

## **RAST KAMATNIH STOPA:**

### **Gdje je u loša vremena Hrvatska u odnosu na Europu?**

#### **Sažetak**

Događaji na domaćim i međunarodnim financijskim tržištima u posljednje su vrijeme definitivno promijenili trendove kamatnih stopa. Pritom kamatne stope u Hrvatskoj uglavnom slijede trendove na europskom tržištu.

Kamatne stope na stambene kredite u Hrvatskoj i dalje se kreću unutar intervala Eurozone, no za razliku od situacije prije godinu dana, kada su te kamatne stope bile niže nego u pet zemalja Eurozone, danas je njihova razina niža samo od razine u Sloveniji i Italiji. Kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima i dalje su veće nego u Eurozoni. Međutim, smanjio se razmak između prosječne kamatne stope u Hrvatskoj i kamatne stope u zemlji s najvišom razinom kamatnih stopa u Eurozoni.

*Mišljenja i rezultati koji se iznose i prikazuju u ovom dokumentu ne predstavljaju službena stajališta Hrvatske udruge banaka. Analizu je pripremila Arhivanalitika za Hrvatsku udругu banaka.*

## Uvod

Kamatnim smo se stopama bavili u nekoliko prethodnih brojeva HUB Analiza. U broju 1 iz svibnja 2007. pokazali smo da su se kamatne stope na stambene kredite gotovo izjednačile s prosjecima Eurozone. U tom smo broju upozorili i na to da se rast kamatnih stopa u Eurozoni iz 2006. i prvoga dijela 2007. još nije bio prelio na rast kamatnih stopa u Hrvatskoj. S druge strane ukazali i na tadašnja očekivanja da temeljne kamatne stope najvažnijih središnjih banaka neće dalje rasti. U broju 4 iz kolovoza 2007. promatrali smo kamatne stope na depozite i pokazali da se one u Hrvatskoj još uvijek kreću iznad prosjeka i intervala određenog maksimalnim i minimalnim podatkom za zemlje članice Eurozone. Naposljetku, u broju 10 iz travnja ove godine, ukazali smo na čimbenike rasta kamatnih stopa. Naš je indeks troškova sredstava (TOS) pokazao da ulazni troškovi sredstava banaka rastu unazad dvije godine. Što se promijenilo tijekom proteklih godinu dana koliko je prošlo od objavljivanja prve HUB-ove analize kamatnih stopa?

**Mnogi su se čimbenici promijenili tijekom godinu dana otkako je objavljena prva HUB-ova Analiza kamatnih stopa. Premije na rizik povećane su zbog učinaka „subprime“ krize, a inflacija i usporavanje gospodarskoga rasta povećali su makroekonomske i tržišne rizike.**

Od kolovoza 2007. kamatne stope najvećih središnjih banaka stagniraju (ECB) ili padaju (FED). Unatoč tome, „subprime“ kriza dovela je do povećanja premije na rizik. Povećan je „spread“ odnosno razlika između tržišnih kamatnih stopa i kamatnih stopa središnjih banaka. Zbog toga su se ulazni troškovi za banke nastavili povećavati unatoč akcijama središnjih bankara. No taj rast nije bio izrazit jer su središnje banke u međuvremenu odustale od daljnjeg povećanja svojih kamatnih stopa.

Makroekonomski odnosno tržišni rizici također su povećani. Nagli i djelomice neočekivani skok inflacije iz druge polovice 2007. i prve polovice 2008. nagrizao realne prinose, a gospodarska aktivnost očigledno usporava. Pritom je usporavanje izraženije u SAD-u nego u EU. Ipak, viša inflacija i sporiji rast dohodaka nagrizaju štednju i na našem kontinentu.

U ovoj se analizi bavimo pitanjem: kako su promjene makroekonomskoga i tržišnoga okružja utjecale na kamatne stope u Hrvatskoj? Gdje se kamatne stope nalaze danas u odnosu na razinu od prije godinu dana? Što se promijenilo u odnosu prema razini kamatnih stopa u Eurozoni?

U prvom dijelu opisujemo trendove na tržištima novca, kredita i depozita u Hrvatskoj. U drugom dijelu uspoređujemo kamatne stope u odnosu na prosjek i raspon u Eurozoni. U trećem dijelu raspravljamo o mogućim scenarijima u sljedećem razdoblju.

## I. Trendovi

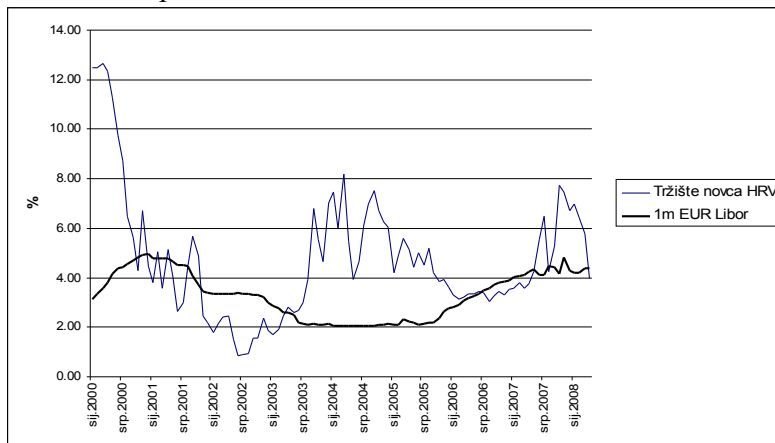
Slika 1 pokazuje da su kamatne stope tržišta novca bile na višoj razini tijekom proteklih godinu dana nego u razdoblju koje je prethodilo protekloj

godini. Osim toga, kamatne su stope tijekom proteklih godinu dana bilježile puno veća kolebanja nego u prijašnjem razdoblju. Kamatne stope tržišta novca na euro kolebale su se pod utjecajem „subprime“ krize od kolovoza 2007. No, kamatne stope na kunskom tržištu novca počele su se kolebati još i prije kolovoza 2007. Kolebanja na domaćem tržištu novca stoga ne treba pripisivati „prijenosu“ kolebanja s inozemnih tržišta. Domaće je tržište novca još uvijek izolirano od međunarodnoga i uglavnom se koleba pod utjecajem domaćih čimbenika, odnosno monetarne politike koja je od početka 2007. dodatno zaoštrena i povremeno začinjena dozom neizvjesnosti ubačenom kroz „stop-go“ obratne repoaukcije središnje banke. Diskrecijske odluke središnje banke o tome da povremeno ne održi obratnu repoaukciju bile su glavni čimbenik rizika likvidnosti na domaćem tržištu. Nakon početnih mjeseci 2008. obratne su repoaukcije postale redovite što je bitno pridonijelo smirivanju kolebanja.

Za potrebe ove analize protekle tri godine podijelili smo na dva razdoblja koja možemo jasno razlikovati na slici 1. Razdoblje od svibnja 2005. do travnja 2007. obilježeno je rastom, ali i malim kolebanjima kamatnih stopa tržišta novca, i u Hrvatskoj i u Eurozoni. Razdoblje od svibnja 2007. naovamo obilježeno je povećanim kolebanjima na oba tržišta:

*Slika 1*

*Kamatne stope tržišta novca na kunu i euro 2002. – 2008.*



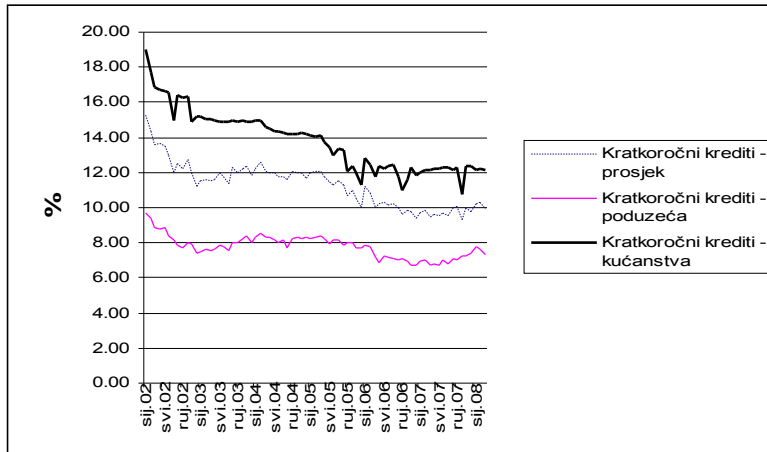
Izvor: Bilten HNB, Bloomberg.

**Na tržištima novca povećane su i razine i kolebanja kamatnih stopa, no domaće je tržište novca ostalo odvojeno od europskoga. Premda su kolebanja u Europi povećana zbog učinaka prelijevanja „subprime“ krize domaća su kolebanja tijekom 2007. i 2008. bila puno veća.**

Usporedimo li kamatne stope iz razdoblja od svibnja 2007. naovamo s prethodnim razdobljem, uočiti ćemo da se povećanje razine i kolebanja kunskih kamatnih stopa u vrlo maloj mjeri prelilo na kamatne stope „čistih“ kunskih kredita (slike 2 i 3, tablica 1). Premda je prosječna kamatna stopa tržišta novca na kunu povećana za više od 2 postotna boda uz znatno povećanje kolebljivosti (dakle rizika financiranja), kamatne su stope na kratkoročne kunske kredite reagirale tek potkraj promatranog razdoblja. Pritom je njihov prosjek za drugo razdoblje i dalje bio niži od prosjeka za prvo razdoblje.

Slika 2

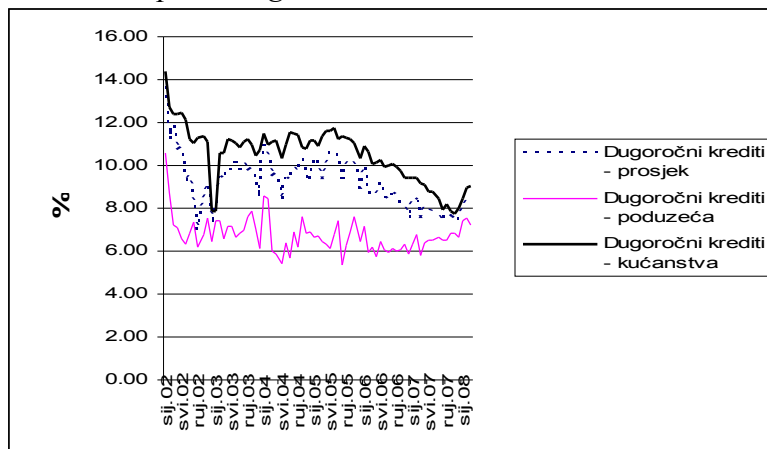
Kamatne stope na kratkoročne kunske kredite 2002.-2008.



Izvor: Bilten HNB.

Slika 3

Kamatne stope na dugoročne kunske kredite 2002.-2008.



Izvor: Bilten HNB.

Tablica 1

Usporedba kamatnih stopa na „čiste“ kunske kredite (%)

	05/2005 – 04/2007		05/2007 – 04/2008		Razlika (zadnje minus prethodno razdoblje)	
	Prosjek	STD	Prosjek	STD	Prosjek	STD
Tržište novca HRV	3,72	0,57	5,91	1,27	2,19	0,70
EUR Libor 1M	3,17	0,72	4,32	0,20	1,15	-0,52
Kratkoročni kunski krediti poduzećima	7,36	0,51	7,21	0,33	-0,15	-0,18
Kratkoročni kunski krediti kućanstvima	12,26	0,62	12,11	0,34	-0,15	-0,28
Dugoročni kunski krediti poduzećima	6,34	0,54	6,84	0,37	0,50	-0,17
Dugoročni kunski krediti kućanstvima	10,31	0,82	8,38	0,46	-1,93	-0,36

Izvor: Bilten HNB, Bloomberg.

Za razliku od kratkoročnih, kamatne stope na dugoročne kredite u kunama bilježe divergentna kretanja: prosječna stopa na dugoročne kunske kredite poduzećima u zadnjem razdoblju bilježi za pola postotnih bodova veću vrijednost nego u prethodnom razdoblju, dok prosječna stopa na dugoročne kunske kredite kućanstvima bilježi veliko smanjenje od gotovo dva postotna boda. Kako dugoročni kunski krediti sudjeluju u ukupno odobrenim kunskim kreditima s malih 11%, veća kolebanja i divergentne promjene njihovih prosjeka mogu biti posljedica manje reprezentativnosti statističkih podataka, što znači da pojedinačni poslovi mogu imati jak utjecaj na skupnu statistiku.

**Kamatne stope na kunske kredite nisu reagirale na povećanje kamatnih stopa tržišta novca. Kod kredita s valutnom klauzulom primjećuje se određena reakcija, no ona je puno manja od povećanja prosječnih kamatnih stopa na tržištu novca.**

Prema tome, statistika pokazuje da kunske kamatne stope nisu znatnije reagirale na povećanje razine kunskih i eurskih kamatnih stopa, kao ni na kolebanja kunskih kamatnih stopa tijekom proteklih godinu dana. Naprotiv, kunske su se kamatne stope jednim dijelom nastavile smanjivati.

Tablica 2 pokazuje iste podatke za odabrane kredite s valutnom klauzulom. Iako je reakcija kamatnih stopa na te kredite prema gore primjetna, promjene se kreću između nule kod dugoročnih ostalih kredita kućanstvima i 0,65 postotnih bodova kod dugoročnih kredita poduzećima. Spomenute su promjene puno manje od promjena kamatnih stopa na domaćem i europskom tržištu novca pa i za ovu skupinu kredita možemo zaključiti da je reakcija kamatnih stopa prema gore bila razmjerno blaga.

*Tablica 2*

*Usporedba prosjeka i stanardne devijacije kamatnih stopa s valutnom klauzulom (%)*

	05/2005 – 04/2007		05/2007 – 04/2008		Razlika (zadnje minus prethodno razdoblje)	
	Prosjek	STD	Prosjek	STD	Prosjek	STD
Tržište novca HRV	3,72	0,57	5,91	1,27	2,19	0,70
EUR Libor 1M	3,17	0,72	4,32	0,20	1,15	-0,52
Kratkoročni krediti poduzećima s v.k.	6,31	0,28	6,69	0,38	0,38	0,10
Dugoročni krediti poduzećima s v.k.	5,65	0,34	6,30	0,27	0,65	-0,07
Dugoročni stambeni krediti s v.k.	4,89	0,13	5,07	0,26	0,18	0,13
Dugoročni ostali krediti kućanstvima s v.k.	7,99	0,31	7,99	0,63	0,00	0,32

Izvor: Bilten HNB.

Kako je moguće da kamatne stope na kredite ne reagiraju usporedo s promjenama kamatnih stopa na tržištu novca (slučaj s kamatnim stopama na „čiste“ kunske kredite), odnosno, kako je moguće da je ta reakcija vrlo blaga (slučaj kamatnih stopa na kunske kredite s valutnom klauzulom)? Postoji nekoliko mogućih objašnjenja koja ćemo istražiti u nastavku:

- Banke financiraju nove kredite iz izvora sredstava (depoziti, kapital) koji ne zavise o kamatnim stopama tržišta novca pri čemu cijene tih izvora sredstava ne rastu, odnosno rastu sporije od rasta kamatnih stopa tržišta novca.
- Kamatna elastičnost potražnje za zajmovima tako je velika da bi daljnje povećanje aktivnih kamatnih stopa drastično smanjilo potražnju i imalo negativan učinak na stopu dobiti banaka.
- Banke su svjesne mogućega problema negativne selekcije (pogoršanje prosječne kvalitete dužnika na višoj razini kamatnih stopa), pa nešto sporiji rast kamatnih stopa nadopunjavaju zaoštrenim kreditnim politikama (traženjem veće vrijednosti kvalitetnijih kolaterala).
- Između promjena kamatnih stopa tržišta novca i promjena aktivnih kamatnih stopa postoji dug vremenski pomak pa se cjelokupni učinak rasta kamatnih stopa tržišta novca još ne vidi u vremenskim rasponima koje smo u ovoj analizi promatrali.

#### *Alternativni (relativno jeftiniji) izvori*

Podatci u tablici 3 slijede istu prezentacijsku logiku kao i podatci iz tablica 1 i 2, samo što se ti podatci odnose na odabrane skupine depozita. Cilj je bio ispitati nisu li možda depoziti taj spomenuti izvor sredstava čija cijena ne raste, odnosno koja raste sporije od kamatnih stopa tržišta novca i na taj način omogućava sporiji rast aktivnih kamatnih stopa u uvjetima rasta razine i kolebanja kamatnih stopa tržišta novca.

**I kamatne stope na depozite rasle su sporije od kamatnih stopa tržišta novca.**

*Tablica 3*

#### *Usporedba prosjeka i stanardne devijacije kamatnih stopa na depozite (%)*

	05/2005 – 04/2007		05/2007 – 04/2008		Razlika (zadnje minus prethodno razdoblje)	
	Prosjek	STD	Prosjek	STD	Prosjek	STD
Tržište novca HRV	3,72	0,57	5,91	1,27	2,19	0,70
EUR Libor 1M	3,17	0,72	4,32	0,20	1,15	-0,52
Oročeni kunski depoziti bez v.k.	3,48	0,36	4,96	0,69	1,48	0,33
Devizni depoziti po viđenju	0,26	0,02	0,26	0,01	0,00	-0,01
Oročeni devizni depoziti	3,35	0,37	4,20	0,11	0,85	-0,26

Izvor: Bilten HNB.

Podatci pokazuju da su kamatne stope na depozite rasle sporije od kamatnih stopa tržišta novca, ali brže od aktivnih kamatnih stopa. Prema tome, pasivne kamatne stope ne mogu objasniti razmjerno spor rast aktivnih kamatnih stopa. Iako su rasle sporije od kamatnih stopa tržišta novca, te su kamatne stope rasle dovoljno brzo da bismo mogli očekivati brži rast aktivnih kamatnih stopa od onoga koji je statistika zabilježila od svibnja 2007. naovamo.

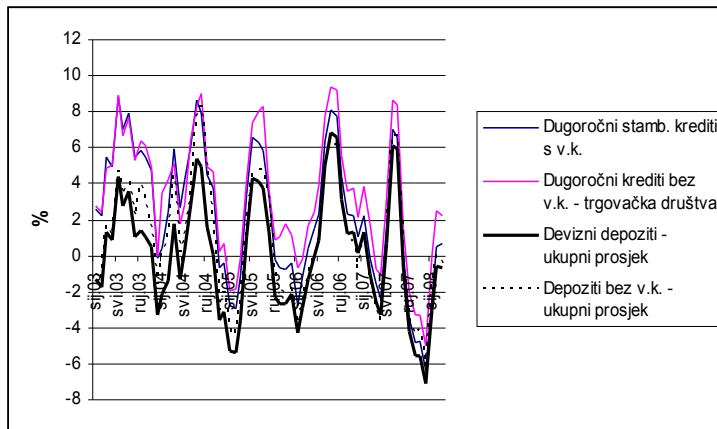
**Važnu ulogu u amortizaciji pritiska s međunarodnoga tržišta imala je spremnost vlasnika da daljnju kreditnu ekspanziju u većoj mjeri financiraju iz kapitala na koji su zahtijevali sve manje očekivane povrate.**

Jedini preostali alternativni (relativno jeftiniji) izvor sredstava je kapital. Kapital je mogao imati važnu ulogu (uz razumnu pretpostavku da su vlasnici banaka nakon 2005. na taj kapital zahtijevali sve manji očekivani povrat): omjer kapitala i kredita privatnom sektoru povećan je sa 16% na kraju ožujka 2005. na 21,4% na kraju ožujka 2008.<sup>1</sup> Tako velik porast omjera kapitala nije bio uvjetovan samo prudenčijalnom regulacijom nego i jednostavnom potrebom za financiranjem iz razmjerno jeftinijih izvora.

#### *Kamatna elastičnost potražnje za kreditima, negativna selekcija i inflacija*

Analiza kamatne elastičnosti potražnje za kreditima i negativne selekcije daleko je izvan okvira ovoga rada. Međutim, kada se u cjelokupnu sliku uvede i inflacija, jasnom postaje činjenica da su na djelu snažni čimbenici koji sprječavaju rast (nominalnih) kamatnih stopa banaka. Jer, kamatne su stope u Hrvatskoj jednim dijelom realno negativne. Unatoč tome, nominalne kamatne stope nisu reagirale na inflacijske pritiske.

*Slika 4  
Realne kamatne stope*



Izvor: Bilten HNB, vlastiti izračuni.

Slika 4 pokazuje da su se realno negativne kamatne stope pojavljivale i prije najnovijega razdoblja povećane inflacije. Jednim dijelom zbog zimskoga sezonskog efekta, a drugim dijelom zbog povremenih inflacijskih iznenađenja, realne su kamatne stope tijekom kraćih razdoblja ulazile u zone negativnih vrijednosti iz kojih su potom vrlo brzo izlazile, uglavnom zahvaljujući smirenju prijašnjih inflacijskih impulsa. Međutim, pad u negativnu zonu koji traje od prošle godine izgleda dublji i trajniji od sličnih prijašnjih epizoda. Realne kamatne stope na štednju su negativne, a na kredite blago pozitivne, ali ne prelaze maksimalnih 2%.

<sup>1</sup> Izvor: Agregirano statističko izvješće banaka, [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (sekcija supervizija).

Izostanak reakcije (nominalnih) kamatnih stopa na inflaciju mogao bi se tumačiti (i) činjenicom da banke zbog inozemnoga vlasništva maksimiziraju dobit iskazanu u stranoj valuti pa inflacija ne utječe na kamatnu politiku dokle god je tečaj stabilan. Ta činjenica predstavlja važno moguće objašnjenje sve dok je kapital važan izvor financiranja nove kreditne ekspanzije. Također ne treba izgubiti iz vida činjenicu da se očekuje prolazak inflacijskoga šoka što umanjuje njegov učinak na trend kamatnih stopa. Ipak, opisane se promjene nikako ne bi mogle objasniti samo tim činjenicama. Ne možemo isključiti mogućnost da je elastičnost potražnje za zajmovima dosegla visoke vrijednosti, pogotovo kod kvalitetnijih dužnika. Daljnji bi porast kamatnih stopa mogao dovesti do smanjenja prosječne kvalitete dužnika pa banke možda nastoje izbjeći takav scenarij zamjenjujući rast kamatnih stopa strožim uvjetima pristupa kreditu i variranjem kvalitete i zahtijevane vrijednosti kolaterala.<sup>2</sup>

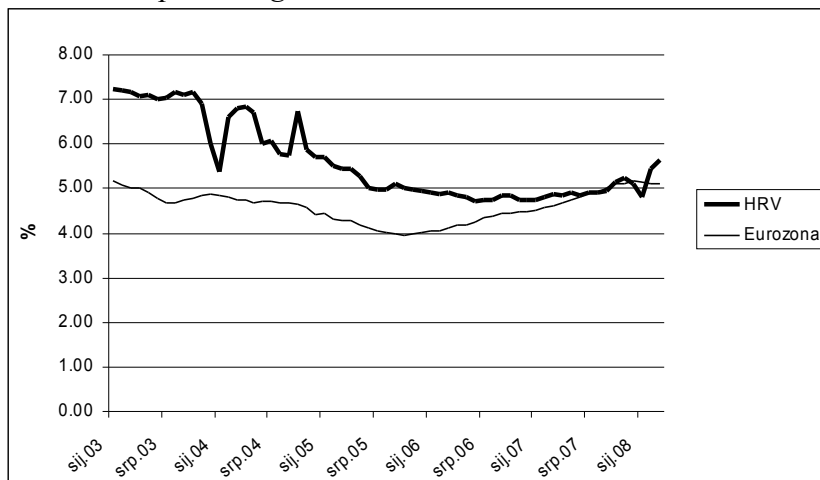
**Inflacija nije znatnije utjecala na nominalne kamatne stope pa su se realne kamatne stope u prosjeku smanjile.**

### *Dugi vremenski pomaci*

Na prvi pogled, dugi bi vremenski pomaci u prijenosu rasta kamatnih stopa tržišta novca na rast aktivnih kamatnih stopa banaka mogli objasniti prikazane podatke. Promotrimo sliku 5. koja prikazuje kretanje kamatnih stopa na stambene kredite u Hrvatskoj i Eurozoni. Primjećuje se ovogodišnja reakcija kamatnih stopa prema gore što bi se moglo tumačiti kao „zakašnjela“ ali nagla reakcija na trend rasta kamatnih stopa koji se u Eurozoni profilirao još od početka 2006.

*Slika 5.*

*Kamatne stope na dugoročne stambene kredite*



Izvor: HNB, ECB.

<sup>2</sup> Ovdje ostajemo u domeni nagađanja jer se u Hrvatskoj ne provode redovita mjerenja uvjeta pristupa kreditiranju.



Međutim, čak ni uz ozbiljniju ekonometrijsku analizu, koja bi pokazala optimalnu strukturu vremenskih pomaka, ne bismo mogli tvrditi da je riječ o odgođenom utjecaju zajedničkih čimbenika koji utječu na kamate i u Hrvatskoj i u inozemstvu. Tomu su tri glavna razloga:

**Nakon što su pale ispod prosjeka Eurozone, kamatne su se stope na dugoročne stambene kredite tijekom ove godine znatno povećale.**

Prvo, kamatna stopa na stambene kredite u velikoj mjeri zavisi o spremnosti vlasnika da financiraju daljnju kreditnu ekspanziju iz kapitala na koji sada moraju zahtijevati razmjerno niže očekivane povrate. Prikazano kretanje kamatnih stopa moglo bi se objasniti sve manjom spremnošću za financiranje daljnje ekspanzije iz kapitala.

Drugo, učinak kamatnih stopa tržišta novca na aktivne bankovne kamatne stope u pravilu se ostvaruje u kratkom roku zbog izravnog vezanja aktivnih stopa uz referentne stope. Ako izostaje izravno vezanje aktivnih uz referentne stope, učinak referentnih stopa postaje upitan.

Treće, ovogodišnji „skok“ kamatnih stopa na stambene kredite mogao bi se objasniti samo domaćim čimbenicima ako pretpostavimo da kreditna ograničenja (granica „neoporezivoga“ rasta kredita na 12%) također djeluju s vremenskim pomakom. Očekivana relaksacija toga propisa i/ili spremnost na plaćanje troška regulacije mogli su neko vrijeme ublažavati učinak kreditnog limita na kamatne stope, no ako su se očekivanja i spremnost plaćanja u međuvremenu promijenili, kamatne su stope mogle reagirati sa znatnim vremenskim pomakom.

Prema tome, postoje barem tri moguća objašnjenja prikazanog kretanja kamatnih stopa na stambene kredite pored početnoga objašnjenja o odgođenom utjecaju rasta kamatnih stopa tržišta novca. U tom smislu, prikaz na slici 5. bolje služi kao uvod u usporedbu domaćih kamatnih stopa s onima u Eurozoni nego kao argument u prilog tezi o odgođenom učinku.

## **II. Usporedbe s Eurozonom**

U HUB Analizama broj 1 i 4 istaknuli smo nekoliko važnih rezultata usporedbe kamatnih stopa u Hrvatskoj s onima u Eurozoni:

- kamatne stope na dugoročne stambene kredite u Hrvatskoj bile su niže nego kamatne stope na stambene kredite u Austriji, Finskoj, Grčkoj, Italiji i Sloveniji;
- kamatne stope na kredite poduzećima u Hrvatskoj bile su veće nego kamatne stope na takve kredite u Eurozoni;
- kamatne stope na kratkoročne devizne depozite stanovništva bile su veće nego u Eurozoni, no od druge polovice 2006. počele su se kretati unutar intervala Eurozone i rasti puno sporije od usporedivih kamatnih stopa u drugim zemljama EU;

- kamatne stope na dugoročne devizne depozite stanovništva sustavno su se kretale iznad prosjeka i intervala Eurozone;
- kamatne stope na kratkoročne devizne depozite poduzeća sustavno se kreću iznad prosjeka i intervala Eurozone.

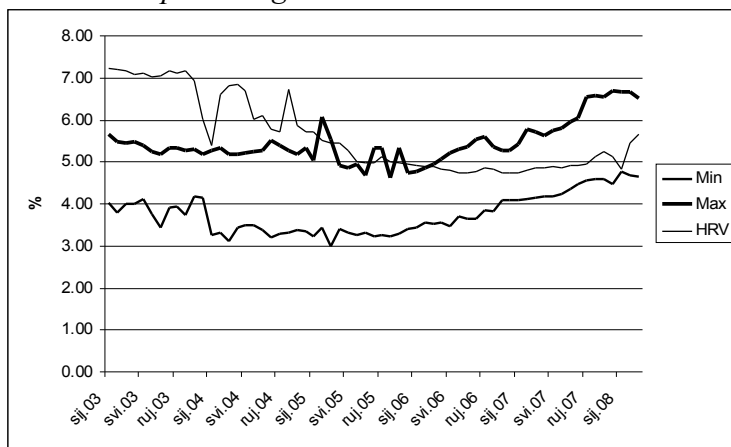
Kakva je situacija s proljeća 2008., godinu dana nakon objavljivanja prve HUB Analize?

Slika 6. pokazuje kretanje kamatnih stopa na dugoročne stambene kredite. Podatci su isti kao na slici 5., samo što na slici 6. pratimo interval Eurozone koji je definiran minimalnom i maksimalnom kamatnom stopom na tu vrstu kredita među zemljama članicama Eurozone. Slika 6. upućuje na malo drukčiji zaključak nego slika 5. Ovogodišnji pomak kamatnih stopa u Hrvatskoj prema gore smješta se u sredinu intervala Eurozone. Taj je interval, prema podacima za ožujak ove godine, definiran minimalnom kamatnom stopom od 4,66% u Grčkoj (gdje kamatne stope na stambene kredite uopće nisu reagirale na opće povećanje kamatnih stopa) i već tradicionalno maksimalnom kamatnom stopom u Sloveniji (6,52%). Za razliku od situacije prije godinu dana, kada je Hrvatska imala prosječnu kamatnu stopu na stambene kredite nižu nego u čak pet zemalja Eurozone, sadašnja je kamatna stopa niža nego u dvije zemlje-članice – u već spomenutoj Sloveniji i u Italiji, gdje je prosječna kamatna stopa iznosila 5,78% (zadnji podatak za Hrvatsku: 5,65%).

**Prosječna kamatna stopa na dugoročne stambene kredite i dalje je niža od prosječne kamatne stope u Sloveniji i Italiji.**

*Slika 6.*

*Kamatne stope na dugoročne stambene kredite*



Izvor: HNB, ECB.

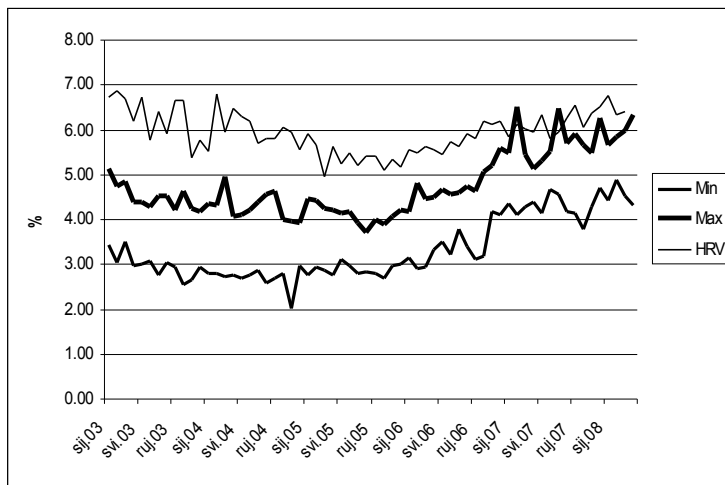
Prema tome, kamatne stope na stambene kredite, koje u Eurozoni rastu od 2006., u Hrvatskoj dugo nisu reagirale prema gore da bi početkom ove godine zabilježile snažan skok. Tim su skokom kamatne stope na stambene kredite u Hrvatskoj preskočile europski prosjek, no i dalje se kreću unutar intervala Eurozone.

Jednim je dijelom riječ o učinku prestanka odobravanja kredita u švicarskim francima koji su se u prethodnom razdoblju odobrivali u značajnijim iznosima uz niže kamatne stope. Drugi dio objašnjenja nije lako pronaći. Kao što je već rečeno, ne može se jednostavno zaključiti da je riječ o odgođenom učinku djelovanja rasta kamatnih stopa na tržištu novca. Ne može se isključiti da su domaći čimbenici imali jednako važnu ili čak važniju ulogu od međunarodnih uzročnika. Regulacija zaduživanja banaka u inozemstvu kroz graničnu obveznu pričuvu i de facto ograničenje na rast kredita od 12% godišnje možda su primorali banke na reakciju podizanjem kamatnih stopa ne bi li kanalizirale rast potražnje u okvire koje regulator drži poželjnima.

Slika 7. prikazuje kretanje kamatne stope na kredite poduzećima u Hrvatskoj i Eurozoni (riječ je o dugoročnim kuskim kreditima s valutnom klauzulom). Te su kamatne stope i dalje veće nego u Eurozoni, no slika jasno pokazuje da je rast kamatnih stopa na te kredite bio sporiji u Hrvatskoj nego u Eurozoni. Zbog toga su se kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima približile maksimalnim vrijednostima Eurozone. Maksimalna vrijednost za Eurozonu određena je podatkom za Sloveniju (6,32%; zadnji podatak za Hrvatsku: 6,39%).<sup>3</sup>

**Premda se i dalje nalaze iznad maksimalne vrijednosti Eurozone, kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima zabilježile su daljnju konvergenciju.**

*Slika 7.  
Kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima*



Izvor: HNB, ECB

Slika 8 pokazuje kretanje kamatnih stopa na kratkoročne devizne depozite stanovništva. U HUB Analizi br. 1. primijetili smo da su se ove kamatne stope do 2006. kretale iznad intervala Eurozone, da bi od 2006. ušle u zonu unutar intervala. Takvo se kretanje nastavilo do rujna 2007., kada su ove

**Kamatne stope na kratkoročne devizne depozite stanovništva kreću se ispod razina u Eurozoni, no kamatne stope na dugoročne devizne depozite stanovništva kreću iznad intervala Eurozone.**

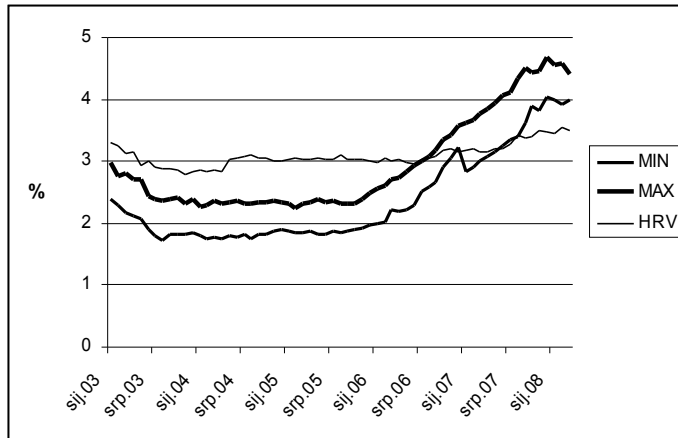
<sup>3</sup> Kamatna je stopa kojom se koristimo za usporedbu iz statistike ECB-a - kamata na kredite poduzećima s rokom dospijeca između 1 i 5 godina jer pretpostavljamo da se u taj interval ročnosti smješta većina takvih kredita odobrenih u Hrvatskoj. Na žalost, odgovarajući podatak za Grčku ne postoji u statistici ECB-a, pa vrijedi spomenuti da Grčka ima najvišu kamatnu stopu na kredite s rokom dospijeca preko 5 godina (6,88%).

kamatne stope prešle donju granicu intervala. Od tada traje razdoblje njihova zaostajanja za kamatnim stopama u Eurozoni.

Nasuprot tome, kamatne su se stope na dugoročne devizne depozite stanovništva zadržale iznad intervala Eurozone (slika 9). Razlika u kretanju kratkoročnih i dugoročnih kamatnih stopa vjerojatno se može objasniti različitom važnošću (tj. udjelima) tih vrsta depozita i različitom kamatnom elastičnošću potražnje za depozitima.

Slika 8.

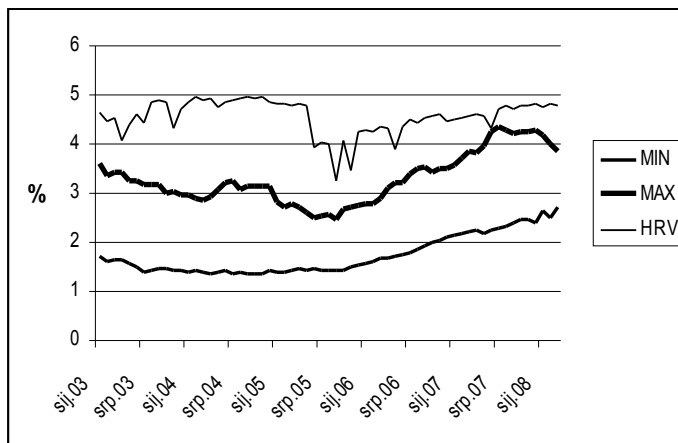
Kamatne stope na kratkoročne devizne depozite stanovništva



Izvor: HNB, ECB.

Slika 9.

Kamatne stope na dugoročne devizne depozite stanovništva



Izvor: HNB, ECB.

Naposljetku, slika 10 pokazuje da su se kamatne stope na kratkoročne devizne depozite poduzeća<sup>4</sup> nastavile kretati iznad intervala Eurozone

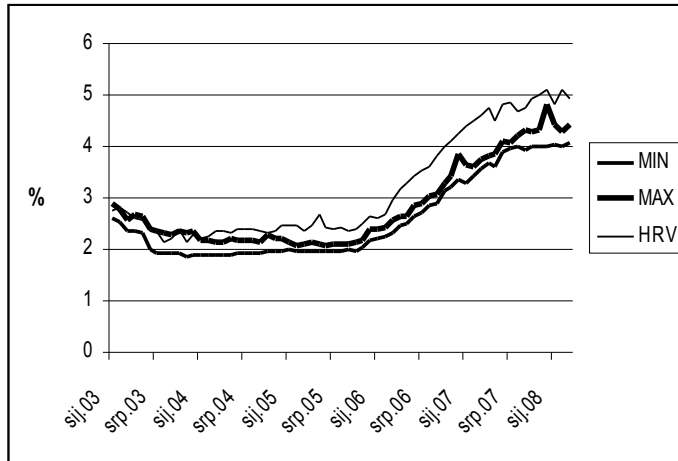
**Pasivne kamatne stope na kratkoročne devizne depozite poduzeća i dalje su čvrsto iznad intervala Eurozone.**

<sup>4</sup> Dugoročne ne prikazujemo jer nisu statistički značajni. Detaljnija metodološka objašnjenja čitatelj može pronaći u dodatku HUB Analize br. 1.

zadržavajući pritom veoma sličnu dinamiku kao i inozemne kamatne stope. Ovo je ujedno jedina vrsta kamatnih stopa kod kojih vidimo sličnu dinamiku i vrlo usku korelaciju s kamatnim stopama u Eurozoni.

*Slika 10.*

*Kamatne stope na kratkoročne devizne depozite poduzeća*



Izvor: HNB, ECB.

Usporedbe kretanja kamatnih stopa u Hrvatskoj i Eurozoni možemo sažeti u sljedećih pet točaka:

- Kamatne stope na stambene kredite u Hrvatskoj i dalje se kreću unutar intervala Eurozone, no za razliku od situacije prije godinu dana, kada su te kamatne stope bile niže nego u pet zemalja Eurozone, danas je njihova razina niža samo od razine u Sloveniji i Italiji. Jedan od važnijih razloga mogao bi se nalaziti u postupnom napuštanju kreditiranja u švicarskim francima.
- Kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima i dalje su veće nego u Eurozoni, međutim, smanjio se razmak između prosječne kamatne stope u Hrvatskoj i kamatne stope u zemlji s najvišom razinom kamatnih stopa u Eurozoni. Kod ovih se kamatnih stopa primjećuje daljnja konvergencija.
- Kamatne stope na kratkoročne devizne depozite stanovništva nastavile su rasti, ali puno sporijim tempom nego usporedive kamatne stope u Eurozoni. Pojava koja je uočena i prije godinu dana nastavila je djelovati tako da se ove kamatne stope danas nalaze ispod intervala Eurozone.
- Kamatne stope na dugoročne devizne depozite stanovništva rasle su približno usporedo s kamatnim stopama u Eurozoni, tako da su se zadržale iznad intervala Eurozone.
- Isti zaključak vrijedi za kamatne stope na kratkoročne devizne depozite poduzeća.

### III. Umjesto zaključka: kako dalje?

Događaji na domaćem i međunarodnom financijskom i makroekonomskom planu u posljednje su vrijeme definitivno promijenili trendove kamatnih stopa. Ova je analiza pokazala da kamatne stope u Hrvatskoj pritom uglavnom slijede trendove na europskom tržištu premda se njihove kratkoročne varijacije nalaze pod utjecajem domaćih čimbenika.

Promjene kamatnih stopa na domaćem tržištu novca od proljeća 2007. naovamo pokazuju veliku autonomiju kretanja u odnosu na novčano tržište Eurozone, kako u pogledu razine tako i u pogledu kolebanja kamatnih stopa. Hrvatska narodna banka u tom pogledu još uvijek ima snažan i nezavisan utjecaj na domaće tržište novca.

Međutim, kada je riječ o tržištima kredita i depozita, konvergencija kamatnih stopa pokazuje veliku upornost i razmjerno malu osjetljivost na događaje na domaćem tržištu novca. Unatoč brojnim i razmjerno snažnim domaćim i međunarodnim šokovima povezanim s promjenama regulacije i financijskim turbulencijama, ne primjećuju se obrati konvergencijskih trendova.

Kod stambenih bi se kredita moglo govoriti o zaustavljanju konvergencije, no zapravo je riječ o realnijoj slici prosječnih kamatnih stopa nakon što je smanjen udjel kredita odobrenih u švicarskim francima. S druge strane, nastavak konvergencije kamatnih stopa, koji se primjećuje kod dugoročnih kredita poduzećima, mogao bi se objašnjavati čimbenicima kao što su poboljšanje financijskog izvješćivanja (veća pouzdanost podataka i kreditnih analiza) te snažnija konkurencija u tom segmentu (uključujući i inozemnu konkurenciju jer su velika poduzeća mobilna u pogledu pristupa bankama, uključujući i banke izvan Hrvatske).

Zanimljiva je činjenica da su kamatne stope u Eurozoni nastavile rasti i nakon rujna 2007., kada je ECB zaustavila rast svoje temeljne kamatne stope na 4%. Premije su na rizik zbog financijskih turbulencija na svjetskom tržištu povećane, te su se i kamatne stope zbog toga nastavile povećavati. Istovremeni rast kamatnih stopa u Hrvatskoj nije se događao zbog jednostavnog prijenosa impulsa rasta preko granica, već zbog domaćih čimbenika. Prvenstveno zbog toga što su mjere ograničenja rasta bankovnih plasmana radi troška regulacije počele „gristi“ do te mjere da su banke morale odgovoriti rastom kamatnih stopa ne bi li ograničile preveliku potražnju za zajmovima.

Važan „amortizer“ koji je omogućio razmjerno bezbolnu prilagodbu kamatnih stopa u proteklom je razdoblju bio kapital banaka. Omjer kapitala i kredita klijentima povećan je od prvog kvartala 2005. do prvog kvartala

**Unatoč brojnim i razmjerno snažnim domaćim i međunarodnim šokovima povezanim s promjenama regulacije i financijskim turbulencijama, ne primjećuju se obrati konvergencijskih trendova.**

**Iz razmatranja se ne može isključiti scenarij u kojemu bi pritisci na rast kamatnih stopa ostali zbog rasta inozemnih kamatnih stopa uslijed jačanja borbe protiv inflacije, i zbog postavljanja donjeg praga tolerancije inozemnih vlasnika prema padu povrata na kapital u bankama u Hrvatskoj.**

2008. s oko 16% na 21%. To govori u prilog tezi da su vlasnici banaka, pristajući uz smanjeni očekivani povrat na kapital, ostavili bankama-kćerima razdoblje za predah u uvjetima u kojima su drugi izvori financiranja opterećeni prohibitivno visokim troškovima regulacije (to se prvenstveno odnosi na inozemne izvore financiranja).

Postavlja se pitanje što bi se moglo dogoditi ako u isto vrijeme dođe do nastavka rasta kamatnih stopa na europskom tržištu i prestanka spremnosti vlasnika na značajnije financiranje kreditne ekspanzije kroz kapital? Takav je scenarij moguć iz dva razloga.

Prvo, općenito se smatra da je neposredna opasnost izbijanja financijske krize na svjetskom tržištu prošla, što znači da je vjerojatnost spuštanja glavnih inozemnih kamatnih stopa smanjena. S druge strane, opasnost od nastavka inflacije sve je prisutnija: posljednji podatak o stopi inflacije u EU od 3,7% daleko je iznad očekivanja i ciljnih vrijednosti koje ECB tolerira (oko 2%). To znači da je vjerojatnost podizanja kamatnih stopa povećana. Ipak, unatoč nešto oštrijem retorici središnjih bankara zasad nije vjerojatno da bi se novi ciklus rasta kamatnih stopa mogao pokrenuti jer je strah od recesije ili barem znatnog usporavanja gospodarske aktivnosti u EU i dalje prisutan. Međutim, u ovom trenutku samo loše vijesti iz realnoga sektora drže kamate pod kontrolom. Pojava iole boljih vijesti o proizvodnji i zaposlenosti trenutno bi otpustila kočnice europskih središnjih bankara i usmjerila ih na njihovu „prirodnu reakciju“ – na rast kamatnih stopa kojom ionako prijete.

Drugo, bez obzira hoće li kamatne stope rasti ili stagnirati zbog usporavanja gospodarske aktivnosti, jedan ili drugi scenarij neće osobito povoljno djelovati na spremnost međunarodnih bankovnih grupacija da alociraju kapital prema Hrvatskoj uza sve niže i niže očekivane povrate. Uz sadašnju regulaciju to znači da će 12%-tni rast kreditnog portfelja ostati gornja granica rasta jer je spremnost na plaćanje troška regulacije bržega rasta bitno smanjena.

U takvom se scenariju ne može isključiti daljnji rast kamatnih stopa. U tom slučaju postoji određena mogućnost reakcije relaksiranjem postojeće regulacije, no učinci takve reakcije ograničeni su na kratak rok od nekoliko mjeseci. Ako se međunarodne okolnosti u tom razdoblju ne bi promijenile, trendovi europskoga tržišta svejedno bi se nastavili prelijevati na Hrvatsku.

Paradoksalno zvuči da je jedini scenarij u kojem bi u kratkome roku moglo doći do smirivanja rasta ili čak pada kamatnih stopa scenarij u kojem bi se u drugoj polovici ove godine pojačali recesijski, a oslabili inflacijski impulsi u EU. Središnji bi bankari u tom slučaju uskoro počeli spuštati kamatne stope. Osim što je takav scenarij malo vjerojatan jasno je da bi on imao i druge

„kolateralne“ negativne učinke – na primjer, usporavanje rasta potražnje za izvozom hrvatskih roba i usluga.

Zasad se čini da prostor za smanjenje kamatnih stopa ne postoji. Pritisci na rast i dalje su prisutni, no ipak se čini da je dobar dio toga pritiska dosad već ugrađen u trenutačnu visinu kamatnih stopa.