

Klub glavnih ekonomista
banaka članica HUB-a
Pogledi br. 1/2009

Dugo ćemo plaćati viši trošak kapitala zbog rizika

Obrada ankete: Arhivanalitika, svibanj 2009.

Pet većih hrvatskih banaka upošljava glavne ekonomiste i/ili osobe zadužene za strateški razvoj. Hrvatska udruga banaka osnovala je njihov klub. Cilj je povremenim anketama prikazati reprezentativno mišljenje glavnih ekonomista o najvažnijim gospodarskim kretanjima i očekivanjima. U prvom ovogodišnjem broju „Pogleda“ prikazujemo rezultate ankete u kojoj glavni ekonomisti daju ocjene o ulozi rizika u formiranju cijene kapitala u Hrvatskoj. Anketa je provedena tijekom mjeseca svibnja

Anketa je sadržavala šest pitanja: (1) rangirajte čimbenike prema tome koliko utječu na formiranje bankovnih kamatnih stopa (ponuđeni su sljedeći čimbenici: rizik zemlje, rizik tržišnog segmenta odnosno klijenta, trošak regulacije, operativni troškovi banaka, dobit banaka, svjetska kamatna stopa i rizik same banke); (2) smatrate li da je cjelokupni učinak povećanja hrvatskog rizika tijekom ove krize već ugrađen u bankovne kamatne stope i, povezano s time, (3) ako ne smatrate, hoće li do toga doći u preostalomu dijelu godine; (4) smatrate li da će se pad premije rizika zemlje nastaviti tijekom preostalog dijela 2009., zatim (5) kako vidite dugoročno kretanje rizika zemlje, i (6) kada bi premija rizika Hrvatske mjerena spreadom euroobveznica mogla ponovo pasti ispod 100 baznih bodova?

Čimbenici koji bitno utječu na formiranje kamatnih stopa

Hrvatska je vlada upravo izdala euroobveznice s rokom dospeljeća 2015. u iznosu od 750 milijuna eura i uz prinosa od 6,5%. Premija rizika u toj cijeni doprinosi s oko 3,6 postotnih bodova, što predstavlja višak iznad referentnog eurskog mid-swapa. To je potvrda da rizik predstavlja ključnu odrednicu prinosa koji vlada mora platiti da bi joj netko posudio novac. Nije li u tom slučaju logično da isti principi formiranja cijene kapitala vrijede i za privatni sektor?

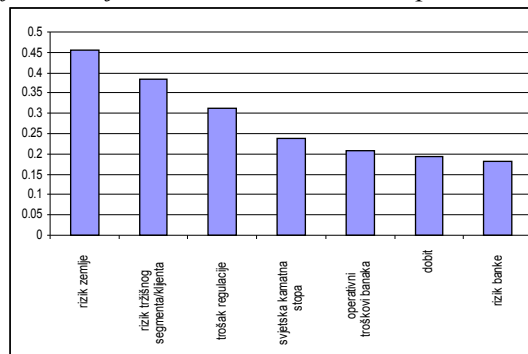
Odgovor na to pitanje potražili smo anketirajući pet glavnih ekonomista hrvatskih banaka o tome koliko je rizik važan kao odrednica kretanja bankovnih kamatnih stopa. Pitali smo ih i o njihovim očekivanjima u pogledu kretanja premije na rizik u bližoj i daljoj budućnosti.

Među čimbenicima koji bitno utječu na formiranje kamatnih stopa ekonomisti na prvim mjestima ističu dvije vrste rizika – rizik zemlje i rizik tržišnog segmenta odnosno klijenta. Na trećem se mjestu nalazi trošak regulacije, a na četvrtom svjetska kamatna stopa. Operativni troškovi, dobit i rizik banke imaju nižu procijenjenu važnost pri formiranju kamatnih stopa (slika 1.).

Očito je da rizici i trošak regulacije imaju presudan učinak na formiranje kamatnih stopa; prema mišljenju ekonomista, učinak različitih rizika je za oko dva puta jači od ostalih bitnih čimbenika kretanja kamatnih stopa.

Slika 1.

Rangiranje čimbenika koji utječu na formiranje bankovnih kamatnih stopa



Napomena: Važnost čimbenika na osi y izračunata je kao inverzna vrijednost ranga važnosti svakog pojedinog čimbenika na skali 1-7. Svi anketirani davali su takvu ocjenu a vrijednost koja je invertirana jednaka je prosjeku rangova koje su pojedini ekonomisti pridali pojedinom čimbeniku.

Zanimljivo je da ekonomisti smatraju da je tek nešto više od polovice učinka porasta rizika povezanog s ovom krizom ugrađeno u rast bankovnih kamatnih stopa tijekom ove godine. Takav je rezultat posljedica činjenice da jedan ispitanik smatra da je samo 30% povećanja rizika ugrađeno u dosadašnji rast bankovnih kamatnih stopa. Ostali ekonomisti tom učinku pridaju puno jači ponder te smatraju da je već ugrađeno između 50% i 70%.

Ako apstrahiramo jedan spomenuti odgovor, to bi značilo da je najveći dio porasta rizičnosti zemlje i klijenata tijekom ove krize već ugrađen u kamatne stope te nas u ovoj godini možda čeka rast kamatnih stopa, ali ne tako izražen kao do sada.

Ako je taj zaključak točan, onda je od velike važnosti promotriti odgovore o očekivanjima o tome kako će se rizici odnosno premije rizika mijenjati u budućnosti. Rast percepcije rizika mogao bi pokrenuti novi val rasta kamatnih stopa, a pad početak njihova smanjenja.

Kratkoročno neizvjesno, a dugoročno ćemo plaćati veće rizike kroz višu cijenu kapitala

Na pitanje o kratkoročnom kretanju premije rizika u preostalom dijelu 2009., dva od pet ekonomista odgovaraju da ne očekuju daljnji pad. Štoviše, jedan ekonomist očekuje rast premije rizika. On smatra da nove fiskalne neravnoteže nisu u cijelosti ugrađene u sadašnju razinu premije rizika. Trojica od petorice očekuju blagi pad spreada, pri čemu redom ističu da se to ne može pripisati domaćoj politici nego buđenju globalnog optimizma. Smatraju da su domaće fiskalne neravnoteže takve da bi one same po sebi – bez blagotvornog djelovanja oporavka u globalnom ambijentu, mogle čak dovesti do rasta premije rizika.

Nadalje, pitali smo glavne ekonomiste kada očekuju da bi spread na državne euroobveznice mogao ponovo pasti na razine ispod 100 baznih bodova, koliko je iznosio u kratkom razdoblju prije izbijanja ove krize (veći dio 2006. i 2007.).

U odgovoru na to pitanje ekonomisti su se podijelili u „dva kampa“. Oba su kampa pesimističnija od onoga što bi svaki kreator ekonomske politike priželjkivao (povratak „na staro“ prije krize). „Kamp“ koji bismo mogli označiti optimističnim usuduje se prognozirati da će se spread u srednjem roku spustiti ispod 100 baznih bodova, prvenstveno pod utjecajem izlaska iz krize i ulaska u EU. Kako se očigledno radi o dugoročnim procesima, „optimisti“ se ograđuju i ističu da u roku od oko godinu i po dana tako nešto nije realno za očekivati. Jedan član ovoga „kampa“ govori o 4-6 kvartala, drugi koristi formulaciju „ne tako skoro“, a treći je vrlo precizan kada kaže da se pad spreada ispod 100 baznih bodova ne može očekivati prije druge polovice 2010.

Drugi „kamp“, kojeg bismo mogli označiti pesimističnim, broji dva člana od pet. Jedan je član toga kampa jasan kada kaže da je spread ispod 100 baznih bodova predstavljao tržišnu anomaliju koja se neće ponoviti u sljedećih 5 godina. Drugi je član u svojem odgovoru precizniji pa ga zbog njegove zanimljivosti i aktualnosti u cijelosti prenosimo.

Ovaj ekonomist smatra da bi se svjetski financijski sustav tek za 10 godina mogao ponovo vratiti u stanje u kakvom je bio do 2007. To znači da je vjerojatnost da se pad spreada ispod 100 baznih bodova dogodi prije toga roka manja od 10% ako se ništa drugo ne promijeni. Ova se vjerojatnost može donekle povećati ako Hrvatska odmah krene u strukturne reforme i pri tome izbjegne veće socijalne nemire. U takvom scenariju vjerojatnost pada spreada ispod 100 baznih bodova raste do 25%, a pad bi se mogao dogoditi i za cca. 7 godina. Naposljetku, integracija u EU mogla bi se pokazati ključnim akceleratorom toga procesa. Brža integracija od one koju sada očekujemo (a koja je bitno sporija od one koju smo donedavno očekivali), mogla bi skratiti gornji rok na otprilike 5 godina.

Zanimljivo je kako se na kraju ove argumentacije očekivano razdoblje konvergencije premije rizika prema razini ispod 100 baznih bodova poklopilo kod oba člana pesimističnoga „kampa“ i iznosi – više od 5 godina.