

## KAMATNE STOPE U VRIJEME KRIZE:

### Gdje je Hrvatska u odnosu na Eurozonu?

#### Sažetak

Kamatna stopa na dugoročne stambene kredite nastavila se kretati unutar intervala Eurozone zahvaljujući relativno višim kamatnim stopama na ovu vrstu kredita u Sloveniji nego u Hrvatskoj. Ove su kamatne stope u Eurozoni osjetljive na poteze ECB-a (smanjenje kamatnih stopa), dok su u Hrvatskoj ponajprije određene naraslom premijom rizika. Zbog toga tijekom proteklih mjeseci nije zabilježen pad ovih kamatnih stopa u Hrvatskoj. Takvo je kretanje slično kao u članicama EU koje nisu u EMU. Ipak, u usporedbi s tom skupinom zemalja, kamatne su stope u Hrvatskoj i dalje niske. Kamatne stope na dugoročne potrošačke kredite kreću se unutar intervala Eurozone zahvaljujući razmjernoj visini ovih kamatnih stopa u južnoj Europi, posebno u Portugalu.

Sistemska rizik, koji je ponajprije povezan s nečlanstvom u EU i EMU, ograničava mogućnost da Hrvatska osjeti koristi od smanjenja kamatnih stopa ECB-a. Zbog tog su razloga kamatne stope na kratkoročne kredite poduzećima, nakon dugoročne konvergencije, tijekom ove krize izašle izvan intervala Eurozone. Za razliku od njih, kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima s rokom dospeljeća do 5 godina kreću se oko gornje granice intervala Eurozone. Ova ih kriza zasad nije izbacila izvan toga intervala. Kod dugoročnih kredita s rokom dospeljeća preko 5 godina kamatne se stope kreću iznad gornje granice intervala Eurozone. Ta razlika, koja se kreće oko 1 postotnog boda, ima trajan karakter i ne treba ju povezivati s ovom krizom jer je uočena još u prijašnjim HUB Analizama. Razlika se objašnjava dugoročnim rizikom hrvatskog korporativnog sektora i zemlje u cjelini. Stoga je najbolji način borbe za smanjenje kamatnih stopa eliminacija svih oblika rizika kroz provedbu reformi, što brži ulazak Hrvatske u EU i EMU i – najprije, kroz fiskalnu konsolidaciju.

*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

Svakoga proljeća od 2007. naovamo jedan broj HUB Analiza prikazuje usporedbu kretanja kamatnih stopa na kredite u Hrvatskoj i Eurozoni. Prva je takva analiza pokazala da se kamatne stope – kada je riječ o kreditima stanovništvu, u Hrvatskoj još od kraja 2005. kreću unutar intervala Eurozone; kao da je Hrvatska već članica monetarne unije.

Druga je analiza objavljena u lipnju 2008. Kriza se u to vrijeme već osjećala na razvijenim tržištima. Međutim, tada još nije imala izrazit učinak na tržišta u razvoju. Prije godinu dana zaključci su glasili:

- Kamatne stope u Hrvatskoj rastu, ali pritom samo slijede trendove na svjetskom tržištu.
- Kamatne stope na stambene kredite i dalje se kreću unutar intervala Eurozone, pri čemu su kamatne stope na stambene kredite u Hrvatskoj niže nego u Italiji i Sloveniji.
- Kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima i dalje su više nego u Eurozoni, ali se razmak između tih kamatnih stopa u Hrvatskoj i najviših stopa u Eurozoni smanjuje.

Sada se redovita analiza kamatnih stopa smješta u kontekst globalne krize koja se punom snagom prelila na tržišta u razvoju, pa i na Hrvatsku. Premije rizika su znatno povećane pa je znatno pojačan i pritisak na rast bankovnih kamatnih stopa. Podsjetimo, u HUB Analizama br. 17 prikazan je rezultat prema kojemu upravo premija rizika predstavlja ključnu odrednicu kretanja kamatnih stopa.

U ovoj HUB analizi prikazujemo usporedbu kretanja odabranih kamatnih stopa u Hrvatskoj i zemljama Eurozone zaključno s podacima za veljaču 2009. Rezultati su slični kao u prošlogodišnjoj analizi, što znači da ova kriza još nije bitno promijenila obilježja kretanja kamatnih stopa:

- Rast kamatnih stopa u Hrvatskoj dio je globalnoga trenda koji je prevladavao do kraja prošle godine. Globalni preokret prema dolje u kretanju kamatnih stopa novijega je datuma (nakon što je ECB reagirao svojim kamatama naglo prema dolje) i tek će se prema kraju ove godine moći sagledati njegovi učinci.
- Kamatne stope na stambene kredite u Hrvatskoj i dalje se kreću unutar intervala Eurozone, ali sada zahvaljujući malo nižim razinama nego u Sloveniji. Hrvatska se održala unutar intervala Eurozone iako hrvatski subjekti moraju platiti puno višu premiju rizika od one koju plaćaju u Eurozoni. Osim toga, kamatne su stope u Hrvatskoj i dalje niže nego u većini zemalja EU koje nisu u Eurozoni.
- Kamatne stope na dugoročne potrošačke kredite i dalje se kreću unutar intervala Eurozone zahvaljujući znatno višim kamatnim stopama u Portugalu i sličnim kamatnim stopama u Grčkoj kao u Hrvatskoj.

- Kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima kreću se malo iznad intervala Eurozone gdje se najveća kamatna stopa ove vrste bilježi u Sloveniji. Ako se iz analize isključi slovenska kamatna stopa, onda visina kamatnih stopa u Hrvatskoj odstupa od drugih zemalja Eurozone prema gore, što je očekivan rezultat ako se rizik uzme u obzir. Rezultat je poznat i iz ranijih usporedbi kamatnih stopa te se tumači većim rizikom hrvatskih nego europskih poduzeća. Međutim, ako se promatraju krediti malim i srednjim poduzećima iznosa do 1 milijun eura,<sup>1</sup> dugoročne su se kamatne stope u Hrvatskoj kretale u okviru intervala Eurozone, tj. približno uz njegovu gornju granicu.

Za ovu je krizu tipično da su se aktivne kamatne stope banaka u Hrvatskoj do početka 2009. zadržale u okviru intervala Eurozone ili blizu njegove gornje granice. Kako je kriza odmicala, ECB je sve agresivnije obarala osnovnu kamatnu stopu, posebno u zadnjem kvartalu prošle i prvom kvartalu ove godine. Kamatne su stope na kredite u Eurozoni puno čvršće vezane uz osnovnu kamatnu stopu središnje banke jer se cjelokupno poslovanje odvija u istoj valuti i na prostoru sa sličnim karakteristikama u pogledu rizika. Zbog toga je obaranje osnovne kamatne stope na euro potkraj prošle i početkom ove godine rezultiralo početkom pada aktivnih kamatnih stopa u Eurozoni.

Taj se preokret trenda u Hrvatskoj još ne osjeća. Narasla premija rizika za Hrvatsku još uvijek ne otvara prostor za promjenu smjera kretanja bankovnih kamatnih stopa. Rizik proizlazi iz činjenice da nemamo euro kao domaću valutu, ali i iz drugih fundamentalnih obilježja ekonomskog sustava i ekonomske, posebno fiskalne politike.

Analiza se sastoji od dva dijela. U prvom dijelu, koji je deskriptivne naravi, prikazuju se usporedbe. U drugom se dijelu raspravlja o uzrocima i trendovima.

## **I. Usporedba kamatnih stopa: Hrvatska i Eurozona**

U Hrvatskoj se najveći dio dugoročnih bankovnih kredita odobrava uz valutnu klauzulu. Usporedba kamatnih stopa na kredite s valutnom klauzulom s kamatnim stopama na kredite u Eurozoni ima smisla. Kredit uz valutnu klauzulu nalik je kreditu u stranoj valuti utoliko što kreditor nema kapitalni gubitak ako dođe do slabljenja domaće valute. Tehnički gledano, iz takvih je kreditnih aranžmana isključen valutni rizik, tj. rizik promjene vrijednosti domaće valute.

Osim valutnoga važan je i kreditni rizik – rizik neplaćanja koji se na razini države svodi na sistemski rizik. Kada se promatraju prinosi

---

<sup>1</sup> Za razliku od statistike ECB-a, statistika HNB-a ne razlikuje kamatne stope na kredite do i preko 1 milijun eura, nego prikazuje ukupni prosjek kamatne stope za sve kredite, tako da je odluka o tome treba li hrvatske kamatne stope na kredite poduzećima usporediti s ECB-ovima do milijun ili preko milijun eura donekle arbitrarna.

primjerice na njemačke i hrvatske kratkoročne vrijednosne papire, gdje su prvi denominirani u euru, a drugi u kunama, razlika tih prinosa mjeri obje vrste rizika – i valutni (vjerojatnost slabljenja kune u odnosu na euro) i kreditni (vjerojatnost da obveza neće biti isplaćena po dospijeću).

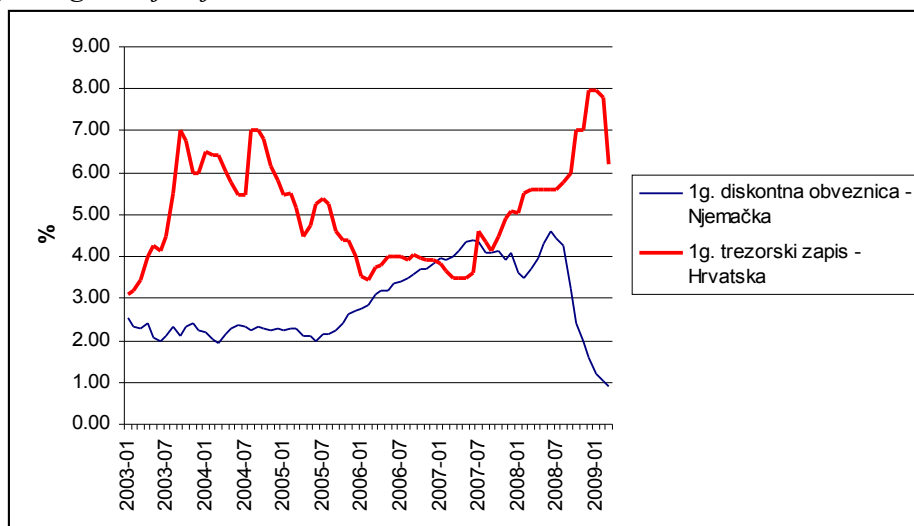
*Na razvijenim tržištima u vremenima krize prinosi padaju, a na manje razvijenima rastu.*

Na slici 1 su prikazani podatci o kretanju „spreada“ (razlika prinosa) između jednogodišnjih trezorskih zapisa našega Ministarstva financija i jednogodišnje njemačke diskontne obveznice. Na temelju tih podataka možemo zaključiti kako se općenito kretala premija rizika. Od kraja 2003. do sredine 2007. - kada je u SAD-u izbila financijska kriza, hrvatski se rizik kontinuirano smanjivao. Sredinom 2007. započeo je rast „spreada“ odnosno premije rizika. Prvo je rast bio umjeren, a „spread“ se zadržao između 1 i 2 postotna boda. Na jesen 2008. uslijedila je kulminacija krize i eksplozija „spreada“ koja se počela smirivati tek u ožujku i travnju ove godine.

Na temelju slike 1 možemo vidjeti zbog čega u uvjetima krize nastaje problem na manje razvijenim tržištima poput hrvatskog. Na razvijenim tržištima prinosi u krizi stagniraju ili padaju jer investitori traže državne obveznice vodećih zemalja, a središnje banke obaraju kamatne stope. Na tržištima u razvoju prinosi rastu; pogoršava se percepcija rizika, a mogućnost manipulacije domaćom valutom vidi se kao latentna opasnost. Zbog toga raste „spread“ – razlika prinosa.

*Slika 1a.*

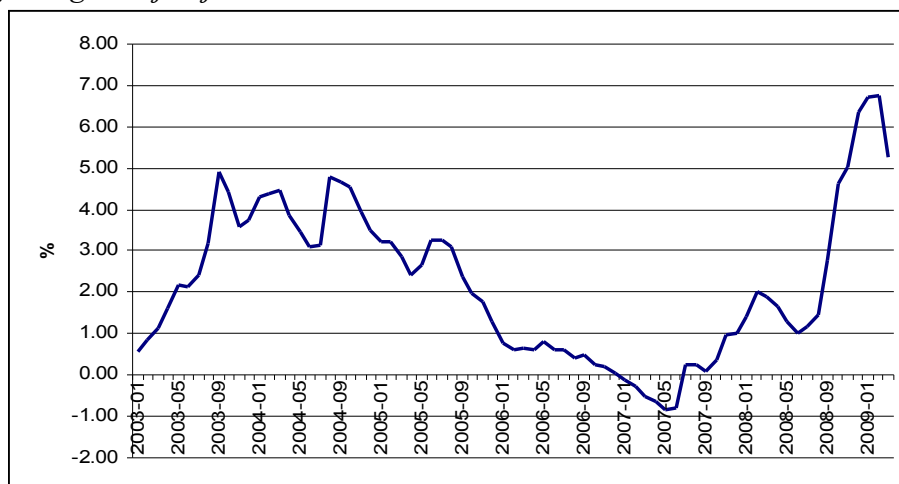
*Prinosi na jednogodišnji trezorski zapis Ministarstva financija i jednogodišnju njemačku diskontnu obveznicu*



Izvor: Bloomberg

Slika 1b.

Razlika prinosa na jednogodišnji trezorski zapis Ministarstva financija i jednogodišnju njemačku državnu obveznicu



Kreditni rizik predstavlja glavnu odrednicu „spreada“.

Slika 2.

„Spread“ na hrvatsku državnu obveznicu dospjeća 2011.



Izvor: Reuters.

Valutni problem (rizik) pritom nije jedini problem (rizik) koji se ugrađuje u visinu prinosa. I kreditni je rizik uvijek prisutan, što se može vidjeti iz prinosa na hrvatsku euroobveznicu. Gornja slika pokazuje takozvani spread – razliku prinosa na hrvatsku euroobveznicu i prinosa na referentnu njemačku državnu obveznicu. Iz tog je „spreada“ isključen utjecaj valutnog rizika (jer je obveznica eurska), no ostala je prisutna velika varijacija koju objašnjavamo promjenama u percepciji kreditnog rizika (slika 2).

Usporedba slika 1 i 2 pokazuje da je u ovoj krizi ključnu ulogu odigrala promjena percepcije kreditnog, a ne valutnog rizika. Postoji uska korelacija između kreditnog „spreada“ prikazanog na slici 2 i ukupnog „spreada“ u domaćoj valuti prikazanog na slici 1. Zaključujemo da tri

ključne činjenice definiraju okvir za usporedbu kamatnih stopa početkom 2009.:

- Prinosi na državne vrijednosnice na razvijenim tržištima padaju u uvjetima krize jer središnje banke vode anticikličku politiku i obaraju kamatne stope, a investitori traže zaklon od rizika (sigurnija ulaganja u državne obveznice razvijenih zemalja).
- Prinosi na državne vrijednosnice na tržištima u razvoju, pa tako i u Hrvatskoj, rastu, a s njima rastu i „spreadovi“.
- Rast „spreadova“ dominantno je određen pogoršanom percepcijom kreditnog rizika jer se tržišta u razvoju smatraju puno ranjivijima od razvijenih tržišta, posebice u uvjetima krize.

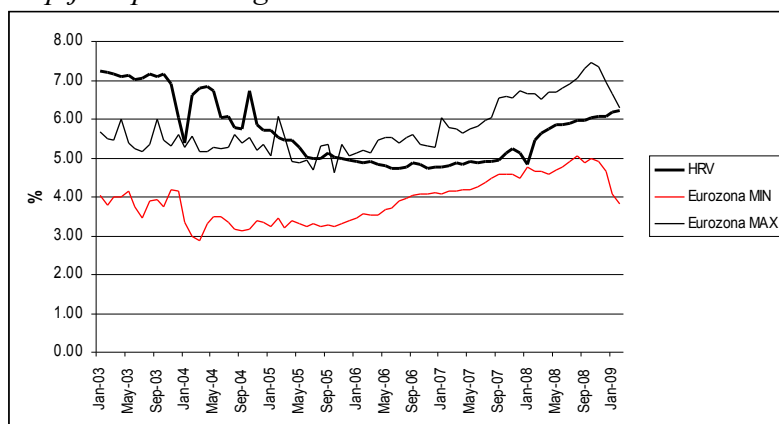
*ECB je u ovoj krizi agresivno obarala kamatne stope s 4,25% na 1% u zadnjem kvartalu prošle i prvom kvartalu ove godine, što se počelo prelijevati i na bankovne kamatne stope u Eurozoni.*

Kako se u taj okvir smješta kretanje bankovnih kamatnih stopa? Podatci na slici 3 pokazuju da su hrvatske banke – kada je riječ o kamatnim stopama na dugoročne stambene kredite stanovništvu, još potkraj 2005. ušle unutar kamatnog intervala Eurozone. Do trenutka kulminacije krize (rujan 2008.) ove su kamatne stope u Hrvatskoj bile na razini od 6%, vrlo slično kao u Španjolskoj (5,8%), Italiji (5,9%), Austriji (5,7%) i puno niže nego u Sloveniji (7,2%). (Najniža je stopa zabilježena u Finskoj.)

Europska je središnja banka na kulminaciju krize prošle jeseni reagirala agresivnim obaranjem osnovne kamatne stope. Obarajući kamatnu stopu čak sedam puta od sredine listopada 2008. naovamo, ECB je spustila glavnu kamatnu stopu za refinanciranje s 4,25% na samo 1%. Posve očekivano (na jedinstvenom monetarnom prostoru), aktivne kamatne stope banaka Eurozone reagirale su na taj potez s malom vremenskom odgodom. Kao što slika jasno pokazuje, brzi pad kamatnih stopa na tržištu kredita Eurozone uslijedio je na samom kraju 2008. i početkom 2009.

*Slika 3.*

*Usporedba kamatnih stopa na dugoročne stambene kredite s rokom dospijeca preko 10 godina*



Izvor: HNB, ECB.

Iako je u EU pritisak išao u smjeru smanjenja bankovnih stopa, a u Hrvatskoj u smjeru njihova rasta zbog narasle premije rizika, kamatne su se stope na stambene kredite kod hrvatskih banaka uspjele zadržati u okviru intervala Eurozone. To je izravna posljedica relativno visokih kamatnih stopa na stambene kredite, prvenstveno u Sloveniji, a potom i u ostalim južnoeuropskim državama.

*Banke su u prvoj fazi krize uspjele poništiti učinke rizika odnosno rasta „spreada“ pa je kamatna stopa na stambene kredite ostala unutar intervala Eurozone.*

Još uvijek niže kamatne stope u Hrvatskoj nego u Sloveniji zanimljiva su pojava koja graniči s anomalijom (korisnom za klijente). Naime, premija rizika zemlje u Sloveniji puno je manja od usporedive premije rizika u Hrvatskoj (slovenski se prinos na obveznice kreće oko njemačkoga). To znači da su banke u prvoj fazi krize svojim poslovanjem uspjevale poništiti učinke rizika koji se reflektiraju u kretanju i visini „spreada“ na državne obveznice i – izravno i neizravno – reflektiraju u cijeni svih izvora sredstava. Isti razlog objašnjava zašto su mogućnosti hrvatskih banaka da sada smanjuju kamatne stope ograničene. Očito je da Slovenija - kao i svaka druga članica EU i EMU, uživa neposredne koristi od ekspanzivne monetarne politike ECB-a, dok za hrvatske banke koje posluju izvan EU i EMU to nije slučaj. Narasla premija rizika i sužene mogućnosti za uvoz kapitala poništavaju efekte sniženog euribora. A ne treba zaboraviti i razliku u troškovima regulacije. Naime, unatoč ukidanju granične obvezne pričuve, smanjenju stope redovite pričuve na 14% i padu minimalnog omjera devizne likvidnosti s 28,5% na 25% pa na 20%, trošak je monetarne regulacije u Hrvatskoj i dalje iznimno visok u usporedbi sa Slovenijom. Tamo je taj trošak zanemariv zbog članstva u Eurozoni.

Tablica 1 zorno ilustrira o čemu govorimo. Podatci pokazuju ključne korake u postupku formiranja kamatne stope u Hrvatskoj i Sloveniji. Izračuni su napravljeni za mjesec veljaču 2009. Za obje se zemlje prikazuju dva načina formiranja kamatne stope: iz dugoročnih eurskih depozita, ili zaduživanjem banke na inozemnom tržištu. Za ulaznu cijenu u prvom modelu (financiranje iz depozita) uzimaju se kamatne stope na dugoročne depozite u eurima uzete tijekom mjeseca veljače 2009. (5,6% u Hrvatskoj i 5,0% u Sloveniji). Za ulaznu cijenu u drugom modelu (zaduživanje na tržištu) koristi se prosjek dnevnih podataka dvanaestmesečnog euribora za mjesec veljaču (2,1%). Na taj se prosjek nadograđuje premija rizika koja je jednaka spreadu na euroobveznice. Spread je izračunat kao prosjek dnevnih spreadova tijekom veljače te je za Hrvatsku iznosio 5,9 postotnih bodova, a za Sloveniju ga praktički nije ni bilo (što znači da se prinos na slovenske obveznice kretao oko prinosa na usporedivu njemačku državnu obveznicu). Nadalje, trošak regulacije izračunat je prema otprije poznatoj metodologiji koja je više puta korištena u HUB Analizama.<sup>2</sup>

*I pasivne su kamatne stope u Hrvatskoj više nego u Eurozoni.*

Zbrajanjem ulazne cijene, premije rizika zemlje i troška regulacije dolazimo do ukupnog ulaznog troška koji je u Hrvatskoj znatno viši, a u

<sup>2</sup> Zadnji prikaz izračuna troška regulacije vidjeti u HUB Analizama od 15. prosinca 2008.

Sloveniji znatno niži od kamatne stope na novoodobrene stambene kredite. Iz viška, odnosno razlike između aktivne kamatne stope i ukupnog ulaznog troška, namiruju se premije rizika banke, operativni troškovi banke, troškovi rizika klijenta (troškovi rezerviranja) i troškovi angažmana kapitala odnosno povrat na kapital. U Sloveniji je taj višak pozitivan, a u Hrvatskoj negativan.

*Stambeni su se krediti početkom ove godine u Hrvatskoj odobrivali ispod cijene koštanja.*

To znači da su stambeni krediti u Hrvatskoj početkom ove godine bili plasirani po kamatnoj stopi koja je niža od ulaznog troška sredstava. Drugim riječima, banke u Hrvatskoj u ovim poslovima kratkoročno gube. Kroz stambeno kreditiranje one smanjuju svoju profitabilnost (i zbog toga se povrat na kapital hrvatskih banaka nalazi u dugoročnom padu). To je ujedno i vrlo zorno objašnjenje razloga zašto u Hrvatskoj ove kamatne stope ne mogu padati kao u Eurozoni, nego je i dalje prisutan pritisak na njihov rast.

*Tablica 1.*

*Formiranje kamatne stope (odozdo prema gore)  
– Hrvatska i Slovenija u veljači 2009. u %*

		Hrvatska		Slovenija	
		Iz depozita*	Na tržištu	Iz depozita*	Na tržištu
6=5-4	„Višak“	-1,7	-4,4	1,2	4,1
5	Stvarna kamatna stopa na stambeni kredit	6,2	6,2	6,3	6,3
4=1+2+3	<b>Ukupni trošak sredstava</b>	<b>7,9</b>	<b>10,6</b>	<b>5,1</b>	<b>2,2</b>
3	Trošak regulacije	2,3	2,6	0,1	-
2	Premija rizika	-	5,9	-	0,1
1	Ulazna cijena novca	5,6	2,1	5,0	2,1

\* dugoročni depoziti stanovništva u eurima.

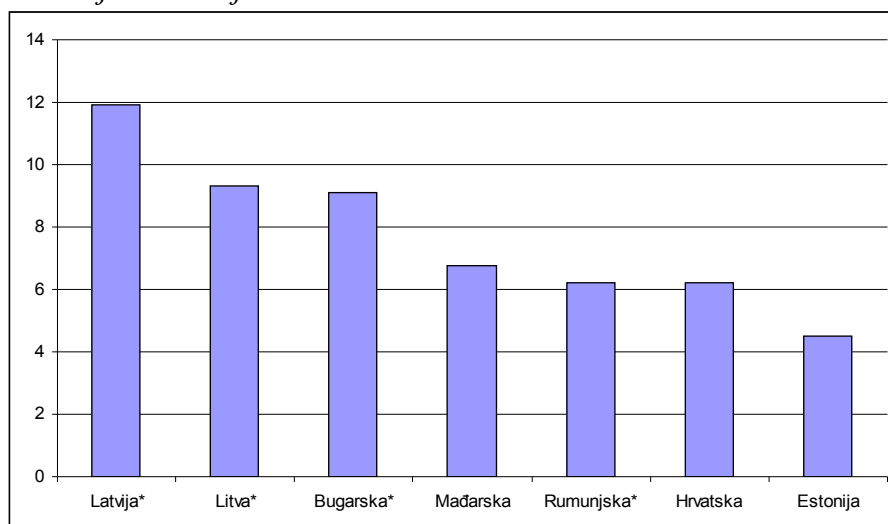


Hrvatska nije jedina europska zemlja koja se nalazi u situaciji pritiska na rast kamatnih stopa. Gotovo sve europske zemlje izvan EMU iskusile su snažan rast premije rizika i našle se suočene s relativno visokim kamatnim stopama. Slika 4 pokazuje da se kamatne stope na stambene kredite u Hrvatskoj smještaju pri samome dnu u ovoj skupini zemalja.

*Kamatna stopa na stambene kredite u Hrvatskoj razmjerno je niska i u usporedbi sa zemljama EU koje nisu u Eurozoni. Istovremeno, kamatna se stopa na potrošačke kredite kreće unutar intervala Eurozone.*

Slika 4.

*Kamatne stope na stambene kredite u veljači 2009. u izabranim tranzicijskim zemljama*



\* Litva: podatci samo za kredite do godine dana. Latvija: zadnji podatak za siječanj. Bugarska: zadnji podatak za studeni 2008. Rumunjska: podatak za kredite s rokom dospeljeća 5-10 godina. Izvor: HNB, ECB.

Pokazuje se da je ispravna interpretacija referentnog okvira za usporedbu kamatnih stopa od velike važnosti. Stoga i sve daljnje prikaze kretanja kamatnih stopa treba tumačiti u kontekstu opisanoga primjera formiranja kamatnih stopa i promjena u okruženju, u kojemu su usporedbe sa zemljama izvan EMU postale relevantnije nakon što je u ovoj krizi započeto snažno razlikovanje premija rizika država u i izvan EMU.

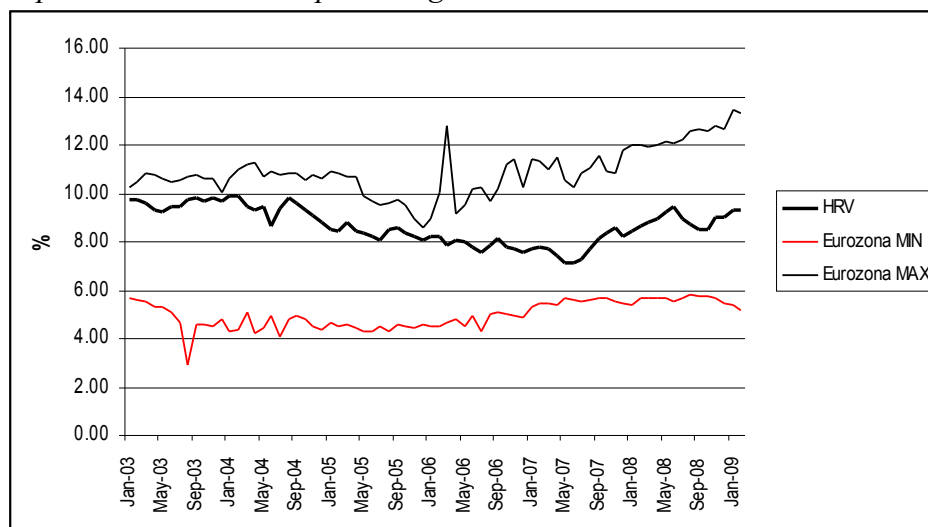
Dugoročni ostali krediti stanovništvu s valutnom klauzulom iz statistike HNB-a najbolje odgovaraju kategoriji potrošačkih kredita s rokom dospeljeća između 1 i 5 godina iz statistike ECB-a. Slika 5 pokazuje da se kamatne stope u Hrvatskoj kod ovih kredita kreću čvrsto unutar intervala Eurozone. Zanimljivo je da se kod ovih kredita ne vidi preokret trenda kamatnih stopa kao kod stambenih kredita. Očito je da banke u Eurozoni za ovu vrstu kredita preferiraju drugu metodu određivanja aktivnih kamatnih stopa umjesto uobičajenog dodatka na euribor (što kamatu čini izravno osjetljivom na promjene euribora).

Slika može donekle zavarati jer je i ovdje maksimum određen kamatnim stopama u jednoj zemlji koja bitno odskače od ostalih. Samo što ovdje više nije riječ o Sloveniji nego o Portugalu. Prema podacima za veljaču 2009., ove su kamatne stope u Portugalu iznosile 13,3% (naspram 9,3% u Hrvatskoj). Ipak, nisu samo podatci za Portugal ti koji određuju zaključak u pogledu visine kamatnih stopa na dugoročne potrošačke kredite u

Hrvatskoj. Vrlo je jasno da se kod ove vrste kredita Hrvatska čvrsto uklapa u južnoeuropsku skupinu država jer kamatne su stope u veljači iznosile 9,2% u Grčkoj, 8,8% u Španjolskoj i 8,3% u Italiji. Najniža stopa zabilježena je u Njemačkoj.

Slika 5.

Usporedba kamatnih stopa na dugoročne ostale kredite stanovništvu



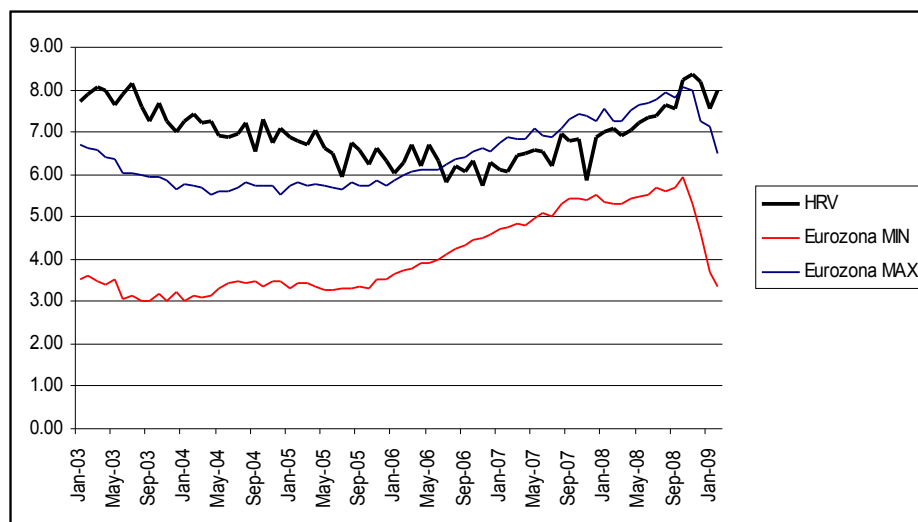
Izvor: HNB, ECB.

Kada je riječ o kamatnim stopama na kredite poduzećima, zaključci nisu tako jednoznačni. Naime, statistika ECB-a odvaja kamatne stope na kredite malim i srednjim poduzećima iznosa do 1 milijun eura od kamatnih stopa na ostale kredite koji se odobravaju u većim iznosima. Dvije su vrste kamatnih stopa na kredite iz statistike HNB-a koje možemo smatrati usporedivima s kamatama iz statistike ECB-a: kamatne stope na kratkoročne kredite poduzećima (bez prekoračenja po transakcijskim računima) s valutnom klauzulom i kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima s valutnom klauzulom.

Na slici 6 vidimo dvije usporedbe. Primijetite da su eurske kamatne stope na kratkoročne kredite poduzećima iznosa preko 1 milijun eura (6b) osjetno niže od onih na kredite do 1 milijun eura (6a) jer je segment malih i srednjih poduzeća koji uzima kredite manjih iznosa rizičniji od segmenta velikih tvrtki. (Rizik je ključna odrednica kamatnih stopa i unutar eurozone!). Za sada nije moguće reći koja je od prikazanih usporedbi (6a ili 6b) relevantnija za Hrvatsku. Odgovor ovisi o tome pretežu li u strukturi novoodobrenih kredita u Hrvatskoj oni s iznosima ispod ili iznad 1 milijun eura. Trenutačno nema javne statistike koja bi omogućila takvu analizu i utoliko su dosezi ove usporedbe ograničeni.

Slika 6a.

Usporedba kamatnih stopa na kratkoročne kredite poduzećima do 1 mln eur

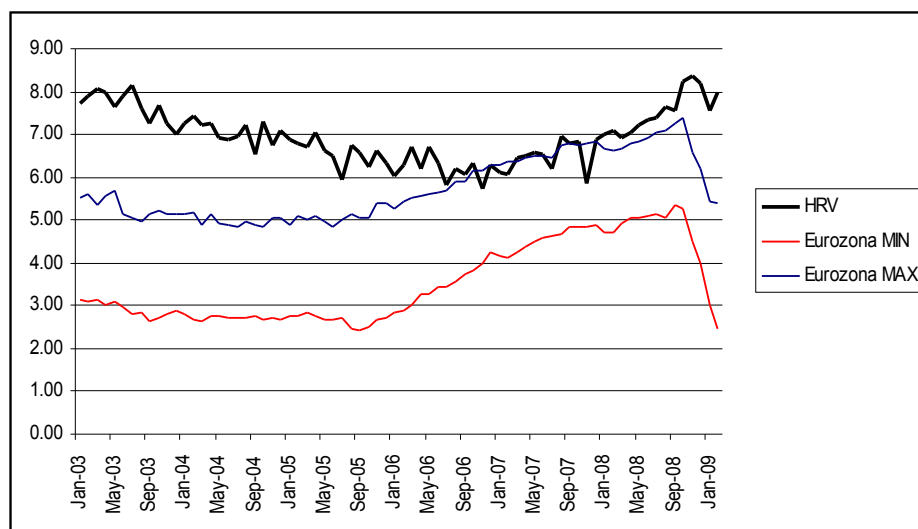


Izvor: HNB, ECB.

*Kamatne stope u Hrvatskoj ne reagiraju brzo na pad euribora jer Hrvatska ne koristi euro kao valutu, ali prvenstveno zbog ukupnih rizika zemlje.*

Slika 6b.

Usporedba kamatnih stopa na kratkoročne kredite poduzećima preko 1 mln eur



Izvor: HNB, ECB

Slika 6 jasno pokazuje da su se kamatne stope na kratkoročne kredite poduzećima kretale s donje strane gornjega ruba (maksimuma) intervala kamatnih stopa Eurozone kada je riječ o malim kreditima do 1 milijun eura. Međutim, kamatne stope na ove kredite vrlo su usko povezane s osnovnim kamatnim stopama ECB-a jednostavnim pravilom dodatka na euribor. Zbog toga vrlo bruno reagiraju na promjenu kamatne stope ECB-a i euribora. To nije slučaj s kamatnim stopama u Hrvatskoj zbog rizika koji ometa slobodan protok kapitala i trenutna reakciju na euribor.

Kada je riječ o kamatnim stopama na kratkoročne kredite većih vrijednosti, one su u jednom kraćem razdoblju (od 2006. do početka 2008.) dotaknule maksimum intervala Eurozone i kretale se blizu njega, iako s gornje strane. Međutim, s početkom naglog obaranja kamatnih stopa u EU kamatne su stope u Hrvatskoj ostale daleko izvan ciljnog intervala jer se zbog već poznatog učinka rizika nisu mogle prilagoditi prema dolje usporedo s euriborom.

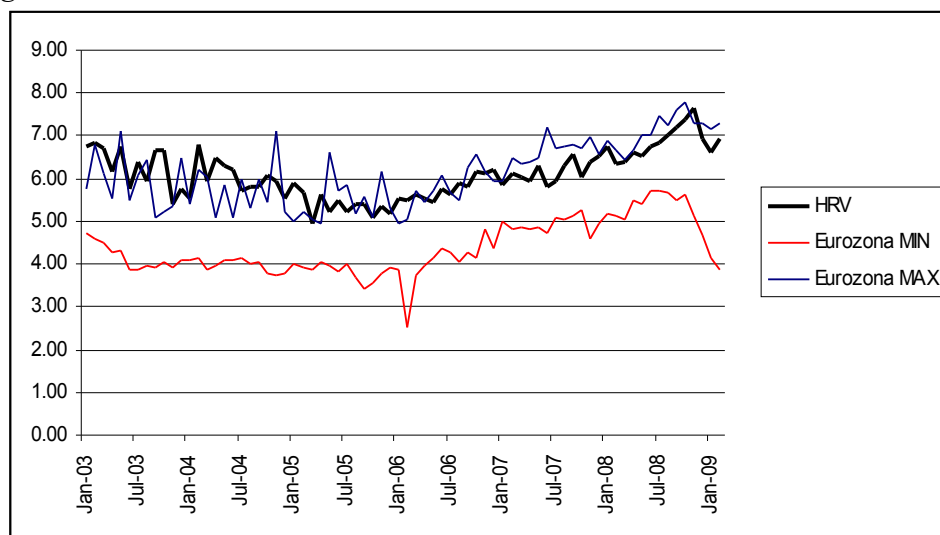
*Kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima drže se uz gornji rub intervala Eurozone osim kod velikih kredita poduzećima s rokom dospijeca preko 5 g. gdje izlaze izvan tog okvira zbog relativno većeg rizika hrvatskog korporativnog sektora.*

Slika 7 prikazuje podatke o kamatnim stopama na dugoročne kredite s rokom dospijeca do 5 godina. Kada je riječ o malim kreditima iznosa do 1 milijun eura, kamatne se stope u Hrvatskoj kreću oko gornje granice intervala Eurozone. Kod većih kredita pojedinačnih vrijednosti preko 1 milijun eura (7b), Hrvatska se dugo približavala gornjoj granici intervala Eurozone i zasada nema naznaka da bi ta konvergencija zbog ove krize bila prekinuta.

Naposljetku, slika 8 prikazuje podatke o kamatnim stopama na dugoročne kredite s rokom dospijeca preko 5 godina (ti su podatci usporedivi s podacima prikazanim u HUB Analizama 2007. i 2008.). Kamatne stope na dugoročne kredite s rokom dospijeca preko 5 godina u Hrvatskoj ne odstupaju od gornjeg praga intervala Eurozone kada je riječ o manjim kreditima iznosa do 1 milijun eura. Međutim, realno je za očekivati da su takvi krediti pojedinačno u prosjeku veći od 1 milijun eura, pa je za usporedbu relevantnija slika 8b. Na njoj se vidi da se kamatne stope u Hrvatskoj još uvijek kreću za oko 1 postotni bod iznad intervala Eurozone.

*Slika 7a.*

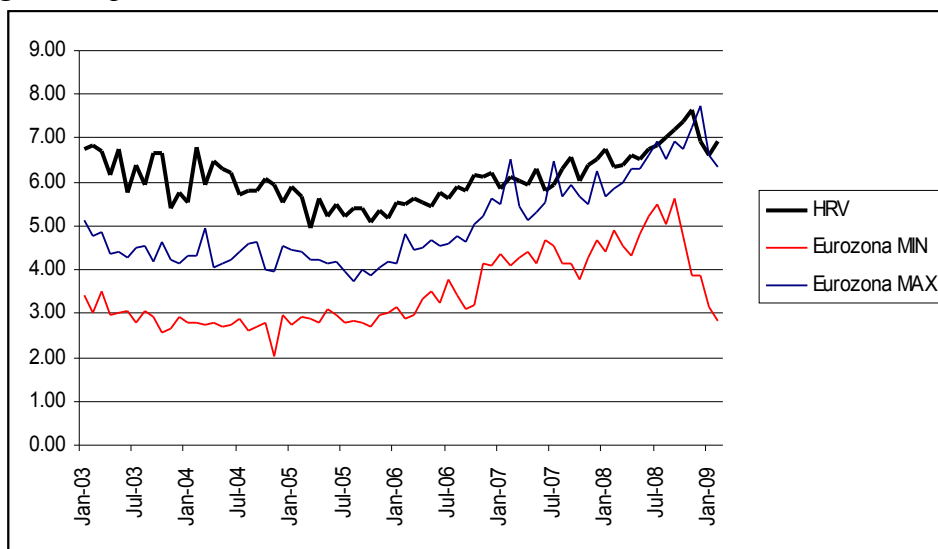
*Usporedba kamatnih stopa na dugoročne kredite poduzećima do 5 godina i do 1 mln eur*



Izvor: ECB, HNB.

Slika 7b.

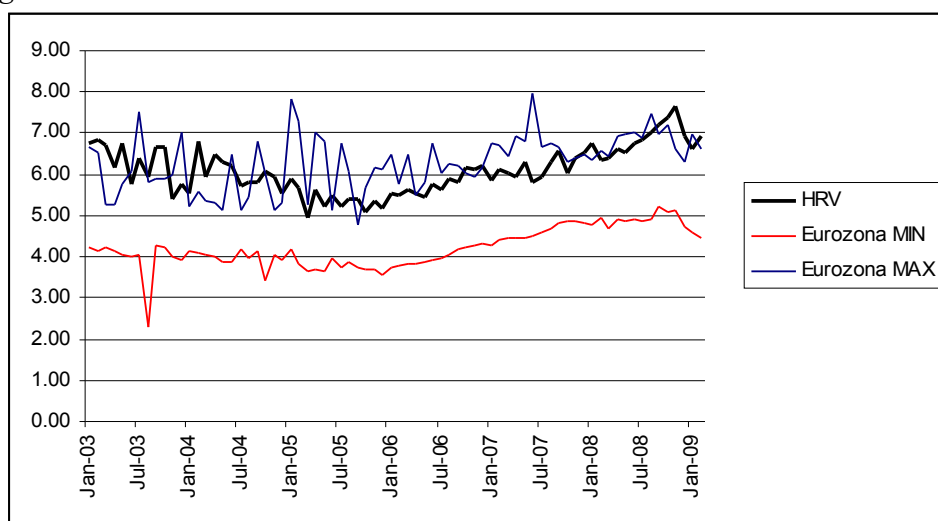
Usporedba kamatnih stopa na dugoročne kredite poduzećima do 5 godina i preko 1 mln eur



Izvor: ECB, HNB.

Slika 8a.

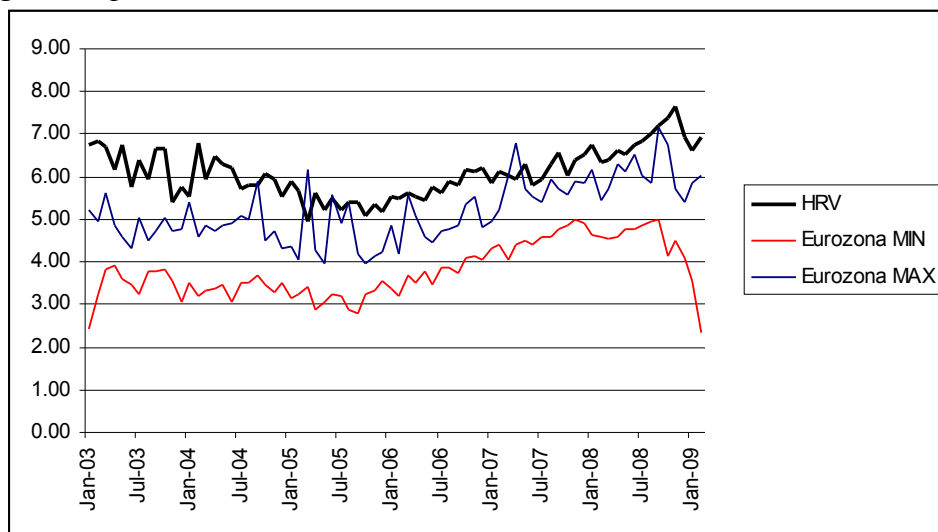
Usporedba kamatnih stopa na dugoročne kredite poduzećima preko 5 godina i do 1 mln eur



Izvor: ECB, HNB

Slika 8b.

Usporedba kamatnih stopa na dugoročne kredite poduzećima preko 5 godina i preko 1 mln eur



Izvor: ECB, HNB

Usporedba kamatnih stopa ukazala je na sljedeće bitne zaključke:

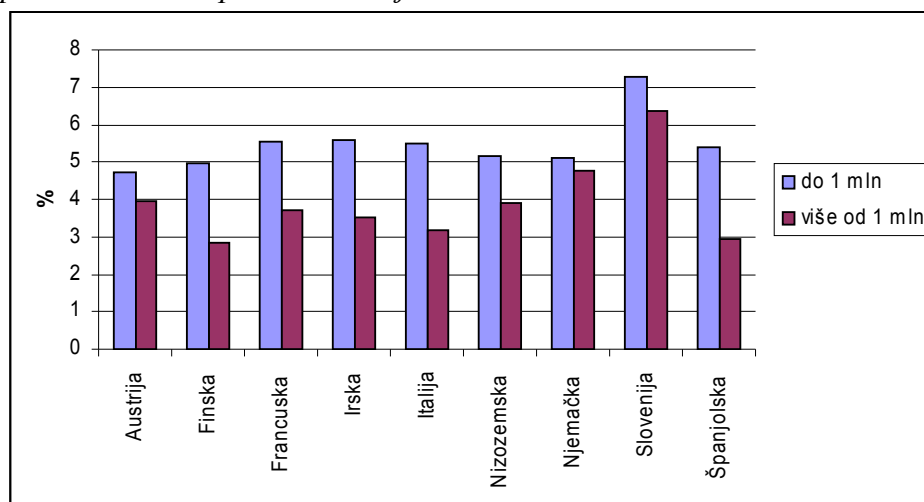
- Kamatna stopa na dugoročne stambene kredite nastavila se kretati unutar intervala Eurozone zahvaljujući relativno visokim kamatnim stopama u Sloveniji.
- Kamatne stope na dugoročne potrošačke kredite kreću se unutar intervala Eurozone zahvaljujući razmjernoj visini ovih kamatnih stopa u južnoj Europi, posebno u Portugalu.
- Sistemski rizik koji je ponajprije povezan s nečlanstvom u EU i EMU, ali i nedovršenom fiskalnom konsolidacijom i reformama ograničava mogućnost da Hrvatska osjeti koristi od smanjenja kamatnih stopa ECB-a.
- Hrvatske banke imaju niže kamatne stope nego što bi se moglo očekivati temeljem premija rizika, zbog čega se na nekim poslovima ostvaruju gubitci, a povrat na kapital i dalje pada.
- To je glavni razlog zbog kojega su kamatne stope na kratkoročne kredite poduzećima nakon dugoročne konvergencije tijekom ove krize izašle izvan intervala Eurozone.
- Kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima s rokom dospeljaća do 5 godina kreću se oko gornje granice intervala Eurozone i ova ih kriza zasad nije izbacila izvan tog intervala.
- Kod dugoročnih kredita s rokom dospeljaća preko 5 godina kamatne se stope kreću iznad gornje granice intervala Eurozone, no ta razlika ima trajan karakter i ne treba ju povezivati s ovom krizom.

Za kraj usporedbe spomenimo i to da o važnosti faktora rizika svjedoče i razlike kamatnih stopa unutar EU - kako među pojedinim zemljama, tako i među pojedinim tržišnim segmentima (mali krediti do 1 milijun eura i veliki krediti preko 1 milijun eura). Razlike među pojedinim korporativnim tržišnim segmentima u nekim zemljama prelaze i 2 postotna boda.

*Rizik je ključna odrednica kamatnih stopa i u Eurozoni što se vidi iz premija rizika na kreditiranje malih i srednjih poduzeća, kao i iz razlika kamatnih stopa između pojedinih zemalja članica iste monetarne unije.*

Slika 9.

*Kamatne stope na kredite poduzećima s rokom dospjeća 1-5 godina do i preko 1 mln eur, podatci za veljaču 2009.*



Izvor: ECB

## II. Umjesto zaključka: kratko razmatranje o politici

Ako rizik, odnosno njegova percepcija, predstavlja ključ za razumijevanje odrednica kamatnih stopa, onda bi kreatori ekonomske politike trebali učiniti sve što je u njihovoj moći da zauzdaju rizike koji su posebno opasni u vrijeme krize.

Ta se perspektiva vođenja politike često gubi iz vida jer ona nije vidljiva kao što su na prvi pogled vidljive neke druge, jednostavnije i izravnije mjere, kao na primjer subvencioniranje kamatnih stopa ili rata kredita. Međutim, sve takve „izravne“ mjere u konačnici stvaraju pritisak na proračun i povećavaju fiskalni deficit. Ako je fiskalna pozicija takva da upravo deficit i javni dug predstavljaju čimbenike rizika, dobre namjere mogu dovesti do posve neočekivanog učinka – povećanja rizika i kamatnih stopa (jer će se banke skuplje financirati na tržištu).

Zbog toga je važno u vremenima krize ostati vjeran globalnim ciljevima ekonomske politike i ne podleći pritiscima za uvođenjem ad hoc mjera koje je teško povezati u konzistentnu cjelinu. Ustrajnost pri ostvarenju strateških ciljeva kao što su fiskalna konsolidacija, reforme i povećanje

*Obaranje rizika jedina je dugoročno učinkovita mjera za obaranje kamatnih stopa.*

učinkovitosti države iznimno su važni, jer upravo je ostvarenje tih ciljeva ono koje dugoročno obara rizike, a time i kamatne stope.

To najčešće nije lako. Jer, ako kažemo fiskalna konsolidacija, nastavak i ubrzanje reformi te što brži ulazak u EU i EMU, mnogi će odmahnuti rukom jer su te navodne fraze čuli već previše puta. Kolikogod to bilo politički neatraktivno, upravo te navodne fraze predstavljaju najbolje mjere za pokretanje sljedećega ciklusa smanjenja kamatnih stopa u Hrvatskoj.