

## KAMATNE STOPE U PADU:

### Smanjuje se razlika u odnosu na Eurozonu

#### Sažetak

Prošle je godine započeo pad kamatnih stopa u Hrvatskoj. U Eurozoni je u isto vrijeme zaustavljen pad pa su kamatne stope ponovo počele konvergirati prema razinama koje su uobičajene u Eurozoni. Konvergencija je spora i izraženija kod sektora stanovništva i na strani kredita. Pasivne kamatne stope na depozite nalaze se daleko iznad prosjeka EU ili čak i izvan intervala Eurozone, barem kada je riječ o depozitima stanovništva. Za depozite poduzeća plaća se relativno mala kamatna premija iznad prosjeka Eurozone. S druge strane, kamatne stope na kredite stanovništvu kreću se u sklopu intervala Eurozone ili oko njegova gornjeg praga, kao da je Hrvatska već nova članica. Međutim, kratkoročne kamatne stope na kredite poduzećima nalaze se iznad gornjeg praga intervala, a dugoročne se nastavljaju kretati oko gornjega praga intervala. Rizik je glavni čimbenik koji objašnjava prikazane razlike u kretanjima kamatnih stopa. Tvrdokornost premije rizika zemlje i rast kamatnih stopa ECB-a postavljaju barijeru povratku kamatnih stopa na razine od prije krize. Zbog toga će konačna konvergencija vjerojatno zahtijevati otklanjanje naših strukturnih slabosti zbog kojih su i premija rizika zemlje i troškovi rizika za pojedine vrste plasmana veći od prosjeka EU.

## Uvod

Svakoga proljeća od 2007. naovamo jedan broj HUB Analiza prikazuje usporedbu kretanja kamatnih stopa na kredite u Hrvatskoj i Eurozoni. Analiza 2007. (HUB Analize br. 1) pokazala je da se kamatne stope na kredite stanovništvu kreću unutar intervala kamatnih stopa koji je uobičajen u Eurozoni. To je bio iznenađujući rezultat jer je tada u javnosti prevladavalo mišljenje da su kamatne stope u Hrvatskoj znatno više nego u EU.

*Nakon što su kamatne stope u eurozoni padale u krizi, a u Hrvatskoj rasle pa stagnirale, sada se situacija okrenula: kamatne stope u Hrvatskoj padaju, a u eurozoni rastu.*

Analiza kamatnih stopa 2008. (HUB Analize br. 11) pokazala je da se odnosi počinju mijenjati i da kamatne stope u Hrvatskoj počinju izlaziti iz intervala čije su granice određene najvišim i najnižim kamatnim stopama u zemljama Eurozone. Tada smo se nalazili na početku krize. Njen je dramatičan utjecaj potvrđen i u analizi 2009. (HUB Analize br. 18). Premija rizika zemlje eskalirala je sa zanemarivih razina prije krize, do 2 postotna boda na početku krize, a zatim i do nevjerojatnih 7 postotnih bodova na vrhuncu krize. Tako se premija rizika pokazala glavnom odrednicom kamatnih stopa. U takvim uvjetima Hrvatska kao zemlja izvan EU i Eurozone s većim rizicima od prosjeka EU nije mogla imati koristi od smanjenja kamatnih stopa ECB-a.

Prošlogodišnja analiza kamatnih stopa (HUB Analize br. 23) potvrdila je rezultat i glavnu poruku iz 2009.: jedini doista učinkovit način smanjenja kamatnih stopa je smanjenje premije rizika. Kako premija rizika najviše zavisi o ukupnoj gospodarskoj, a posebno o fiskalnoj politici, fiskalna prilagodba, reforme i ulazak u EU predstavljaju najbolji način smanjenja premije rizika i kamatnih stopa. Ta je analiza pokazala i to da u skupini zemalja koje nisu ušle u Eurozonu Hrvatska ima jedne od najnižih kamatnih stopa u Europi. Tada smo predvidjeli i ono što ova analiza pokazuje: da je početkom 2010. razdoblje rasta kamatnih stopa u Hrvatskoj bilo završeno.

Ovogodišnja analiza potvrđuje prijašnje rezultate, iako u malo promijenjenu okružju. Naime, domaće su kamatne stope proteklih mjeseci počele blago padati, a one u Eurozoni rasti. U inozemstvu će se rast kamatnih stopa dodatno pojačati nakon što je ECB povećala temeljnu kamatnu stopu s 1% na 1,25% početkom travnja 2011.

Prema tome, očito je da to što su najveće banke uklopljene u vodeće europske bankarske grupacije nije dovoljan uvjet za konvergenciju kamatnih stopa prema razinama u Eurozoni. Naše su banke i dalje hrvatske banke koje posluju s hrvatskim gospodarstvom, u hrvatskom institucionalnom okružju i s hrvatskim rizicima. Zbog toga su fiskalna konsolidacija i ulazak u EU, te kasnije u Eurozonu, uvjeti za definitivno približavanje kamatnih stopa europskim prosjecima.

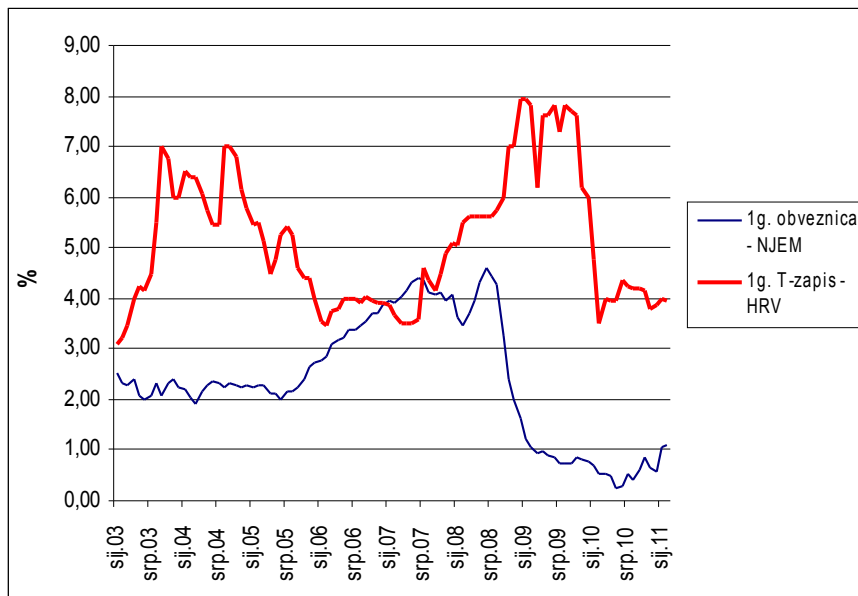
U prvom dijelu analize prikazujemo kretanje premije rizika, u drugom govorimo o kretanju kamatnih stopa, a u trećem prikazujemo kako premije rizika utječu na kamatne stope.

## I. Kretanje premije rizika

Postoji nekoliko načina kako možemo mjeriti rizik zemlje odnosno premiju rizika. Na slici 1. pratimo prinos na jednogodišnju obveznicu njemačke vlade i prinos na jednogodišnji trezorski zapis hrvatske vlade. Slika 2. prikazuje razliku prinosa koje vidimo na slici 1.

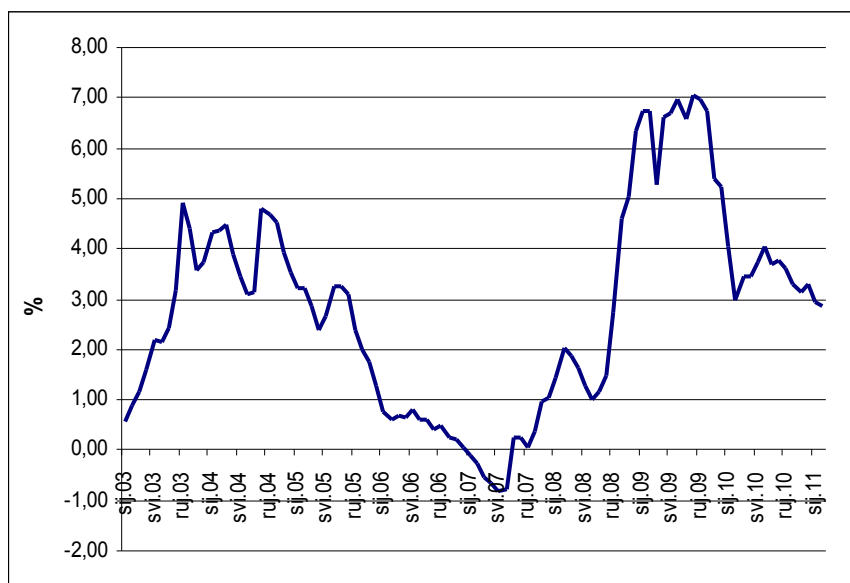
*Premija rizika zemlje je važna odrednica kamatnih stopa. Ona odražava utjecaj čimbenika koji postavljaju donji prag na mogućnost konvergencije kamatnih stopa.*

*Slika 1. Jednogodišnji prinosi na vrijednosne papire njemačke i hrvatske vlade 2003:01 – 2011:02*



Kretanje prinosa može se podijeliti na četiri razdoblja. Nakon prvog razdoblja relativno visoke premije rizika (2003.-2005.) uslijedilo je drugo razdoblje velike konvergencije (2005.-2007.). Na kraju drugog razdoblja kada je, gotovo nevjerovatno, premija rizika čak postala negativna (njemačka se vlada kratkoročno zaduživala skuplje nego hrvatska!), dogodila se konvergencija kamatnih stopa koju smo registrirali u prvoj HUB Analizi. Podsjetimo, kamatne su se stope u Hrvatskoj tada (2006.-2007.) kretale u okviru intervala Eurozone (definirana rasponom između zemlje s najvišim i zemlje članice Eurozone s najnižim kamatnim stopama).

Slika 2. Razlika jednogodišnjih prinosa na vrijednosne papire njemačke i hrvatske vlade 2003:01 – 2011:02



Izvor: [www.mfin.hr](http://www.mfin.hr) i [http://www.bundesbank.de/statistik/statistik\\_zeitreihen.php?lang=de&open=&func=row&tr=WZ9808](http://www.bundesbank.de/statistik/statistik_zeitreihen.php?lang=de&open=&func=row&tr=WZ9808)

*Nakon eskalacije na vrhuncu krize 2009. premija rizika se od 2010. nalazi u padu ali se zadržava daleko iznad razina zabilježenih prije krize.*

Kriza je nastupila u trećem razdoblju (2008.-2009.). Tada smo zabilježili rast kamatnih stopa praćen rastom premije rizika. Premija rizika koju mjerimo na slici 2. eskalirala je do 7% u rujnu 2009. Potom je uslijedio njen pad do razine od 3% u veljači 2010. Od tada se razlika prinosa između jednogodišnjeg hrvatskog i istog takvog njemačkog trezorskog zapisa kreće stabilno unutar intervala 3% - 4%. Prema tome, od prošle se godine nalazimo u četvrtom razdoblju. U njemu je premija rizika stabilizirana uz očitu nazočnost blagog pritiska na daljnji pad premije prema dolje.

Premija rizika koja se računa kao razlika prinosa na jednogodišnje državne vrijednosne papire ne mjeri samo premiju kreditnog i valutnog rizika (jer njemački su zapisi denominirani u eurima, a hrvatski u kunama), nego i premiju likvidnosti. Naime, ekscesni rast ovako definirane premije rizika od -0,8% sredinom 2007. do 7% sredinom 2009. nije bio uzrokovan samo promjenom odnosa tržišnih sudionika prema riziku (padom „apetita“ za rizikom) i očekivanjem pada vrijednosti kune. Važnu je ulogu imalo i isušivanje viška kunske likvidnosti, tj. restriktivna monetarna politika kojom je HNB opravdano nastojao spriječiti izbijanje valutne krize.

Rizik likvidnosti ima manji utjecaj na kretanje prinosa na dugoročne državne obveznice jer tržište dugoročnih obveznica i u dobrim vremenima nije likvidno kao tržište trezorskih zapisa. Stoga su prinosi na dugoročne državne obveznice prikazani u tablici 1. Tamo vidimo naše nalaze o razdobljima i trenutcima koji se mogu označiti kao kritični za pojedina razdoblja. Razlika prinosa na jednogodišnje državne vrijednosne papire poslužila je kao kriterij za definiranje kritičnih trenutaka.

*Tablica 1. Karakteristična razdoblja za kretanje kamatnih stopa, kritični trenutci i važnije kamatne stope u tim trenutcima*

Razdoblje	Opis razdoblja	Kritični trenutak	Razlika prinosa na 1g. zapis u kritičnom trenutku	„Spread“ na 10g. kunsku državnu obveznicu	Prosječna kamatna stopa na stambeni kredit	Prosječna kamatna stopa na dug. roč. kredit poduzećima uz v.k.
2003.-2005.	Prvo razdoblje visokih stopa	Kolovoz 2004.	4,78%	0,76%	5,79%	5,82%
2005.-2007.	Drugo razdoblje konvergencije	Svibanj 2007.	-0,83%	0,34%	4,90%	6,32%
2008.-2009.	Treće razdoblje krize i eskalacije stopa	Kolovoz 2009.	7,07%	5,48%	6,45%	7,21%
2010. - ?	Četvrto razdoblje (blage) konvergencije	Siječanj 2011.	2,96%	3,43%	6,02%	7,00%

Izvor: Slika 2., Bilten HNB T. G2 [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) i [www.erstebank.hr](http://www.erstebank.hr) Dnevna izvješća riznice.

Razlika između prvog i drugog razdoblja nije bila tako velika kao što sugerira kretanje premije rizika mjereno razlikom jednogodišnjih prinosa, ako se premija rizika mjeri „spreadom“ (razlikom prinosa) na 10-godišnju obveznicu. Kada se gleda ta premija rizika vidljivo je da je ona i u prvom razdoblju bila relativno niska (ispod 1%). Kamatne stope na stambene kredite bile su malo veće nego u drugom razdoblju, pa zaključujemo da su se prve tri kamatne stope kretale na usklađen i logičan način između prvog i drugog razdoblja. „Spread“ na 10-godišnju državnu obveznicu i kamatna stopa na stambene kredite već su bili niski u prvom razdoblju, ali su u drugom razdoblju dodatno pali. Slično se kretala i razlika jednogodišnjih prinosa, samo uz puno veća kolebanja: pad je zabilježen s relativno visokih 4,78% na nevjerojatno niskih -0,83%.

Rast prosječne kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima uz valutnu klauzulu između prvog i drugog razdoblja samo na prvi pogled kviri logiku klasifikacije razdoblja. Taj rast i ne čudi ako znamo da je HNB u tom razdoblju povećavao graničnu obveznu pričuvu i limitirao rast plasmana. Te su mjere potaknule banke na odbijanje rizičnijih plasmana poduzećima (ili preusmjeravanje u inozemstvo), što se reflektiralo u rastu kamatnih stopa na tu vrstu plasmana. Stoga rast kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima nije bio tržišno nego administrativno induciran.

U trećem razdoblju - razdoblju krize, eskalirale su sve kamatne stope. Pri tome razlika jednogodišnjih prinosa bilježi najveći rast, „spread“ na državne obveznice malo manje raste, a kamatne stope na kredite najmanje rastu. Na primjer, rast kamatnih stopa na stambene kredite od 1,55 postotnih bodova između kritičnih trenutaka za drugo i treće razdoblje bio je oko tri puta manji od rasta „spreada“ na državne

*Kamatne stope su padale i konvergirale prema razinama u eurozoni prije krize, jer tada je utjecaj premije rizika zemlje gotovo nestao.*

obveznice (5,14 postotnih bodova) i oko pet puta manji od premije rizika mjerene razlikom jednogodišnjih prinosa (7,9 postotnih bodova).

*Globalne su se okolnosti vratile u povoljne okvire, pa glavni razlog za zadržavanje premije rizika na relativno visokoj razini leži u našim unutarnjim strukturnim slabostima.*

S izlaskom iz krize, tj. između trećeg i četvrtog razdoblja došlo je do znatnog smanjenja „spreada“ odnosno premije rizika. Kamatne stope na kredite reagirale su prema dolje, ali je pad aktivnih kamatnih stopa banaka bio slabiji od pada premije rizika. Slabiju reakciju aktivnih kamatnih stopa prema dolje treba promatrati u vezi s prigušenom reakcijom kamatnih stopa prema gore između drugog i trećeg razdoblja: s obzirom da kamatne stope na kredite nisu rasle proporcionalno rastu premije rizika u razdoblju njezina rasta, logično je da ne mogu ni padati jednakom brzinom u fazi njezina pada. Unatoč tomu, možemo govoriti o „neto efektu“ koji je više nego jasan: aktivne kamatne stope postupno padaju prema predkriznim razinama, ali taj se pad odvija sporo. Glavni je razlog u tome što je premija rizika nakon krize ostala na relativno visokoj razini u odnosu na razdoblje prije krize. Drugim riječima, stvari se nisu „vratile na staro“.

Zašto je premija rizika ostala na relativno visokoj razini u odnosu na razdoblje prije krize? Globalne su se okolnosti vratile u povoljne okvire (niske kamatne stope, velika likvidnost), pa glavni razlog za zadržavanje premije rizika na relativno visokoj razini leži u našim unutarnjim strukturnim slabostima. To se ponajprije odnosi na fiskalne probleme, a potom i na lošu kvalitetu šireg političkog okruženja (presporo pristupanje EU i odvajanje od nestabilne regije). Te slabosti odnosno barijere sada postavljaju donji prag na razinu i tempo pada kamatnih stopa. To se najbolje vidi kroz usporedbe kamatnih stopa u Hrvatskoj s onima u Eurozoni.

## II. Kretanje kamatnih stopa

### Kamatne stope na depozite

Jasno je da premija rizika ima izravan utjecaj na cijenu izvora inozemnih sredstava. No, što je s domaćim izvorima, tj. domaćom štednjom? Banke se ipak uglavnom financiraju iz domaće štednje.

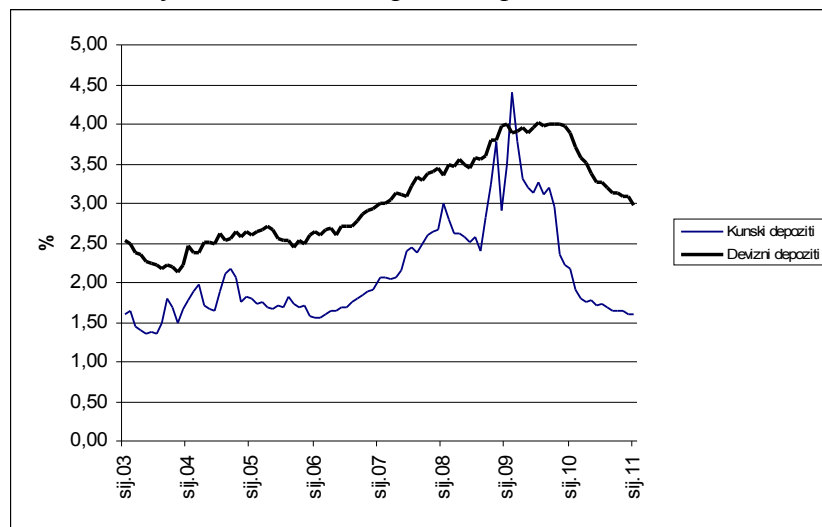
Ako pogledamo malo unatrag (slika 3.), vidjet ćemo da domaće pasivne kamatne stope nisu jasno korelirane s premijom rizika<sup>1</sup>, osim u krizi kada su obje vrste kamatnih stopa eskalirale.<sup>2</sup>

---

<sup>1</sup> To je logično i očekivano s obzirom na to da se akteri i transakcijski troškovi na domaćem tržištu depozita razlikuju od onih na međunarodnom tržištu kapitala.

<sup>2</sup> Što ne čudi jer cijene financijskih imovina u kriznim razdobljima pokazuju puno užu korelaciju nego u normalnim razdobljima.

Slika 3. Prosječne kamatne stope na depozite 2003:01 – 2011:01



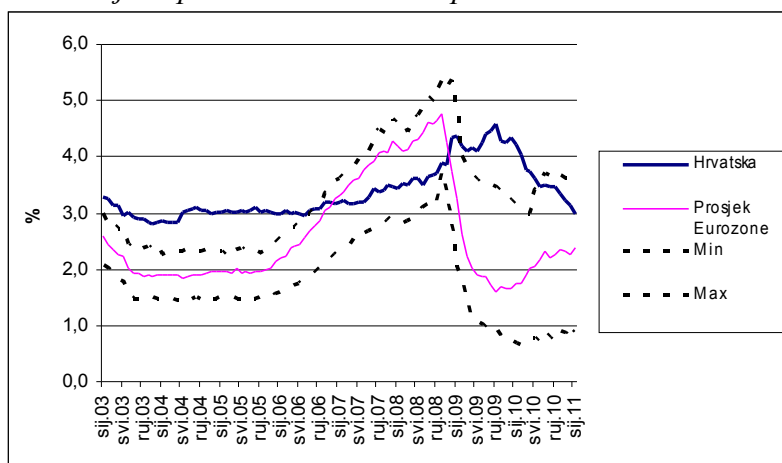
Izvor: Bilten HNB, [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr), tablice G1 i G2.

Devizni depoziti daleko su najvažniji domaći izvor sredstava banaka. Njihov se udjel u ukupnim depozitima prije krize postupno smanjivao i težio prema 50%. Međutim, kriza i s njom povezana očekivanja deprecijacije kune doveli su do toga da je unatoč skokovima kamatne stope na kune (slika 3. gore) došlo do seljenja štednje iz kuna u devize. Kamatne su stope općenito rasle, dosegnuvši maksimum od oko 4% na vrhuncu krize. Potom je uslijedilo razdoblje normalizacije pasivnih kamatnih stopa u kojemu se još uvijek nalazimo. Kamatne stope na kunske depozite vratile su se na razine prije krize (između 1,5% i 2,0% u prosjeku), no one na devizne depozite i dalje su relativno visoke (3,0% do 3,5%) što je za 0,5 do 1 postotni bod više nego prije krize. Prema tome, nemogućnost vraćanja pasivnih kamatnih stopa na devizne depozite na razine prije krize i s time povezano kretanje premije rizika zemlje, postavljaju donji prag konvergenciji kamatnih stopa prema razinama koje su uobičajene u EU.

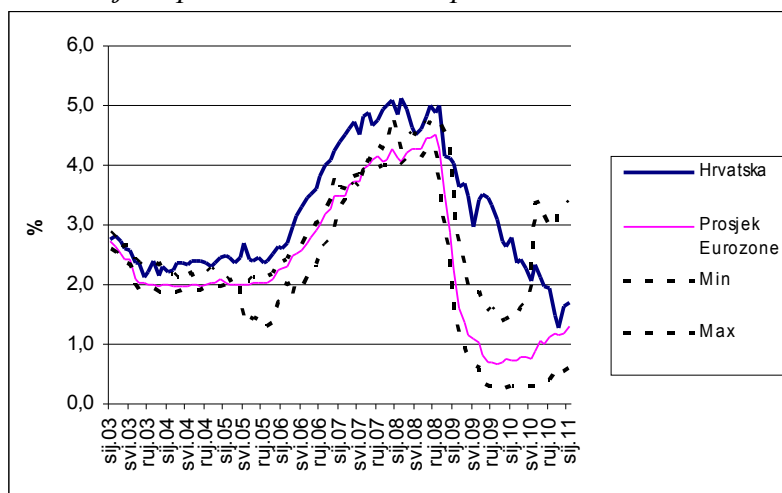
Slika 4. (a - c) pokazuje vezu između prethodnih zapažanja i činjenice da u Hrvatskoj nismo osjetili velike koristi od razdoblja vrlo niskih kamatnih stopa u Eurozoni 2009.-2010. Ne samo da je rast premije rizika više nego poništio učinak pada kamatnih stopa u Eurozoni, nego se ista pojava može vidjeti u kretanju kamatnih stopa na depozite. Pasivne su kamatne stope na vrhuncu krize u EU padale zbog kamatne politike ECB-a, dok su se u Hrvatskoj još neko vrijeme zadržale na bitno višoj razini. Tako je razlika između pasivnih stopa u Hrvatskoj i EU prešla 2 postotna boda 2009. Doduše, u drugoj polovici 2009. i 2010. u Hrvatskoj je započeo pad kamatnih stopa. Time je obnovljen trend konvergencije kamatnih stopa. Međutim, kamatne su stope ostale na većoj razini nego u Eurozoni. Pri tom su kamate na kratkoročne devizne depozite poduzeća najbliže prosjeku Eurozone i kreću se unutar intervala određenog zemljama s najvećom i najmanjom prosječnom kamatnom stopom. Međutim, kamate na devizne depozite stanovništva i dalje su veće nego u Eurozoni.

*Kamatne stope na devizne depozite poduzeća puno su veće nego u eurozoni, ali je premija iznad eurozone koju zarađuju poduzeća u vidu pasivnih kamata relativno mala.*

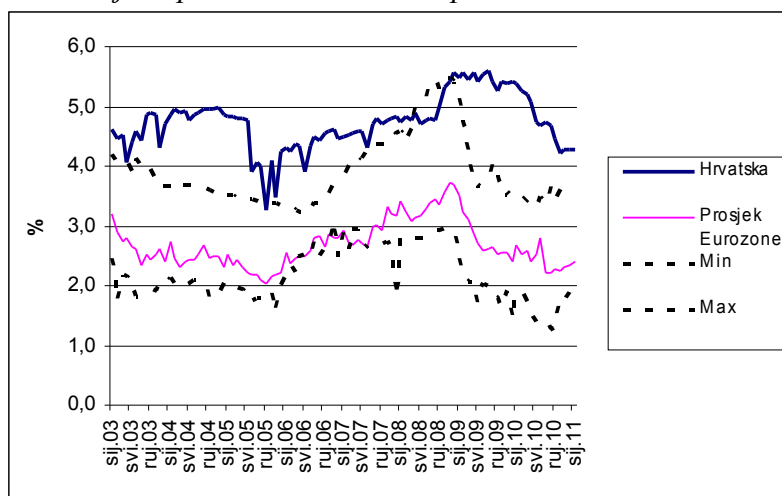
Slika 4a. Kamatne stope na kratkoročne devizne depozite stanovništva u Hrvatskoj i usporedive kamatne stope u Eurozoni 2003:01 – 2011:01



Slika 4b. Kamatne stope na kratkoročne devizne depozite poduzeća u Hrvatskoj i usporedive kamatne stope u Eurozoni 2003:01 – 2011:01



Slika 4c. Kamatne stope na dugoročne devizne depozite stanovništva u Hrvatskoj i usporedive kamatne stope u Eurozoni 2003:01 – 2011:01



Izvor: Bilten HNB, tablice G1 i G2 za Hrvatsku ([www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)) i [www.ecb.int](http://www.ecb.int) (Statistical Datawarehouse).



Kamatne stope na kratkoročne depozite stanovništva nalaze se oko 1 postotni bod iznad prosjeka Eurozone, tj. malo ispod maksimuma intervala. Kamate na dugoročne devizne depozite stanovništva nalaze se gotovo 2 postotna boda iznad prosjeka i znatno iznad maksimuma Eurozone. Možemo zaključiti da hrvatske banke, osim što plaćaju višu cijenu na sredstva iz inozemstva (zbog premije rizika zemlje), plaćaju i premiju koja se reflektira u pasivnim kamatnim stopama koje znatno premašuju pasivne kamatne stope u EU. Premija je veća kod depozita stanovništva i za depozite duže ročnosti.

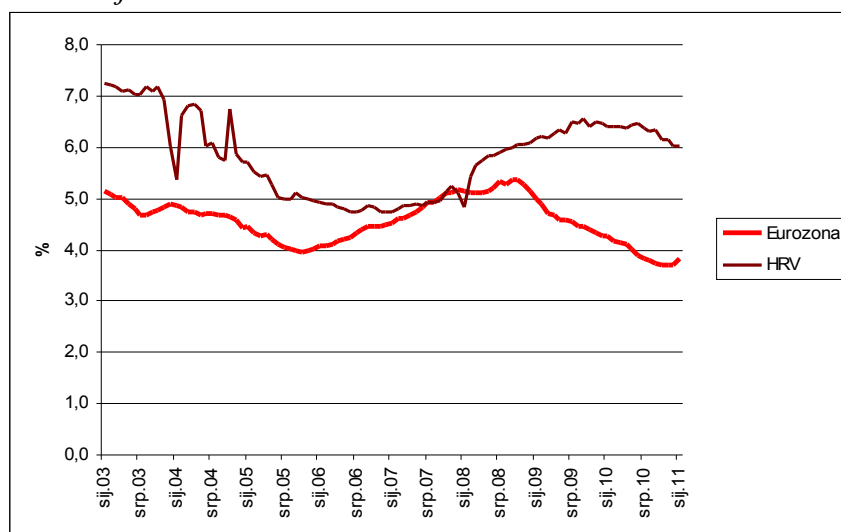
*Hrvatske banke, osim što plaćaju višu cijenu na sredstva iz inozemstva, plaćaju i premiju koja se reflektira u pasivnim kamatnim stopama čija visina premašuje visinu kamatnih stopa na depozite u eurozoni.*

### Stambeni krediti

Slika 5. prikazuje usporedbu kamatnih stopa na dugoročne stambene kredite u Hrvatskoj i Eurozoni. Slika 5a. zorno pokazuje kako su ove kamatne stope konvergirale gotovo se izjednačivši s onima u Eurozoni u drugoj polovici 2007. Potom su naglo divergirale na vrhuncu krize. Divergencija je završena u studenom 2010., kada je prostor za daljnji pad kamatnih stopa u Eurozoni iscrpljen. U međuvremenu se nastavio pad kamatnih stopa u Hrvatskoj, dok su kamatne stope u Eurozoni počele rasti. Kamatna razlika se pri tome još uvijek zadržava oko 2 postotna boda što približno odgovara kamatnoj razlici koja se ostvaruje na dugoročnim deviznim depozitima stanovništva.

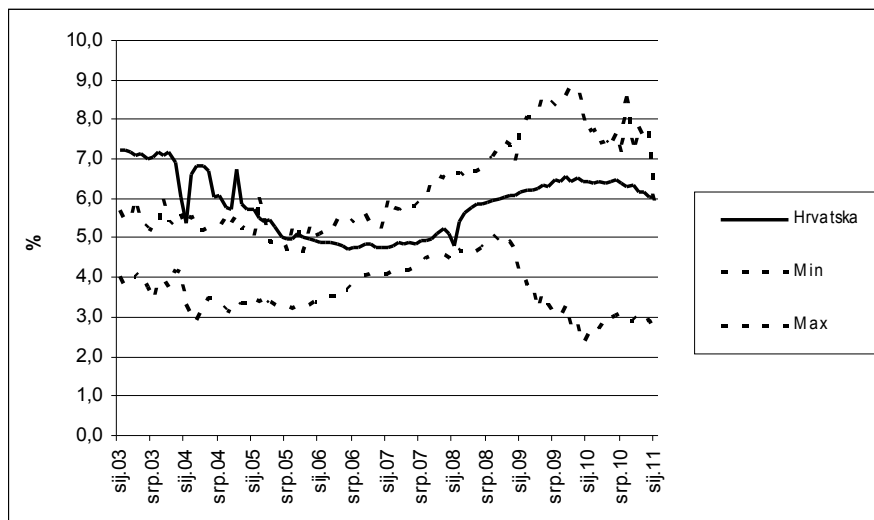
Obnova trenda konvergencije proteklih mjeseci još je vidljivija na slici 5b. Na njoj možemo pratiti i kretanje intervala Eurozone. Vidimo da su se kamatne stope na stambene kredite u Hrvatskoj cijelo vrijeme kretale unutar intervala Eurozone jer su maksimalne kamatne stope u Slovačkoj kontinuirano registrirane na razini većoj od 7%. Kao što slika pokazuje, početkom ove godine tamo je došlo do pada kamatnih stopa ispod razine od 6%.

*Slika 5a. Prosječne kamatne stope na dugoročne stambene kredite u Hrvatskoj i Eurozoni 01:2003. – 01:2011.*



Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr), tablica G2 za Hrvatsku i [www.ecb.int](http://www.ecb.int) (Statistical Datawarehouse).

Slika 5b. Kamatne stope na dugoročne stambene kredite u Hrvatskoj i Eurozoni 01:2003. – 01:2011: prosjek za Hrvatsku i interval za Eurozonom



Kamatne stope na stambene kredite kreću se oko maksimuma Eurozone (Slovačka), što je za 0,8 do 1,6 postotnih bodova više nego u najbližim članicama (Sloveniji, Austriji, Italiji).

Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr), tablica G2 za Hrvatsku i [www.ecb.int](http://www.ecb.int) (Statistical Datawarehouse).

Treba naglasiti da se minimum za Eurozonom donekle umjetno drži na niskoj razini od oko 3%. Minimum je uvjetovan podatkom za Španjolsku gdje je potražnja za ovom vrstom kredita potpuno nestala pa su banke spustile kamatu na najnižu moguću razinu. Zemlje u kojima je ova vrsta kreditne aktivnosti koliko-toliko normalizirana imaju znatno veće razine kamatnih stopa, kao npr. Austrija 5,26%, Belgija 3,92%, Finska 3,66%, Francuska 3,67%, Italija 4,37%, Nizozemska 4,92%, Njemačka 4,15% i Slovenija 5,27%. U tom smislu, hrvatskih 6,06% ne izgleda jako daleko od standarda Eurozone, posebno ako se uzmu u obzir visoki ulazni troškovi sredstava na koje utječu premija rizika zemlje i/ili premija koju banke plaćaju deponentima u vidu veće pasivne kamatne stope od one koju bi mogli ostvariti u bankama u EU.

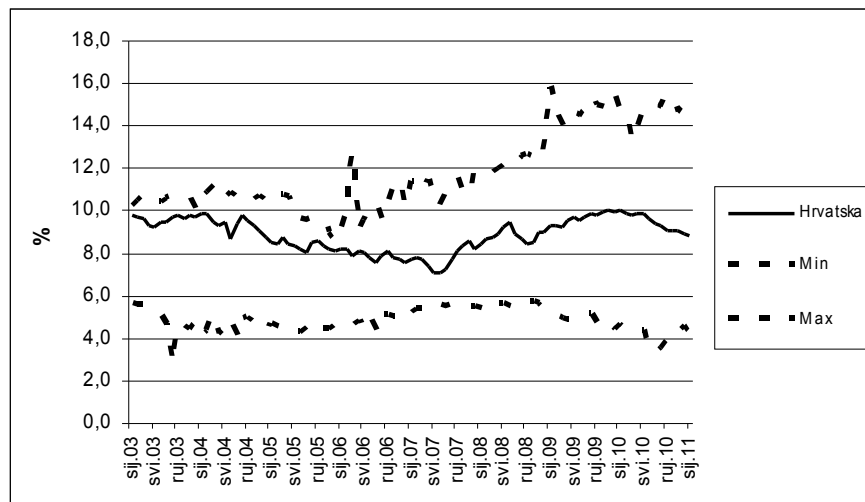
### Potrošački krediti

Kada je riječ o ostalim odnosno potrošačkim kreditima stanovništvu, slika (6.) vrlo je slična slici 5.: u Hrvatskoj se kamatne stope nalaze u padu, dok je trend pada u Eurozoni završen. Minimalna kamatna stopa u Eurozoni raste, dok se maksimalna i dalje kreće na visokoj razini od oko 15%.<sup>3</sup> Kako naša statistika kamatnih stopa na ostale kredite stanovništvu nije izravno usporediva s prosjekom za EU, ne možemo precizno reći za koliko naša stopa (8,85%) odstupa od europskoga prosjeka, ali nećemo puno pogriješiti ako kažemo da se to odstupanje kreće između 2 i 3 postotna boda. Naime, prosječna kamatna stopa na potrošačke kredite s rokom dospijeca od 1 do 5 godina u Eurozoni iznosi 6,13% (na one s rokom dospijeca preko 5 godina 7,83%).

<sup>3</sup> Maksimalnu stopu na potrošačke kredite u Eurozoni ima Slovačka. No i kada bismo isključili Slovačku kao novopridošloga člana Eurozone (od 1.1.2009.), kamatne bi stope u Grčkoj i Portugalu i dalje bile veće nego u Hrvatskoj. Tradicionalno najniže kamatne stope na potrošačke kredite ima Austrija (4,34%).

Slika 6. Prosječna kamatna stopa na ostale dugoročne kredite stanovništvu 01:2003.-01:2011.

*Kamatne stope na potrošačke kredite kreću se unutar intervala eurozone.*



Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr), tablica G2 za Hrvatsku i [www.ecb.int](http://www.ecb.int) (Statistical Datawarehouse).

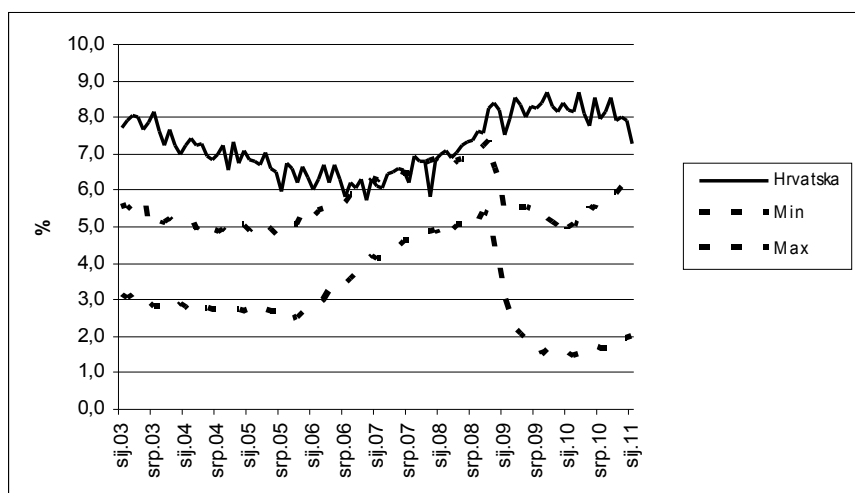
### Kreditni poduzećima

U prijašnjim HUB Analizama koje su se bavile problematikom usporedbe kamatnih stopa pokazivalo se da se kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima<sup>4</sup> kreću približno uz gornji rub intervala Eurozone. Proteklih je godina gornji rub intervala bio određen kamatnim stopama u Slovačkoj i Sloveniji koje nisu bitno odstupale od onih u Hrvatskoj. Za razliku od dugoročnih, kratkoročne kamatne stope na kredite poduzećima u Hrvatskoj daleko su premašivale usporedive stope u zemljama Eurozone.

Tijekom proteklih godinu dana situacija se donekle promijenila kada je riječ o kratkoročnim kreditima poduzećima. Slika 7 pokazuje da se kamatna stopa na kratkoročne kredite poduzećima u Hrvatskoj približila gornjem rubu intervala Eurozone. Taj je rezultat izravna posljedica krize u Grčkoj gdje kratkoročne kamatne stope sustavno premašuju 6% (prema 7,28% u Hrvatskoj). Međutim, Grčka je izniman slučaj. Kratkoročne se kamatne stope na kredite poduzećima u Eurozoni uglavnom kreću između 2% i 3%, a jedine su zemlje koje odstupaju od uobičajenog intervala Slovenija (4,65%) i Portugal (4,03% za siječanj 2011.). Apstrahiramo li od posebnog slučaja Grčke, Hrvatska i dalje znatno iskače iznad intervala Eurozone.

<sup>4</sup> Krediti preko 1 mln EUR, dugoročni do 5 godina iz statistike ECB. Za ostale metodološke detalje vidjeti u dodatku HUB Analize br. 1.

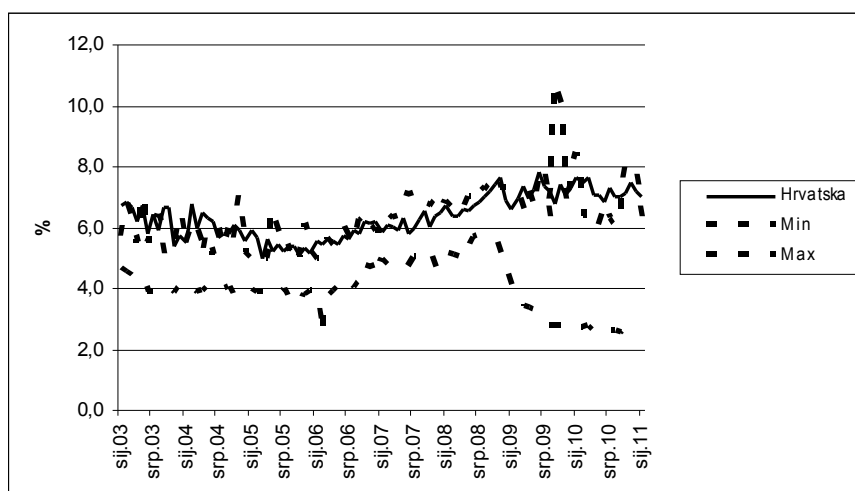
Slika 7. *Kratkoročni krediti poduzećima u Hrvatskoj i minimum i maksimum za Eurozonu 01:2003. – 01:2011.*



*Kod kratkoročnih kredita poduzećima maksimalna kamatna stopa Eurozone raste i približava se hrvatskim razinama zbog situacije u Grčkoj, no dugoročne se kamatne stope od prije kreću uz gornji rub intervala Eurozone.*

Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr), tablica G2 za Hrvatsku i [www.ecb.int](http://www.ecb.int) (Statistical Datawarehouse).

Slika 8. *Dugoročni krediti poduzećima u Hrvatskoj i minimum i maksimum za Eurozonu 01:2003. – 01:2011.*



Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr), tablica G2 za Hrvatsku i [www.ecb.int](http://www.ecb.int) (Statistical Datawarehouse).

Kod dugoročnih kamatnih stopa poduzećima odnosi su ostali isti kao i proteklih godina: kamatne stope u Hrvatskoj kreću se približno uz gornji rub intervala Eurozone koji je definiran kamatnim stopama u Slovačkoj, Sloveniji i Grčkoj.

Usporedba kamatnih stopa pokazuje da su aktivne kamatne stope manje ili jednako udaljene od intervala Eurozone od pasivnih kamatnih stopa. Pasivne stope na devizne depozite stanovništva kreću se iznad intervala Eurozone, i u njegovu okviru kada je riječ o depozitima poduzeća. Zbog toga je sektor stanovništva „dobitnik“: na dugoročnu deviznu štednju zarađuje kamatne stope koje znatno premašuju tipične stope u Eurozoni, dok kredite dobiva po kamatnim stopama koje su blizu ili unutar toga intervala. Poduzeća pak na kratkoročne depozite zarađuju tek malo veću kamatnu stopu nego u Eurozoni. I dok to ima smisla u svjetlu činjenice da poduzeća na dugoročne kredite plaćaju kamatu koja slijedi gornji rub

intervala Eurozone, postavlja se pitanje zašto kamatne stope na kratkoročne kredite poduzećima tako uvjerljivo izlaze izvan intervala Eurozone?

*U razlici između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa najčešće je najmanji utjecaj očekivane zarade posrednika. Troškovi rizika igraju važniju ulogu.*

Odgovor glasi: rizik. U sljedećem poglavlju razmatramo ulogu rizika u konstrukciji kamatnih stopa, tj. u dogradnji troškova koji se dodaju na pasivne kamatne stope da bi se došlo do aktivnih.

### III. Konstrukcija kamatne stope

Bankari kupuju novac od onih kojima nije jako potreban i plasiraju ga onima kojima je potrebniji. Pri tome zarađuju na razlici u cijeni. Da bi u tome bili uspješni, moraju nadoknaditi troškove rizika kojima se izlažu u poslu. Osim toga, za razliku od trgovine cipelama, trgovina novcem je visoko regulirana djelatnost. Regulacija također proizvodi trošak. Stoga se konstrukcija kamatne stope može prikazati na sljedeći način:

Cijena kupnje (pasivna kamatna stopa)  
+ Trošak regulacije  
+ Operativni trošak banke  
+ Trošak rizika  
+ Očekivana zarada  
= Cijena prodaje (aktivna kamatna stopa)

Laici najčešće ne prepoznaju ulogu troška regulacije, operativnih troškova i troškova rizika, pa misle da razlika pasivnih i aktivnih kamatnih stopa izravno stvara zaradu. Međutim, uloga zarade najčešće je manja od drugih faktora koji sudjeluju u konstrukciji kamatne stope.

Očekivana zarada zavisi o kapitalu koji banka angažira radi pokrića rizika plasmana i njegovu trošku. Na primjer, za većinu stambenih kredita ponder rizika iznosi 35% a propisana minimalna adekvatnost kapitala iznosi 12%, što znači da banka mora izdvojiti  $35\% \times 12\% = 4,2\%$  ili 4,2 lipe po jednoj kuni plasiranog stambenog kredita. Ako je kapital formiran iz osnovnog kapitala i ako vlasnik očekuje povrat na kapital od 10%, banka će po jedinici plasmana morati osigurati 0,42% radi pokrića naknade vlasniku za angažirani kapital.

Općenito vrijedi da će postotni ekvivalent očekivane zarade biti jednak umnošku pondera rizika, stope adekvatnosti kapitala i prosječnoga troška kapitala (u kojemu glavnu ulogu ima očekivani povrat na vlasnički kapital).

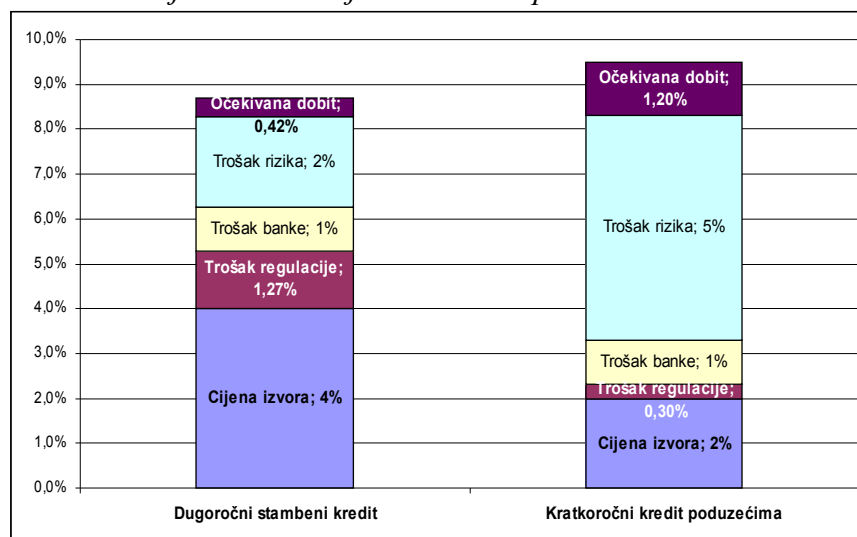
Naknada za uloženi vlasnički kapital djelomice ima karakter „nadnice za strah“: to je naknada za mogućnost gubitka u slučaju nekog nepredviđenog događaja kao što je iznimna ekonomska ili politička kriza. Rizici koji su do određene mjere predvidivi kalkuliraju se u vidu troška rizika: to je rizik koji će se vjerojatno materijalizirati i teretiti troškove po osnovi rezervacija za djelomično naplative i nenaplative plasmane. Prema tome, što je vjerojatnost naplate nekih plasmana veća, to je trošak rizika

manji, i obratno. Kako je vjerojatnost naplate plasmana stanovništvu, osobito stambenih kredita, puno veća od vjerojatnosti naplate plasmana poduzećima<sup>5</sup>, logično je da su banke u stanju plasirati kredite stanovništvu po kamatnim stopama kao da je Hrvatska nova članica Eurozone iako stanovništvu plaća premiju na kamatne stope na štednju iznad intervala Eurozone. S druge strane, kamatne stope na kratkoročne kredite poduzećima veće su od kamatnih stopa na dugoročne kredite poduzećima. No, ta anomalija zapravo i nije anomalija ako se trošak rizika uzme u obzir. Naime, među kratkoročnim plasmanima nalazi se veći udjel plasmana malim i srednjim poduzećima (SME). Oni su teže naplativi od plasmana velikim poduzećima koja dominiraju kod dugoročnih plasmana. U tom slučaju, trošak rizika predstavlja dominantnu odrednicu razlike između pasivnih i aktivnih kamatnih stopa.

*Trošak rizika može imati tako jako djelovanje koje poništava utjecaj drugih faktora – očekivane zarade, troška regulacije, troška posredovanja i cijene izvora sredstava.*

Na slici 9. prikazan je primjer konstrukcije dviju kamatnih stopa. Prva je na dugoročni stambeni kredit koji se financira iz dugoročnih inozemnih izvora (cijena izvora je 4%). Cijena rizika je po pretpostavci 2%. Druga je na kratkoročni kredit poduzećima koji se financira iz izvora koji banku koštaju 2%. No, cijena rizika po pretpostavci iznosi 5%. Pretpostavljeno je da je 1% potrebno za pokriće operativnih troškova banke. Slika pokazuje da manji trošak rizika poništava učinak veće cijene izvora i većeg troška regulacije kod stambenog kredita. Utjecaj očekivane dobiti veći je kod kratkoročnog kredita poduzećima zbog pondera rizika 100%. No i u tom slučaju taj učinak nije presudan za formiranje visine aktivnih kamatnih stopa.

Slika 9. Primjer konstrukcije kamatne stope



Izračuni predstavljaju aproksimativne primjere od kojih se praksa banaka može donekle razlikovati. Međutim, primjeri su teorijski konzistentni i ilustriraju sve bitne komponente i njihove odnose.

Razlog leži u tome što se očekivana dobit iskazana kao udjel u kamatnoj stopi računa kao umnožak pondera rizika (35% kod stambenog kredita i 100% kod kratkoročnog kredita poduzeću), alokacije kapitala (minimalno 12% zbog regulatornog minimuma) i prosječne cijene kapitala za koju

<sup>5</sup> Vidjeti HUB Analize 29. [www.hub.hr](http://www.hub.hr)

smo u oba primjera pretpostavili da je jednaka 10%.<sup>6</sup> Vrlo je lako izračunati zašto je utjecaj očekivane dobiti u prvom slučaju 0,42 postotna boda, a u drugom 1,20.

#### **IV. Zaključak**

Hrvatske banke nakon eskalacije kamatnih stopa u krizi nisu imale nikakvu korist od brzog pada kamatnih stopa u Eurozoni. Narasla premija rizika zemlje zabila se poput klina u konstrukciji kamatnih stopa. Tek je njezinim postupnim padom otvoren prostor za početak smanjivanja kamatnih stopa u Hrvatskoj. Razdoblje pada kamata započelo je prošle godine. Tada je završio i preokrenuo se trend pada kamatnih stopa u EU, pa se sada nalazimo u razdoblju u kojem domaće kamatne stope ponovo konvergiraju prema razinama kamatnih stopa u Eurozoni.

Konvergencija je spora i izraženija kod sektora stanovništva i na strani kredita. Pasivne kamatne stope na depozite nalaze se iznad prosjeka EU ili čak i izvan intervala Eurozone, barem kada je riječ o depozitima stanovništva. Za depozite poduzeća plaća se relativno mala kamatna premija iznad prosjeka Eurozone. S druge strane, kamatne stope na kredite stanovništvu kreću se u okviru intervala Eurozone ili oko njegova gornjeg praga, kao da je Hrvatska već nova članica. Međutim, kratkoročne kamatne stope na kredite poduzećima nalaze se iznad gornjeg praga intervala, dok se dugoročne nastavljaju kretati oko gornjega praga intervala Eurozone.

Rizik je glavni čimbenik koji objašnjava prikazane razlike u kretanjima kamatnih stopa. Trošak rizika predstavlja najvažniju odrednicu razlike između aktivnih i pasivnih kamatnih stopa - odrednicu koja je najčešće važnija i od troškova posredovanja i od troškova regulacije i od očekivane zarade banke.

Tvrdokornost premije rizika zemlje i rast kamatnih stopa ECB-a postavljaju barijeru povratku kamatnih stopa na razine od prije krize. Iako je možda nepravedno zemlju koja je izvan EU i Eurozone uspoređivati s tako visokim standardom, internacionalizacija našeg bankarstva, njegova rana konsolidacija i privatizacija te s time povezana konkurentnost, pozivaju na tu vrstu usporedbe. Pri tome nikako ne treba zaboraviti da uspoređujemo hrvatske banke, koje posluju u hrvatskom institucionalnom okružju, s hrvatskim klijentima i uz hrvatske rizike.

Upravo te činjenice ukazuju na to gdje leže barijere konačnoj konvergenciji kamatnih stopa. Tvrdokornost premije rizika zemlje sublimira naše strukturne slabosti uključujući i one fiskalne i političke zbog kojih kasno ulazimo u EU i kasnimo s reformama. To su ujedno ključevi za vrata čije će otvaranje u budućnosti omogućiti da hrvatska poduzeća i građani plaćaju istu cijenu kapitala kao poduzeća i građani razvijenih država Unije.

---

<sup>6</sup> Stvarni izračuni mogu znatno varirati, zavisno o strukturi kapitala.