

## **KAMATNE STOPE NE ZNAJU KAMO KRENUTI:**

### **Smanjila se razlika u odnosu na Eurozону**

#### **Sažetak**

Od početka 2011. naovamo kamatne su stope prošle kroz dva različita razdoblja. U prvom dijelu razdoblja, to jest do ljeta 2011., uočljiv je nastavak trendova koji su profilirani još početkom 2010.: kamatne su stope u Hrvatskoj bilježile pad, čak i kada su kamatne stope u Eurozoni rasle. Međutim, u drugoj se polovici prošle godine zamjećuje zaustavljanje trenda: kamatne stope u Hrvatskoj prestaju padati.

Na zaustavljanje trenda utjecala je druga eskalacija fiskalne krize u EU (koja je počela u kolovozu 2011.) i s njom povezana obnova straha od recesije. Posvuda su rizici narasli, a banke su se u Europi našle pod stresom zbog nametnutog razduživanja – procesa u kojemu do sredine ove godine moraju znatno povećati angažirani kapital. Zbog poznate slabosti javnih financija, Hrvatska nije mogla ostati izolirana od negativnih učinaka koji dopiru s međunarodnoga tržišta.

*Mišljenja i rezultati koje sadrži ovaj dokument ne predstavljaju službena stajališta Hrvatske udruge banaka. Analizu je pripremila Arhivanalitika za Hrvatsku udruhu banaka.*

## Uvod

Od proljeća 2007. naovamo, to jest tijekom pet godina otkako objavljujemo redovite usporedbe kamatnih stopa u Hrvatskoj i Eurozoni, registrirali smo četiri razdoblja s izrazito različitim obilježjima:

Prva analiza (HUB Analiza br. 1 s proljeća 2007.) pokazala je za mnoge iznenađujući rezultat da se kamatne stope na kredite stanovništvu kreću unutar intervala kamatnih stopa u Eurozoni. Kamatne stope na kredite poduzećima zbog većih su rizika izlazile izvan toga okvira.

Druga usporedba kamatnih stopa (HUB Analiza br. 11 iz 2008.) pokazala je da s početkom krize kamatne stope počinju rasti i izlaziti izvan intervala Eurozone. Treća usporedba (HUB Analiza br. 18 iz 2009.) potvrdila je da kriza djeluje u pravcu održavanja kamatnih stopa na kredite u Hrvatskoj iznad usporedivog intervala kamatnih stopa u Eurozoni.

Četvrta usporedba (HUB Analiza br. 23 iz 2010.) potvrdila je učinke krize na kamatne stope, ali i naznačila mogući početak njihova pada. Početak pada se dao naslutiti u zadnjim mjesecima 2009. i prvim mjesecima 2010.

Peta usporedba (prošlogodišnja HUB Analiza br. 30) potvrdila je pad kamatnih stopa u Hrvatskoj iako su kamatne stope u Eurozoni počele rasti.

Ovogodišnja, šesta usporedba, ukazuje na to da razdoblje od početka 2011. naovamo ne možemo okarakterizirati kao jedinstveno razdoblje. U prvom dijelu, tj. do ljeta 2011., uočljiv je nastavak trendova koji su profilirani 2010.: kamatne su stope u Hrvatskoj bilježile pad, čak i kada su kamatne stope u Eurozoni rasle. Međutim, u drugoj se polovici prošle godine zamjećuje zaustavljanje trenda: kamatne stope u Hrvatskoj prestaju padati.

Na to je utjecala druga eskalacija fiskalne krize u EU (koja je počela u kolovozu 2011.) te s njom povezana obnova straha od recesije. Zbog toga su narasli rizici, a banke su se u Europi našle pod stresom zbog nametnutog razduživanja – procesa u kojemu do sredine ove godine moraju znatno povećati angažirani kapital u odnosu na izloženost klijentima. Zbog poznate slabosti javnih financija, Hrvatska nije mogla ostati izolirana od negativnih učinaka koji ponovno dopiru s međunarodnog tržišta. To je glavni razlog zaustavljanja pada kamatnih stopa.

Prvi dio ove analize prikazuje kretanje kamatnih stopa bez rizika – prinosa na državne vrijednosne papire. Drugi dio sadrži prikaz usporedbe kamatnih stopa na kredite i depozite. U trećem se dijelu izvode glavni zaključci.

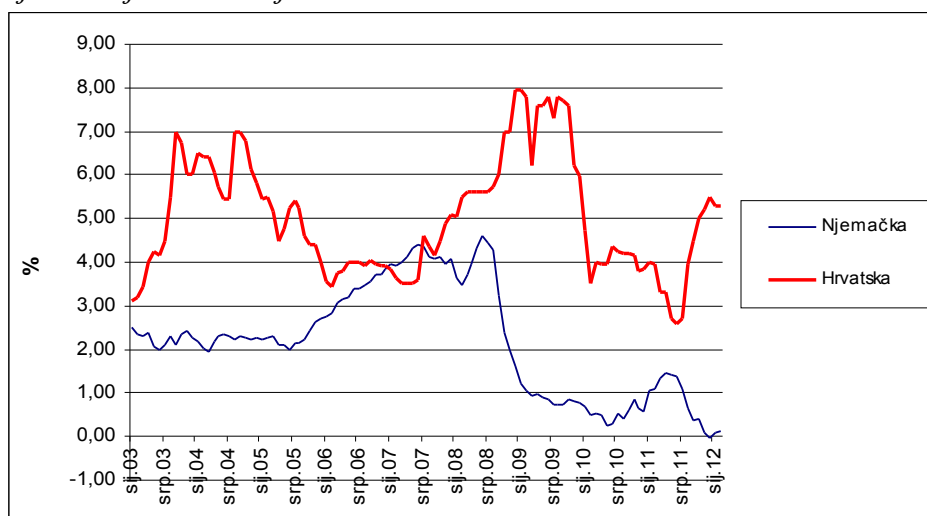
*Pošto su kamatne stope u Eurozoni u krizi padale, a u Hrvatskoj rasle pa stagnirale, situacija se okrenula: kamatne stope u Hrvatskoj su padale, a u Eurozoni rasle. Međutim, posljednjih je nekoliko mjeseci taj trend zaustavljen.*

## I. Prinosi na državne vrijednosne papire i rizik

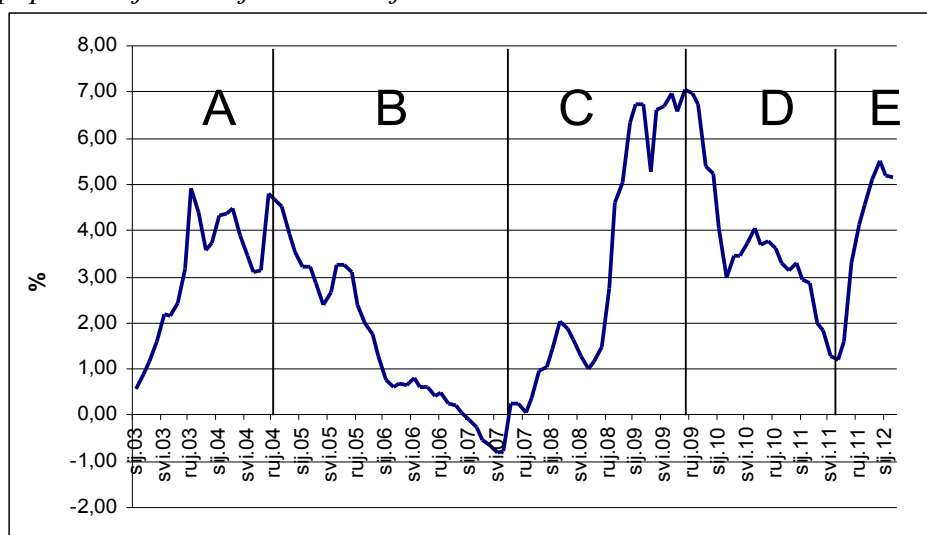
Usporedba prinosa na jednogodišnju njemačku državnu obveznicu i trezorski zapis Ministarstva financija s rokom dospelja 364 dana, pokazuje premiju na kratkoročni državni rizik u koji je uključen i valutni rizik (jer su trezorski zapisi denominirani u kunama). Na slici 1a. vidimo prinose, a na slici 1b. njihovu razliku. Slika omogućava identifikaciju pet bitno različitih razdoblja u desetljeću koje je za nama:

*Premija rizika mjerena razlikom između prinosa na hrvatske i njemačke državne vrijednosne papire ponovno je eskalirala.*

Slika 1.a. Prinosi na jednogodišnje državne vrijednosne papire u Njemačkoj i Hrvatskoj 2003:01 – 2012:03



Slika 1.b. Razlika prinosa (spread) na jednogodišnje državne vrijednosne papire u Njemačkoj i Hrvatskoj 2003:01-2012:03



Izvori: [www.mfin.hr](http://www.mfin.hr) i [www.bundesbank.de/statistik](http://www.bundesbank.de/statistik)

*Razdoblje A: do posljednjeg kvartala 2004.*

Rastuća i visoka razlika kratkoročnih prinosa (kratkoročni spread), koji u tom razdoblju ne prelazi 500 bps.

***Kriznom ambijentu na inozemnim tržištima pogoduju recesija u Europi, povratak fiskalne krize i razduživanje banaka.***

*Razdoblje B: od posljednjeg kvartala 2004. do posljednjeg kvartala 2007.*

U ove tri godine spread se kontinuirano smanjuje, da bi na samom kraju ovoga razdoblja ušao u paradoksalnu zonu; sredinom 2007. prinos je na jednogodišnji hrvatski trezorski zapis pao ispod prinosa na jednogodišnju njemačku državnu obveznicu. Bilo je to razdoblje snažnog priljeva inozemnog kapitala, zaduživanja i kreditne ekspanzije, uz stalne pritiske na aprecijaciju kune. Sličan i teško ponovljiv financijski ambijent u tom je razdoblju obilježio cijeli svijet, što je bio glavni uzrok paradoksalne inverzije prinosa.

*Razdoblje C: od posljednjeg kvartala 2007. do posljednjeg kvartala 2009.*

Razdoblje rasta spreada u kojemu je kriza eskalirala nakon propasti banke Lehman Brothers u rujnu 2008. Spread se u tri kritična kvartala – od posljednjeg kvartala 2008. do drugog kvartala 2009., zadržao na povijesnom maksimumu između 600 i 700 bps.

*Razdoblje D: od posljednjeg kvartala 2009. do drugog kvartala 2011.*

Razdoblje smirivanja krize; u njemu je spread normaliziran i vraćen na razine od prije krize. Analiza pokazuje da je to ujedno i razdoblje u kojemu aktivne kamatne stope hrvatskih banaka ponovno počinju padati.

*Razdoblje E: od trećeg kvartala 2011. do danas*

Sredinom prošle godine, a naročito nakon kolovoza, rizici se ponovno bude. Kratkoročni spread poprima krizna obilježja, iako ne prelazi razinu od oko 500 bps, koja je još uvijek manja od vrhunca s kraja 2008. / početka 2009. kada se kratkoročni spread kretao između 600 i 700 bps.

Krizne tendencije koje se ponovo bude nakon srpnja 2011. možemo pratiti na nekoliko razina. Čimbenici koji su djelovali u tom razdoblju mogu se grubo podijeliti na inozemne i domaće.

Na inozemnom planu djeluju tri ključna čimbenika:

1. *Prethodeći pokazatelji ekonomske aktivnosti sredinom prošle godine počinju ukazivati kako gospodarski rast u Europi jenjava. Najava se materijalizirala u zadnjem tromjesečju prošle i prvom tromjesečju ove godine, kada je u većini zemalja EU izgubljen*

gospodarski rast. Neke su države (Južna Europa i Velika Britanija) ponovno ušle u recesiju. Zbog smanjene potražnje jenjava i pritisak na rast kamatnih stopa u Eurozoni, iako drugi rizici djeluju u smjeru njihova povećanja.

*Osim prelijevanja novih kriznih impulsa s europskoga tržišta, na domaćem planu djeluje i nejasan vladin odnos prema institucionalnim reformama i dugoročnoj fiskalnoj prilagodbi.*

2. *Ponovo eskalira fiskalna kriza koja prijeti prerastanjem u krizu Eurozone.* Ova se eskalacija najbolje vidi u prinosima na njemačke državne obveznice koje se smatraju *sigurnom lukom*: prinos zbog povećanja potražnje pada od sredine 2011. naovamo, da bi u jednom trenutku, u jesen prošle godine, postao čak i negativan (!). To je siguran simptom panike kod investitora. Usvajanje *Fiskalnog pakta* i intervencije ECB-a, kojima je na tri godine proširen prozor likvidnosti za banke (tzv. Long Term Refinancing Operations), smiruje paniku (prinos na njemačke državne obveznice blago raste). Međutim svi indikatori rizika i dalje ostaju na povišenim razinama.
3. *Sredinom prošle godine postaje jasno da će regulatori banaka inzistirati na takozvanom razduživanju:* europskim je bankama dan rok da do sredine 2012. znatno povećaju kapitalizaciju, a nakon toga počinje primjena nove regulacije Basle III. *Prociklički učinak* ove mjere znači da banke u razdoblju razduživanja (odnosno povećanja kapitalizacije) ne mogu agresivno konkurirati i osvajati nove klijente, što ne pomaže europskom gospodarstvu da izbjegne recesiju. MMF (2012) procjenjuje da će banke u Eurozoni morati smanjiti bilančne izloženosti za nevjerojatnih 2 bilijuna € tijekom dvije godine. Brojka se čini vrlo velikom, no čak i kada bi samo jednim dijelom bila točna, takav bi tempo razduživanja imao negativan učinak na ekonomsku aktivnost.

Na domaćem planu također djeluju tri ključna recesijska čimbenika:

1. *Tri inozemna šoka prelijevaju se i na domaće gospodarstvo - trgovačkim vezama (ponajprije zbog recesije u Italiji) i kroz banke (smanjena mogućnost financiranja iz inozemstva uz lošije uvjete).*
2. *Nema rasta jer institucionalne reforme i restrukturiranje gospodarstva nisu izvedeni na vrijeme, za vrijeme dobrih godina u prošlom desetljeću.*
3. *Iako je nova vlada privremeno uspjela izbjeći pad kreditnoga rejtinga, ne vidi se kako će se riješiti osnovni problemi u vezi s dugoročnom fiskalnom prilagodbom i osposobljavanjem za novi ciklus rasta.* Vladina politika još uvijek nema vjerodostojnost nužnu za početak trajnijeg obaranja premija rizika.

Spreadovi koji pokazuju hrvatski rizik u takvim uvjetima ostaju trajno povećani. Zbog toga je naše gospodarstvo nezaštićeno od šokova koji dolaze i nastavljaju prijetiti s europskoga tržišta.

*Kamatne se stope strukturno kreću u skladu s rizikom koji aproksimira ukupno stanje na tržištu.*

S obzirom na prikazane okolnosti, prošlu godinu i početak ove možemo podijeliti na dva dijela: prvi dio koji je trajao do srpnja 2011., i koji predstavlja dio prethodnoga postkriznog razdoblja koje je trajalo od kraja 2009. Tada su se kamatne stope počele postupno normalizirati. Drugi dio razdoblja počeo je u kolovozu 2011. i još uvijek traje. U njemu je normalizacija kamatnih stopa zaustavljena, te se stječe dojam da se kamatne stope ne kreću nikuda; blago osciliraju na zatečenoj razini, uz neizvjesnost hoće li se i kada profilirati neki novi trend.

## II. Usporedba aktivnih kamatnih stopa

Tablica 1 pokazuje kretanje različitih vrsta kamatnih stopa u Hrvatskoj kroz pet razdoblja koja smo na slici 1.b označili slovima A – E. Kamatna stopa za razdoblje je kamatna stopa na kraju razdoblja kako bi se naglasio prikaz promjena kamatnih stopa tijekom razdoblja:

Tablica 1. Kretanje najvažnijih kamatnih stopa – kraj razdoblja

	Od - do	Kratko ročni spread	Stanovništvo				Poduzeća			
			Bez val. klauzule		S val. klauzulom		Bez val. klauzule		S val. klauzulom	
			okvirni	dugoročni	dugoročni stambeni	dugoročni ostali	kratk.	dugor.	kratkor.	dugor.
A	- 2004:Q4	3,52 pp	14,27%	11,16%	5,71%	8,79%	8,33%	6,90%	7,09%	5,55%
B	2004:Q4 – 2007:Q4	1,03 pp	13,19%	8,01%	5,12%	8,24%	6,92%	6,35%	6,11%	5,84%
C	2007:Q4 – 2009:Q4	5,22 pp.	13,24%	11,33%	6,45%	9,96%	9,29%	8,27%	8,41%	7,37%
D	2009:Q4 – 2011:Q2	1,21 pp.	13,03%	10,34%	5,25%	8,67%	6,60%	5,21%	7,92%	6,46%
E	2011:Q2 – velj.2012	5,17 pp.	11,58%	9,78%	5,37%	8,55%	8,18%	6,76%	7,15%	6,54%

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

Na osnovi podataka iz tablice možemo izvući nekoliko važnih zaključaka:

Prvo, kratkoročni spread varira puno snažnije nego aktivne kamatne stope. Prijenosi promjena spreada na kamatne stope nisu skokoviti i odvijaju se u dužim razdobljima, što je i logično jer su mnogi učinci neizravni. Na primjer, rast spreada je aproksimacija za smanjeni priljev kapitala, pritiske u smjeru deprecijacije i veća kolebanja u monetarnoj politici; sve to utječe na rast pasivnih kamatnih stopa na domaćem tržištu, no puno je vremena potrebno da bi se ti učinci ostvarili. Ipak, kada se

gledaju dugoročne promjene, uočava se da se kamatne stope približno (i u prosjeku) kreću u istom smjeru kao i premija rizika (spread).

Drugo, sve su se kamatne stope nalazile na maksimumu na kraju kriznog razdoblja C, upravo kao što sugerira i kretanje kratkoročnog spreada.

Treće, pad kamatnih stopa dogodio se u prvome postkriznom razdoblju D, u 2010. godini. Sve su kamatne stope u tom razdoblju bilježile veliki pad i sve su se vratile na razinu niže od razine s kraja 2004. Iznimka su kamatne stope na kredite poduzećima s valutnom klauzulom. Razloge treba tražiti u bitno naraslim rizicima u segmentu kreditiranja poduzeća.<sup>1</sup>

Četvrto, u razdoblju E, u kojem se sada nalazimo, kamatne stope ne bilježe značajne promjene u usporedbi s prethodnim razdobljima („*kamatne stope ne znaju kamo krenuti*“). Iznimke su kamatne stope na okvirne kredite stanovništvu koje su jednokratno korigirane prema dolje u srpnju prošle godine zbog promjene regulacije<sup>2</sup>, kao i kamatne stope na kratkoročne kredite poduzećima bez valutne klauzule. One su povećane zbog kombinacije potražnje, povećanih rizika tržišnog segmenta, slabljenja domaće valute i poskupljenja izvora sredstava.

Možemo zaključiti da sve kamatne stope približno i dugoročno u prosjeku slijede premiju rizika. Spread aproksimira (utvrđuje) učinak niza čimbenika koji utječu na formiranje stopa: učinke kreditnog rizika, valutnog rizika, ponude i cijene sredstava (kada je premija visoka smanjuje se ponuda sredstava bankama i raste njihova cijena). Međutim, kada je riječ o kamatnim stopama na pojedine vrste kredita, na visinu prosječnih kamatnih stopa mogu utjecati i specifičnosti pojedinog tržišnog segmenta, osobito u pogledu rizika. To je posebno izraženo kod kredita poduzećima čija se naplativost u krizi brže pogoršala od kredita stanovništvu.

U nastavku se bavimo pitanjima odnosa kamatnih stopa u Hrvatskoj prema kamatnim stopama u Eurozoni.

*Iako su razlike među pojedinim vrstama kredita iznimno velike (ne samo kod nas), ukupno uzevši proteklih mjeseci kamate počinju stagnirati – „ne znaju kamo krenuti“.*

<sup>1</sup> Vidjeti HUB Analizu br. 36.

<sup>2</sup> Ove su kamatne stope propisom vezane uz eskontnu stopu HNB-a koja je tada promijenjena.

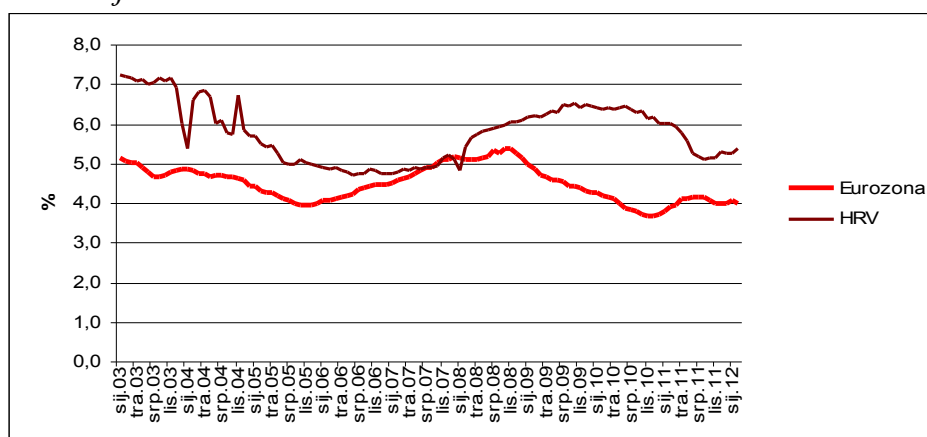
## Stambeni krediti

Slika 2.a pokazuje da su se kamatne stope u prvom dijelu krize razilazile – dok su u Eurozoni padale, u Hrvatskoj su rastle. U drugoj polovici 2010. pad stopa u Eurozoni se zaustavlja, dok u Hrvatskoj ubrzava. Zbog toga polovicom 2011. dolazi do ponovnog približavanja kamatnih stopa u Hrvatskoj onima u Eurozoni. No, približavanje tu staje, na približno jednom postotnom bodu razlike. Od druge polovice prošle godine prosječna kamatna stopa u Eurozoni stagnira, dok u Hrvatskoj ponovno blago raste.

Slika 2.b. pokazuje da je pad kamatnih stopa 2010./2011. Hrvatsku ponovno uveo unutar intervala Eurozone.

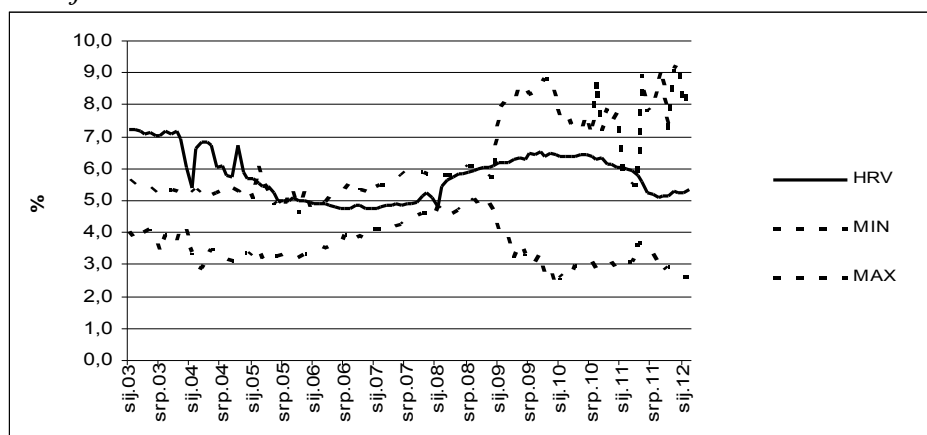
*Kamatna stopa na stambene kredite ponovo se približila prosjeku Eurozone, no posljednjih mjeseci opet primjećujemo divergenciju, iako čak tri zemlje Eurozone imaju veće prosječne kamatne stope od Hrvatske.*

*Slika 2.a. Prosječne kamatne stope na dugoročne stambene kredite u Hrvatskoj i Eurozoni 2003:01 – 2012:02*



Napomena: podatak za Eurozonu o stambenim kreditima s rokom dospelja iznad 10 g.

*Slika 2.b. Prosječne kamatne stope na dugoročne stambene kredite u Hrvatskoj i minimalne i maksimalne prosječne kamatne stope u nekoj od zemalja Eurozone*



Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr), SDDS; [www.ecb.int](http://www.ecb.int) Statistical Data Warehouse.

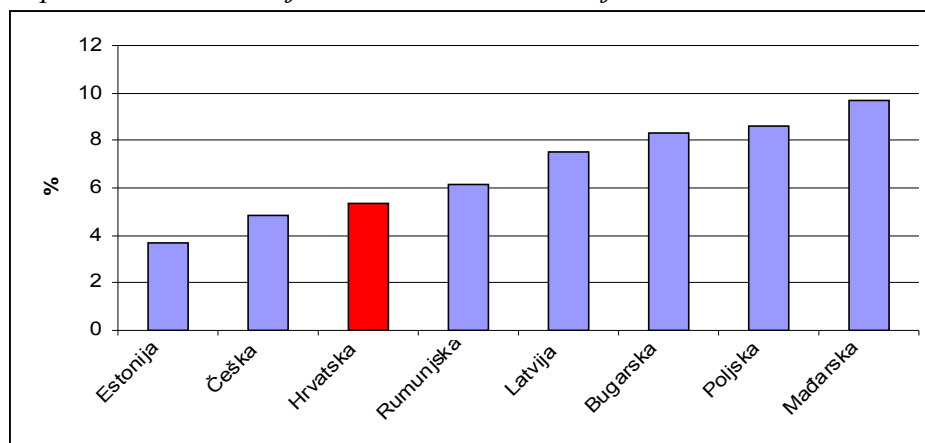


Iako se maksimum Eurozone na slici 2.a. nalazi pod utjecajem visine kamatnih stopa na stambene kredite u Portugalu (koje, uz to što su najviše ujedno snažno osciliraju), sada postoje još dvije ekonomije Eurozone koje bilježe više prosječne kamatne stope na novoodobrene stambene kredite od onih zabilježenih u Hrvatskoj. Prosječna kamatna stopa u Sloveniji iznosi 5,4%<sup>3</sup>, a u Slovačkoj 5,8%. Zanimljivo je da u veljači ove godine i Italija i Nizozemska bilježe kamatne stope veće od 5%, što ih stavlja uz bok Hrvatskoj gdje je zabilježena prosječna kamatna stopa od 5,37%.

*Hrvatske su kamatne stope među nižima i kada se gledaju razine u članicama EU u Srednjoj i Istočnoj Europi koje nisu još prihvatile euro.*

Slika 3. pokazuje situaciju u članicama EU koje još nisu uvele euro.<sup>4</sup> Prema podacima za veljaču ove godine, Estonija i Češka bilježe niže prosječne kamatne stope na stambene kredite od Hrvatske. Podatak za Estoniju treba tumačiti s rezervom, jer se odnosi na kredite kraće ročnosti (do 10 godina). Zanimljiv je slučaj Mađarske koja sada ima najviše kamatne stope u ovoj skupini zemalja (9,68%), dok je u prošlogodišnjoj usporedbi bilježila najniže stope (1,5%) u ovoj skupini zemalja. To je najveća zabilježena promjena kamatnih stopa u toku jedne godine otkad u HUB Analizama pratimo kretanja kamatnih stopa. Poznato je da su u Mađarskoj bankama uvedeni visoki posebni porezi i obveze preuzimanja gubitaka po osnovi tečajnih razlika švicarskoga franka, zbog čega je njihovo poslovanje izgubilo svaku atraktivnost, pa banke ne mogu doći do novih izvora sredstava. Vjerojatno je opisano podizanje kamatnih stopa jedini način odvratanja potražnje koju banke u takvim uvjetima ne mogu zadovoljiti.

*Slika 3. Usporedba kamatnih stopa na stambene kredite za odabranu skupinu članica EU koje nisu u Eurozoni za veljaču 2012.*



Napomene: kamatna stopa na kredite s rokom dospeljeća 1-5 godina za Latviju; kamatna stopa na kredite s rokom dospeljeća 1-5 godina za Estoniju; za Poljsku posljednji podatak iz listopada 2011.; za Rumunjsku posljednji podatak iz studenoga 2011.

Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr), SDDS i [www.ecb.int](http://www.ecb.int), Statistical Data Warehouse

<sup>3</sup> I to za kredite s kraćim rokom dospeljeća 5-10 g., jer podatak za kredite s rokom dospeljeća dužim od 10 g., koji bi bio izravno usporediv, nedostaje.

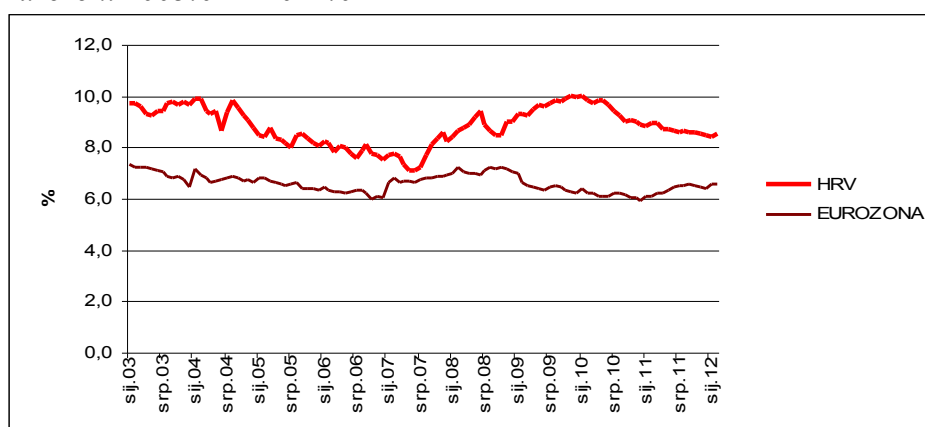
<sup>4</sup> Nisu prikazani podatci za Dansku, Švedsku i Veliku Britaniju jer nisu izravno relevantni za usporedbu s Hrvatskom.

## Potrošački krediti

Kamatne su se stope na potrošačke kredite u Hrvatskoj nastavile kretati iznad prosjeka Eurozone. Međutim, nakon dostizanja maksimalne razlike stopa potkraj 2009., i kod ovih je kredita u toku 2010. i 2011. došlo do velikog smanjenja: razlika stopa je gotovo prepolovljena i sada iznosi oko 2 postotna boda. Iako je kod ove vrste kredita moguća znatnija pogreška procjene (vidjeti napomene ispod slike), nesporno je da se razlika smanjila i da se prosječna kamatna stopa za Hrvatsku kreće daleko ispod prosjeka za zemlju s maksimalnom prosječnom stopom u Eurozoni (to je Slovačka – slika 4.b.).

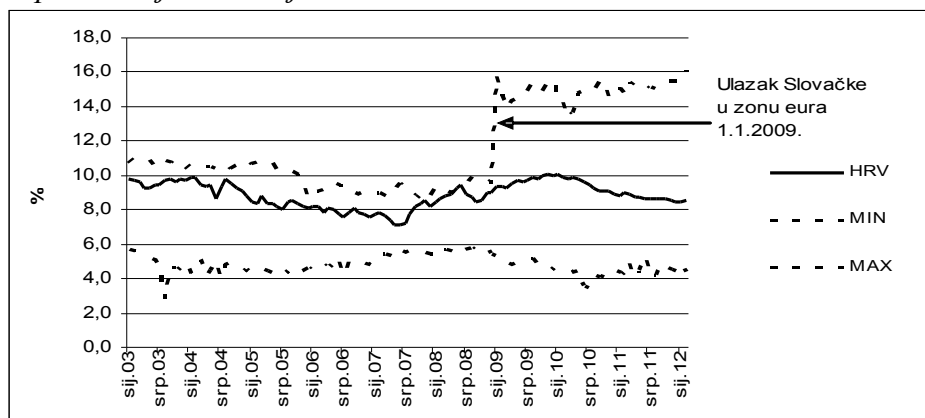
*I kamatne su stope na potrošačke kredite konvergirale, no taj je trend krajem prošle i početkom ove godine zaustavljen. No ove se stope u Hrvatskoj kreću unutar intervala Eurozone.*

Slika 4.a. Kamatne stope na dugoročne potrošačke kredite u Hrvatskoj i Eurozoni 2003:01 – 2012:02



Napomena: za Hrvatsku su korišteni podaci o dugoročnim ostalim kreditima stanovništvu s valutnom klauzulom kako bi se postigla maksimalna usporedivost s kamatnim stopama u Eurozoni; za zemlje Eurozone koristi se podatak o potrošačkim kreditima s rokom dospijanja 1-5 g. što smatramo dobrom aproksimacijom prosječne ročnosti ostalih dugoročnih kredita stanovništvu u Hrvatskoj.

Slika 4.b. Prosječne kamatne stope na dugoročne ostale kredite stanovništvu u Hrvatskoj i minimalne i maksimalne prosječne kamatne stope u nekoj od zemalja Eurozone



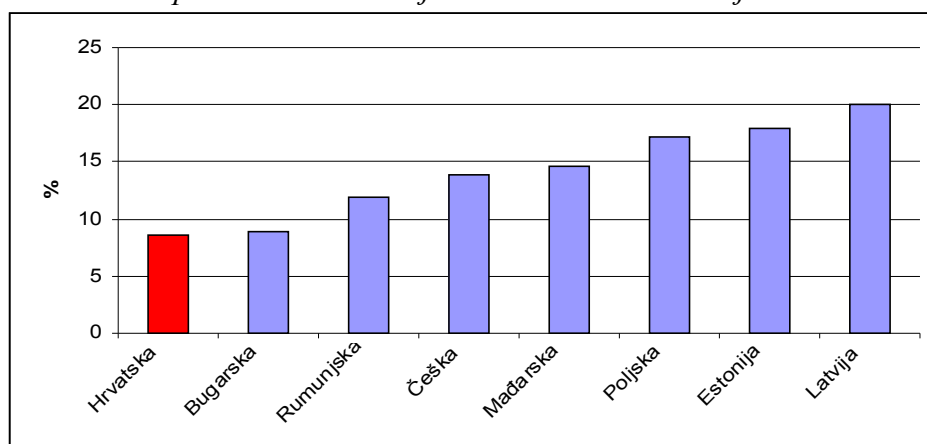
Izvori: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) i SDDS; [www.ecb.int](http://www.ecb.int), Statistical Data Warehouse.

Čak četiri države koje su prihvatile euro imaju više kamatne stope na dugoročne potrošačke kredite od Hrvatske (koja bilježi prosjek od 8,55%). To su: Slovačka (16,11%), Španjolska (10,29%), Portugal (12,04%) i Grčka (9,66%).

*Potrošačko je kreditiranje u Hrvatskoj najpovoljnije i među članicama EU iz Srednje i Istočne Europe koje još nisu prihvatile euro.*

U usporedbi s članicama EU koje još nisu uvele euro, Hrvatska ima daleko niže prosječne kamatne stope. Samo se stope u Bugarskoj približavaju hrvatskima. Međutim, ove su kamatne stope ujedno najslabije usporedive, jer ne znamo u kojoj mjeri uspoređujemo kamatne stope u koje je ugrađen sličan stupanj valutnog rizika. Naime, nepoznato je koliko je kredita u skupini potrošačkih s rokom dospeljeća 1-5 g. odobreno uz valutne klauzule odnosno u stranoj valuti. Sigurno je samo da se udjel takvih kredita prilično razlikuje od zemlje do zemlje, dok je u Hrvatskoj taj rizik eliminiran valutnom klauzulom.

*Slika 5. Usporedba kamatnih stopa na dugoročne potrošačke kredite za odabranu skupinu članica EU koje nisu u Eurozoni za veljaču 2012.*



Napomena: za Hrvatsku dugoročni ostali krediti stanovništvu uz v.k., za druge zemlje potrošački krediti s rokom dospeljeća 1-5 g.

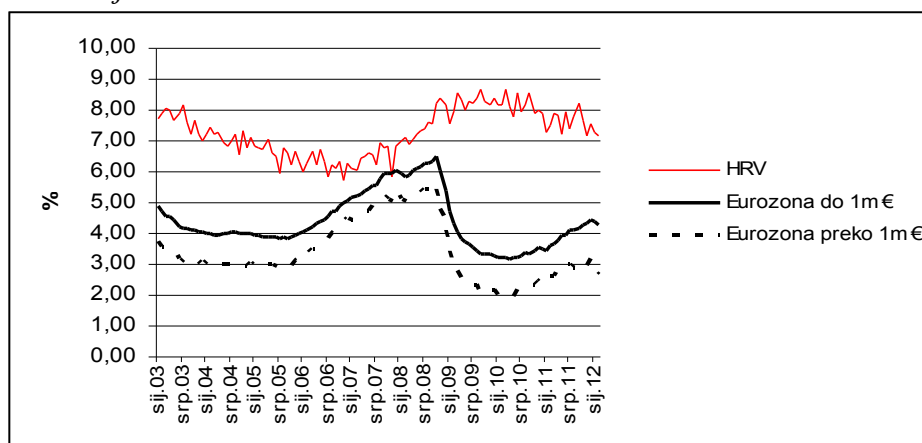
### Kratkoročni krediti poduzećima

Sve su usporedbe kamatnih stopa od 2007. do sada pokazivale da se kamatne stope na kredite stanovništvu kreću puno bliže (ili unutar) intervala Eurozone nego kamatne stope na kredite poduzećima. One su se uglavnom kretale iznad intervala Eurozone. Ta je razlika tumačena sličnijim rizicima europskima u segmentu stanovništva nego u segmentu poduzeća: kod poduzeća su rizici apsolutno i relativno veći. I analiza naplativosti kredita u krizi (v. fus. 1) potvrdila je da rizici u segmentu kreditiranja poduzeća rastu puno brže nego kod stanovništva, osobito kada je riječ o kreditiranju malih i srednjih poduzeća koja su zbog premalo angažiranog kapitala i nedostatka diversifikacije operativnog poslovanja prva na udaru recesije.

Taj se nalaz potvrdio i ove godine. Iako od 2010. kamatne stope u Hrvatskoj imaju blagi trend pada, a u Eurozoni rastu, velika razlika kratkoročnih kamatnih stopa ostaje. Ta razlika ovisi o tome o kojim kreditima govorimo. Kod kredita manjih iznosa (statistika ECB-a za razliku od domaće statistike omogućuje razlikovanje kamatnih stopa na kredite do milijun i preko milijun €), razlika je manja. Manji se krediti odobravaju rizičnijim malim i srednjim poduzećima. Kamatne stope na takve kredite u Eurozoni u prosjeku sadrže premiju rizika od oko 1 posto.

**Kamatne stope na kratkoročne kredite poduzećima kreću se daleko iznad prosjeka Eurozone što treba tumačiti faktorom rizika.**

Slika 6. Prosječne kamatne stope na kratkoročne kredite poduzećima u Hrvatskoj i Eurozoni 2003:01 – 2012:02



Napomena: za Hrvatsku krediti s valutnom klauzulom kako bi se uklonio utjecaj valutnog rizika na prosječnu kamatnu stopu. Izvori: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr), Statistički pregled, [www.ecb.int](http://www.ecb.int), Statistical Data Warehouse

Međutim, „SME premija rizika“ jako se razlikuje među državama. Ponegdje je, kao primjerice u Njemačkoj nema, dok drugdje, kao primjerice u Irskoj, iznosi više od 2 postotna boda. Uočeno je i da „SME premija rizika“ snažno varira od vrste do vrste kredita, ovisno o ročnosti.

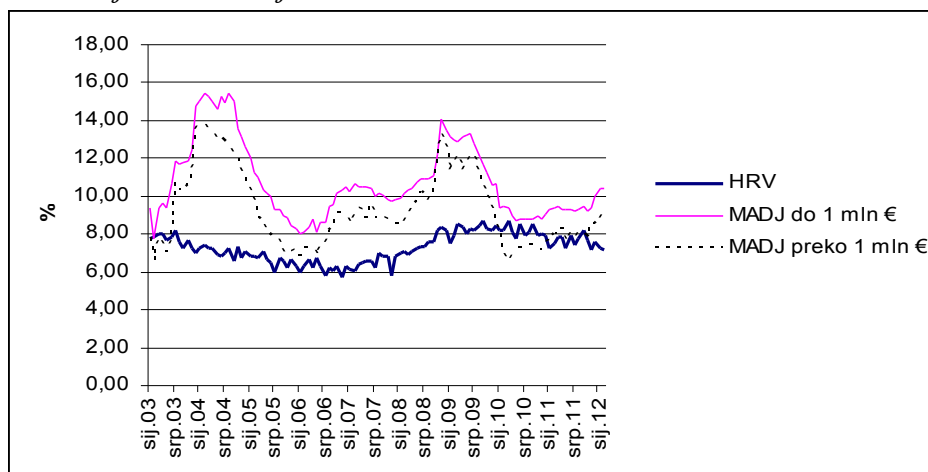
Jasnog pravila u tom pogledu nema. Stoga se može zaključiti da je „SME premija rizika“ veća i kolebljivija u zemljama koje su doživjele snažnije udare krize. To se podudara s nalazima iz HUB Analize br. 36 o tome da se naplata kredita u krizi u SME segmentu pogoršava puno brže nego kod velikih poduzeća. Zbog toga i nema previše smisla prikazivati koridor odnosno interval Eurozone. Moguće je naime pronaći kratkoročne kamatne stope u Eurozoni koje su veće nego u Hrvatskoj: na primjer, kratkoročne su kamatne stope na kredite, s rokom dospelja kraćim od godinu dana i u iznosima koji ne prelaze milijun eura, u Grčkoj u veljači ove godine bile veće nego u Hrvatskoj (8,06%). Međutim, tako raširen koridor nema smisla prikazivati jer se Grčka očito nalazi u posebnim okolnostima.

Možda je informativnije prikazati usporedbu Hrvatske s članicama EU koje još nisu uvele euro. Iako ni ta usporedba nije idealna, jer je riječ o državama koje imaju vlastite valute pa su u kamatne stope ugrađene i premije valutnog rizika. One mogu biti suzbijene u mjeri u kojoj se krediti odobravaju u stranoj valuti ili uz valutne klauzule. Iako postotak

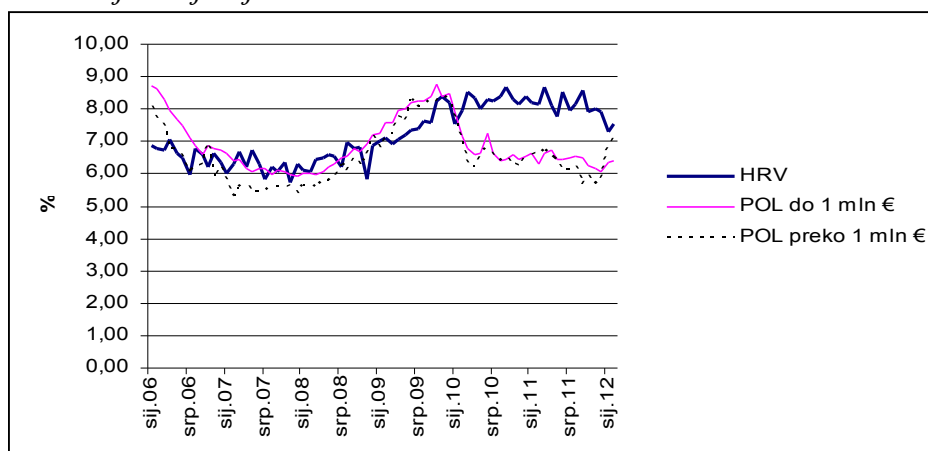
tih kredita nije podatak raspoloživ u statistikama, usporedba je s ovim zemljama ipak relevantnija za Hrvatsku kada je riječ o kreditima poduzećima. Naime, gospodarske strukture u tim zemljama slične su našoj strukturi utoliko što u SME segmentu uglavnom posluju razmjerno mlada i neiskusna poduzeća podložna rizicima. Za usporedbu smo odabrali Mađarsku i Poljsku zbog solidnih statističkih podataka i dugih vremenskih serija prema ECB metodologiji, kao i zbog činjenice da je riječ o zemljama koje vrlo različito prolaze kroz ovu krizu: Poljska ju gotovo nije ni osjetila, dok je Mađarska, slično Hrvatskoj, bačena na koljena, s time što je u Mađarskoj vođena još lošija ekonomska politika nego u Hrvatskoj. Usporedbe pokazuju da su prosječne kamatne stope na kratkoročne kredite u Hrvatskoj niže nego u Mađarskoj, ali više nego u Poljskoj (iako se posljednjih mjeseci brzo približavaju).

*Cijena kratkoročnog kreditiranja niža je nego u Mađarskoj a veća nego u Poljskoj, što odgovara i rangi spreadova na državne obveznice.*

Slika 7. Prosječne kamatne stope na kratkoročne kredite poduzećima u Hrvatskoj i Mađarskoj 2003:01. – 2012:02.



Slika 8. Prosječne kamatne stope na kratkoročne kredite poduzećima u Hrvatskoj i Poljskoj 2006:01. – 2012:02.



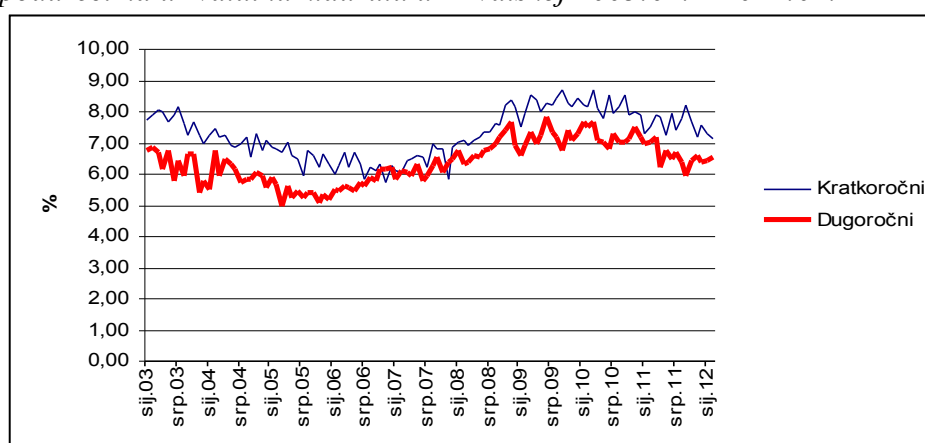
Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr), Statistički pregled i [www.ecb.int](http://www.ecb.int), Statistical Data Warehouse.

## Dugoročni krediti poduzećima

Dugoročne kredite karakterizira drukčija struktura klijenata. Nestabilna mala i srednja poduzeća u pravilu teže pristupaju dugoročnim kreditima, tako da nije rijetkost da je kvaliteta klijenata koji dižu dugoročne kredite bolja od prosječne kvalitete klijenata koji podižu kratkoročne kredite. Iako bi samo na temelju ročnosti dugoročne kamatne stope trebale biti veće od kratkoročnih, rizik klijenata može preokrenuti taj odnos (slika 9.). Slika 10. pokazuje da su kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima veće od prosjeka Eurozone, no razlika je znatno manja nego kod kratkoročnih kredita:

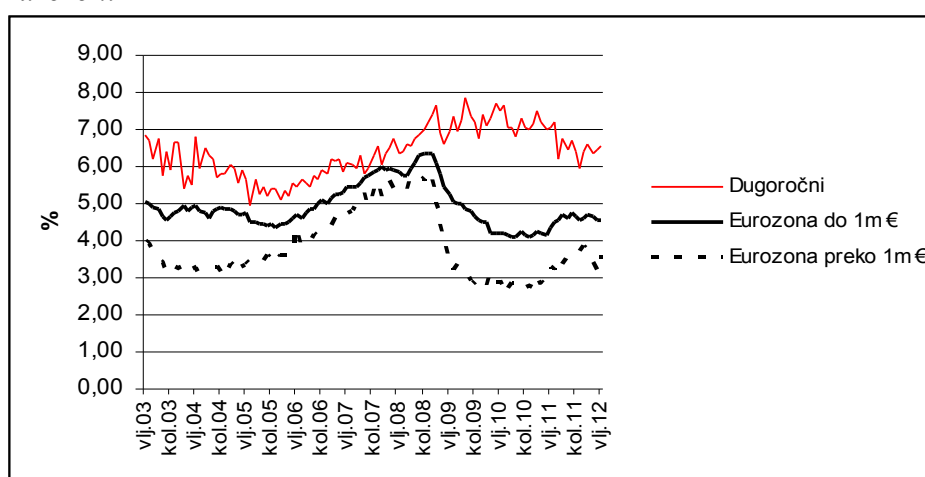
*Odstupanje od prosjeka Eurozone kod dugoročnih je kredita manje nego kod kratkoročnih, no i dalje je značajno.*

Slika 9. Prosječne kratkoročne i dugoročne kamatne stope na kredite poduzećima uz valutnu klauzulu u Hrvatskoj 2003:01. – 2012:02.



Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr), Statistički pregled

Slika 10. Prosječne kamatne stope na dugoročne kredite\* u Hrvatskoj i Eurozoni



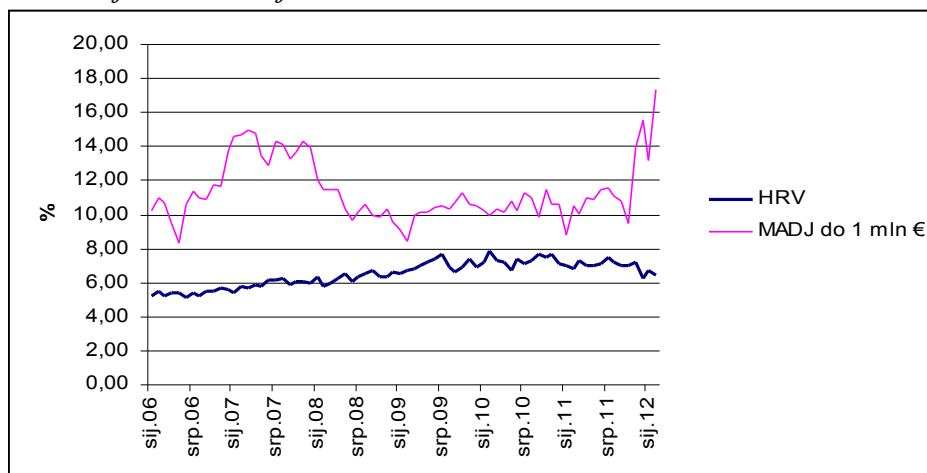
\* Za dugoročne kredite u Eurozoni odabrani su oni s rokom dospelja između jedne i pet godina jer je pretpostavljeno da ta ročnost najbolje aproksimira prosječnu ročnost dugoročnih kredita u Hrvatskoj.

Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr), Statistički pregled i [www.ecb.int](http://www.ecb.int), Statistical Data Warehouse.

Iako su kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima u Grčkoj posljednjih mjeseci preskočile razinu stopa u Hrvatskoj, Grčka je poseban slučaj koji nije relevantan za usporedbu. Visinu prosječnih kamatnih stopa u Hrvatskoj (6,54% u veljači 2012.) ima smisla uspoređivati s Mađarskom i Poljskom. Dugoročne su kamatne stope niže u Hrvatskoj nego u ove dvije članice EU. Iako su stope oduvijek više u Mađarskoj, slika 11. jasno pokazuje eskalaciju kamatnih stopa čime se banke u toj zemlji vjerojatno brane od potražnje u uvjetima kada više nemaju izvore za financiranje dugoročnih kredita.

*Dugoročne su kamatne stope za poduzeća u Hrvatskoj manje nego u Poljskoj i Mađarskoj.*

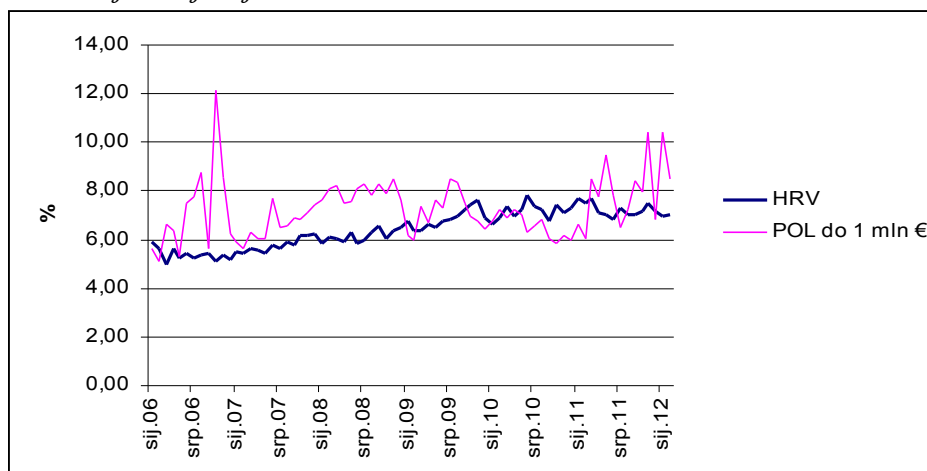
*Slika 11. Prosječne kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima u Hrvatskoj i Mađarskoj 2003:01. – 2012:02.*



*Napomena: prikazane su samo kamatne stope za kredite do 1 mln € jer je serija kontinuirana. Za veće vrijednosti kredita postoje prekidi u seriji, pogotovo u posljednjih godinu dana u kojima su dugoročni krediti značajnijih iznosa nestali.*

*Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr), Statistički pregled i [www.ecb.int](http://www.ecb.int), Statistical Data Warehouse.*

*Slika 12. Prosječne kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima u Hrvatskoj i Poljskoj 2006:01. – 2012:02.*



*Napomena: prikazane su samo kamatne stope za kredite do 1 mln € jer je serija kontinuirana. Za veće vrijednosti kredita postoje prekidi u seriji, a kamatne stope nisu niže od prikazanih.*

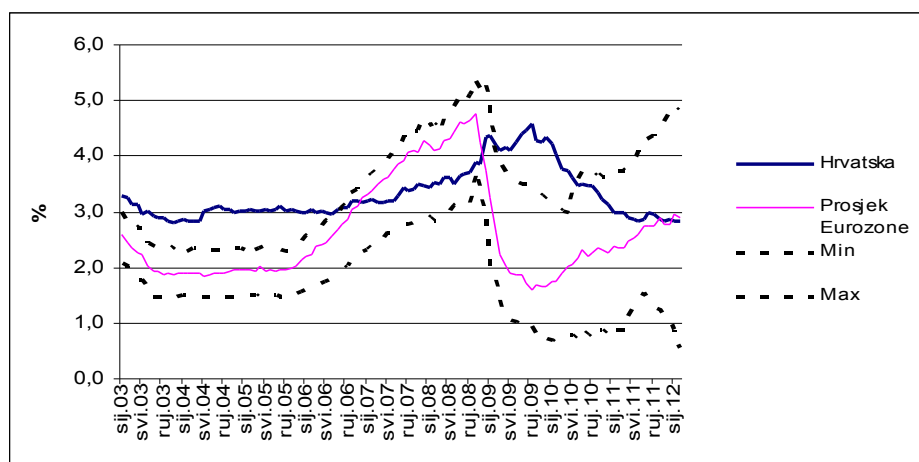
*Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr), Statistički pregled i [www.ecb.int](http://www.ecb.int), Statistical Data Warehouse.*

## Kamatne stope na depozite

Kada je riječ o kamatnim stopama na kratkoročne depozite, proteklih je mjeseci došlo do konvergencije: pad je stopa u Hrvatskoj zaustavljen, a prosjek je u Eurozoni znatno povećan - tako da je prišao kamatnim stopama u Hrvatskoj odozdo (slika 13.). Razina kamatnih stopa u Eurozoni postavlja donji prag za kamatne stope na kratkoročne kamatne stope u Hrvatskoj: osjetniji bi pad kamatnih stopa ispod razina Eurozone izazvao odljev kapitala.

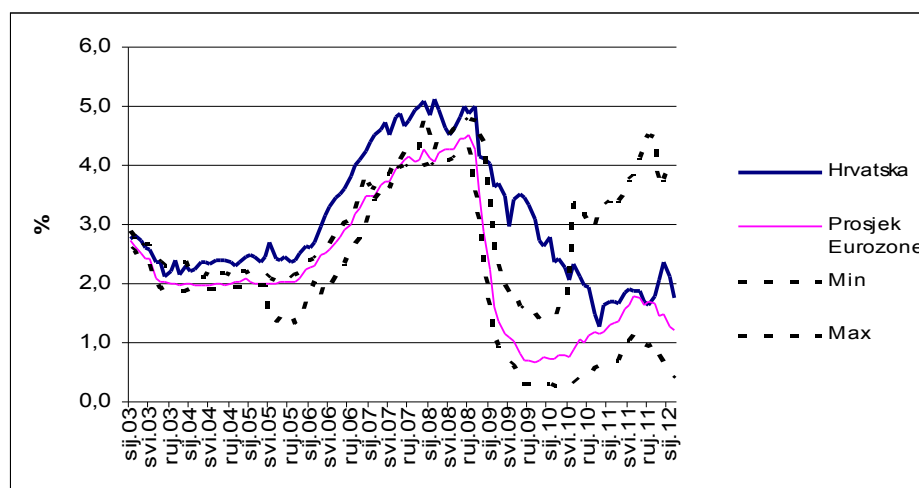
*Kamatne su stope na depozite u Hrvatskoj prestale padati jer su stope u Eurozoni počele rasti zbog novog ciklusa krize.*

Slika 13. Kamatne stope na kratkoročne depozite stanovništva 2003:01. – 2012:02.



Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr), Statistički pregled i [www.ecb.int](http://www.ecb.int), Statistical Data Warehouse.

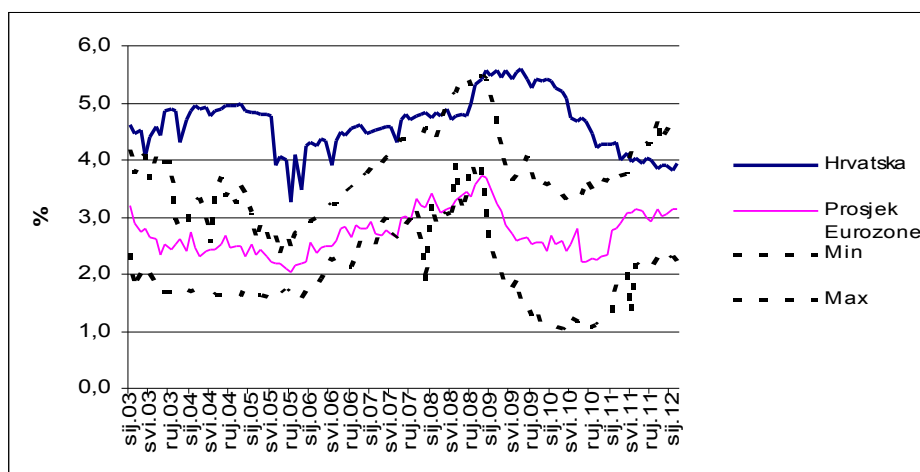
Slika 14. Kamatne stope na kratkoročne depozite poduzeća 2003:01. – 2012:02.



Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr), Statistički pregled i [www.ecb.int](http://www.ecb.int), Statistical Data Warehouse.



Slika 15. Kamatne stope na dugoročne depozite stanovništva 2003:01. – 2012:01



Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr), Statistički pregled i [www.ecb.int](http://www.ecb.int), Statistical Data Warehouse.

**Banke i dalje plaćaju premiju na dugoročne devizne depozite stanovništva koji su ujedno najvažniji domaći izvor financiranja banaka.**

Kamatne stope na dugoročne depozite stanovništva i dalje se zadržavaju osjetno iznad prosjeka Eurozone. Iako se interval Eurozone naglo proširio nakon što je započeo veliki rast pasivnih kamatnih stopa na štednju u zemljama pod stresom – ponajprije u Grčkoj, a potom i u Italiji, hrvatske banke i dalje u prosjeku plaćaju oko jedan postotni bod premije na štednju stanovništva iznad prosjeka u Eurozoni.

### III. Zaključak

Kamatne su se stope do sredine prošle godine nastavile približavati razinama koje su uobičajene u Eurozoni. Od kolovoza 2011. naovamo trend je zaustavljen. U tom razdoblju ponovo eskaliraju krizne tendencije u Europi – javlja se nova recesija, obnavlja se fiskalna kriza, a banke ne mogu vlastitim sredstvima kompenzirati negativne učinke zbog naloga za provedbu velikih dokapitalizacija. Na domaćem tržištu recesija uzima danak u vidu stalnog rasta rizika naplate kredita u sektoru poduzeća, osobito kod manjih i srednjih poduzeća. Zbog toga registriamo pozitivne pomake kada je riječ o kamatnim stopama za sektor stanovništva: one se ponovno kreću u okviru intervala Eurozone, iako je njihov pad proteklih mjeseci zaustavljen.

Međutim, kod poduzeća ne bilježimo prilagodbu stopa kao kod stanovništva, što ponajprije treba tumačiti rizicima. Sada se i u okviru Eurozone vidi širenje intervala za ove kamatne stope, jer se u zemljama zahvaćenima krizom vidi snažna reakcija kamatnih stopa na kredite poduzećima prema gore. Tako su ove stope u Grčkoj veće nego u Hrvatskoj. Međutim, kada je riječ o kamatnim stopama na dugoročne kredite poduzećima, one su u Hrvatskoj niže nego u Mađarskoj i Poljskoj.

Kamatne su stope na depozite konvergirale kada je riječ o kratkoročnim depozitima. Međutim dugoročne su stope i dalje iznad prosjeka

Eurozone, što znači da banke na domaćem tržištu plaćaju premiju od približno jedan postotni bod za najvažniji izvor domaćega financiranja - deviznu štednju. Stoga se znatan dio razlike aktivnih kamatnih stopa u odnosu na Eurozonu i dalje mora povezivati s većim troškovima izvora financiranja.

## Metodološke napomene

Statistika Europske središnje banke (eng. European Central Bank – ECB) prepoznaje dva različita pristupa mjerenju kamatnih stopa.

Prva metodološka nedoumica odnosi se na odabir između kamatne stope na novoodobrene kredite u mjesecu (eng. new business) i prosječne kamatne stope na sve kredite odobrene, a još neotplaćene do dana mjerenja (eng. outstanding). Iako se obje kamatne stope računaju kao vagana sredina, gdje se za pondere odabiru iznosi kredita, koncepti su vrlo različiti i mogu pokazivati različite rezultate. Statistika HNB-a koristi koncept novoodobrenih kredita (ponderi su krediti pušteni u tečaj u izvještajnom mjesecu), pa se usporedbe kamatnih stopa s onima iz statistike ECB-a odnose na novoodobrene kredite.

Druga metodološka nedoumica odnosi se na odabir metode mjerenja kamatne stope. Statistika ECB-a poznaje dvije metode mjerenja. Prva je usko definirana efektivna kamatna stopa (eng. narrowly defined effective rate – NDER), a druga je zaračunata godišnja postotna stopa (eng. annual percentage rate of charge – APRC). NDER je ugovorena kamatna stopa koja je jednaka oglašenoj (ugovorenoj) kamatnoj stopi, ako je frekvencija plaćanja kamata jednaka ili veća od frekvencije otplate glavnice. Ako je frekvencija plaćanja kamata veća od frekvencije otplate glavnice, NDER se korigira u odnosu na oglašenu stopu prema gore, ovisno o razlici frekvencija otplata. NDER, međutim, ne sadrži kamatni ekvivalent drugih troškova kredita (npr. naknada za obradu kredita, interkalarna kamata i sl.). APRC sadrži taj učinak i ona se treba smatrati pravom efektivnom kamatnom stopom koja je uvijek jednaka (ako nema drugih troškova) ili veća od oglašene kamatne stope.

U statistici HNB-a u dijelu izvještavanja o kamatnim stopama još uvijek nisu provedena metodološka usklađivanja sa statističkim standardima EU. To znači da statistika HNB-a ne omogućava razlikovanje dvaju metodoloških koncepata: NDER i APRC. Kamatne su stope u statistici HNB-a nominalne, a ne efektivne. Stoga usporedba s APRC ne bi bila korektna, jer bi za članice EU uključivala i druge troškove kredita, dok bi prikaz za Hrvatsku isključivao te komponente. U takvoj bi usporedbi kamatne stope u Hrvatskoj izgledale sličnije europskima no što je stvarno slučaj, jer bi kamatne stope za članice EU bile veće od oglašanih (ugovorenih) stopa. Zbog toga se usporedbe u ovoj analizi zasnivaju na NDER metodi.

Stoga čitatelj treba imati na umu da su ovdje prikazane usporedbe nominalnih, a ne efektivnih kamatnih stopa. Usporedba efektivnih kamatnih stopa bit će moguća kada HNB s trenutkom ulaska u EU počne izvještavati ECB prema usporedivoj europskoj metodologiji, ali i kada ECB proširi obuhvat izvještavanja prema APRC metodi. Naime, obuhvat izvještavanja ECB-a prema APRC metodi daleko je uži nego prema NDER metodi, zbog čega nije moguće prikazati detaljne usporedbe poput ovih prikazanih u analizi. Na primjer, kod stambenih kredita ne postoji podjela APRC prema ročnosti, a razlike kamatnih stopa zbog razlika u ročnosti kredita često predstavljaju puno važniju odrednicu razlika kamatnih stopa od drugih troškova kredita. U ovom trenutku nije moguće predvidjeti kakav će biti učinak metodologije na brojke. Učinak će se vjerojatno razlikovati od zemlje do zemlje i od jedne do druge vrste kredita, ovisno o tome jesu li drugi troškovi kredita veći ili manji u Hrvatskoj u usporedbi s članicom EU s kojom se uspoređujemo.

Od 2010. godine u statistiku ECB-a postupno se počinje uvoditi razlika između kamatnih stopa na osigurane i ukupne (osigurane i neosigurane) kredite. Članice EU sporadično izvještavaju o kamatnim stopama na osigurane kredite. Preliminarnim uvidom u razlike prosječnih kamatnih stopa na dvije vrste kredita može se utvrditi da između kamata uglavnom ne postoje velike razlike. Usporedba po ovoj osnovi moći će se napraviti tek nakon potpuna usklađivanja statistike HNB-a sa statistikom ECB-a.

Kod kamatnih stopa na depozite usporedbe su jednostavnije. Kamatne stope su konstruirane prema NDER metodi, što je posve precizno s obzirom da uz depozite u

pravilu nisu vezani ni troškovi ni bonusi za štediše povrh onoga što je već reflektirano u ugovorenoj kamatnoj stopi. Za usporedbu se koriste kamatne stope na kratkoročne depozite do godinu dana (što odgovara ročnoj klasifikaciji u statistici HNB-a), dok se za dugoročne depozite koriste oni s dospijanjem jedne do dvije godine. Pretpostavlja se da je to uobičajena ročnost dugoročnih depozita u Hrvatskoj. Radi valutne usporedivosti koriste se samo podatci o kamatnim stopama na depozite u eurima. Pri izračunu minimuma i maksimuma za Eurozonu ne uzimaju se u obzir podatci za Irsku jer tamošnja statistika ne izvještava ECB prema ročnoj strukturi kao druge zemlje, dok u statistici za Italiju nedostaju podatci o kamatnim stopama na kratkoročne depozite poduzeća. Sve se kamatne stope važu iznosima novougovorenih depozita tijekom izvještajnog mjeseca, kao i u statistici HNB-a.