

Broj 76

travanj 2023.

Kamatni prijenos nakon najvećeg rasta kamatnih stopa u povijesti europodručja

*Seriju HUB Analize izrađuje Arhivanalitika. Stavovi izneseni u radu ne predstavljaju službene stavove HUB-a
odnosno banaka članica.*

Sažetak

Potkraj 2022. veliku su pažnju izazvali podaci o tome da u Hrvatskoj ne bilježimo samo sporiji rast prosječnih kamatnih stopa nego u većemu dijelu europodručja, već se kamatne stope na neke vrste depozita i kredita nalaze pri dnu ili na samome dnu poretka zemalja članica. Navikli smo da se uspjehom smatra kretanje kamatnih stopa sredinom intervala koji je omeđen podacima za zemlje članice europodručja s najvećim i najmanjim kamatnim stopama. Pojava veoma niskih kamatnih stopa u usporedbi s razvijenim zemljama članicama novijega je datuma što poziva na detaljan prikaz i objašnjenje.

Pojava izrazito niskih kamatnih stopa u usporedbi s razvijenijim državama privlači pozornost s obzirom na to da je članstvo Hrvatske u europodručju započelo u uvjetima zaoštavanja monetarne politike i najvećeg rasta referentnih kamatnih stopa u povijesti europodručja od 1999. Unatoč tome, veći dio 2022. i početak 2023. godine je razdoblje u kojemu je kamatni prijenos u Hrvatskoj bio među najsporijima u europodručju. Samim time, bio je među najsporijima u EU budući da nove države članice na istoku EU koje su zadržale vlastite valute bilježe puno veću razinu i kolebanja kamatnih stopa.

Analiza prikazuje brzinu kamatnog prijenosa u sedam tržišnih segmenata od kojih se tri odnose na depozite i kredite poduzeća, a četiri na depozite i kredite stanovništva. Kamatni prijenos je definiran kao omjer promjene prosječnih kamatnih stopa u odnosu na promjenu referentne kamatne stope tržišta novca (euribor). Analizirane su odrednice brzine kamatnog prijenosa kao što su stupanj gospodarskog razvitka, likvidnost bankarskog sustava, te njegove strukturne karakteristike poput profitabilnosti i koncentracije. Analiza pronalazi da su likvidnost i izdašnost depozitne osnovice, koje su dijelom strukturno uvjetovane, a dijelom povezane sa sretnim odabirom trenutka pristupanja europodručju, odredile nisku brzinu kamatnog prijenosa u Hrvatskoj u proteklom razdoblju. Utjecaj strukturnih čimbenika ne može se isključiti pri prijenosu na stranu kredita, osobito kod kredita stanovništvu čiji je kamatni prijenos prigušen troškovnom efikasnošću i konkurencijom banaka.

Uvod

Kamatna stopa Europske središnje banke (ESB) na prekononočne depozite povećana je s -0,5% na 3,0% od srpnja 2022. do ožujka 2023. Kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja (eng. main refinancing operations, MRO) rasla je s 0,0% na 3,5% u istom razdoblju. Bilo je to najbrže povećanje kamatnih stopa u povijesti europodručja.

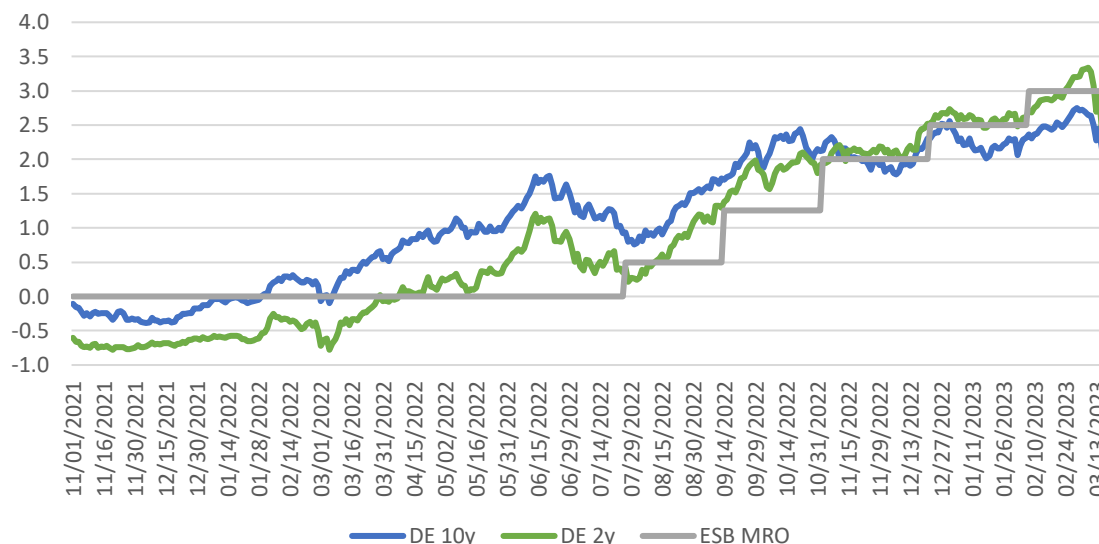
Kamatne stope tržišta novca (euribor) su trenutačno i približno proporcionalno reagirale na promjenu monetarne politike. Međutim, kamatne stope na dužničke financijske instrumente i na depozite i kredite kod banaka reagirale su različito. Pojavile su se različite vremenske staze i intenziteti reakcija kamatnih stopa u različitim zemljama i na različitim tržištima.

Neke kamatne stope počele su rasti prije kamatnih stopa ESB-a. Prinos dvogodišnje njemačke državne obveznice krenuo je put povećanja već u studenome 2021. Značajan dio prilagodbe (od -0,8% do 0,7%) – koji objašnjavamo anticipacijskim učinkom obustave hitnog pandemijskog programa otkupa obveznica (PEPP) koji je uistinu i obustavljen u ožujku 2022. - bio je dovoljan da izazove početni rast obvezničkih prinosa potkraj 2021., tj. 7-8 mjeseci prije početka podizanja kamatnih stopa ESB-a..

Obveznice s duljim rokovima dospijeća u početku su slično reagirale: rast je bio buran. Međutim reakcije su oslabile nakon ulaska u razdoblje povećanja kamatnih stopa ESB-a od srpnja 2022. To je dovelo do inverzije krivulje prinosa (većih kratkoročnih nego dugoročnih prinosa). Slika 1 pokazuje da je taj trenutak nastupio u studenom 2022. kada je kamatna stopa ESB-a na glavne operacije refinanciranja povećana na 2%, a 10-godišnji prinos na njemačku državnu obveznicu vratio se ispod razine od 2%.

Anomalija odnosa kamatnih stopa – inverzna krivulja prinosa - pojavila se u razdoblju brzog rasta kamatnih stopa središnje banke

Slika 1. Kamatne stope na kratkoročne i dugoročne njemačke državne obveznice i kamatna stopa Europske središnje banke



Izvor: investing.com; Europska središnja banka

Tržišta državnih obveznica čiji su prinosi referentni iznimno su likvidna, konkurentna i točna u razotkrivanju informacija. Na njima sudjeluju financijski profesionalci koji su vješti u prikupljanju i obradi ekonomskih podataka. Zbog toga se kamatne anomalije poput inverzne krivulje prinosa tumače kao signali racionalnih očekivanja koja se mijenjaju u razdobljima burnih promjena monetarne politike. Negativna razlika između dugoročnih i kratkoročnih prinosa tumači se kao očekivanje niže inflacije i kamatnih stopa u dugom nego u kratkom roku. Pretpostavlja se da je takvo očekivanje odnosno predviđanje točno.

Kada je riječ o drugim vrstama financijskih ugovora kao što su bankarski depoziti i krediti, anomalije kamatnih stopa javljaju se češće. Ljudi koji sudjeluju na tim tržištima sporije reagiraju. Transakcijski troškovi sklapanja i razvrgavanja financijskih ugovora veći su po jedinici vrijednosti nego na obvezničkim tržištima. Sudionici koji nisu profesionalci teže upravljaju rizicima što je i za profesionalce ponekad pretežak zadatak. Stoga pojave rizika ponekad izazovu zbjegove sredstava u takozvane sigurne luke među kojima je najsigurniji novac – sredstva na tekućim i transakcijskim računima, te gotovina. Sredstva na transakcijskim računima osobito su siguran zaklon od rizika ako su iznosi niži od zajamčenih osiguranjem depozita.

Različita obilježja ugovora i sudionika na financijskim tržištima depozita i kredita objašnjavaju učestalost neobičnih financijskih pojava kao što je bio slučaj s držanjem iznimno velikih iznosa sredstava na transakcijskim računima kod banaka u uvjetima gotovo nultih kamatnih stopa na depozite u razdoblju kada je visoka inflacija brzo umanjivala njihovu vrijednost.

Ograničena seljivost depozita - odnosno njihova ograničena elastičnost na promjene kamatnih stopa - objašnjava sporiju reakciju kamatnih stopa na depozite u usporedbi s ranije opisanom reakcijom obvezničkih prinosa. Ograničena pokretljivost depozita objašnjava i različite brzine reakcija kamatnih stopa u različitim zemljama. Ako uz to promotrimo i kreditnu stranu – kretanje kamatnih stopa na kredite – povećava se broj i složenost faktora koji objašnjavaju brzinu reakcija kamatnih stopa. Pored elastičnosti potražnje za kreditima, na promjene kamatnih stopa utječu i gospodarski ciklus (gospodarski rast), dostupnost ponude kredita s fiksnim kamatnim stopama (što zavisi o pristupačnosti instrumenata zaštite od kamatnog rizika – kamatnih swapova), dostignuti stupanj kapitalne i likvidnosne adekvatnosti banaka, kvaliteta (naplativost) kredita, te kamatna marža odnosno čimbenici koji utječu na zarade kreditnih posrednika, što je povezano sa snagom konkurencije.

Imajući u vidu složenost ovih utjecaja, logično je očekivati značajne vremenske pomake reakcija kamatnih stopa među zemljama, ali i različite reakcije kamatnih stopa ovisno o vrstama kredita i depozita. Zbog toga je prijenos učinaka monetarne politike odnosno kamatnih impulsa s tržišta novca na tržišta depozita i kredita iznimno složen, te ni izbliza brz i linearan kao što je slučaj s kamatnim stopama tržišta novca koje trenutačno reagiraju na promjene monetarne politike.

Slika 2 za primjer prikazuje promjenu kamatnih stopa na stambene kredite s rokom dospijea dužim od 10 godina u razdoblju od studenog 2021. do veljače 2023. u europodručju. Varijacija promjena među državama članicama toliko je velika, da nema smisla govoriti o europskome prosjeku - nije statistički reprezentativan. Raspon povećanja kamatnih stopa u ne tako kratkom razdoblju od 15 mjeseci kreće se od 0,25 u Hrvatskoj do čak oko 3 boda u Estoniji.

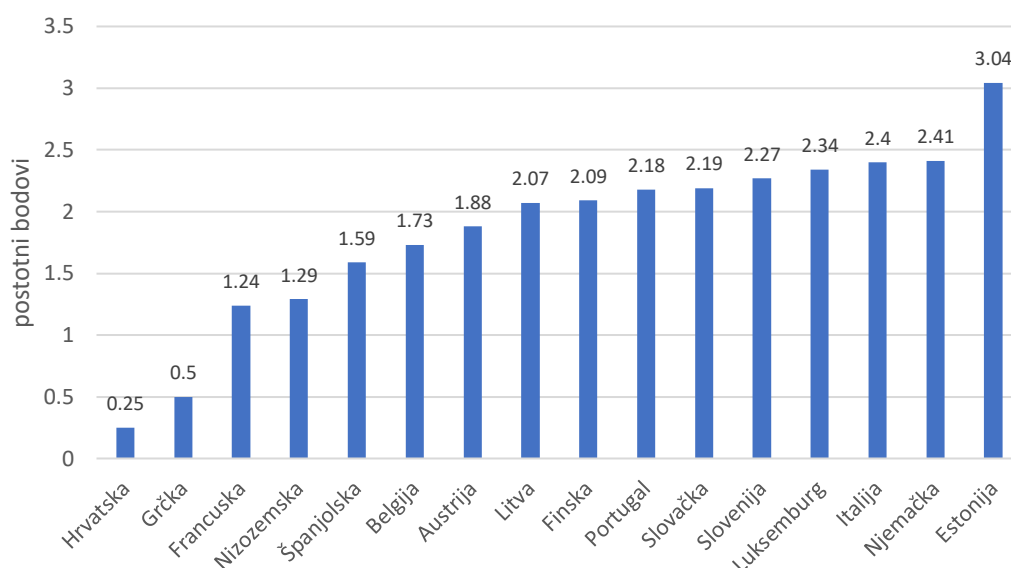
Tržišta depozita i kredita različito reagiraju na velike promjene referentnih stopa u usporedbi s obvezničkim tržištima, jer na kamatne stope na depozite i kredite djeluju brojni strukturni čimbenici koji izazivaju rigidnost i razlike, kako među zemljama, tako i među vrstama financijskih ugovora.

Moglo bi se spekulirati o tome da stupanj razvoja ima utjecaj na brzinu kamatnoga prijenosa. Međutim, razlike su veoma velike i među zemljama koje se nalaze na sličnom stupnju razvitka. Na primjer, među najrazvijenijim državama članicama rast je iznosio od oko 1,2 boda u Francuskoj do 2,4 u Njemačkoj.

Učinak eura, odnosno povećane likvidnosti koja je povezana s prijelazom Hrvatske na euro, nije jednostavno raspoznati na slici budući da prvo treba izolirati druge ranije spomenute utjecaje poput stadija poslovnog ciklusa, karakteristika bankovnog sustava (čimbenici na strani ponude) i ponašanja potražnje za depozitima i kreditima (elastičnost potražnje na promjene kamatnih stopa). Poseban učinak hrvatskog pristupanja europodručju može se izdvojiti tek nakon što se identificiraju strukturni čimbenici brzine kamatnoga prijenosa.

Hrvatska ima najmanji rast kamatnih stopa na stambene kredite otkad je započeo ciklus zaoštavanja monetarne politike u europodručju

Slika 2. Porast prosječne kamatne stope na novoodobrene stambene kredite s rokom dospijeca iznad 10 godina od studenog 2021. do veljače 2023. u europodručju*



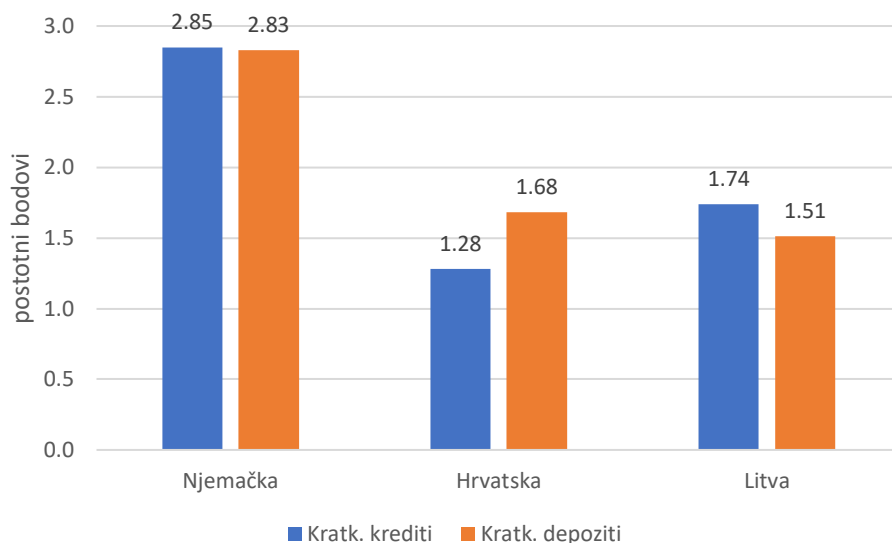
*U bazi podataka ESB-a nema podataka za Cipar, Latviju i Maltu.
Izvor: ESB Datawarehouse

Brzina kamatnog prijenosa definira se kao odnos povećanja prosječne kamatne stope na depozite ili kredite u odnosu na povećanje kamatne stope tržišta novca (3-mjesečni euribor). Na primjer, parametar brzine kamatnog prijenosa koji izvodimo iz gornje slike za Hrvatsku iznosi 0,08: povećanje kamatne stope za 0,25 postotnih bodova dijeli se povećanjem euribora koje je u istom razdoblju iznosilo 3,22 postotna boda ($0,08 = 0,25/3,22$). Parametar za Njemačku iznosi 0,75 ($=2,41/3,22$), što znači da je 75% povećanja kamatne stope tržišta novca preneseno na povećanje prosječne kamatne stope na stambene kredite.

Kao što se u kretanju kamatnih stopa za istu vrstu kredita mogu raspoznati velike razlike među državama, razlike isto tako postoje i unutar država za različite vrste depozita i kredita. Prvi oblik varijacija promjena kamatnih stopa na kredite i depozite – varijacije među državama - objašnjava se specifičnim nacionalnim čimbenicima koji podjednako utječu na sve vrste

kamatnih stopa, na primjer likvidnošću bankovnog sustava. Drugi dio varijacija promjena kamatnih stopa – među različitim vrstama kredita i depozita unutar država – odnosi se na posebne karakteristike tržišta pojedinih kreditnih proizvoda i segmenata dužnika. Te karakteristike ne moraju imati izravne veze s općim nacionalnim obilježjima. Slika 3 za primjer takvih razlika prikazuje usporedbu promjena kamatnih stopa na kratkoročne depozite i kredite sektora poduzeća u Hrvatskoj, Litvi i Njemačkoj.

Slika 3. Porast prosječne kamatne stope na novoodobrene kratkoročne kredite i depozite poduzeća od studenog 2021. do veljače 2023. u Njemačkoj, Hrvatskoj i Litvi



Izvor: ESB Datawarehouse

Najmanji porast kratkoročnih kamatnih stopa na kredite poduzeća na slici dogodio se u Hrvatskoj. To se jednim dijelom može zahvaliti slabom učinku kamatnog prijenosa na tržište depozita, što se vidi iz usporedbe s Njemačkom. Njemačka je imala veoma brz i snažan kamatni prijenos na tržištu depozita (više od 1 boda snažniji prijenos nego u Hrvatskoj), a učinak se razmjerno prenio i na tržište kratkoročnih kredita: razlika kamatnih stopa nije se značajno promijenila. Nasuprot tome, u Litvi je postojao srednje snažan prijenos na tržište kratkoročnih depozita za poduzeća, približno kao u Hrvatskoj, no prijenos je bio snažniji na strani kredita (povećanje prosječne kamatne stope za 1,74 postotna boda naspram 1,28 u Hrvatskoj). Litva je jedina od tri promatrane zemlje u kojoj je nominalna razlika aktivnih i pasivnih kratkoročnih kamatnih stopa u prošloj godini značajno povećana, što objašnjavamo specifičnim čimbenicima koji djeluju na tržištu u Litvi. Hrvatska je pak imala snažniji prijenos od Litve na depozitnoj strani, ali se taj učinak nije u punoj mjeri prenio na stranu kredita, te je prosječna kamatna stopa na kratkoročne kredite poduzećima u Hrvatskoj povećana manje od prosječne kamatne stope na kratkoročne depozite poduzeća, što se također treba objasniti specifičnim čimbenicima koji djeluju na tržištu u Hrvatskoj.

Kamatni prijenos na kratkoročne kamatne stope za depozite i kredite poduzećima u Hrvatskoj je bio slab, dok je u Njemačkoj bio veoma snažan.

Poruka gornje slike je da opća tržišna obilježja koja objašnjavaju razlike u kamatnom prijenosu na strani depozitnih stopa objašnjavaju veliki dio razlika među državama na strani aktivnih

kamatnih stopa, ali ne sve: dio razlika u promjenama prosječnih kamatnih stopa na kredite ne može se objasniti ulaznim troškovima financiranja banaka. Stoga treba tražiti druga objašnjenja koja su specifična za pojedine segmente tržišta kredita.

Cilj ove analize je prikazati razlike u brzinama kamatnog prijenosa u državama članicama europodručja među koje se od početka ove godine ubraja i Hrvatska. Ovo je prva HUB Analiza nakon ulaska Hrvatske u europodručje. Referentni okvir za usporedbu je promijenjen. Hrvatsku se do jučer uspoređivalo s Mađarskom, Poljskom i drugim novim državama članicama, no Hrvatska je nepovratno napustila skupinu država istočne Europe koje zadržavaju vlastite valute, imaju tečajevе koji donekle fluktuiraju, te bilježe znatno veće razine i varijacije kamatnih stopa od zemalja članica europodručja. Bugarska je iznimka u toj skupini država jer ima valutni odbor – tečaj valute koji je vjerodostojno vezan uz euro. No, zbog jedne zemlje se ne mijenja referentni okvir. Od sada je europodručje referentan analitički okvir za Hrvatsku. Ova analiza pokazuje da Hrvatska, donekle neočekivano, u tom referentnom okviru uopće ne prolazi loše.

Usporedbe prijenosa kamatnih stopa napravljene su za sedam tržišnih segmenata: četiri su na strani kredita (stambeni krediti, potrošački krediti stanovništvu, te kratkoročni i dugoročni krediti poduzećima), a tri su na strani depozita (kratkoročni i dugoročni depoziti stanovništva te kratkoročni depoziti poduzeća).¹

Analizom su obuhvaćene države članice europodručja čiji se podaci o prosječnim kamatnim stopama na novoodobrene kredite i depozite mogu pronaći u *Datawarehouseu* ESB-a. Metodološki opis podataka i sami podaci sadržani su u Dodatku na kraju analize. Analizom nisu obuhvaćeni svi tržišni segmenti u svim državama, jer u nekim segmentima i državama postoje predugačka razdoblja nedostajućih podataka što interpolaciju podataka koji nedostaju čini nepouzdanom.

Podaci o kamatnim stopama su mjesečni. Promatrane su promjene u odnosu na lipanj 2022., dakle od srpnja kada je započeo ciklus povećanja kamatnih stopa ESB-a. Međutim, kako se na mnogim financijskim tržištima učinak anticipacije rasta kamatnih stopa i monetarnog zaoštavanja pojavio i ranije, promatrano je dulje vremensko razdoblje u odnosu na studeni 2021.: promatrane su promjene od prosinca 2021., od kada se na financijskim tržištima počeo osjećati učinak anticipacije promjene monetarne politike.

Analizom smo željeli ispitati razlike između zemalja i tržišnih segmenata u brzini kamatnoga prijenosa kako bismo ustanovili je li najnoviji kamatni šok promijenio brzinu prijenosa. Analizirali smo i kako se razlike mogu objasniti strukturnim karakteristikama bankarskih sustava pojedinih država kao što su troškovi (efikasnost banaka), profitabilnost, likvidnost i koncentracija, kao i širim karakteristikama pojedinih zemalja kao što je dostignuti stupanj gospodarskog razvitka (BDP po stanovniku). U tom okviru bilo je moguće utvrditi je li priprema Hrvatske za pristupanje europodručju u toku 2022. smanjila brzinu kamatnoga prijenosa. Generalni zaključak glasi da je povećana likvidnost povezana s pristupanjem europodručju zaštitila hrvatsko tržište depozita i kredita od kamatnoga šoka u

Kamatni prijenos u Hrvatskoj je veoma spor što je kratkoročno dobra vijest, no slab prijenos impulsa monetarne politike na financijske uvjete može stvoriti probleme u dugom roku

¹ Kamatne stope na dugoročne depozite poduzeća nisu razmatrane jer su takvi ugovori rijetki i prosječne kamatne stope mogu bilježiti iregularne varijacije, a podaci za mnoge zemlje nedostaju.

prethodnom razdoblju rasta kamatnih stopa u toku 2022. godine, tj. do veljače 2023. koja predstavlja kraj vremenskog horizonta ove analize.

Prvi dio sadrži opis podataka – deskriptivnu statistiku. Rezultati analize odrednica brzine prijenosa prikazani su u drugom dijelu. U trećem dijelu su izvedeni zaključci. Najvažniji zaključak glasi da se Hrvatska nalazi u relativno maloj skupini država sa sporim kamatnim prijenosom. To se ne može tumačiti samo kao dobra vijest. Dobra vijest jest da je zasad izbjegnuta snažan kamatni udar, što je u kratkom roku dobro za gospodarsku aktivnost. Međutim, u budućnosti prijenos neće nestati nego će se nastaviti, što može dovesti do odgođenih učinaka. Također treba imati u vidu da slab kamatni prijenos ujedno znači slab odziv financijskih uvjeta kreditiranja na promjene monetarne politike, što povećava vjerojatnost nakupljanja makroekonomskih neravnoteža. One se mogu manifestirati u srednjem roku ako druge vrste ekonomskih politika (prvenstveno fiskalna politika) ne poduzmu kompenzacijske mjere.²

1. Opis podataka – deskriptivna statistika

Prosječne kamatne stope ne promatramo izravno, nego kroz izračunate parametre kamatnoga prijenosa. Kao što je u uvodu objašnjeno, parametar kamatnoga prijenosa mjeri odnos promjene tržišnih kamatnih stopa u pojedinim segmentima tržišta depozita i kredita u odnosu na promjenu kamatne stope tržišta novca (3-mjesečni euribor) u istom razdoblju. Parametar jednak 1 znači da je tržišna kamatna stopa rasla jednakim tempom kao euribor (savršeni kamatni prijenos), a parametar ispod 1 znači nepotpun prijenos. U kraćim razdobljima mogući su i parametri veći od 1. Parametri kamatnog prijenosa za promatrane segmente tržišta depozita i kredita prikazani su u statističkom dodatku na kraju analize. Čitatelj će u dodatku pronaći i metodološki opis podataka.

Kamatne stope na kredite i depozite poduzeća

Kamatni prijenos za kratkoročne kredite poduzećima općenito je snažan. Medijalni parametar kamatnog prijenosa u europodručju iznosi 0,73 za dulje razdoblje od studenog 2021. do veljače 2023. Hrvatska s vrijednošću parametra 0,40 ima drugi najslabiji kamatni prijenos iza Malte. Najjači prijenos bilježimo u Nizozemskoj, Portugalu, Finskoj i Njemačkoj.

Kamatni je prijenos još snažniji za dugoročne kredite poduzećima. Medijalni parametar za europodručje iznosi 0,81. Hrvatska ima treći najsporiji kamatni prijenos iza Irske i Slovačke, s parametrom 0,51. Zanimljivo je da se pojavljuju države članice s parametrom kamatnog prijenosa iznad 1 (Nizozemska, Španjolska, Latvija, Italija i Estonija).³

Kamatni prijenos za kratkoročne depozite poduzeća slabiji je od prijenosa za kredite. Medijan za kratkoročne kredite iznosi 0,63, a Hrvatska ima vrijednost parametra od 0,52 i po tome je sedma odozdo te se u ovom tržišnom segmentu smješta bliže sredini poretka u europodručju.

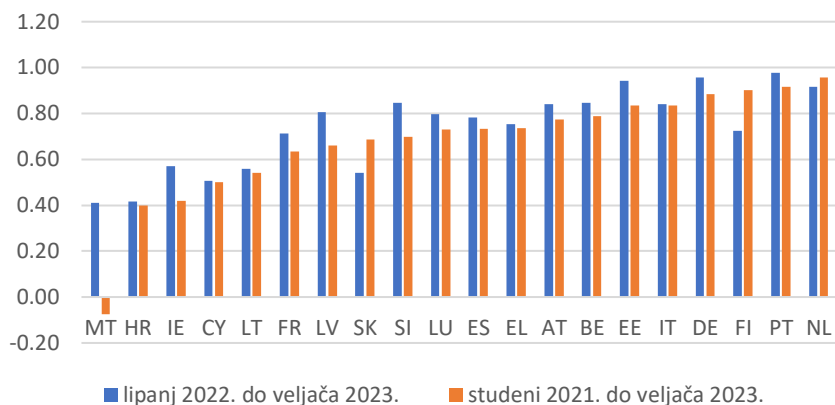
Kamatni prijenos u Hrvatskoj je brži na strani depozita nego na strani kredita kada je riječ o segmentu poslovanja s poduzećima

² Više o tom specifičnom mehanizmu nakupljanja makroekonomskih neravnoteža objašnjeno je u [HUB Analizi br. 75 \(studenj 2022.\)](#).

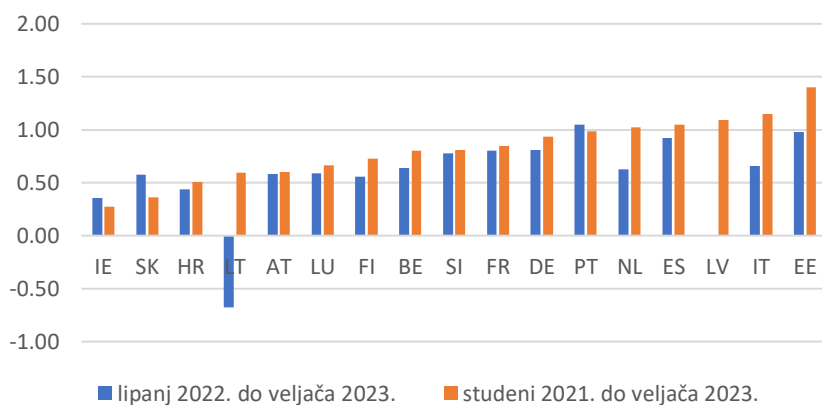
³ Nedostaju podaci za Cipar, Grčku i Maltu.

Snažniji kamatni prijenos na strani kratkoročnih depozita nego kredita u skladu je s prikazom na Slici 3 koji je pokazao da se razlika aktivne i pasivne kamatne stope u ovom tržišnom segmentu smanjila otkad je započeo osjetan rast kamatnih stopa.

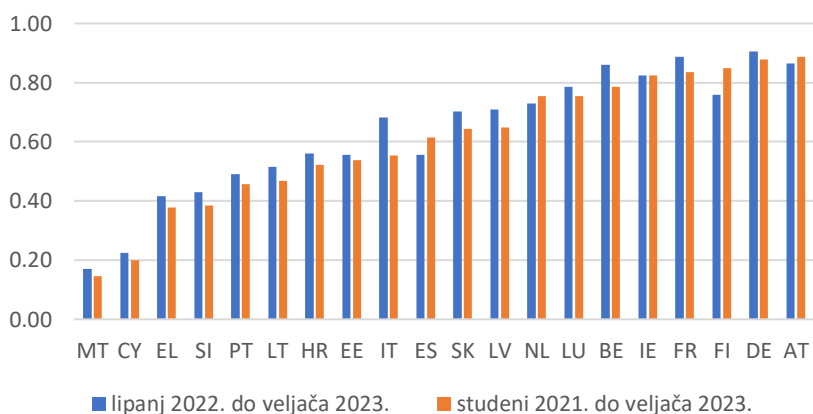
Slika 4. Kamatni prijenos za kratkoročne kredite poduzećima



Slika 5. Kamatni prijenos za dugoročne kredite poduzećima



Slika 6. Kamatni prijenos za kratkoročne depozite poduzeća

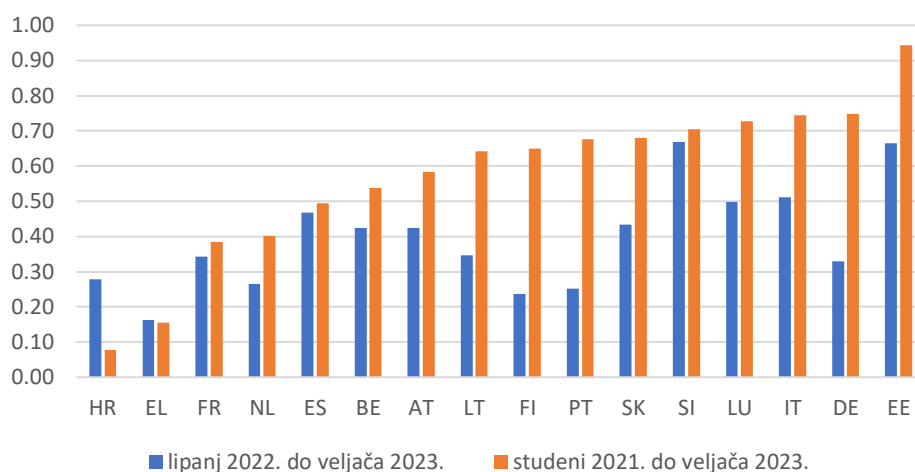


Kamatne stope na kredite i depozite stanovništva

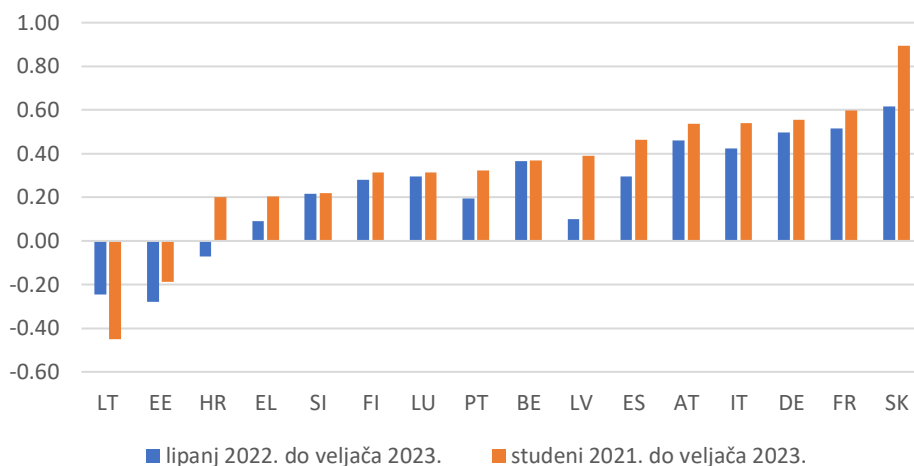
Hrvatska ima najsporiji kamatni prijenos (0,08) za stambene kredite ako se gleda dulje razdoblje od studenog 2021. Najbrži prijenos imaju Italija, Njemačka i Estonija. Medijalni prijenos iznosi 0,65. Međutim, razdoblje pada kamatnih stopa u Hrvatskoj je trajalo nešto duže. Stoga, ako se gleda kraće razdoblje od lipnja, kamatni prijenos u Hrvatskoj iznosi 0,28 i veći je nego u Finskoj, Portugalu, Nizozemskoj i Grčkoj. Kamatni prijenos u Hrvatskoj je treći najsporiji kod potrošačkih kredita (0,20). Najbrži prijenos je u Njemačkoj, Francuskoj i Slovačkoj, najsporiji u Litvi i Estoniji. Medijalni prijenos je sporiji kod potrošačkih kredita (0,35).

Kamatni prijenos u Hrvatskoj je brži na strani kratkoročnih depozita nego na strani kredita kada je riječ o segmentu poslovanja s građanima, no prijenos je veoma spor za dugoročne depozite

Slika 7. Kamatni prijenos za dugoročne stambene kredite⁴



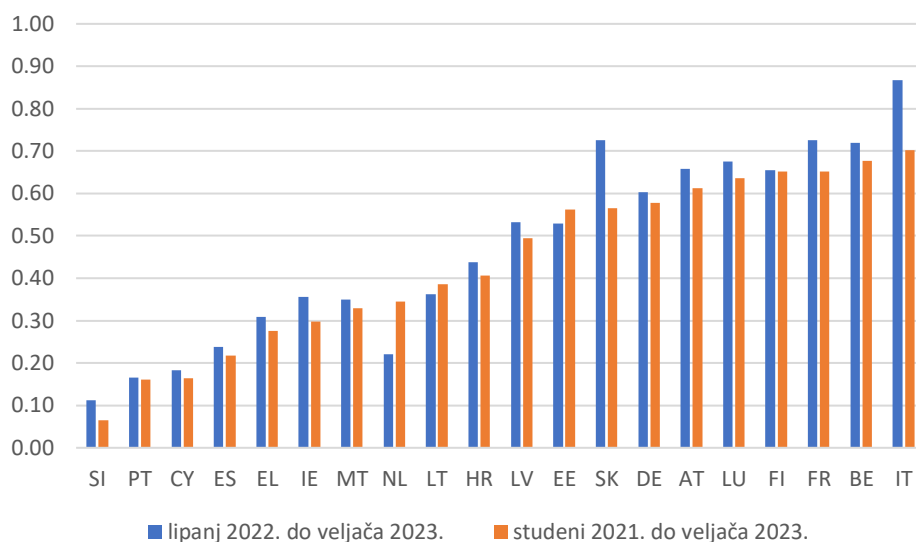
Slika 8. Kamatni prijenos za potrošačke kredite



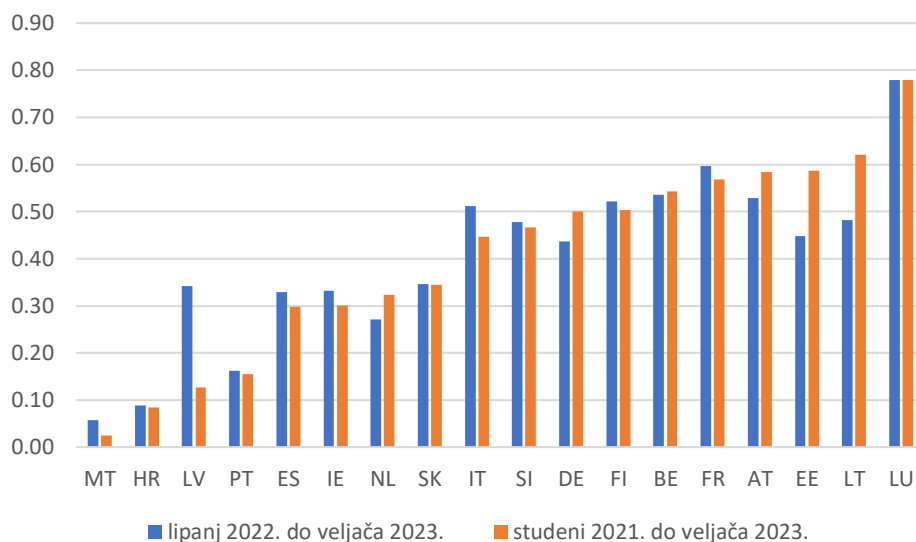
⁴ Nedostaju podaci za Cipar, Irsku, Latviju i Maltu.

Medijalni prijenos za kratkoročne depozite stanovništva iznosi 0,45. Hrvatska se s parametrom prijenosa 0,41 smješta vrlo blizu medijana. Najsporiji prijenos je u Sloveniji, a najbrži u Italiji. Medijalni prijenos za dugoročne depozite sličan je kao za kratkoročne depozite (0,46), a Hrvatska ima drugi najsporiji prijenos (0,08). Općenito, Hrvatska ima jedan od najsporijih kamatnih prijenosa u europodručju u svim promatranim tržišnim segmentima.

Slika 9. Kamatni prijenos za kratkoročne depozite stanovništva



Slika 10. Kamatni prijenos za dugoročne depozite stanovništva⁵



⁵ Nedostaju podaci za Cipar i Grčku

2. Rezultati analize razlika u brzini kamatnog prijenosa

Ekonomska literatura nudi pregršt hipoteza i empirijskih testova brzine kamatnoga prijenosa. Iako je većina istraživanja provedena na podacima prije zadnjeg kamatnog šoka, analize su i ranije pokazivale velike razlike u brzinama prijenosa među zemljama i pojedinim tržišnim segmentima. U dosad najširoj studiji koja je obuhvatila 70 država, Gigienšvili (2011) je pronašao da razina razvoja i inflacija ubrzavaju kamatni prijenos, kolebanja na financijskim tržištima usporavaju, a pozitivan je učinak zabilježen za tržišne koncentracije (tržišna moć) i kvalitetu kredita. Visoka likvidnost pak usporava prijenos.⁶ To je iskustveno i teorijski očekivan rezultat, no utjecaj kvalitete kredita na brzinu prijenosa (niži NPL omjer ubrzava prijenos) nije posve intuitivan rezultat. U nastavku analize vratit ćemo se komentaru te pojave.

Visoka likvidnost, slabija kvaliteta kredita i snaga konkurencije usporavaju kamatni prijenos

Siakoulis i dr. (2018) su analizom kamatnog prijenosa u europodručju potvrdili da financijski stres usporava prijenos na kamatne stope za poduzeća.⁷ Schlueter i dr. (2012) su na primjeru Njemačke pokazali utjecaj operativne (troškovne) efikasnosti koja je povezana s tržišnom moći i snagom konkurencije. To je i teorijski očekivan rezultat: efikasni i konkurentni bankovni sustavi imaju sposobnost apsorpcije dijela vanjskog kamatnog šoka, tako da se cjelokupna snaga šoka ne prenosi na dužnike.⁸ Ozdemir i Altinoz (2012) pronašli su presudan utjecaj ove strukturne karakteristike na kamatni prijenos u zemljama u razvoju.⁹

Holton i Rodriguez d'Acari (2018) pristupile su problemu iz perspektive reakcija pojedinih banaka usredotočivši se na bilančne karakteristike za koje su očekivale utjecaj na brzinu odgovora na vanjske kamatne šokove.¹⁰ Autorice su potvrdile da loša kvaliteta aktive odnosno rizici usporavaju kamatni prijenos. Volk (2023) je na temelju sličnog pristupa došao do rezultata da izdašnost i stabilnost depozitne osnovice usporava kamatni prijenos.¹¹

Zašto većina studija pokazuje da loša aktiva (kreditni rizik) usporava kamatni prijenos? Odgovor leži u problemu negativne selekcije. Na tržištima koja su više opterećena rizicima, rast kamatnih stopa brzo povećava udjel loših dužnika u kreditnim portfeljima. Kreditori zbog toga preferiraju zaoštriti selekcijske kriterije u uvjetima rasta troškova financiranja što rezultira nižim odnosno sporije rastućim kamatnim stopama za manji broj dobrih dužnika koji zadovoljavaju strože kriterije kreditiranja. Rezultat je na prvi pogled paradoksalan: izgleda da solidnija poduzeća u razvijenijim zemljama brže plaćaju povećani kamatni trošak, kao da su žrtve vlastita uspjeha. Međutim, poanta negativne selekcije je u tome da rizičniji dužnici na nižem stupnju razvitka imaju teži pristup kreditima, što se dodatno zaoštrava u razdobljima rasta kamatnih stopa. Takvih dužnika u kreditnim portfeljima uopće nema, ili ih je veoma malo, što naročito dolazi do izražaja u razdobljima rasta kamatnih stopa.

Imamo li u vidu činjenice da Hrvatska bilježi šesti najvći udjel neprihodujućih kredita u ukupnoj aktivi u europodručju (Slika 11) i da su uvjeti kreditiranja u proteklom razdoblju značajno

⁶ [Gigienšvili \(2011\).](#)

⁷ [Siakoulis, Petropoluos, Lazaris i Lialiouti \(2018\).](#)

⁸ [Schlueter, Busch, Hartmann-Wendels i Sievers \(2012\).](#)

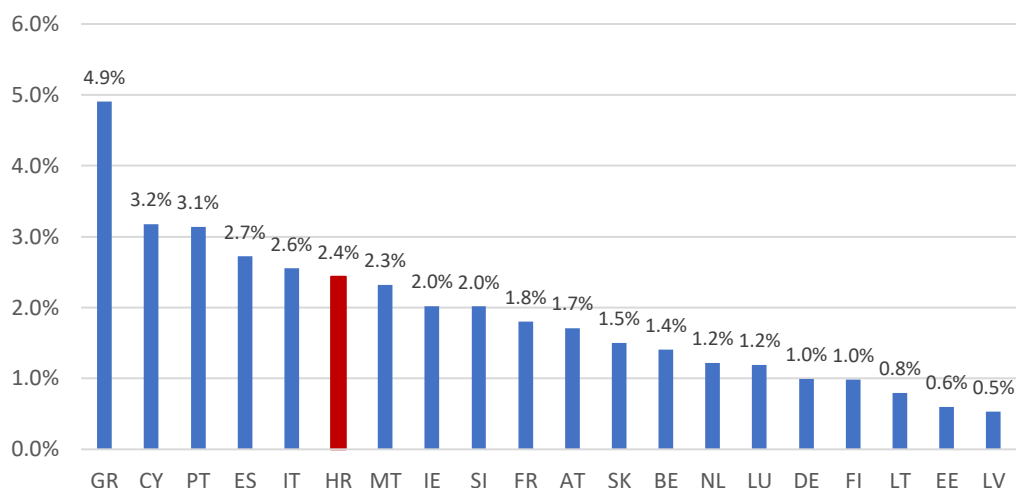
⁹ [Ozdemir i Altinoz \(2012\).](#)

¹⁰ [Holton i Rodriguez d'Acari \(2018\).](#)

¹¹ [Volk \(2023\).](#)

zaoštreni,¹² mogli bismo biti navedeni na zaključak da je komparativno slaba kvaliteta aktive u Hrvatskoj glavni razlog sporosti kamatnog prijenosa. U tu hipotezu se uklapa i činjenica da neke druge države članice sa sporim prijenosom (npr. Cipar) također imaju slabu kakvoću kredita (Slika 11). Međutim, na oprez s ovim zaključkom poziva činjenica da se među zemljama s prosječnom ili ispodprosječnom kakvoćom kredita nalaze i države članice s puno većom brzinom prijenosa, kao što su Francuska i Italija. Italija ima slabiju kvalitetu kredita od Hrvatske i znatno brži prosječni kamatni prijenos, tako da su druga objašnjenja sigurno na djelu.

Slika 11. Omjer neprihodujućih kredita i aktive (definicija EBA-e) krajem rujna 2022.



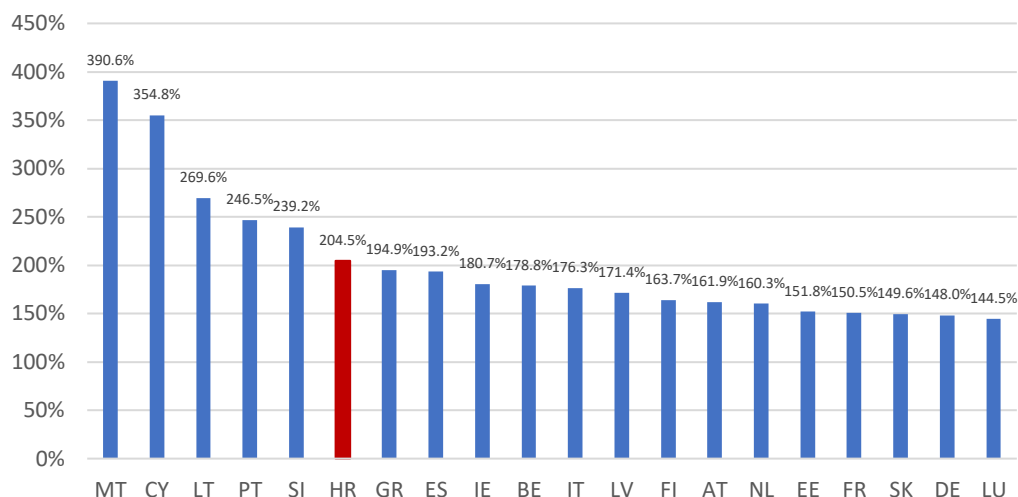
Izvor: EBA Risk Dashboard

Nasuprot kakvoći kredita, za koju je prethodna rasprava pokazala da ne pruža jednostavno tumačenje prikazanih razlika u brzini kamatnoga prijenosa, usporedba likvidnosti bankarskih sustava pokazuje se kao logično objašnjenje. Koeficijent likvidnosne pokrivenosti (LCR) u Hrvatskoj je šesti najveći u europodručju (Slika 12). Treba primijetiti da se i druge zemlje s niskim brzinama prijenosa (Cipar) nalaze u skupini s visokim LCR, dok se neke od zemalja s brzim prijenosima ističu nižim LCR (Luksemburg, Njemačka, Francuska, Austrija). Treba imati u vidu i to da se zadnje EBA-ine usporedbe LCR-a odnose na mjesec rujan 2022., dok se likvidnost uslijed zamjene kune eurom u Hrvatskoj izrazito popravila potkraj 2022. godine kada je LCR zabilježio povećanje na 242,4%, gotovo 40 postotnih bodova više nego za rujan 2022.

Likvidnost pruža
uvjerljivije objašnjenje
od NPL omjera

¹² [HNB: Anкета o kreditnoj aktivnosti banaka.](#)

Slika 12. LCR krajem rujna 2022.



Izvor: EBA Risk Dashboard

Razlikovanje utjecaja likvidnosti od utjecaja negativne selekcije (kakvoće kredita) važno je i zbog različitih utjecaja ovih čimbenika na različite kamatne stope. Naime, ako se spostat kamatnog prijenosa prvenstveno ogleda na strani kamatnih stopa na depozite, onda možemo sumnjati na snažan utjecaj likvidnosti. Ako bi utjecaj negativne selekcije bio dominantan, onda bismo uočili znatno brži prijenos na depozitnoj nego kreditnoj strani. Takvih naznaka ima u podacima (sjetite se Slike 3 za tri zemlje), i zbog toga ne možemo posve isključiti važnost utjecaja negativne selekcije. No, to objašnjenje nije dominantno; u Hrvatskoj je prijenos spor prvenstveno na strani depozita, a to znači da visoka likvidnost izolira bankovne sustave, među kojima je i hrvatski sustav, od sveprisutnih kamatnih šokova koji se nakon zaoštavanja monetarne politike prenose preko tržišta novca. Iako se spomenuti kamatni šokovi trenutačno prenose na tržište novca, likvidne banke ne zavise o tržištu novca nego o deponentima koji nastavljaju povjeravati novac stabilnim i likvidnim institucijama uz razmjerno niske kamatne stope. Prema tome nije bitan samo višak likvidnosti s kojim banke raspolažu, nego i struktura pasive u kojoj stabilna i izdašna depozitna osnovica štiti banke od oslanjanja na financiranje preko kolebljivog međubankarskog tržišta novca.

Iako će analiza u nastavku potvrditi ključnu ulogu likvidnosti i depozitne baze, što je isti rezultat koji je dobio i Volk (2023), problem negativne selekcije odnosno utjecaja NPL omjera ne smije se ispustiti iz šire slike. To ističe i glavni ekonomist i član Izvršnog odbora ESB-a Phillip R. Lane. Lane je u *Predavanju Dow* iz ožujka 2023.¹³ razmatrao kanal prijenosa učinaka monetarne politike preko banaka i pri tome podjednako naglasio zaoštavanje uvjeta kreditiranja i rast kamatnih stopa. Drugim riječima, zaoštavanje uvjeta kreditiranja smatra se dobrim supstitutom rasta kamatnih stopa ako rast kamatnih stopa nije prvo najbolje rješenje zbog prijetnje negativne selekcije dužnika. Impulsi monetarne politike prenose se i ako se zaoštavaju uvjeti financiranja, što se ne mora uvijek reflektirati u visokim koeficijentima kamatnoga prijenosa. Dovoljno je da je pristup kreditima otežan drugim kriterijima odobravanja kredita.

¹³ Lane (2023).

Ako se vratimo pitanju sporosti kamatnog prijenosa u Hrvatskoj, u obzir moramo uzeti i niz drugih mogućih objašnjenja koja su u skladu s opažanjem istovremeno sporog kamatnog prijenosa i zaoštavanja uvjeta kreditiranja. Prvo, stambeni krediti u Hrvatskoj snažno su subvencionirani. Pristup takvim kreditima osigurava se javnim natječajima državne agencije kojima banke pristupaju natječući se na temelju ponuđenih kamatnih stopa. Većina drugih država nema takve javne kreditne programe. Drugo, Hrvatska ima izravnu regulaciju kamatnih stopa na stambene kredite kakvu nemaju druge zemlje. Kamatna stopa na novoodobrene stambene kredite ograničena je odozgo na temelju prosjeka kamatnih stopa za ranije odobrene istovrsne kredite, što može dovesti do suspenzije tržišta u uvjetima rasta kamatnih stopa odnosno rasta troškova izvora financiranja banaka.¹⁴ Do sada nije došlo do nestašice kredita upravo zbog sporog kamatnog prijenosa na strani depozita. Treće, Hrvatska zahvaljujući izdašnosti EU sredstava i programa ima razmjerno velik udjel novih kredita poduzećima koji uključuju podjelu rizika na temelju javne intervencije (HBOR, HAMAG). Intervencija garancijama omogućuje smanjenje učešća premije rizika u kamatnoj stopi, što ublažava kamatni prijenos na strani kredita poduzećima.

Posebnosti na pojedinim tržištima (npr. regulacija i garancije) vjerojatno bolje objašnjavaju razlike u brzini prijenosa od negativne selekcije u Hrvatskoj

Imajući u vidu dodatna objašnjenja uvodna rasprava o mogućim čimbenicima brzine prijenosa sugerira da bi poboljšanje likvidnosti moglo biti puno važnije objašnjenje razlika u brzinama prijenosa među zemljama od drugih standardnih objašnjenja kao što su kakvoća kredita (negativna selekcija), dostignuti stupanj gospodarskog razvitka i strukturalna obilježja bankarskih sustava.

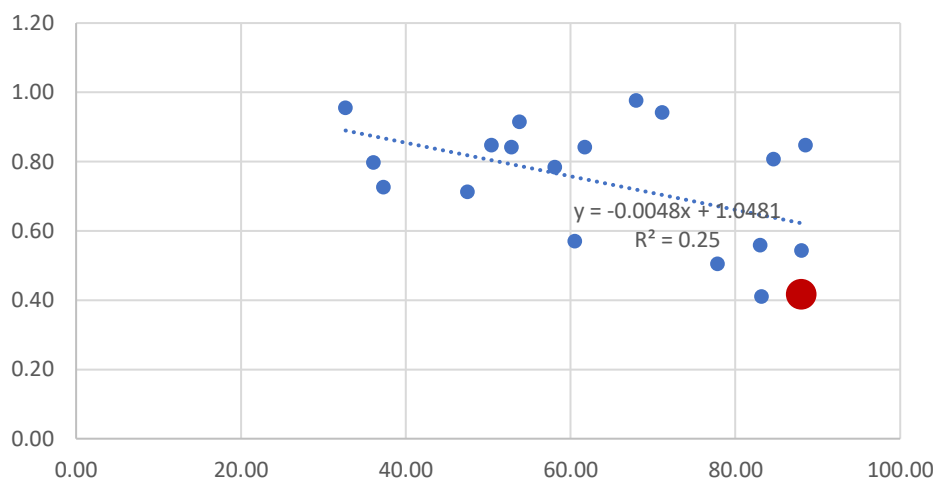
U potrazi za potvrdom ili opovrgnućem ove hipoteze u nastavku su prikazani dijagrami rasipanja gdje se na osi x nalazi jedno od mogućih objašnjenja brzine prijenosa, a na osi y sama brzina prijenosa, odnosno povećanje prosječnih kamatnih stopa. Svaka zemlja članica europodručja je jedna točka, a podatak za Hrvatsku prikazan je uvećanim crvenim krugom. Razmatrani su sljedeći kandidati za objašnjenja: (1) stupanj gospodarskog razvitka (BDP per capita), (2) udjel depozita u ukupnim izvorima financiranja banaka, (3) udjel casha u ukupnoj imovini banaka, (4) ROE, (5) *cost-income* omjer, (6) udjel neprihodujućih kredita (NPL omjer), te (7) indeks tržišne koncentracije mjeren Hirschman-Herfindahlovim indeksom (HHI). Kako prezentacija rezultata ne bi bila preopterećena s više od 40 grafikona, u nastavku je za svaku vrstu kredita odnosno depozita prikazan dijagram rasipanja za čimbenik s najvećim koeficijentom determinacije (R-kvadrat). Ostali rezultati su kratko komentirani.

¹⁴ Odredbe članka 11.b i 11.c Zakona o potrošačkom kreditiranju i članka 25. Zakona o stambenom potrošačkom kreditiranju odnose se na izračun maksimalne dopuštene kamatne stope na kredite. Maksimalna dopuštena kamatna stopa računa se na temelju podatka o prosječnoj kamatnoj stopi otprije 2 mjeseca i vrijedi za narednih 6 mjeseci. Na primjer, 1. siječnja se u Narodnim novinama objavljuje prosječna ponderirana kamatna stopa koja je izračunana za dan 31. listopada prethodne godine i vrijedi do sljedeće objave 1. srpnja. Podatak HNB-a koji se koristi za izračun regulirane (maksimalne) kamatne stope odnosi se na ponderirane (vagane) prosjeke na temelju stanja kredita koji se koriste kao ponderi. Prosječne kamatne stope na stanja kredita u izvještajnom mjesecu odražavaju dugoročni prosjek jer u izračun pondera ulaze svi krediti, bez obzira kada su odobreni. Krediti odobreni u dalekoj prošlosti manje utječu, jer je glavnica (stanje kredita u knjigama banke) u dobroj mjeri već otplaćena.

Kredit i depoziti poduzeća

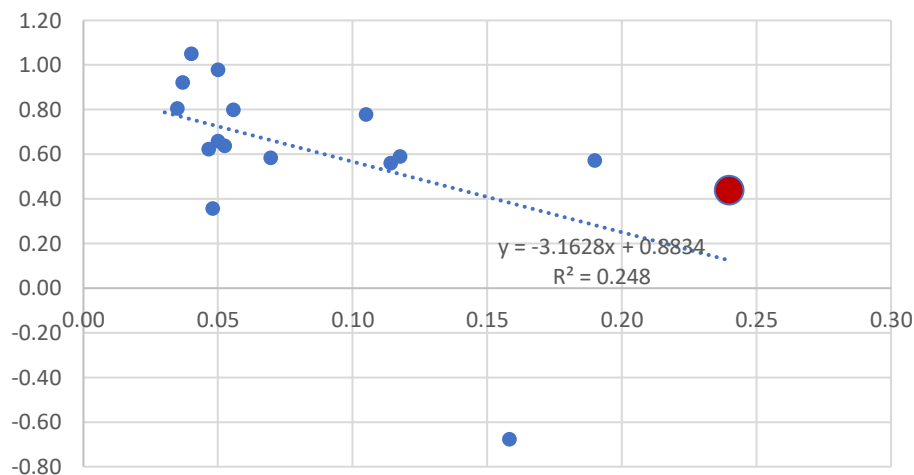
Udjel depozita u izvorima financiranja banaka ima najveću objašnjavajuću moć na dijagramu rasipanja koji opisuje kamatni prijenos za kratkoročne kredite poduzećima. Veći udjel depozita osigurava sporiji prijenos. Malo manju objašnjavajuću moć ima udjel casha u ukupnoj aktivni, a druga potencijalna objašnjenja generiraju R-kvadrat 0,16 ili niži, pri čemu većina teži nuli i upitnog je statističkog značaja. Slike se odnose na parametre prijenosa od lipnja 2022. Primijetite da je Hrvatska među tri zemlje s najvećim udjelom depozita na Slici 13.

Slika 13. Udjel depozita u ukupnim izvorima financiranja vs. brzina prijenosa na kamatne stope na kratkoročne kredite poduzećima

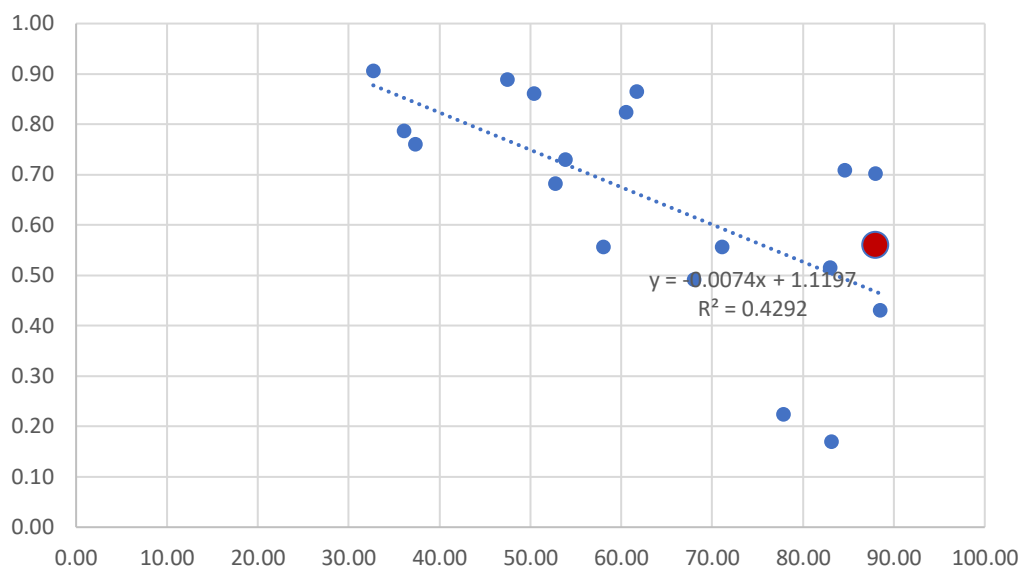


Udjel casha u ukupnoj imovini najbolje opisuje rasap koeficijentata prijenosa na dugoročne kredite poduzećima. Drugi R-kvadrati ne prelaze 0,12 i većina ih nije statistički značajno različita od nule. Hrvatske banke imaju najveći udjel likvidnih sredstava u europodručju.

Slika 14. Udjel casha u ukupnoj imovini vs. brzina prijenosa na kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima



Slika 15. Udjel depozita u ukupnim izvorima financiranja vs. brzina prijenosa na kamatne stope na kratkoročne depozite poduzeća



Udjel depozita u ukupnim izvorima financiranja najuže je koreliran s parametrima prijenosa za kratkoročne depozite poduzeća. Među drugim potencijalnim objašnjenjima ističe se NPL omjer s R-kvadratom 0,29.

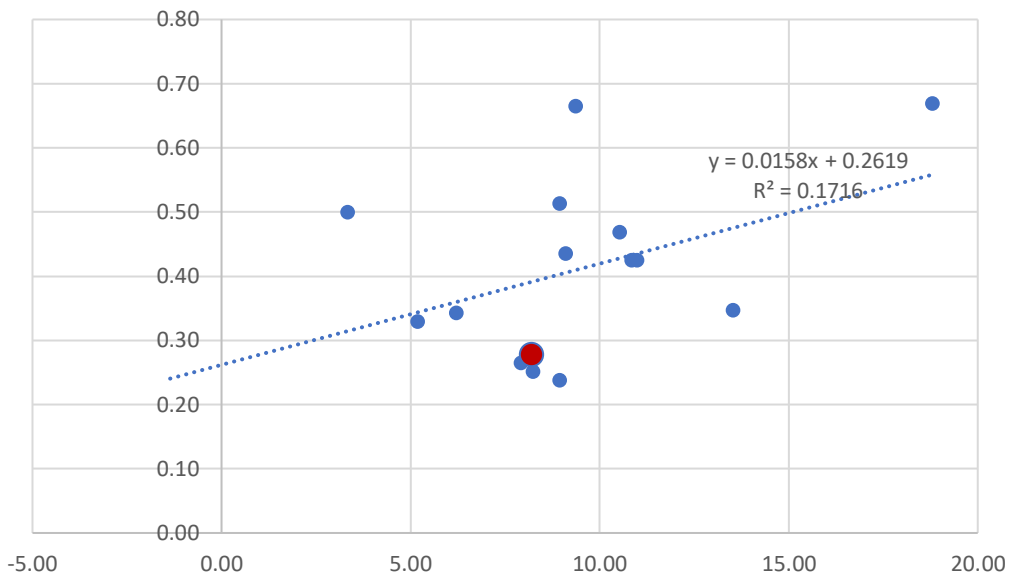
Kreditni i depoziti stanovništva

Za kamatni prijenos kod stambenih kredita sva su objašnjenja loša, no najveću objašnjavajuću moć ipak ima povrat na kapital ROE s R-kvadratom od niskih 0,17 (Slika 16). Nagib je očekivano pozitivan, što znači da bankovni sustavi s većim povratom na kapital imaju brži kamatni prijenos u ovom tržišnom segmentu. Podatak za Hrvatsku vidljivo je pozicioniran ispod regresijske linije, što znači da je kamatni prijenos sporiji za danu profitabilnost od očekivanja na temelju prosjeka europodručja.

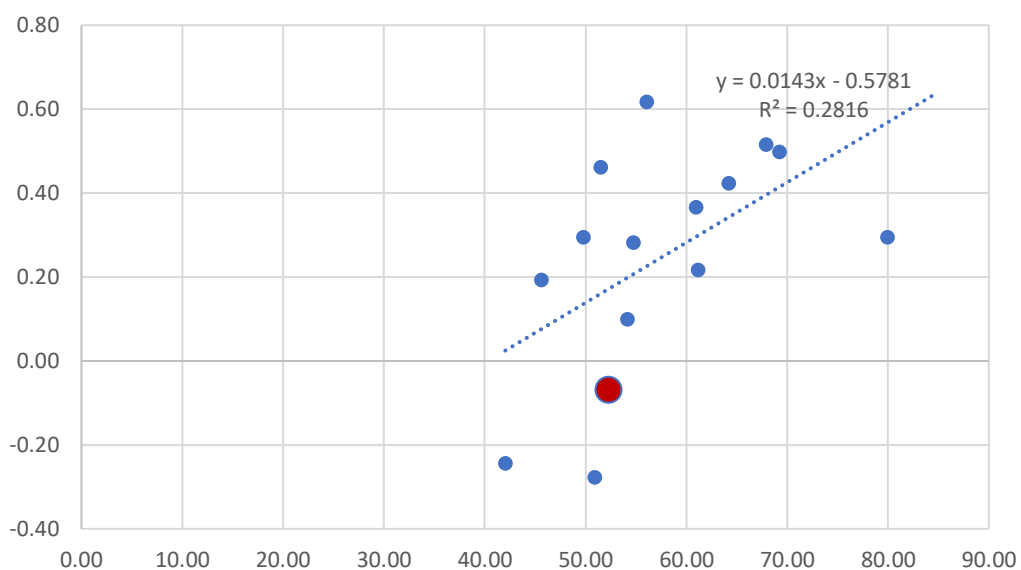
Najbolju moć objašnjenja za kamatni prijenos kod potrošačkih kredita ima efikasnost – omjer troškova i dohotka (*eng. cost-income ratio, CIR*). Pozitivan smjer veze je očekivan: efikasniji bankovni sustavi s nižim CIR imaju sporiji kamatni prijenos. Efikasnost smanjuje dio pritiska tržišta novca koji se prevladava na potrošače. Hrvatska s negativnim koeficijentom prijenosa predstavlja jednu od tri aberacije na slici, pa udaljenost od regresijskog pravca prema dolje znači da se na potrošače ne prenosi onoliko kamatnog šoka koliko bi se očekivalo na temelju efikasnosti sustava premda su hrvatske banke među najefikasnijima u europodručju. Udjel depozita u izvorima financiranja ima ulogu i kod ove vrste kredita (R-kvadrat 0,21), dok R-kvadrati za druge objašnjavajuće varijable teže prema nuli.

Strukturalna obilježja sustava (povrat na kapital i efikasnost) objašnjavaju kamatni prijenos za kredite stanovništvu, no u Hrvatskoj se prenosi mnogo manji dio kamatnog šoka nego što bi se očekivalo na temelju dostignute profitabilnosti i efikasnosti banaka

Slika 16. ROE vs. brzina prijenosa na kamatne stope na stambene kredite



Slika 17. Omjer troškova i dohotka (cost-income ratio) vs. brzina prijenosa na kamatne stope na potrošačke kredite

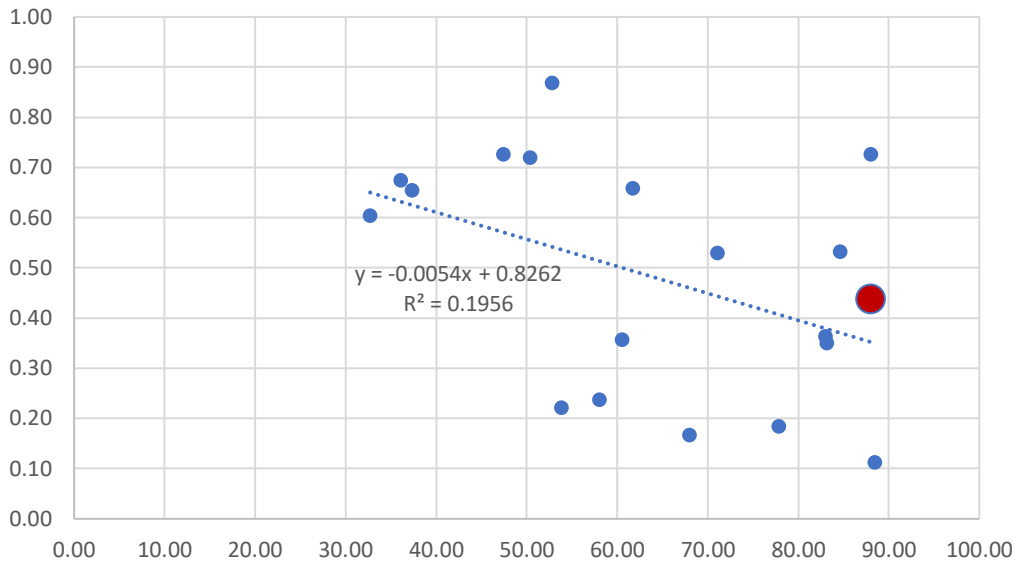


Kod kratkoročnih depozita stanovništva kamatni prijenos je ponovo najbolje objašnjen udjelom depozita u izvorima financiranja (Slika 18).

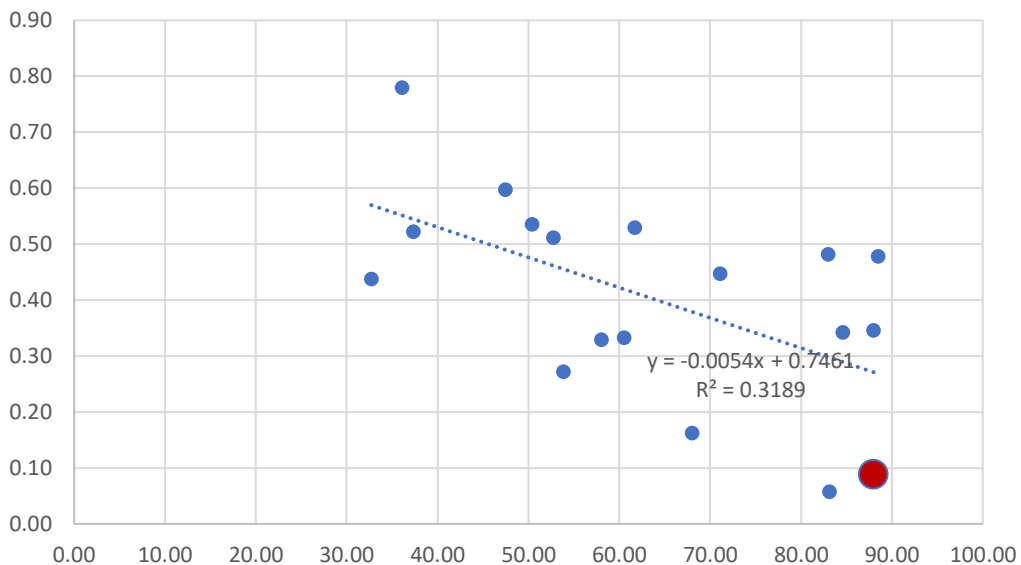
Kod dugoročnih depozita stanovništva (Slika 19) pojavila se najzanimljivija situacija s obzirom na veći broj relevantnih objašnjenja. Slika prikazuje utjecaj udjela depozita u ukupnim izvorima financiranja čiji je R-kvadrat najveći (0,32). No, slične vrijednosti iznad 0,20 imaju i NPL omjer (smjer veze je ponovo negativan u skladu s očekivanjem na temelju teorije negativne selekcije i ranijih istraživanja), BDP po stanovniku (pozitivan smjer veze: razvijenije zemlje imaju brži

prijenos), te omjer troškova i dohotka (*cost income omjer*: veći omjer odnosno manja efikasnost znače u prosjeku brži prijenos). S obzirom na širi spektar mogućih objašnjenja i dubinu tržišta depozita, dugoročne kamatne stope na depozite stanovništva najbolja su varijabla za razradu sofisticiranijih ekonometrijskih modela kamatnoga prijenosa.

Slika 18. Udjel depozita u ukupnim izvorima financiranja vs. brzina prijenosa na kamatne stope na kratkoročne depozite stanovništva



Slika 19. Udjel depozita u ukupnim izvorima financiranja vs. brzina prijenosa na kamatne stope na dugoročne depozite stanovništva



Prikazani rezultati dobiveni su na temelju razmjerno jednostavne analitičke tehnike, no zaključak o dominantnim objašnjenjima likvidnosti i izdašnosti depozitne baze veoma je čvrst i u skladu s prvim rezultatima istraživanja iz drugih zemalja koja su koristila ekonometrijske tehnike (Volk, 2023). Objašnjenje o dominantnom utjecaju likvidnosti i depozitne osnovice uklapa se u hrvatsku priču o sporom kamatnom prijenosu, jer je hrvatski bankovni sustav i prije priprema za konverziju kune u euro bio iznimno likvidan i konzervativan u smislu oslonca na standardne depozitno-kreditne i platno-prometne poslove, bez pretjeranog izlaganja financijskim tržištima na strani izvora sredstava. Likvidnost se u razdoblju pristupanja europodručju dodatno poboljšala zahvaljujući otpuštanju obveznih rezervi, povećanoj sklonosti držanju sredstava na računima radi konverzije i rastu sklonosti prema tehnološkim naprednim *cashless* oblicima plaćanja. To je posredno usporilo kamatni prijenos i donekle izoliralo hrvatsko tržište depozita i kredita od kamatnog šoka izazvanog najburnijom promjenom monetarne politike u povijesti europodručja. No, to nije jedino važno objašnjenje. Izdašnost depozitne osnovice u strukturi izvora financiranja hrvatskih banaka ima dugoročne, strukturne korijene. Isto se odnosi na učinke troškovne efikasnosti i umjerenog povrata na kapital koji su zbog konkurencije utjecali na sporiji kamatni prijenos na strani kamatnih stopa na kredite stanovništvu.

3. Zaključna rasprava: tanka linija dijeli zaključak o tome da je spor prijenos dobar, od zaključka da je takav prijenos loš

Sporost kamatnoga prijenosa ne može se promatrati kao isključivo dobra pojava. Niska brzina prijenosa u kratkom roku ublažava vanjske šokove kamatnih stopa tržišta novca, što na kratki rok umanjuje rizike kolebanja gospodarske aktivnosti i zaposlenosti. To je veoma dobro, budući da se ovoga puta kamatni šok dogodio naglo - u uvjetima iznimno brze promjene monetarne politike u povijesnim okvirima. Međutim, razmatranje dugoročnih učinaka sporog kamatnog prijenosa zahtijeva nijansirano sagledavanje učinaka restriktivne monetarne politike. Njezina je glavna svrha spriječiti pregrijavanje gospodarstva; djelovati preventivno protiv akumuliranja pretjeranih neravnoteža koje se u bankovnom sustavu očituju kroz nakupljanje rizika koji će neko vrijeme ostati skriveni, a potom naglo izbiti na svjetlo dana u nekoj sljedećoj recesiji. Iznimno brz rast kredita uz relaksirane uvjete kreditiranja i niske kamatne stope simptomi su takve neželjene akumulacije rizika. Dobra je vijest da su prema anketi HNB-a uvjeti kreditiranja u Hrvatskoj u toku prošle godine zaoštreni. To znači da restriktivna monetarna politika već djeluje preko tog kanala, a ne samo preko kamatnih stopa. Ipak, s obzirom na brz rast agregatne potražnje, priljev dodatnih EU sredstava, širenje deficita u razmjeni roba i usluga s inozemstvom i najnižu stopu nezaposlenosti u povijesti, te uz pritiske tržišta rada koji se ogledaju u brzom rastu plaća, otvoreno je pitanje je li monetarna politika dovoljno zaoštrena (točnije: jesu li kreditni uvjeti dovoljno zaoštreni, a kamatne stope dovoljno visoke). Kao što je objašnjeno u prethodnoj HUB Analizi br. 75, monetarna politika u monetarnoj uniji ima ograničenu moć prilagođavanja uvjetima u pojedinim državama članicama. To znači dodatni teret prilagodbe za one ekonomske politike koje nacionalne vlade i dalje imaju pod svojom kontrolom, a to se prije svega odnosi na fiskalnu politiku.

Statistički dodatak

Opis kamatnih stopa

Izvor za sve kamatne stope je Datawarehouse ESB-a.

Kamatne stope na kratkoročne kredite poduzeća – šifra tablice B.A2A.F.R.O.2240.EUR.N, rok dospijeća do 1g., krediti do € 1 milijun

Kamatne stope na dugoročne kredite poduzeća – šifra tablice B.A2A.I.R.O.2240.EUR.N, rok dospijeća 1-5g., krediti do € 1 milijun

Kamatne stope na kratkoročne depozite poduzeća – šifra tablice B.L22.F.R.A.2240.EUR.N, rok dospijeća do 1g.

Kamatne stope na dugoročne stambene kredite stanovništvu – šifra tablice B.A2C.P.R.A.2250.EUR.N, rok dospijeća preko 10 godina

Kamatne stope na potrošačke kredite – šifra tablice B.A2B.I.R.A.2250.EUR.N, rok dospijeća 1-5g.

Kamatne stope na kratkoročne depozite stanovništva – šifra tablice B.L22.F.R.A.2250.EUR.N, rok dospijeća do 1g.

Kamatne stope na dugoročne depozite stanovništva – šifra tablice B,L22,H,R,A,2250,EUR,N, rok dospijeća najmanje 2g.

Opis objašnjavajućih varijabli

Izvor za Euribor: Eurostat, Euribor 3M

Izvor za nominalni BDP po stanovniku je Eurostat (2021.), izvor za bankovne varijable je ECB Datawarehouse, supervizorski podaci – strukturni pokazatelji

Podaci koji su korišteni u analizi: pokazatelji kamatnog prijenosa (odnos promjene prosječne kamatne stope prema promjeni Euribora u promatranom razdoblju)

	Poduzeća					
	Kratkoročni krediti poduzeća		Dugoročni krediti poduzeća		Kratkoročni depoziti poduzeća	
	lipanj 2022. do veljača 2023.	studenj 2021. do veljača 2023.	lipanj 2022. do veljača 2023.	studenj 2021. do veljača 2023.	lipanj 2022. do veljača 2023.	studenj 2021. do veljača 2023.
AT	0,84	0,77	0,58	0,60	0,86	0,89
BE	0,85	0,79	0,64	0,80	0,86	0,79
CY	0,51	0,50			0,22	0,20
DE	0,96	0,89	0,81	0,93	0,91	0,88
EE	0,94	0,84	0,98	1,40	0,56	0,54
ES	0,78	0,73	0,92	1,05	0,56	0,61
FI	0,73	0,90	0,56	0,72	0,76	0,85
FR	0,71	0,63	0,80	0,84	0,89	0,84
EL	0,75	0,74			0,42	0,38
HR	0,42	0,40	0,44	0,51	0,56	0,52
IE	0,57	0,42	0,36	0,28	0,82	0,82
IT	0,84	0,84	0,66	1,15	0,68	0,55
LT	0,56	0,54	-0,68	0,60	0,52	0,47
LU	0,80	0,73	0,59	0,66	0,79	0,75
LV	0,81	0,66		1,09	0,71	0,65
MT	0,41	-0,07			0,17	0,15
NL	0,92	0,96	0,62	1,02	0,73	0,75
PT	0,98	0,92	1,05	0,98	0,49	0,46
SI	0,85	0,70	0,78	0,81	0,43	0,39
SK	0,54	0,69	0,57	0,36	0,70	0,64

	Kućanstva							
	Stambeni krediti		Potrošački krediti		Kratkoročni depoziti		Dugoročni depoziti	
	lipanj 2022. do veljača 2023.	studenj 2021. do veljača 2023.	lipanj 2022. do veljača 2023.	studenj 2021. do veljača 2023.	lipanj 2022. do veljača 2023.	studenj 2021. do veljača 2023.	lipanj 2022. do veljača 2023.	studenj 2021. do veljača 2023.
AT	0,42	0,58	0,46	0,54	0,66	0,61	0,53	0,58
BE	0,42	0,54	0,37	0,37	0,72	0,68	0,54	0,54
CY					0,18	0,16		
DE	0,33	0,75	0,50	0,56	0,60	0,58	0,44	0,50
EE	0,66	0,94	-0,28	-0,19	0,53	0,56	0,45	0,59
ES	0,47	0,49	0,29	0,46	0,24	0,22	0,33	0,30
FI	0,24	0,65	0,28	0,31	0,65	0,65	0,52	0,50
FR	0,34	0,39	0,52	0,60	0,73	0,65	0,60	0,57
EL	0,16	0,16	0,09	0,20	0,31	0,28		
HR	0,28	0,08	-0,07	0,20	0,44	0,41	0,09	0,08
IE					0,36	0,30	0,33	0,30
IT	0,51	0,75	0,42	0,54	0,87	0,70	0,51	0,45
LT	0,35	0,64	-0,24	-0,45	0,36	0,39	0,48	0,62
LU	0,50	0,73	0,29	0,31	0,67	0,64	0,78	0,78
LV			0,10	0,39	0,53	0,49	0,34	0,13
MT					0,35	0,33	0,06	0,02
NL	0,26	0,40			0,22	0,34	0,27	0,32
PT	0,25	0,68	0,19	0,32	0,17	0,16	0,16	0,16
SI	0,67	0,70	0,22	0,22	0,11	0,07	0,48	0,47
SK	0,43	0,68	0,62	0,89	0,73	0,57	0,35	0,34