatnih rashoda (detaljnije se može vidjeti u HUB Analize br. 25-26 (2010.), Biltenu o bankama br. 22 (2011.) i Biltenu o bankama br. 28 (2015.)). Istraživanja odrednica neto kamatne marže (npr. Dumičić i Ridzak, 2013.) potvrđuju da su snažan priljev kapitala te stabilno makroekonomsko okružje najviše pridonijeli njenom smanjivanju prije krize. U krizi se javlja dvojak učinak – tako rast javnoga duga i manji priljev kapitala pridonose povećanju marži, ali ju smanjuju manja potražnja za kreditima, veća kapitalizacija i rast nenadoknadivih kredita.

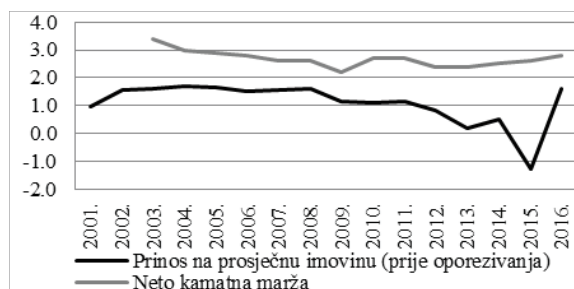
<sup>7</sup> Ako se s  $T$  označi porez na dobit, a  $K$  prosječan kapital i  $A$  prosječna imovina, odnos između ROAA i ROAE se može opisati formulom:  $ROAA = \left( ROAE + \frac{T}{K} \right) \frac{K}{A}$ . Zanimare li se (radi jednostavnosti) porezi, uz danu prosječnu imovinu i dobit, veći će prosječni kapital značiti i veću financijsku polugu, ali će dovesti do manjeg ROAE iako će ROAA ostati nepromijenjen. Stoga je kod hrvatskih banaka relativno visok ROAA popraćen s niskim ROAE zbog visoke kapitaliziranosti domaćih banaka (HUB Analize br. 25-26, 2010., str. 7.). Drugim riječima, uz stabilan ROAA, viši kapitalni zahtjevi će rezultirati padom ROAE. Međutim, niži ROAE može značiti manju očekivanu zaradu odnosno manju spremnost vlasnika da reinvestira zarade i/ili osigura vlastiti kapital za podršku daljnjoj ekspanziji poslovanja (HUB Analize br. 19, 2009.).

Slika 3. Neto kamatna marža i efikasnost banaka



Izvor: Bilten o bankama, različita godišta.

Slika 4. Usporedba ROAA i neto kamatne marže



Izvor: Bilten o bankama, različita godišta.

### 2.3. Pokazatelji rizičnosti

U uvodu je istaknuto kako je financijska stabilnost preduvjet da bi financijski sustav pozitivno utjecao na gospodarski rast. Očuvanje financijske stabilnosti je zadaća makrobonitetne (makroprudencijalne) politike koja s jedne strane provodi mjere, instrumente i aktivnosti kojima će jačati otpor financijskoga sustava, a s druge strane izbjegavati i/ili smanjivati sistemske rizike.<sup>8</sup> Pod *sistemskim rizikom* se podrazumijeva „rizik nastupanja sistemskog događaja sa snažnim negativnim učincima koji kroz različite kanale mogu poremetiti proces pružanja financijskih usluga ili rezultirati snažnim porastom njihovih cijena te ugroziti neometano poslovanje većeg dijela financijskoga sustava i onemogućiti učinkovito financijsko posredovanje“ (Dumičić, 2015.a, str. 4.). Potencijalni sistemski rizici su definirani u tablici 1., ali se u ovome tekstu prate kreditni i tržišni rizici (tečajni i kamatni).<sup>9</sup>

Međutim, treba napomenuti da se ovi rizici međusobno isprepliću. Potencijalni gubici u financijskome sustavu mogu smanjiti ponudu kredita i povećati kamatne stope te pogoršati naplatu kredita (kreditni i kamatni rizik). Dođe li pritom i još do navala štediša na banke, banke će imati problema s likvidnosti (rizik likvidnosti). On se može proširiti i na druge institucije (rizik zaraze) što će dovesti do pojave sistemskog rizika. Iz ovoga se jasno vidi zašto je važno povjerenje u financijski sustav (a napose bankovni<sup>10</sup>) i održavanje njegove stabilnosti.

<sup>8</sup> O makroprudencijalnoj regulaciji i financijskoj stabilnosti se npr. može vidjeti u Dumičić (2015.) i Dumičić (2017.). O mjerama makroprudencijalne politike u Hrvatskoj moguće je više naći u Faulend (2014., str. 126-139.).

<sup>9</sup> O rizicima se može naći i u Čihák (2005.) i HUB Analize br. 46 (2013.).

<sup>10</sup> U zemljama gdje u aktivni financijskoga sektora banke imaju izrazito visok udio, stabilnost bankovnog sektora će biti najvažniji faktor financijske stabilnosti. Međutim, u financijski razvijenijim ekonomijama znatno bitni čimbenici financijske stabilnosti su i ostali financijski posrednici poput mirovinskih fondova i osiguravajućih društava. O značaju institucionalnih investitora na stabilnost financijskoga tržišta može se vidjeti u (Krišto, Stojanović i Pavković (2014.).

Tablica 1. Potencijalni sistemski rizici u financijskome sustavu

Vrsta rizika	Definicija
Kreditni rizik	Rizik povezan s mogućim gubicima banaka zbog nemogućnosti dužnika da vrati kredit.
Tržišni rizik	Rizik vezan uz promjene cijena vrijednosnih papira, tečajeva ili drugih oblika financijske imovine, kao cijena nefinancijske imovine koja može biti podloga za izvedene financijske instrumente, poput nekretnina.
Operativni rizik	Rizik koji se odnosi na moguće poremećaje u procesima rada, neodgovarajuće upravljačke i organizacijske strukture te moguće tehničke i informatičke poteškoće.
Likvidnosni rizik	Postoje dva oblika likvidnosnog rizika: <ul style="list-style-type: none"> <li>• Rizik likvidnosti imovine – odnosi se na nemogućnost vršenja transakcije po tekućoj tržišnoj cijeni zbog veličine transakcije. Dolazi do izražaja kad se određena imovina mora brzo prodati (engl. <i>fire sale</i>).</li> <li>• Rizik likvidnosti financiranja – odnosi se na nesposobnost podmirenja obveza o dospijeću. U mnogim slučajevima sloma banaka nelikvidnost nastupa nakon što banka postane nesolventna. Nedostatak adekvatnog financiranja likvidnosti smatra se ključnim znakom da banka ima ozbiljnih financijskih problema.</li> </ul>
Rizik povezan s infrastrukturom	Rizik povezan sa sustavima koji osiguravaju tehničku podršku u transakcijama na financijskim tržištima. Njihova organizacija uvelike određuje doseg financijskih šokova i stupanj prelijevanja tih šokova među financijskim institucijama.
Rizik zaraze	Opasnost od prelijevanja šokova među financijskim institucijama, tržišnim segmentima ili među zemljama.

Izvor: načinjeno prema Dumičić (2015.a, str. 4.) i Blaschke i dr. (2001., str. 27.).

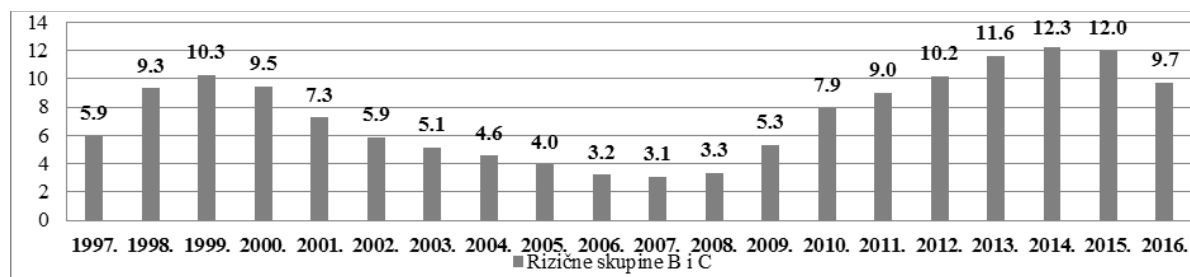
### 2.3.1. Kreditni rizik

Kreditnom riziku izloženi su ukupni plasmani i izvanbilančne obveze banaka te oni podliježu klasifikaciji u rizične skupine. Potpuno nadoknativi plasmani<sup>11</sup> i izvanbilančne obveze se ubrajaju u rizičnu skupinu A. Oni kod kojih se kašnjenje u naplati kreće od tri mjeseca do godine dana pripadaju rizičnoj skupini B (djelomično nadoknativi) dok se oni kod kojih je kašnjenje veće od godine dana ubrajaju u skupinu C (potpuno nenadoknativi). Udio nenadoknativih kredita (engl. *non-performing loans* – NPL), tj. onih rizičnih skupina B i C u ukupnim plasmanima je predložen na slici 5.

<sup>11</sup> Riječi „plasman“ i „kredit“ će se u tekstu koristiti naizmjenično iako je u stvarnosti „plasman“ širi pojam jer banke mogu sredstva, osim u kredite, plasirati i u kupnju vrijednosnih papira.



Slika 5. Udio nenadoknadivih kredita u ukupnim kreditima hrvatskih banaka u %



Izvor: Bilten o bankama, različita godišta.

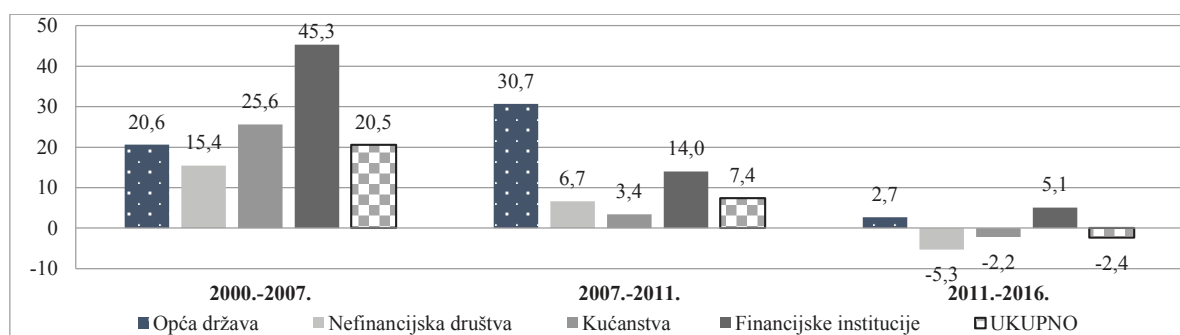
Slika 5. jasno pokazuje da udio nenadoknadivih kredita raste u recesijama (1998. - 1999.; 2008. - 2014.), a opada u razdobljima ekspanzija (1999. - 2008. i nakon 2014.). Međutim, takav indikator ipak podcjenjuje nenadoknadle kredite u uvjetima ekspanzije, a precjenjuje ih u vrijeme recesije jer na njega utječe i ukupna vrijednost plasmana. Premda i u ekspanziji postoje oni koji će zapasti u teškoće prilikom vraćanja kredita, rast nenadoknadivih plasmana je tada, u pravilu, sporiji od rasta ukupnih plasmana. To se jako dobro vidi prema plasmanima C kategorije čija je vrijednost 2003. godine iznosila oko 3.37 milijardi kuna i nastavila kontinuirano rasti do 2016. godine. Tako je njihova vrijednost 2007. bila veća za četvrtinu u odnosu na 2003. (tj. oko 4.27 milijardi) premda je udio nenadoknadivih kredita bio na najnižoj razini. Slično su i krediti B kategorije imali uzlazni trend između 2004. i 2014. godine pa su između 2004. i 2007. narasli za oko petinu. Za vrijeme krize udio nenaplativih kredita raste jer se do 2011. ukupna vrijednost plasmana povećavala sporije od kredita B i C kategorije, a nakon toga i počela apsolutno smanjivati. Nakon 2014. krediti B i C kategorije padaju brže od ukupnih plasmana što pridonosi i njihovom manjem udjelu. Već iz priloženoga se vidi da je dinamika udjela nenaplativih kredita u bitnoj mjeri određena poslovnim ciklusom što potvrđuju i dosada provedena istraživanja (npr. Cota, Erjavec i Bogdan (2011.), Cota, Bogdan i Rogić (2011.), Škarica (2014.) te Tomas-Žiković, Žiković i Arbula-Blecich (2015.)). Prema Mileris (2014.) postupno pogoršavanje makroekonomskih pokazatelja u vrijeme financijske krize zajedno s povećanjem postotka nenaplativih kredita je tipično za bankarske sektore koji dominiraju zemljama srednje i istočne Europe.

Međutim, kada se prati samo kreditni rizik, nije dovoljno zaustaviti se na udjelu nenaplativih kredita. Ponajprije, veća količina odobrenih kredita znači i veću raširenost financijskih usluga pa će više kredita stimulirati investicije i gospodarski rast. Međutim, kao što se vidi i u slučaju Hrvatske, uz rast ukupnih plasmana postoji i rast nenadoknadivih kredita pa preveliko „razbacivanje“ s kreditima krije u sebi i veliki kreditni rizik. Materijalizacija takvoga rizika može se loše odraziti i na cjelokupni financijski sektor zemlje što se najbolje može vidjeti iz recentne financijske krize kada su neke zemlje (npr. Irska) morale drastično povećati svoj javni dug kako bi sanirale bankarski sektor. Naravno, ovdje treba balansirati između davanja kredita i kreditnoga rizika, ali se pokazalo da se isplati da središnje banke makro i mikroprudencijalnom politikom ograničavaju prekomjerno odobravanje kredita i kažnjavaju banke koje to zaobilaze.

Pri praćenju kreditne rizičnosti nužno je promatrati i strukturu kredita prema institucionalnim sektorima jer se, ovisno o sektoru, mijenja i stupanj rizičnosti. Slika 6. prikazuje prosječne godišnje stope rasta kredita prema institucionalnim sektorima za podrazdoblja:

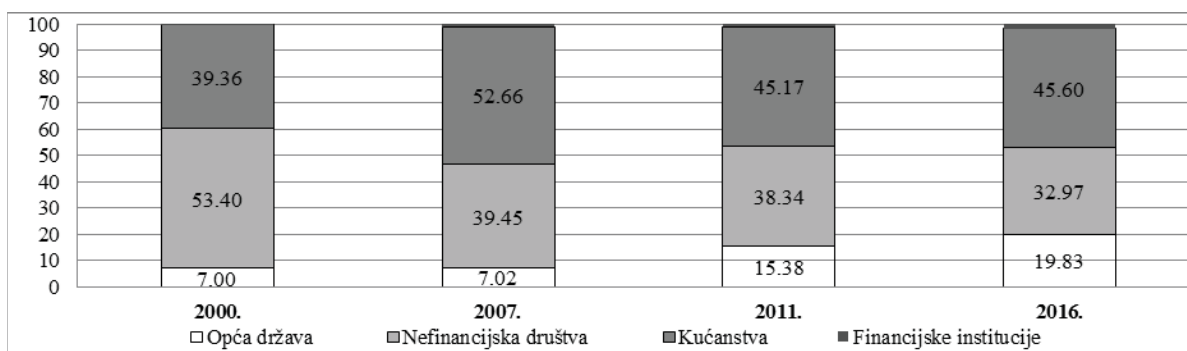
2000. - 2007., 2007. - 2011. te 2011. - 2016. 2000. godina je uzeta kao početna dok je za 2016. g. posljednji dostupni podatak na godišnjoj razini. Granične godine u podrazdobljima su 2007. (jer je to posljednja godina prije usporevanja gospodarstva u 2008. i početka krize) te 2011. (kada vrijednost plasmana dostiže maksimum). Natprosječan (ispodprosječan) rast plasmana prema nekome sektoru prati se kroz veći (manji) porast plasmana toj skupini u odnosu na rast ukupnih plasmana. Natprosječnim rastom plasmana u cjelokupnom razdoblju izdvaja se sektor *Financijskih institucija* dok je ispodprosječan rast svojstven sektoru *Nefinancijskih poduzeća*. Za preostale sektore zaključci se mijenjaju ovisno o stanju gospodarskoga ciklusa pa je natprosječan rast plasmana u razdoblju ekspanzije imao sektor *Kućanstva*, a u razdoblju recentne krize sektor *Opće države*. Stope rasta plasmana utječu i na udio plasmana u pojedinim sektorima što se zorno vidi na slici 7. Unatoč najснаžnijem rastu, udio kredita financijskim institucijama je zanemariv. U vrijeme ekspanzije je udio kredita stanovništva rastao nauštrb kredita poduzećima dok je tijekom recesije, nasuprot kredita poduzećima i stanovništvu, rastao udio kredita središnjoj državi.

**Slika 6.** Prosječne godišnje stope rasta plasmana hrvatskih banaka između 2000. i 2016. godine



Izvor: izračun autora prema podacima iz Biltena o bankama (različita godišta).

**Slika 7.** Struktura plasmana (%) hrvatskih banaka prema institucionalnim sektorima za odabrane godine



Napomena: uzete su granične godine sa slike 6.

Izvor: izračun autora prema podacima iz Biltena o bankama (različita godišta).

Slike 6. i 7. navode na zaključak da hrvatske banke „radije financiraju potrošnju, a ne proizvodnju“ i to postaje očitije otkad su strane banke preuzele vlasništvo na 90% aktive ukupnoga bankarskog sektora. I zaista, prate li se indikatori konkurentnosti hrvatskoga gospodarstva, jedan od problema s kojima se suočavaju hrvatski poduzetnici zaista se odnosi

na problem financiranja<sup>12</sup> što je osobito izraženo kod srednjih, malih i mikro poduzetnika<sup>13</sup>. S bankarske pozicije to se uobičajeno tumači visokom rizičnosti poduzeća neovisno o tome polazi li se od niske kapitaliziranosti ili visoke zaduženosti. Naime, u oba slučaja raste mogućnost da takav klijent neće biti u mogućnosti uredno vraćati kredit. Dodatni argument za veću rizičnost kredita poduzećima mnogi ističu i u slučaju visokog stupnja rigidnosti tržišta rada jer se tada negativni makroekonomski trendovi prije ogledaju u padu profitabilnosti i narušavanju kreditne sposobnosti poduzeća nego u povećanju nezaposlenosti ili smanjenju plaća (HUB Analize br. 8, 2007., str. 11). S druge strane, krediti stanovništvu se uobičajeno smatraju manje rizičnima zbog (HUB Analize br. 8, 2007., str. 11.): brzine i lakoće ugovaranja kolaterala, lakše statističke analize rizika zbog većih i potpunijih standardiziranih baza podataka, pouzdanijih podataka o dohocima te veće mogućnosti diversifikacije rizika. S obzirom na to da je manji udio nenadoknadivih kredita u sektoru stanovništva, to znači da prevladavajući udio kredita sektoru stanovništva u Hrvatskoj pogoduje stabilnosti bankovnog sustava (HUB Analize br. 8, 2007.).

Pri praćenju kreditnih rizika ekonomska literatura također vodi računa i o rizicima povezanim s prisutnošću *asimetričnih informacija*, a to su *rizik nepovoljnog odabira* (engl. *adverse selection risk*) i *moralni rizik* (engl. *moral hazard*). Razlika u njima je u tome što posljednji nastupa nakon što se kredit već odobrio i to što se dužnik angažirao u aktivnostima koje bi mogle umanjiti njegovu kreditnu sposobnost i mogućnost otplate kredita. U oba slučaja prevelika averzija prema riziku umanjuje sklonost banaka za odobravanje kredita (tzv. kreditno racioniranje) što povećava i mogućnost da potencijalno zdravi klijent ne bude u mogućnosti dobiti kredit. Takve situacije su posebno izgledne u uvjetima recesije, pa su dosadašnja istraživanja (npr. HUB Analize br. 50 (2014.), HUB Analize br. 55 (2016.)) potvrdila to i u slučaju hrvatskih poduzeća. Međutim, veličina poduzeća, kapitalizacija i dobit uspijevaju kompenzirati taj učinak i znatno smanjuju vjerojatnost pojave financijskih ograničenja.

### 2.3.2. Valutno inducirani kreditni rizik

*Valutni rizik* se odnosi na rizik promjene tečaja valute ili cijene zlata, ali se u ovome dijelu teksta razmatra *valutno inducirani kreditni rizik* (VIKR) kojim se izlaže kreditna institucija koja odobrava plasmane u stranoj valuti ili uz primjenu valutne klauzule. Na takve

<sup>12</sup> Pod pojmom indikatora konkurentnosti se krije nekoliko pokazatelja konkurentnosti među kojima su najpoznatiji *indeks globalne konkurentnosti* (engl. *Global Competitiveness Index - GCI*) Svjetskog gospodarskog foruma, *indeks globalne konkurentnosti Instituta za razvoj managementa* (engl. *International Institut for Management Development - IMD*) ili *IMD indeks* te *indeks lakoće poslovanja* (engl. *Doing business*) Svjetske banke. Sažeto o njima može se naći u Bogdan i Rogić-Dumančić (2016.), a opširnije na mrežnoj stranici Nacionalnog vijeća za konkurentnost ([www.konkurentnost.hr](http://www.konkurentnost.hr)) ili u originalnim izvješćima. Međutim, svi oni potvrđuju osrednje ili jako loše rezultate kada je u pitanju pristup financiranju. Tako prema Izvješću o globalnoj konkurentnosti oko 10% ispitanih hrvatskih poduzetnika probleme u financiranju ističu kao najvažnije prepreke za poslovanje u Hrvatskoj (Bogdan i Rogić-Dumančić, 2016.). U anketi iz 2013. g. 12% hrvatskih izvoznika je problem financiranja označilo kao prioritet (24% je istaknulo konkurentnost, a 16% tečaj kune). Međutim, među malim i srednjim izvoznicima problem financiranja je na prvome mjestu (Hrvatski izvoznici, 2013.).

<sup>13</sup> Jedini izvori koji prate dostupnost kredita malim poduzećima znani autorima su HUB Analize br. 22 (2010.), HUB Analize br. 44 (2013.), HUB Analize br. 47 (2014.) i HUB Analize br. 52 (2015.). U svim njima se ističu značajna financijska ograničenja (prije svega povezana s niskom kapitalizacijom poduzeća) koja ograničavaju rast i razvoj.

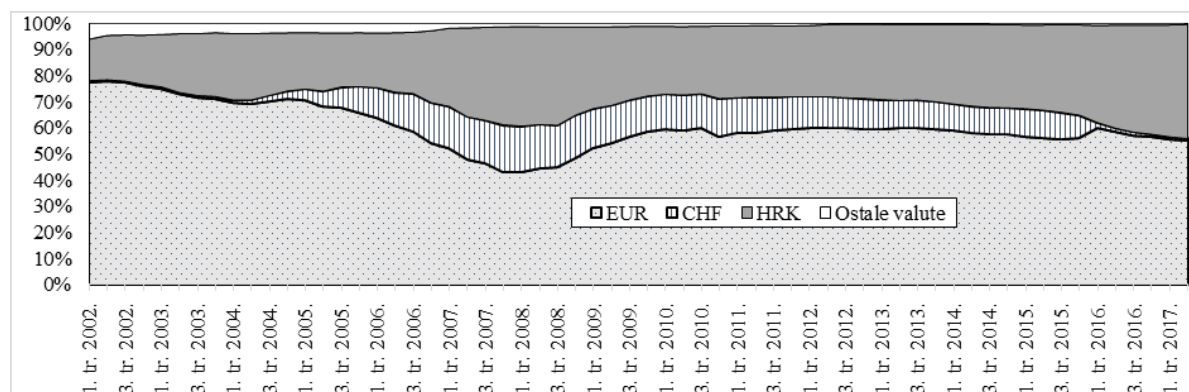
ih kredite potiče situacija u kojoj su izvori sredstava banaka u najvećoj mjeri iskazani u stranoj valuti. VIKR je u pravilu tim veći što je (HUB Analize br. 8, 2007.):

1. veći udio subjekata kojima visina duga ovisi o promjenama tečaja dok im je dohodak o njima neovisan
2. veća varijacija nominalnog tečaja
3. veća brzina kreditne ekspanzije.

Za ovaj rizik je nužno istaknuti ulogu poslovnoga ciklusa jer se on u ekspanziji pritaji, a izade na vidjelo u fazama recesije jer su one često povezane s deprecijacijama domaće valute koje za rezultat imaju pogoršanje pozicije dužnika što ponovno može djelovati pro-recesivno.

Hrvatski bankovni sustav obilježava jedan od najjačih stupnjeva neslužbene euroizacije/dolarizacije u svijetu. Prema podacima HNB-a udio deviznih u ukupnim depozitima u posljednjih 7 - 8 godina premašuje 80 - 85%. Isključe li se kunski depoziti s valutnom klauzulom, omjer je 70 - 75%. S ciljem održavanja valutne usklađenosti u bilancama, to svakako motivira banke na odobravanje kredita u stranoj valuti. Stoga u valutnoj strukturi kredita predočenoj na slici 8. dominiraju euri (ali je njihov udio oko 60%). Udio kredita u kunama varira ovisno o poslovnom ciklusu pa se tako u predkriznom razdoblju uglavnom kretao na oko 20 - 25%, a tijekom 2007. - 2008. je premašio 30%. S krizom udio kredita u kunama najprije opada na 27% (do kraja 2011.), a potom raste do 44% sredinom 2017. g. Korisno je istaknuti, da zbog depozitne euroizacije, veća popularnost kredita u kunama ne eliminira u potpunosti bankovni sustav od valutnoga rizika iako imaju mehanizme kojima se mogu štiti (vidjeti npr. HUB, 2014.). Od valutnoga rizika, međutim, nisu zaštićeni korisnici takvih kredita s valutnom klauzulom jer imaju prihode u domaćoj valuti pa su dosadašnja istraživanja odrednica nenaplativih kredita (npr. Cota, Bogdan i Rogić (2011.), Tomas-Žiković, Žiković i Arbula-Blecich (2015.)) potvrđivala signifikantnost deviznoga tečaja, ali i važnost poslovnoga ciklusa.

Slika 8. Valutna struktura plasmana drugih monetarnih institucija



Izvor: Bilten o bankama, različita godišta.

U valutnoj strukturi kredita posebnu pozornost treba posvetiti kreditima u švicarskim francima (CHF). Kamatne stope na kredite u švicarskim francima početkom 2000-ih su bile manje od onih na eure zbog ekspanzivne monetarne politike švicarske središnje banke. Mo-

netarna ekspanzija je pridonosila i deprecijaciji švicarskog franka koja je bila izražena od polovine 2003. do kraja 2008. godine. Ovakva je politika pridonijela atraktivnosti kredita vezanih uz CHF u više europskih zemalja pri čemu se 2007. g. s udjelom ovih kredita u ukupnim izdvajaju: Mađarska (31%), Island (23%), Poljska (17%), Hrvatska (16%) i Austrija (13%). Sukladno ekonomskoj teoriji moglo se očekivati da bi „popularnost“ švicarskog franka mogla dovesti do njegove aprecijacije (koja bi pogoršala položaj dužnika), a i činjenica da HNB ne brani tečaj franka prema kuni dodatno je pridonosila rizičnosti ovakvih kredita za hrvatske dužnike. Teorija, međutim nije mogla predvidjeti šok koji se stvarno i dogodio pa je kumulativna aprecijacija franka za oko 60% (od druge polovine 2008. do druge polovine 2011.) bila iznenađujuća kako za dužnike, tako i za banke i za regulatora. Nova aprecijacija franka se dogodila tijekom 2015. godine i potaknula hrvatsku vladu na rješavanje tog problema najprije kroz zamrzavanje tečaja franka, a potom i konverziju u eure.<sup>14</sup> Pitanje kreditiranja u švicarskim francima otvaralo je u domaćoj javnosti nekoliko prijepora. *Prvi* među njima je da navedena valuta ne postoji u bilancama banaka (jer je prikazana u izvanbilančnoj evidenciji). *Drugi* se tiče moguće ekstra zarade banaka na kreditima u švicarskim francima.<sup>15</sup> A *treći* same konverzije kredita u francima u eure jer su neki domaći stručnjaci zagovarali kune, a neki se nisu ni slagali s mjerama konverzije kredita.<sup>16</sup>

### 2.3.3. Kamatni rizik

Banke se uglavnom doživljava kao one koji odobravaju kredite premda je u ukupnoj količini plasmana mali udio njihovih vlastitih sredstava. Stoga ih valja promatrati kao preprodavače tuđe štednje koju prikupljaju na tržištu kroz depozite ili druge izvore financiranja i na njih moraju platiti kamatu. Promjene kamatnih rashoda/prihoda će utjecati na njihov profit što ih čini izloženim *kamatnom riziku*. Kretanje kamatnih stopa na plasmane/izvore sredstava su pod djelovanjem više čimbenika pa je dovoljno istaknuti: kamatne stope središnjih banaka, vrste kredita, kamatne elastičnosti potražnje za kreditima i ponude depozita, očekivane gubitke, kapitalizaciju banaka, intenzitet konkurencije među bankama, profitabilnost... (HUB Analize br. 23, 2010., str. 12.). Dok je u slučaju kamata na kredite pad dobiti moguć kako zbog njihovog smanjenja, tako i zbog rasta (zbog porasta nenaplativih kredita), porast kamatne stope na izvore sredstava će smanjiti profit kroz rast kamatnih rashoda. Takav scenarij je moguć i kada klijent uredno otplaćuje kredit pa se kamatni rizik promatra odvojeno od kreditnog (HUB Analize br. 46, 2013., str. 13.). Ovo je važno znati jer na kamatnu stopu ponajprije utječe trošak pribavljanja sredstava (depoziti i drugi izvori).

<sup>14</sup> Dio domaće javnosti je zagovarao konverziju u kune što bi subjekte koji primaju prihode u kunama u potpunosti oslobodilo tečajnoga rizika, ali i narušilo valutnu strukturu bilance banaka i kreiralo deprecijacijske pritiske na kunu. U obrani tečaja HNB bi mogao odgovoriti prodajom eura što bi prema njihovim procjenama, smanjilo devizne rezerve HNB-a za oko 7 milijardi eura ili oko 62% (HNB, 2015.b, str. 31.) i utjecalo na vanjsku likvidnost zemlje. Druge bi se posljedice mogle razmatrati u slučaju deprecijacije, a odnose se na mogući porast kamatnih stopa (što dalje može pridonijeti rastu nenadoknadivih kredita) te na rast javnoga duga jer je najveći dio duga vezan uz euro.

<sup>15</sup> Iako je Hrvatska udruga banaka na svojim mrežnim stranicama tvrdila kako banke nisu ostvarivale ekstra dobit na kreditima u švicarskim francima (i aprecijaciji franka) (HUB, 2014.), Vidaković (2015.) upućuje na suprotno.

<sup>16</sup> Primjerice, o tome se može naći u HUB Analize br. 53 (2015.) i HUB Analize br. 54 (2015.) i HNB (2015.a).



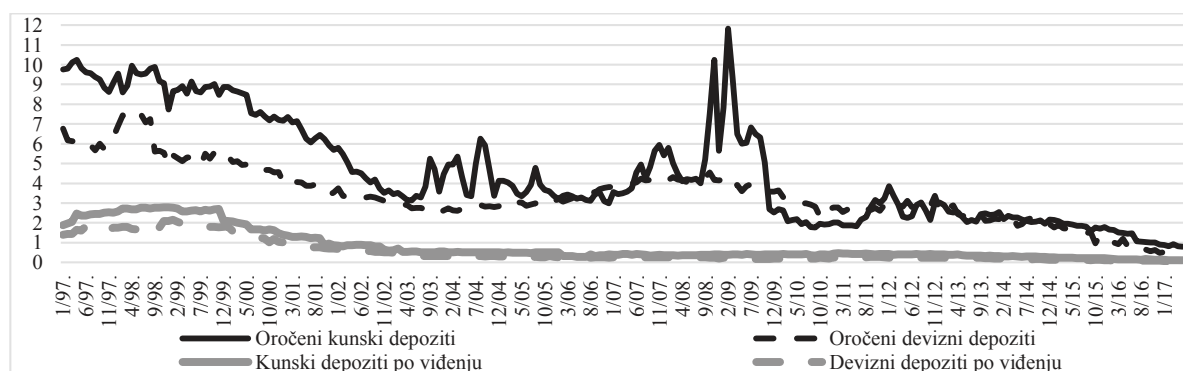
Stoga su na slikama 9. i 10. predočene aktivne i kamatne stope na izvore sredstava i u promatranome razdoblju uglavnom slijede sličnu dinamiku osobito u slučaju kamatnih stopa na oročene devizne depozite i dugoročne kredite s valutnom klauzulom. Međutim, razlika među njima ne predstavlja samo profitnu maržu jer su u njoj još sadržane i naknade za: troškove regulacije osim regulacije minimalnog kapitala, operativne troškove poslovanja banke, troškove rizika kojima banka upravlja samostalno i trošak regulacije kapitalnih zahtjeva (HUB Analize br. 46, 2013., str. 14.). U slučaju pribavljanja sredstava u inozemstvu važan utjecaj na cijenu izvora sredstava ima i premija rizika zemlje.<sup>17</sup> Dumičić i Ridzak (2011.) zaključuju da je premija rizika zemlje u odabranim europskim postsocijalističkim zemljama određena makroekonomskim fundamentima i tržišnim sentimentima. Palić, Posedel-Šimović i Vizek (2017.) su pokazali da neočekivani porast javnoga duga, inflacije i kamatnih stopa povećavaju volatilnost premije rizika zemlje koja se potom nepovoljno odražava na ekonomsku aktivnost, dovodi do deflacijskoga pritiska te naposljetku do snažnoga porasta javnoga duga.

Slika 9. Prosječne aktivne kamatne stope banaka u Hrvatskoj



Izvor: Bilten o bankama, različita godišta.

Slika 10. Prosječne kamatne stope na depozite u Hrvatskoj



Izvor: Bilten o bankama, različita godišta.

<sup>17</sup> Na pojednostavljenom primjeru u HUB Analize br. 23 (2010., str. 15.) objašnjeni su doprinosi pojedinih faktora koji utječu na kamatne stope u Hrvatskoj: efekt troška rizika i regulacije (67.2%), efikasnost banaka (14.1%) i tržište novca Europske unije (18.7%). Za usporedbu na efikasnost banaka u Sloveniji otpada 63.6%, tržište novca Europske unije (27.3%), a efekt troška rizika i regulacije (9.1%).



### 2.3.4. Faktori apsorpcije šokova

U dijelu o kreditnome riziku plasmani su razdijeljeni prema rizičnim skupinama na potpuno nadoknadive (kategorija A), djelomično nadoknadive (kategorija B) i nenadoknadive plasmane (kategorija C). Naravno, većina plasmana je ugovorena na dulje razdoblje i kod dijela njih je moguće da se javi problem u naplati i oni podliježu ispravku vrijednosti. Radi jednostavnosti nekoliko pojmova koji se tiču ispravljanja vrijednosti su definirani u tablici 2.

**Tablica 2.** Pojmovi vezani za ispravljanje vrijednosti plasmana i izvanbilančnih obveza

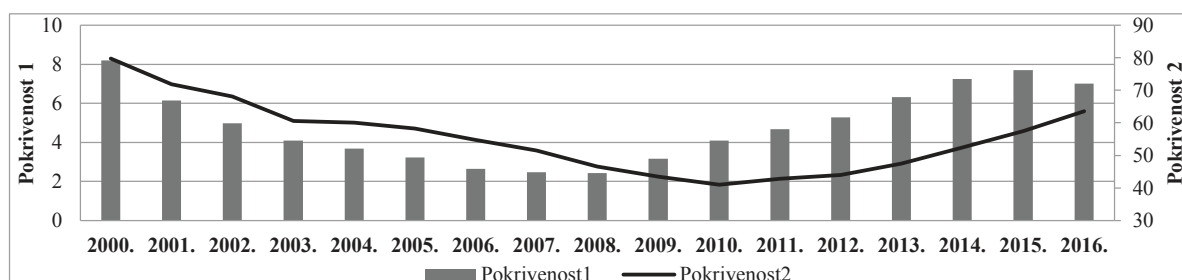
Pojam	Definicija pojma
Plasmani	Financijska imovina u pojavnom obliku odobrenih kredita, dužničkih instrumenata i drugih potraživanja koje kreditna institucija u skladu sa svojim poslovnim politikama klasificira u kategorije financijskih instrumenata.
Ispravak vrijednosti plasmana	Iznos identificiranih gubitaka za plasmane za koje postoje dokazi o umanjenju njihove vrijednosti (plasmani rizičnih skupina B i C) kao i iznos gubitaka za plasmane za koje nema dokaza o umanjenju njihove vrijednosti na pojedinačnoj osnovi, ali za koje se na temelju iskustva procjenjuje da postoje kao latentni gubici u portfelju plasmana rizične skupine A.
Preuzete izvanbilančne obveze	Klasične rizične izvanbilančne stavke odnosno obveze (koje ne uključuju ugovorenu vrijednost izvedenih instrumenata) za podmirenje kojih će uslijediti ili može uslijediti odljev novčanih sredstava kreditne institucije, na temelju kojega se zbog nemogućnosti povrata budućih odljeva sredstava kreditna institucija izlaže kreditnome riziku (izdane garancije, otvoreni nepokriveni akreditivi, mjenična i druga jamstva, preuzeta obveza iz ugovora o kreditu i slično).
Rezerviranje za izvanbilančne obveze	Iznos procijenjenih gubitaka zbog nemogućnosti povrata budućih odljeva novčanih sredstava kreditne institucije u svrhu podmirenja preuzetih izvanbilančnih obveza.
Ukupni ispravci vrijednosti i rezerviranja	Ispravak vrijednosti plasmana uvećan za umanjenje vrijednosti plasmana i rezerviranja po skupnoj osnovi.
Pokrivenost1	Ukupni ispravci vrijednosti i rezerviranja/Ukupni plasmani i izvanbilančne obveze.
Pokrivenost2	Ispravci vrijednosti plasmana i rezerviranja za izvanbilančne obveze/Plasmani i izvanbilančne obveze rizičnih skupina B i C.

Izvor: HNB (2014.), Standardni prezentacijski format HNB-a.

Razumljivo je da će kretanje ukupnih ispravaka vrijednosti plasmana i rezerviranja pratiti dinamiku apsolutnog iznosa kredita u B i C rizičnoj skupini pa je logično da dinamika *pokrivenosti1* slijedi kretanje udjela nenadoknadivih kredita koji predočen na slici

5. Kretanje koeficijenta *pokrivenosti2* pokazuje da su do 2010. g. ispravci vrijednosti plasmana i rezerviranja za izvanbilančne obveze rasli sporije nego plasmani i izvanbilančne obveze rizičnih skupina B i C.<sup>18</sup>

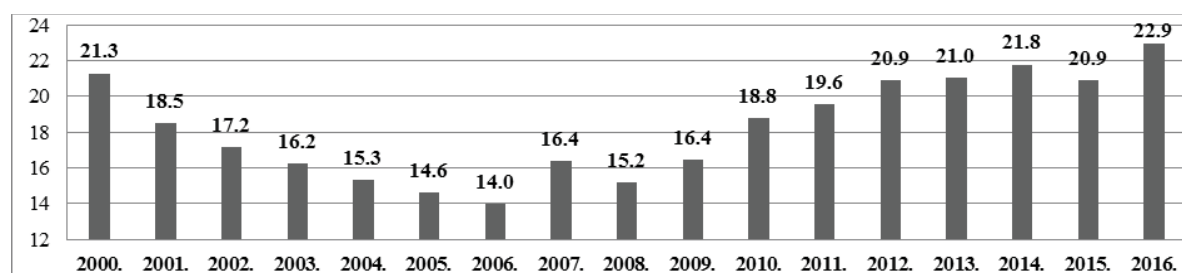
**Slika 11.** Pokrivenost ukupnih plasmana i potencijalnih obveza ukupnim ispravicima vrijednosti i rezervacijama na kraju razdoblja



Izvor: Bilten o bankama, različita godišta.

Da bi se bankovni sustav uspješno nosio s gubicima, potrebno je da bude dobro kapitaliziran. *Stopa ukupnog kapitala* predstavlja omjer između vlastitih sredstava i ukupne izloženosti riziku, pa prati kolika je ukupna izloženost riziku pokrivena kapitalom. Kretanje ove stope je prikazano na slici 12. i uočava se da su hrvatske banke jako dobro kapitalizirane, što im omogućuje da imaju visok stupanj otpornosti na gubitke. Na taj zaključak navode rezultati svih dosadašnjih tzv. stres testova koje je provodila Hrvatska narodna banka.<sup>19</sup>

**Slika 12.** Stopa ukupnog kapitala, na kraju razdoblja



Izvor: Bilten o bankama, različita godišta.

<sup>18</sup> Padanje *pokrivenosti2* može podrazumijevati ili bolju očekivanu naplatu B i C plasmana ili da su rezerviranja dosad bila pretjerano visoka u odnosu na konačne gubitke pa banke nakon akumulacije iskustva s naplatom sada realnije procjenjuju potrebna rezerviranja (HUB Analize br. 8, 2007.).

<sup>19</sup> Zadaća je makroprudencijalne politike i da procijeni otpornost bankovnog sustava na potencijalne loše scenarije (koji mogu biti uzrokovani domaćim ili vanjskim faktorima) za što se primjenjuju tzv. stres testovi koji mogu biti na razini pojedinačne banke (mikro razina) ili na razini cijeloga sustava (makro razina). O tim testovima više se može vidjeti u Blaschke i dr. (2001.) i Čihák (2005.).

### 3. POVEZNICA IZMEĐU FINANCIJSKOGA RAZVOJA I GOSPODARSKOGA RASTA – PREGLED EMPIRIJSKIH ISTRAŽIVANJA I MOGUĆI REZULTATI ZA HRVATSKU

U dosadašnjem dijelu teksta prezentirani su pokazatelji hrvatskoga bankovnog sustava kojima se pratila profitabilnost i stabilnost, ali se nisu razmatrali mogući učinci bankovnoga razvoja na gospodarski rast u Hrvatskoj. Njihovo sagledavanje zahtijeva prikaz dosadašnjih spoznaja koji proizlaze iz empirijskih istraživanja na relaciji financije – gospodarski rast.

#### 3.1. Pregled empirijskih istraživanja veze između financija i gospodarskoga rasta

U uvodnome dijelu rada pošlo se od pretpostavke da bi financijski razvoj mogao utjecati na gospodarski rast i prema (Levine, 1997.) identificirale financijske funkcije koje se mogu pozitivno odraziti na akumulaciju kapitala i tehnološke inovacije. Nadalje, u Levine i Demirgüç-Kunt(ur.) (2001.) i Beck, Demirgüç-Kunt i Ross-Levine (2000.) predloženi su neki indikatori razvijenosti financijskoga sustava među kojima su se u literaturi najčešće koristili udio likvidne pasive u BDP-u te udio kredita privatnome sektoru u BDP-u.

Koliko god teza da financijski razvoj dovodi do gospodarskoga rasta djelovala logično, neki ekonomisti poput Joan Robinson su isticali da „gdje kompanije predvode, financije slijede“ (Robinson, 1952. prema Levine, 1997.). Pozadina ove tvrdnje je očigledna – rast gospodarstva će povećati potražnju za financijskim uslugama što će povećati i količinu odobrenih kredita. Objedinjavanjem dviju tvrdnji nameće se stav da su financijski razvoj i gospodarski rast uzajamno određeni.

Razvoj ekonometrijskih metoda je omogućio pojavu mnoštva empirijskih radova kojima se nastoji objasniti oblik i smjer veze između financijskoga razvoja i ekonomskoga rasta pa čak i kanali kroz koje bi financijski sustav mogao utjecati na rast gospodarstva. Međutim, pokazalo se da oni otvaraju više pitanja nego što daju odgovora (Šonje, 1999.). Zbog obujma radova ovdje je moguće predočiti samo neke najvažnije među njima<sup>20</sup> i grupirati njihove zaključke.

*Prvo*, veći dio radova (poput: King, Levine (1993.), Rajan i Zingales (1998.), Levine, Loayza i Beck (2000.), Rioja i Valev (2004.b) zaista potvrđuje moguću pozitivnu vezu od financijskoga razvoja prema gospodarskome rastu. Beck i dr. (2012.), međutim, pokazuju da pozitivna veza na relaciji financije – rast postoji kada se promatraju krediti tvrtkama, ali ne i krediti kućanstvima.

*Drugo*, neki radovi ne potvrđuju da financijski razvoj pridonosi gospodarskome rastu. Tako Zhang i Kim (2007.) na uzorku od Levine, Loayza i Beck (2000.) potvrđuju pozitivnu vezu koja ide od rasta gospodarstva prema financijskome razvoju. Shen i Lee (2006.) pokazuju da bankovni razvoj ima nepovoljan ako ne i negativan učinak na gospodarski rast. Moguću negativnu vezu između financijskoga razvoja i gospodarskoga rasta neki autori

<sup>20</sup> Pregled literature o financijskome razvoju i gospodarskome rastu je moguće naći npr. u Levine (1997.), Bađun (2009.), Bogdan (2010.), Pagano (2013.) i Panizza (2013.).

povezuju s inflacijom (npr. Khan, Senhadji i Smith, 2006.) ili financijskim krizama (Loayza i Ranci re, 2006.).

*Treće*, neka istraživanja utvrđuju nelinearnosti u vezi između financijske razvijenosti i dohotka odnosno ona postoji ako su zadovoljeni odgovarajući uvjeti. Huang i Lin (2009.) na istom uzorku kao i Levine, Loayza i Beck (2000.) potvrđuju pozitivnu vezu od financijskoga razvoja prema gospodarskome rastu koja je ipak izraženija u zemljama s nižim dohotkom. Deidda i Fattouh (2002.) upotrebljavaju isti uzorak kao i King i Levine (1993.) te utvrđuju pozitivnu vezu između financijskoga razvoja i gospodarskoga rasta koja je izraena u zemljama s visokim dohotkom dok u siromašnima iščezava. Navedeni radovi, uključujući i Zhang i Kim (2007.), su dokaz kako upotreba drukčije metode može dovesti do potpuno različitih zaključaka. Rioja i Valev (2004.a) pokazuju da je najsnažniji pozitivan efekt financijskoga razvoja na rast u zemljama sa srednjim, a nešto slabiji kod onih s visokim stupnjem financijskoga razvoja i nejasan u zemljama niskog stupnja financijskoga razvoja. Berthelemy i Varoudakis (1996.) su zaključili da u zemljama s visokom početnom razinom ljudskoga kapitala i niskom razinom financijske razvijenosti razvijenost financijskoga sustava nema nikakav učinak na gospodarski rast.

Četvrto, u novije vrijeme istraživanja pokazuju da veza između financijskoga razvoja i gospodarskoga rasta postaje slabija ili da čak poprima negativan predznak odnosno da preko određene razine omjera kredita i BDP-a daljnji financijski razvoj djeluje nepovoljno na gospodarski rast (obrnuti U oblik veze). Neki su radovi (npr. Demirg  c-Kunt, Feyen i Levine, 2013.) uputili na promjenu financijske strukture zemalja u korist financijskih tržišta kako zemlja postaje bogatija pa se objašnjenje može tražiti u tom smjeru. Međutim, Rousseau i Wachtel (2011.) primjećuju da je slabljenje važnosti financijskoga razvoja na gospodarski rast povezano s bankovnim i financijskim krizama. Pagano (2013.) ističe da nakon što financijski sektor postane „prevelik“ u ekonomiji postaje „toksin“ i prepreka rastu, a sprezi političara i financijske industrije pripisuje sprečavanje regulacije koja bi takvo širenje financijskoga sektora onemogućila. Dodatno, Arcand, Berkes i Panizza (2015.) prikazuju radove gdje se ističe da veća makroekonomska volatilnost i suboptimalna alokacija talenata mogu biti posljedica sve većeg financijskoga sektora i naglašavaju važnost strukture plasmana (osobnu potrošnju ili investicije). Snažan financijski sektor može dovesti do odljeva radne snage iz visokoproduktivnih sektora ili poticati ulaganja u manje produktivnim sektorima što može naruiti dugoročan rast. Prema njima financijski razvoj nepovoljno utječe na rast BDP-a nakon što udio kredita privatnome sektoru premaši 100% BDP-a. Sličnog su mišljenja Law i Singh (2014.) jer su, po njima kritične razine kredita 99%, a likvidne pasive 91% BDP da bi financijski razvoj nepovoljno utjecao na rast. Međutim, Gambacorta, Yang i Tsatsaronis (2014.) su utvrdili da nepovoljan učinak financijskoga razvoja nastupa već kad omjer kredita i BDP-a premaši 40%. Dodatno naglašavaju da normalnim recesijama zdrave banke pomažu ublažiti recesiju, ali u bankocentri nim zemljama nepovoljan učinak na BDP je triput jaći ako je recesija povezana i s financijskim krizama.

Pojedina istraživanja su bila usmjerena i na tranzicijske zemlje. Neki među njima (Koivu, 2002.; Botrić i Slijepčević, 2008.) pozitivan utjecaj financijskoga razvoja povezuju s većom efikasnošću. Efekte krize u tranzicijskim zemljama hvataju Bogdan, Deskar-krbić i onje (2014.) i zaključuju da razduživanje sektora kućanstva može proizvesti mnogo veće smanjenje BDP-a nego razduživanje sektora poduzeća. Delić i Rogić-Dumančić (2016.) pokazuju da financijski razvoj u tranzicijskim zemljama pozitivno utječe na rast. Yildırım,

Özdemir i Doğan (2013.) su istraživali devet tranzicijskih zemalja i potvrdili asimetrične utjecaje na relaciji financije – gospodarski rast. Posebno su razdvojili pozitivne i negativne šokove na financijske indikatore i pozitivne i negativne stope rasta i proučavali uzročnosti među njima te utvrdili da postoje razlike među zemljama.

### 3.2. Bankovni razvoj i ekonomska aktivnost - mogući rezultati za Hrvatsku

Pojedini radovi vezu između financijskoga razvoja i gospodarskoga rasta promatraju i na pojedinačnim zemljama. Takva su istraživanja za Hrvatsku relativno oskudna ako uzorak nije proširen i na (post)tranzicijske zemlje. Međutim, dostupna znanja mogu poslužiti kao podloga da se utvrde *mogući* kanal, predznak i smjer veze između razvoja banaka i gospodarskoga rasta u Hrvatskoj.

Za određivanje *kanala utjecaja* na relaciji financije – gospodarski rast važno je poznavati osnovne odrednice ekonomske aktivnosti u Hrvatskoj između 2000. i 2016. godine. Početkom XXI. stoljeća hrvatsko je gospodarstvo ostvarivalo relativno visoke stope rasta što je u razdoblju 2000. - 2008. rezultiralo kumulativnim porastom od 40% (tablica 3). Imajući u vidu jako nizak udio izvoza roba u BDP-u te negativan doprinos vanjske trgovine u spomenutom razdoblju, njemu su osobito pridonijele investicije i osobna potrošnja jer je prva od njih porasla čak 132%, a druga pratila kumulativan rast BDP-a. Vrijeme između 2008. i 2014. je obilježeno snažnom recesijom (ukupan pad BDP-a oko 13%), a poslije 2014. nastupa postupan oporavak gospodarstva. Međutim, mijenjala se i struktura BDP-a jer se smanjivao udio komponenti koje su u recesiji padale brže ili u ekspanziji rasle sporije od ukupnog porasta BDP-a. To je osobito vidljivo u investicijama koje su između 2008. i 2014. pale za čak 42% (što je njihov prosječan udio 2016. g. smanjilo na svega petinu BDP-a) ili izvoza roba koji je u istome razdoblju porastao za 17% (i 2016. iznosio 23% BDP-a).

**Tablica 3.** Kumulativne stope rasta BDP-a u Hrvatskoj i njegovih komponenti te njihov prosječan udio

Kumulativne stope rasta										
	BDP	Osobna potrošnja	Bruto investicije	Državna potrošnja	Izvoz roba i usluga			Uvoz roba i usluga		
					Ukupno	Robe	Usluge	Ukupno	Robe	Usluge
2000. – 2016.	29	26	51	21	84	140	51	85	106	116
2000. – 2008.	40	40	132	23	156	76	44	95	115	31
2008. – 2014.	-13	-14	-42	-1	2	17	-9	-18	-16	-26
2014. – 2016.	5	4	13	0	16	16	15	16	15	21
Prosječni udio pojedinih komponenti u BDP-u										
2000. – 2016.	100	59.6	23.8	19.4	40.9	18.2	22.7	43.6	36.0	7.6
2000. – 2008.	100	60.1	27.6	18.8	38.7	16.0	22.7	45.2	37.0	8.2
2009. – 2014.	100	59.5	20.7	20.1	40.5	19.1	21.4	40.8	33.8	7.0
2015. – 2016.	100	58.2	19.8	19.3	49.2	23.1	26.1	46.5	39.0	7.5

Napomena: kumulativna stopa rasta od 2000. do 2016. g. ne odgovara zbroju stopa rasta za podrazdoblja.

Izvor: izračun autora prema podacima iz Statističkog ljetopisa (razna godišta).



Rastu hrvatskoga gospodarstva u vrijeme ekspanzije svakako je pridonio i financijski sustav. Zbog važnosti investicija akumulacija kapitala je bio bitan kanal dok je za utvrđivanje ostalih potrebno istaknuti još neke značajke ekonomske aktivnosti u Hrvatskoj. Tako se u strukturi BDP-a postupno smanjuje udio prerađivačke industrije, ali Lovrinčević (2009.) i Rašić-Bakarić i Vizek (2010.) dodatno svjedoče o pogoršanju tehnološke osnove hrvatskoga gospodarstva. Znači, kanal tehnoloških inovacija nije značajan kada se istražuje utjecaj financijskoga razvoja na gospodarski rast. Druga odrednica rasta tiče se izvoza roba. Iako tablica 3. pokazuje da je u razdoblju 2000. - 2008. među komponentama BDP-a robni izvoz porastao najviše, 2008. je imao razmjerno niskih 17% BDP-a. Stojčić, Bečić i Vojinić (2012.) pokazuju da hrvatski izvoz još konkurira pretežito cjenovno, a Čudina, Lukinić-Čardić i Sušić (2012.) da je na tržištu EU fokusiran uglavnom na proizvode niske tehnološke razine. Na prvi dojam to nema direktne veze s bankarskim sustavom. Međutim, financiranje kreditne aktivnosti u predkriznom razdoblju potaknuto je kreditima banaka majki iz inozemstva što je povećavalo potražnju za financijskim uslugama, ali i dovelo do (realne) aprecijacije što je pridonosilo fenomenu tzv. „nizozemske bolesti“<sup>21</sup>. Dakle, financijski sustav je pridonio rastu dohotka kroz investicije, ali je porast i ostalih komponenti domaće potražnje također bio potpomognut kreditnom aktivnošću.

Drugo pitanje se odnosi na *smjer veze* – odnosno na pitanje prethodi li financijski razvoj gospodarskome rastu ili gospodarski rast prethodi financijskome razvoju. Istraživanja Rogić, Bogdan (2012.) i Yıldırım, Özdemir i Doğan (2013.) potvrđuju vezu od kredita privatnome sektoru prema rastu BDP-a.<sup>22</sup> U krizi se, međutim, situacija mijenja. Nije sporno da je došlo do promjene u trendu plasmana, ali je potrebno ustanoviti je li on nastupio zbog pada potražnje za kreditima ili pooštavanja uvjeta kreditiranja. Na jednoj strani postoji teza Ivanov (2014., str. 88-89.) o konzervativnim bankarima u uvjetima krize (spremnih žrtvovati profitabilnost u cilju poboljšanja vlastite stabilnosti i likvidnosti s ciljem preživljavanja nestabilnih vremena) kada su krediti i više nego potrebni. Slično ističu i (Čeh, Dumičić i Krznar (2011.) smatrajući da pad kreditne aktivnosti od trećega tromjesečja 2008. do kraja 2009. g. valja pripisati kreditnome lomu odnosno padu ponude kredita. Na drugoj strani, Dumičić i Ljubaj (2017.) ne ignoriraju faktore ponude, ali veći značaj pripisuju potražnji za kreditima.

Treće se pitanje tiče pozitivnog ili negativnog *predznaka veze*. Iz prethodnoga dijela se vidi da negativnom predznaku mogu pridonijeti financijske krize, mijenjanje financij-

<sup>21</sup> Fenomen tzv. „nizozemske bolesti“ odnosi se na situaciju gdje priljev deviza iz drugog izvora narušava cjenovnu konkurentnost robnog izvoza. Često je svojstven zemljama koje su bogate prirodnim izvorima, ali je za Hrvatsku potvrđen u Broz i Dubravčić (2011.) te Tkalec i Vizek (2016.) kao posljedica priljeva od turizma i konjunktura na tržištu nekretnina. Ovdje je moguće povući i usporednicu s rezultatima u Beck (2011.) premda Hrvatska ne obiluje prirodnim izvorima. Naime, u tome je radu u zemljama bogatim prirodnim resursima potvrđeno da devizni priljevi stvaraju potražnju za financijskim uslugama, da su poduzeća manje zastupljena u kreditima banaka te da su banke likvidnije, bolje kapitalizirane i profitabilnije. Većina od ovih zaključaka bi se, dakle, mogla primijeniti i na Hrvatsku.

<sup>22</sup> Postoje razlike među rezultatima ovih istraživanja. Tako Rogić i Bogdan (2012.) na razini signifikantnosti od 5% ne utvrđuju vezu između likvidne pasive i rasta BDP-a. Prema Yıldırım, Özdemir i Doğan (2013.) u razdoblju od prvoga kvartala 1999. do prvoga kvartala 2009. g. pozitivni šokovi u likvidnoj pasivi i pozitivne stope rasta imaju obostranu uzročnost u Hrvatskoj. Također, zaključuju i da pozitivni šokovi na kredite privatnome sektoru uzrokuju pozitivne šokove u stopi rasta, ali i da negativni šokovi stope rasta pridonose negativnim šokovima u kreditima privatnome sektoru.



ske strukture ili stupanj zaduženosti subjekata. Budući da su analizirani pokazatelji već pokazali da je bankovni sustav izrazito stabilan i dobro kapitaliziran, važno se dotaknuti stupnja zaduženosti privatnoga sektora. Istraživanja (Martinis, Ljubaj, 2017.; HUB Analize br. 57, 2016.) pokazuju da je kapacitet privatnoga sektora za daljnje zaduživanje izrazito ograničen. Stoga rast gospodarstva nakon 2014. nije popraćen snažnijim porastom kredita (HUB Analize br. 57, 2016.; HUB Analize br. 58, 2017.), pa se može očekivati da je veza na relaciji financije - rast iščezla (ili postala negativna). To pokazuje i činjenica i da su banke u fazi ekspanzije 2015. g. ostvarile gubitak, a tijekom recesije (2009. - 2014.) dobit.

Četvrto pitanje ide u smjeru *vremenske odrednice veze* (kratki, dugi rok). Za odgovor na to pitanje važno se prisjetiti da u kreditima banaka dominiraju krediti stanovništvu. Pozivajući se na istraživanje Beck i dr. (2012.) može se očekivati da oni nisu korelirani s dugoročnim rastom. Nadalje, iako su do 2008. bile dominantni izvor rasta, investicije su pretežito bile usmjerene u infrastrukturu i stanogradnju. Navedene činjenice idu u prilog mogućnosti da je veza između financijskoga razvoja i gospodarskoga rasta u Hrvatskoj (u pretkriznome razdoblju) bila kratkoročnog karaktera.

#### 4. ZAKLJUČAK

Poznato je iz ekonomske teorije da su za gospodarski rast ključne investicije, a u transferiranju viška štednje za financiranje investicija je nezaobilazna uloga financijskoga sustava. Omogućujući, uz mobilizaciju štednje, i bolju alokaciju resursa, kontrolu korporacija, lakše upravljanje rizikom i trgovanje robama i uslugama, financijski sustav potiče akumulaciju kapitala i tehnološke inovacije, a s njima i gospodarski rast. No, za uspješno obavljanje ovih funkcija nužna je financijska stabilnost. U tekstu su prikazani neki osnovni pokazatelji za hrvatski bankovni sustav te je ustanovljeno da je dobro kapitaliziran i stabilan što mu omogućuje da prebrodi različite stresne scenarije.

Stabilnost financijskoga sustava s jedne je strane preduvjet da bi on mogao poticati gospodarski rast. S druge strane, ta je veza često jako pojednostavljena pa postoje i stavovi da bi gospodarski rast prethodio financijskome razvoju. Prema tom viđenju promjene u realnome sektoru stvaraju potražnju za financijskim uslugama i dovode do financijskoga razvoja. Razumno je, međutim, očekivati obostranu vezu pa je, u načelu, u najbogatijem kvartilu zemalja postignut i najveći stupanj financijskoga razvoja.

Pitanje povezanosti između financijskoga i realnoga sektora odavna zanima ekonomiste pa se pojavilo i mnoštvo radova na tu temu. Mnogi od njih zaista i potvrđuju pozitivnu vezu između financijskoga razvoja i gospodarskoga rasta. Međutim, javlja se i sve veći broj radova koji pokazuje da s financijskim razvojem spomenuta veza slabi ili čak postaje negativna.

Dok istraživanja ove veze postoje i na razini pojedinačnih zemalja, za Hrvatsku su ona još relativno oskudna pa su temeljem dostupnih saznanja izvedeni *mogući* zaključci. Prema njima, financijski razvoj prije krize je utjecao na gospodarski rast kroz akumulaciju kapitala (osobito infrastrukturna ulaganja i stanogradnju) te kroz stimulaciju osobne i državne potrošnje, a manje kroz tehnološke inovacije i izvoz. Priljev kapitala je dodatno pridonosio nominalnoj i realnoj aprecijaciji što je narušavalo cjenovnu konkurentnost robnog izvoza. Gambacorta, Yang i Tsatsaronis (2014.) potvrđuju da u normalnim recesijama zdrave banke

omogućuju brži izlaz iz recesije, ali se pokazalo da u slučaju Hrvatske u recesijskim uvjetima postoje i ograničenja na strani ponude i na strani potražnje za kreditima, premda se čini izglednijim da su faktori na strani potražnje jači. Dostupni podaci pokazuju da je stupanj financijskoga razvoja u Hrvatskoj već premašio kritičnu razinu nakon koje iščezava pozitivan doprinos financijskoga razvoja gospodarskome rastu. Stoga je realno očekivati da u recentnom periodu veza između financijskoga razvoja i gospodarskoga rasta iščezne ili čak postane negativna, ali je konačna potvrda ovih tvrdnji ostavljena za buduća istraživanja.

## LITERATURA:

1. Arcand, J. L., Berkes, E. i Panizza, U. (2015.). Too much finance. *Journal of Economic Growth*, 20(2), str. 105-148.
2. Bađun, M. (2009.). Financijsko posredovanje banaka i ekonomski rast: pregled empirijskih istraživanja. *Financijska teorija i praksa*, 33(2), str. 119-151.
3. Beck, T. (2011.). Finance and Oil: is there a resource curse in financial development. *CentER Discussion Paper*(No. 2011-017), str. 1-36.
4. Beck, T., Buyukkarabacak, B., Rioja, F. i Valev, N. (2012.). Who gets credit? And Does it matter? Household vs. firm lending across countries. *The B.E. Journal of Macroeconomics: Contributions*, 12(1), str. 1-44.
5. Beck, T., Demirgüç-Kunt, A. i Ross-Levine. (2000.). A New Database on Financial Development and Structure. *World Bank Economic Review*, 14(3), str. 597-605.
6. Berthelemy, J.-C. i Varoudakis, A. (1996.). Economic Growth, Convergence Clubs and the Role of Financial Development. *Oxford Economic Papers*, 48(2), str. 300-328.
7. Bilten o bankama. *Razni brojevi*. Zagreb: Hrvatska narodna banka.
8. Blaschke, W., Jones, M., Majnoni, G. i Martinez-Peria, S. (2001.). Stress Testing of Financial System: An Overview of Issues, Methodologies and FSAP Experiences. *IMF Working Paper*, WP/01/88, str. 1-57.
9. Bogdan, Ž. (2010.). Pregled istraživanja o vezi između razvijenosti financijskog sustava i gospodarskog rasta. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, 8(1), str. 137-154.
10. Bogdan, Ž. i Rogić-Dumančić, L. (2016.). Konkurentnost hrvatskog gospodarstva. U A. Obadić i J. Tica(ur.), *Gospodarstvo Hrvatske* (str. 127-163). Zagreb: Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu.
11. Bogdan, Ž., Deskar-Škrbić, M. i Šonje, V. (2014.). International Capital Flows and Economic Growth in CESEE: A Structural Break in the Great Recession. *FEB - Working Paper Series*, No. 14-04, str. 1-18.
12. Botrić, V. i Slijepčević, S. (2008.). Economic Growth in the Southeastern Europe: The Role of the Banking Sektor. *Post-Communist Economies*, 20(2), str. 253-262.
13. Broz, T. i Dubravčić, D. (2011.). The Dutch Disease in Unwanted Places - Why has Croatia been Infected while Slovenia Remains in Good Health? *South Eastern Europe Journal of Economics*, 9(1), str. 47-66.

14. Cota, B., Bogdan, Ž. i Rogić, L. (2011.). Macroeconomic Stress Testing of Croatian Banking System. *Proceedings of the 9th International Conference Challenges of Europe: Growth and Competitiveness - Reversing the Trends* (str. 133-156). Bol, Hrvatska: Faculty of Economics in Split.
15. Cota, B., Erjavec, N. i Bogdan, Ž. (2011.). Bank System Vulnerability to Macroeconomic Shocks in Croatia. U L. Božina, M. Gonan-Božac i S. Krtalić(ur.), *Toward Global Governance* (str. 249-278). Pula: Sveučilište Jurja Dobrile u Puli.
16. Čeh, A. M., Dumičić, M. i Krznar, I. (2011.). Model neravnoteže na tržištu kredita i razdoblje kreditnog loma. *HNB Istraživanja, I-30*, str. 1-32.
17. Čihák, M. (2005.). A Stress Testing: A Review of Key Concepts. *Czech Journal of Economics and Finance*, 53(9-10), str. 417-440.
18. Ćudina, A., Lukinić-Čardić, G. i Sušić, G. (2012.). Analiza relativnog položaja hrvatskog izvoza na tržištu Europske Unije. *Ekonomski pregled*, 63(5-6), str. 291-321.
19. Deidda, L. i Fattouh, B. (2002.). Non-linearity between Finance and Growth. *Economic Letters*, 74(3), str. 339-345.
20. Delić, A. i Rogić-Dumančić, L. (2016.). Utjecaj razvijenosti financijskog sustava na gospodarski rast zemalja srednje i istočne Europe. *Ekonomski pregled*, 67(6), str. 535-556.
21. Demirgüç-Kunt, A., Feyen, E. i Levine, R. (2013.). The evolving importance of banks and securities markets. *World Bank Economic Review*, 27(3), str. 476-490.
22. Dumičić, M. (2015.). Kratak uvod u svijet makroprudencijalne politike. *HNB Pregledi, P-26*, str. 1-26.
23. Dumičić, M. (2017.). Učinkovitost makroprudencijalnih politika u zemljama Srednje i Istočne Europe. *HNB Istraživanja, I-48*, str. 1-28.
24. Dumičić, M. i Ljubaj, I. (2017.). Ograničeni oporavak kreditne aktivnosti u Hrvatskoj: uzrokovan ponudom ili potražnjom. *HNB Istraživanja, I-47*, str. 1-28.
25. Dumičić, M. i Ridzak, T. (2011.). Determinants of sovereign risk premia for European emerging markets. *Financial theory and practice*, 35(3), str. 277-299.
26. Dumičić, M. i Ridzak, T. (2013.). Determinants of Banks' Net Interest Margins in Central and Eastern Europe. *Financial Theory and Practice*, 37(1), str. 1-30.
27. Faulend, M. (2014.). *Dolarizacija s posebnim osvrtom na ciljanje inflacije*. Zagreb: Ekonomski fakultet.
28. Galac, T. i Kraft, E. (2001.). Što znači ulazak stranih banaka u Hrvatsku. *HNB Pregledi, P-6*, str. 1-28.
29. Gambacorta, L., Yang, J. i Tsatsaronis, K. (2014.). Financial Structure and Growth. *BIS Quarterly Review*, 9, str. 1-15.
30. Gardó, S. i Martin, R. (2010.). The Impact of the Global Economic and Financial Crisis on Central, Eastern and South-Eastern Europe. *ECB Occasional Paper Series, 114*, str. 1-67.
31. Gonzalez-Garcia, J. i Grigoli, F. (2013.). State-Owned Banks and Fiscal Discipline. *IMF Working Paper, WP/13/206*, str. 1-26.
32. Haiss, P. i Rainer, W. (2012.). Credit Euroization in Eastern Europe: The 'Foreign Funds' Channel at Work. *Comparative Economic Studies*, 54(3), str. 471-505.

33. HNB. (2006. ). *Analiza inozemne zaduženosti Republike Hrvatske*. Zagreb: Hrvatska narodna banka.
34. HNB. (31. 3. 2014.). Odluka o klasifikaciji plasmana i izvanbilančnih obveza kreditnih institucija. *Narodne novine*, 41A.
35. HNB. (15. 1. 2015.a). *Neke činjenice o kreditima u švicarskim francima i nekim mogućnostima državne intervencije*. Preuzeto 1. 8. 2015. iz <https://www.hnb.hr/documents/20182/123487/hp21012015.pdf/157fb1fa-911d-48d7-9a10-3ec0c92b8efa>.
36. HNB. (20. 11. 2015.b). *Izvješće o problematici zaduženosti građana kreditima u švicarskim francima i prijedlozima mjera za olakšavanje položaja dužnika u švicarskim francima na temelju zaključka Odbora za financije i državni proračun Hrvatskog sabora*. Preuzeto 14. 8. 2016. iz [http://www.hnb.hr/documents/20182/447389/hp15092015\\_CHF.pdf/6e84815b-eb41-4315-96a2-9ecf5b8c6183](http://www.hnb.hr/documents/20182/447389/hp15092015_CHF.pdf/6e84815b-eb41-4315-96a2-9ecf5b8c6183).
37. Hrvatski izvoznici. (29. 10. 2013.). *Zahtjevi izvoznika*. Dohvaćeno iz Hrvatski izvoznici: [http://www.hrvatski-izvoznici.hr/Cms\\_Data/Contents/hiz/Folders/dokumenti/~contents/W2Q2JMQLS9QJ39FT/ppp-bago-ps2013-final.pdf](http://www.hrvatski-izvoznici.hr/Cms_Data/Contents/hiz/Folders/dokumenti/~contents/W2Q2JMQLS9QJ39FT/ppp-bago-ps2013-final.pdf).
38. Huang, H.-C. i Lin, S.-C. (2009.). Non-linear finance-growth nexus: a threshold with instrumental variable approach. *Economics of Transition*, 17(3), str. 439-446.
39. HUB. (2014.). *Pogrešna tumačenja principa upravljanja bilancom banaka i valutnim rizikom*. Preuzeto 1. 8. 2016. iz <http://www.hub.hr/hr/pogre%C5%A1na-tuma%C4%8Denja-principa-upravljanja-bilancom-banaka-i-valutnim-rizikom>.
40. HUB Analize. *Razni brojevi*. Zagreb: Hrvatska udruga banaka.
41. IRC expert group of ESCB. (2010.). Financial Stability Challenges in EU Candidate Countries: Financial Systems in the Aftermath of the Global Crisis. *ECB Occasional Paper Series*, 115, str. 1-86.
42. Ivanov, M. (2014.). Kontraciklička monetarna politika u Hrvatskoj. U G. Družić i I. Družić(ur.), *Zbornik radova znanstvenog skupa: Razvojni potencijali hrvatskog gospodarstva* (str. 77-98). Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb i HAZU.
43. Jankov, L. (2000.). Problemi banaka: uzroci, načini rješavanja i posljedice. *HNB Pregledi*, P-2, str. 1-16.
44. Khan, M. S., Senhadji, A. S. i Smith, B. D. (2006.). Inflation and Financial Depth. *Macroeconomic Dynamics*, 10(2), str. 165-182.
45. King, R. i Levine, R. (1993.). Finance and Growth: Schumpeter Might Be Right. *Quarterly Journal of Economics*, 108(3), str. 717-738.
46. Koivu, T. (2002.). Do efficient banking sectors accelerate economic growth in transition countries? *BOFIT Discussion Papers*, 14, str. 1-28.
47. Kraft, E. (2003.). Strane banke u Hrvatskoj: iz druge perspektive. *HNB Istraživanja*, I-12, str. 1-43.
48. Krišto, J., Stojanović, A. i Pavković, A. (2014.). Impact off institutional investors on financial market stability: lessons from financial crisis. *International Journal of Diplomacy and Economy*, 2(1-2), str. 102-117.
49. LaPorta, R., Lopez de Silanes, F. i Shleifer, A. (2002.). Government Ownership of Banks. *Journal of Finance*, 57(1), str. 265-301.



50. Law, H. S., i Singh, N. (2014.). Does too much finance harm economic growth? *Journal of Banking and Finance*, 41(C()), str. 36-44.
51. Levine, R. (1997.). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, 35(1), str. 688-726.
52. Levine, R. i Demirgüç-Kunt(ur.), A. (2001.). *Financial Structure and Economic Growth: A Cross-Country Comparison of Banks, Markets and Development*. The MIT Press.
53. Levine, R., Loayza, N. i Beck, T. (2000.). Financial intermediation and Growth: Causality and Causes. *Journal of Monetary Economics*, 46(1), str. 31-77.
54. Loayza, N. i Rancière, R. (2006.). Financial Development, Financial Fragility and Growth. *Journal of Money, Credit and Banking*, 38(4), str. 1051-1076.
55. Lovrinčević, Ž. (2009.). Tehnološka složenost i struktura ponude i potražnje industrijskih proizvoda u Hrvatskoj. *Ekonomski pregled*, 60(11), str. 535-569.
56. Martinis, A. i Ljubaj, I. (2017.). Corporate Debt Overhang in Croatia: Micro Assessment and Macro Implications. *HNB Working papers*, str. 1-35.
57. Mileris, R. (2014.). Macroeconomic factors of non-performing loans in commercial banks. *Ekonomika*, 93(1), str. 1-18.
58. Pagano, M. (2013.). Finance: Economic lifeblood or toxin? *EIEF Working paper series*, 09/13, str. 1-29.
59. Palić, P., Posedel-Šimović, P. i Vizek, M. (2017.). The Determinants of Country Risk Premium Volatility: Evidence from a Panel VAR Model. *Croatian Economic Survey*, 19(1), str. 37-66.
60. Panizza, U. (2013.). Financial Development and Economic Growth: Known knowns, known unknowns and unknown unknowns. *Graduate Institute of International and Development Studies Working Paper*, 14-2013, str. 1-34.
61. Rajan, R. G. i Zingales, L. (1998.). Financial Dependence and Growth. *The American Economic Review*, 88(3), str. 559-586.
62. Rašić-Bakarić, I. i Vizek, M. (2010.). Analiza konkurentnosti i strukturnih obilježja prerađivačke industrije Republike Hrvatske. *Ekonomski pregled*, 61(5-6), str. 241-270.
63. Rioja, F. i Valev, N. (2004.a). Does one size fit all?: A reexamination of the finance and growth relationship. *Journal of development Economics*, 74(2), str. 429-447.
64. Rioja, F. i Valev, N. (2004.b). Finance and the Sources of Growth at Various Stages of Economic Development. *Economic Inquiry*, 42(1), str. 127-141.
65. Robinson, J. (1952.). The Generalization of the General Theory. U J. Robinson, *The Rate of Interest and Other Essays* (str. 67-142). London: Macmillan.
66. Rogić, L. i Bogdan, Ž. (2012.). Utjecaj razvijenosti financijskog sustava na gospodarski rast u Republici Hrvatskoj. U G. Družić i I. Družić(ur.), *Razvojna strategija malog nacionalnog gospodarstva u globaliziranom svijetu*, (str. 387-410). Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb i HAZU.
67. Rousseau, P. L. i Wachtel, P. (2011.). What is Happening to the Impact of Financial Deepening on Economic Growth. *Economic Inquiry*, 49(1), str. 276-288.

68. Shen, C.-H. i Lee, C.-C. (2006.). Same Financial Development yet Different Economic Growth - Why? *Journal of Money, Credit and Banking*, 38(7), str. 1907-1944.
69. Stipković, P. (2013.). *Stabilnost bankarskog sustava u Republici Hrvatskoj - završni rad*. Zagreb: Ekonomski fakultet Zagreb.
70. Stojčić, N., Bečić, M. i Vojinić, P. (2012.). The Competitiveness of Exports from Manufacturing Industries in Croatia and Slovenia to the EU-15 Market: A Dynamic Panel Analysis. *Croatian Economic Survey*, 14(1), str. 69-105.
71. Škarica, B. (2014.). Determinants of non-performing loans in Central and Eastern European countries. *Financial theory and practice*, 38(1), str. 37-59.
72. Šonje, V. (1999.). Financijski razvitak i gospodarski rast. *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 73, str. 241-280.
73. Šubić, R. (2009.). Uloga stranih banaka u okrupnjavanju bankovne industrije. *Ekonomski vjesnik*, 22(2), str. 296-313.
74. Tkalec, M. i Vizek, M. (2016.). The price tag of tourism: Does tourism activity increase prices of goods and services? *Tourism economics*, 22(1), str. 93-109.
75. Tomas-Žiković, I., Žiković, S. i Arbula-Blecich, A. (2015.). The Drivers Behind Household and Corporate Non-performing Loans Ratio: The Case of Croatia. *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 24(2(137)), str. 7-34.
76. Vidaković, N. (2015.). Did the banks in Croatia have extra interest income from CHF appreciation? *Bančni vestnik*, 64(4), str. 12-16.
77. Xiao, S. i Zhao, S. (2012.). Financial development, government ownership of banks and firm innovation. *Journal of International Money and Finance*, 31(4), str. 880-906.
78. Yıldırım, S., Özdemir, B. K. i Doğan, B. (2013.). Financial Development and Economic Growth Nexus in Emerging European Economies : New Evidence from Asymmetric Causality. *International Journal of Economics and Financial Issues*, 3(3), str. 710-722.
79. Zhang, H. i Kim, Y. C. (2007.). Does financial development precede growth? Robinson and Lucas might be right. *Applied Economic Letters*, 14(1), str. 15-19.