

Broj 1

svibanj 2007.

KAMATNE STOPE ULAZE U EUROPU: USPOREDBA KAMATNIH STOPA NA KREDITE U HRVATSKOJ I EUROZONI

Sažetak

Kamatne stope na neke kredite gotovo su se izjednačile s prosjecima Eurozone. Početkom 2007. kamatne stope na stambene kredite bile su niže u Hrvatskoj nego u Austriji, Finskoj, Grčkoj, Italiji i Sloveniji. Razlika kamatnih stopa nešto je veća kod kredita poduzećima zbog još uvijek većih rizika u tome sektoru.

Konvergencija kamatnih stopa velikim se dijelom može objasniti unutarnjim čimbenicima: snagom konkurencije i smanjenjem rizika. Jedan dio objašnjenja ipak treba pripisati vanjskim čimbenicima – činjenici da kamatne stope na kredite u Eurozoni brže reagiraju na porast referentne kamatne stope na euro te sve većem udjelu novoodobrenih kredita vezanih uz švicarski franak uz nižu kamatnu stopu. Daljnji rast referentnih kamatnih stopa na euro i franak prouzročio bi snažan pritisak na rast kamatnih stopa na hrvatskom tržištu. Međutim, dobra vijest za korisnike kredita jest da analitičari očekuju smirivanje tempa rasta kamatnih stopa na svjetskom tržištu.

Uvod

Ova analiza ima tri cilja. Prvo, pobliže prikazati statističke činjenice o razini i kretanju nominalnih kamatnih stopa u Hrvatskoj u usporedbi s Eurozonom. Podatak koji pokazuje da su kamatne stope na novoodobrene dugoročne stambene kredite u Hrvatskoj početkom ove godine bile niže nego u Austriji, Finskoj, Grčkoj, Italiji i Sloveniji, može izgledati kao iznenađenje. Statistike donekle treba tumačiti s oprezom jer metodologije još nisu usklađene. HNB i Europska središnja banka (ECB) ne objavljuju efektivne kamatne stope, što znači da se dio razlike u stvarnoj cijeni kredita može odražavati u naknadama.¹ Nadalje, ECB objavljuje kamatnu stopu za kredite u eurima, a naša statistika izračunava prosjek bez obzira na stranu valutu uz koju je vezana glavnica kredita.² *Unatoč svim metodološkim ogradama, analiza je pokazala da, zahvaljujući konsolidaciji i privatizaciji bankovnog sustava, za neke vrste kredita klijenti plaćaju kamate koje su usporedive s onima u Eurozoni.*

Kamatne stope na dugoročne stambene kredite stanovništvu početkom ove godine bile su niže nego u pet država članica Europske monetarne unije.

Drugi je cilj objasniti razlike u stupnju integracije tržišta kredita stanovništvu i poduzećima. Statistički podaci pokazuju razmjerno visok stupanj integracije tržišta, ako se integracija tržišta definira kriterijima sličnosti razina i kretanja kamatnih stopa.

Treći je cilj raspraviti uzroke konvergencije kamatnih stopa prema Eurozoni. Razdvajaju se vanjski čimbenici, poput promjena referentnih kamatnih stopa na tržištu novca Eurozone, od unutarnjih čimbenika: konkurencije, rizika i tehnologije odobravanja kredita. Pokazuje se da su unutarnji čimbenici dominantni, ali se vanjski čimbenici ne mogu zanemariti.

I. Kamatne stope na neke kredite gotovo su se izjednačile s onima u Eurozoni

Pogled na podatke u tablici 1 otkriva razliku u kretanju prinosa na državne obveznice u usporedbi s kretanjima kamatnih stopa na bankovne kredite stanovništvu. Premija prinosa na hrvatske državne obveznice u odnosu na usporedive njemačke obveznice bila je pozitivna i očekivano visoka: na kraju siječnja 2007. prosječni „spread“ (razlika prinosa) na obveznice s valutnom klauzulom dospijeća 2015. iznosio je 49 baznih bodova (0,49 postotnih bodova). Očekivali bismo da je to najmanja razlika kamatnih stopa koju ćemo zabilježiti na hrvatskom tržištu u usporedbi s Eurozonom. Međutim, prosječna kamatna stopa na novoodobrene stambene kredite u Hrvatskoj iznosila je

¹ Međutim, nema razloga za pretpostavku da su se naknade kretale u suprotnom smjeru od kamatnih stopa pa je važnost ove rezerve prema zaključcima analize ograničena.

² Prema Makrobonitetnoj analizi HNB-a br. 4 (str. 30-31) udjel kredita u francima sredinom 2006. iznosio je 17%. Okvir niže u tekstu pokazuje mogući učinak kredita u francima koji ne mijenja zaključak analize. Druga metodološka pitanja raspravljaju se u dodatku.

4,75% i bila je za samo 18 baznih bodova (0,18 postotnih bodova) veća od prosječne u Eurozoni. U isto vrijeme, prosječna kamatna stopa na novoodobrene dugoročne kredite poduzećima kretala se na nešto većoj razini. Stopa je iznosila 5,84% (dugoročni krediti s valutnom klauzulom poduzećima), u usporedbi s 4,77% u Eurozoni.

Ovi podatci nameću tri pitanja:

1. Kako se dogodilo opisano približavanje kamatnih stopa i hoće li se ono nastaviti?
2. Zašto su kamatne stope na dugoročne stambene kredite toliko niske i bliske razini u Eurozoni (bliže i od prinosa na državne obveznice)?
3. Zašto su kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima ostale razmjerno visoke u odnosu na Eurozonu?

Tablica 1

Ilustrativna usporedba prinosa odnosno kamatnih stopa: Hrvatska i Eurozona u siječnju 2007.

	Državne obveznice s dospijecem 2015.		Stambeni krediti stanovništvu		Dugoročni krediti poduzećima	
	Hrvatska	Njemačka	Hrvatska	Eurozona	Hrvatska	Eurozona
Siječanj 2007.	4,42%	3,93%	4,75%	4,57%	5,84%	4,77%

Napomena: vidjeti metodološki dodatak na kraju

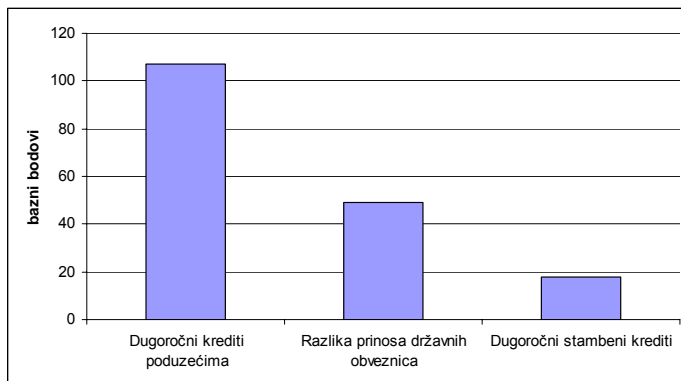
Izvori: HNB, ECB

Razlika kamatnih stopa na stambene kredite osjetno je manja, a na dugoročne kredite poduzećima veća, od razlike prinosa na državne obveznice.

Rizik promjene tečaja nema učinka na prikazane razlike prinosa odnosno kamatnih stopa. U sva tri slučaja koriste se krediti odnosno obveznice s valutnom klauzulom jer u njihove prinose odnosno kamatne stope nije ugrađena premija na rizik promjene tečaja. Slika 1 prikazuje „spread“ koji je izračunat s obzirom na podatke iz tablice 1:

Slika 1

Razlika („spread“) prinosa odnosno kamatnih stopa između Hrvatske i Eurozone, siječanj 2007.



Napomena: vidjeti metodološki dodatak na kraju

Izvori: HNB, ECB

Nakon eliminacije učinka valutnog rizika preostaju tri moguća objašnjenja. To su:

1. Razlike u intenzitetu konkurencije na pojedinim tržišnim segmentima.
2. Razlike u brzini reakcije kamatnih stopa na promjene glavnih kamatnih stopa u Eurozoni koje rastu već godinu i pol dana.
3. Razlike u tehnologiji odobravanja kredita.

Razlike u intenzitetu konkurencije ne mogu objasniti malu razliku kamatnih stopa između Hrvatske i Eurozone kod stambenih kredita stanovništvu (razliku koja je manja od „spreada“ državnih obveznica) i veću razliku kada je riječ o kreditima za poduzeća. U proteklih nekoliko godina mnoge su banke proširile i konsolidirale maloprodajnu mrežu podružnica i poslovnica olakšavši time pristup sektora stanovništva bankovnim proizvodima i uslugama. Tržište je postalo veoma konkurentno. Usporedo je olakšan i pristup sektoru poduzeća, jer maloprodajne mreže su izgrađivane i konsolidirane s ciljem pružanja bankarskih proizvoda i usluga svim vrstama klijenata. Osim toga, tržište kredita poduzećima nije toliko zavisno o lokaciji poslovnice odnosno podružnice. Kreditni referent može otputovati do klijenta, a poslovni klijenti su u pravilu mobilni. Stoga razlike u intenzitetu konkurencije na pojedinim tržišnim segmentima ne mogu objasniti zašto su razlike kod kredita stanovništvu manje nego kod državnih obveznica, a kod poduzeća veće.

Međutim, kada se promjene kamatnih stopa postave u nešto dužu vremensku perspektivu, uočit ćemo tri stvari:

- a) približavanje naših kamatnih stopa Eurozoni tipično je za sve vrste kredita, a ne samo za stambene kredite;
- b) opće približavanje kamatnih stopa velikim se dijelom može objasniti snažnom konkurencijom među bankama,
- c) opće približavanje kamatnih stopa moguće je objasniti i izostankom domaće reakcije na rast kamatnih stopa u Eurozoni tijekom proteklih godinu i pol dana.

II. Razlike kamatnih stopa u protekle četiri godine vrlo su se brzo smanjivale

Slika 2 prikazuje kretanje kamatnih stopa na tržištu stambenih kredita. Do kraja 2003. postojala je stabilna premija od oko 2 postotna boda iznad usporedivih kamatnih stopa u Eurozoni. Tijekom 2004. i 2005. kamatne su stope u Eurozoni blago padale. Pad je zaustavljen na minimumu od oko 4% u zadnjem tromjesečju 2005. U isto vrijeme, kamatne stope u Hrvatskoj padale su brže i puno se jače kolebale, što je tipično za procese strukturnih promjena zbog jačanja konkurencije i uvođenja novih vrsta kredita na tržište. U 2006.

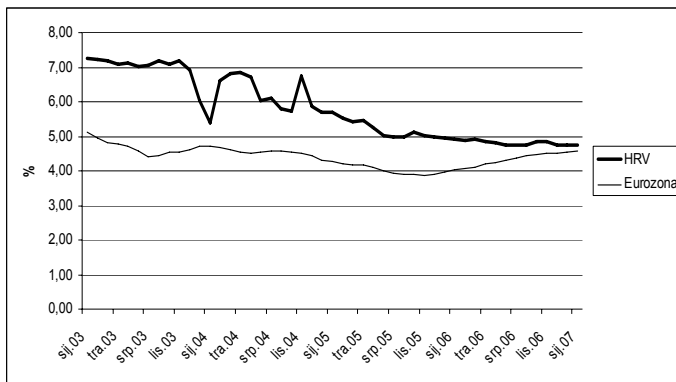
Intenzitet konkurencije na domaćem tržištu ne može objasniti cjelokupno približavanje kamatnih stopa razini u Eurozoni, niti razlike na pojedinim kreditnim tržištima. Dio razlika u tempu prilagodbe treba pripisati reakcijama europskih kamatnih stopa na rast referentnih kamatnih stopa u Eurozoni.

nastavljen je pad kamatnih stopa, ali puno blažim tempom nego proteklih godina. Nasuprot tomu, kamatne stope u Eurozoni zabilježile su snažan rast. Od zadnjeg kvartala 2005. do početka 2007. narasle su za oko 60 baznih bodova, gotovo izbrisavši razliku između kamatnih stopa u Hrvatskoj i Eurozoni.

Prema tome, kamatne stope na dugoročne stambene kredite stanovništvu približile su se onima u Eurozoni za oko 200 baznih bodova (2 postotna boda) u protekle četiri godine. Od toga se oko 140 bodova (1,4 postotna boda) može objasniti jačanjem konkurencije na domaćem tržištu. Oko 60 bodova (0,6 postotnih bodova) može se objasniti time što je prosječna kamatna stopa u Eurozoni rasla od kraja 2005. naovamo, ali se taj učinak nije prenio na domaće tržište.

Slika 2

Kamatne stope na dugoročne stambene kredite stanovništvu siječanj 2003. – siječanj 2007.



Napomena: vidjeti metodološki dodatak na kraju
Izvor: HNB, ECB

Slika 3 prikazuje kretanje kamatnih stopa na dugoročne potrošačke kredite. Ona pokazuje da kretanja na tržištu stambenih kredita nisu slučajna; obrazac se i ovdje ponavlja, iako u donekle izmijenjenu obliku.

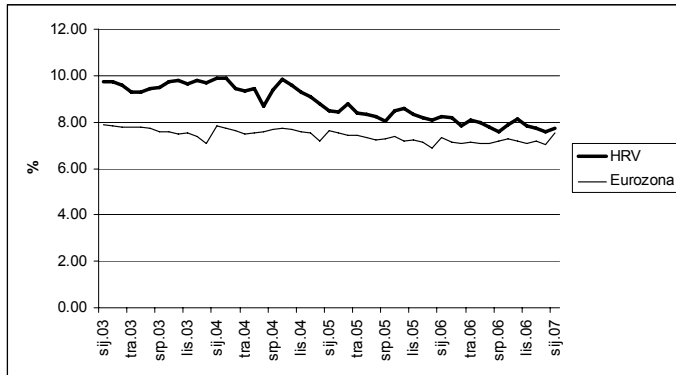
Do proljeća 2004. trajalo je razdoblje stabilne razlike od oko 200 baznih bodova (2 postotna boda), kao i kod stambenih kredita. Tijekom 2004. i 2005. kolebanja kamatnih stopa naglo su se povećala, dok se razlika kamata kontinuirano smanjivala. Prosječna razlika („spread“) za 2006. iznosila je 77 baznih bodova ili 100-150 baznih bodova manje nego tri godine ranije.

Najveći dio prilagodbe na tržištu stambenih kredita treba pripisati unutarnjim čimbenicima (konkurenciji, padu rizika), no dio prilagodbe se dogodio jer domaće kamatne stope nisu reagirale na rast referentnih kamatnih stopa u Eurozoni.

Kod potrošačkih kredita zadržala se nešto veća razlika kamatnih stopa nego kod stambenih, ali je početkom 2007. i tu nastupila konvergencija zbog rasta kamatnih stopa u Eurozoni.

Slika 3

Kamatne stope na dugoročne potrošačke kredite stanovništvu siječanj 2003. – siječanj 2007.



Napomena: vidjeti metodološki dodatak na kraju

Izvor: HNB, ECB

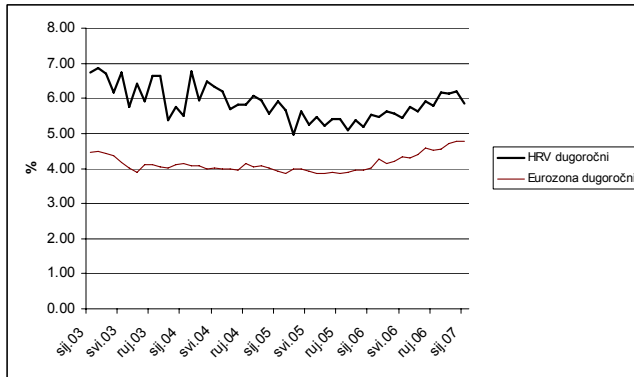
Zašto su se zadržale nešto veće razlike kamatnih stopa kod potrošačkih kredita u usporedbi sa stambenima? Razlika se može objasniti izostankom reakcija kamatnih stopa na dugoročne potrošačke kredite prema gore u Eurozoni. Dok su kamatne stope na stambene kredite od kraja 2005. naovamo prilazile našim kamatnim stopama „odozdo“ (slika 2), kod potrošačkih kredita taj se pomak nije dogodio (slika 3). Međutim, izgleda da se ipak radilo samo o odgođenoj reakciji. Već u siječnju ove godine kamatne stope na dugoročne potrošačke kredite naglo su poskočile prema gore u Eurozoni, i „spread“ se istopio na samo 18 baznih bodova. Zbog toga je „spread“ kamatnih stopa na dugoročne potrošačke kredite u siječnju ove godine bio isti kao na dugoročne stambene kredite.

Slika 4 prikazuje trendove kamatnih stopa na tržištu kredita poduzećima: i tu se „spread“ u odnosu na Eurozonu relativno brzo smanjivao. Konkurencija na domaćem tržištu odigrala je najvažniju ulogu. Razlika se kretala oko 250 baznih bodova u 2003., da bi se u toku 2004. i 2005. razlika brzo smanjila na malo manje od 150 baznih bodova.

Najveća se razlika zadržala kod kredita poduzećima.

Slika 4

Kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima
siječanj 2003. – siječanj 2007.



Napomena: vidjeti metodološki dodatak na kraju
Izvor: HNB, ECB

Učinak odgođene prilagodbe rastu referentnih kamatnih stopa kod ove je vrste kredita u potpunosti izostao. Naše se tržište pokazalo jednako osjetljivo na promjene referentne stope kao i tržište Eurozone, pa je „spread“ održan i u razdoblju rasta kamatnih stopa na euro. Od zadnjeg tromjesečja 2005. naovamo, to jest otkada traje razdoblje rasta kamatnih stopa u Eurozoni, rastu i kamatne stope na ovu vrstu kredita u Hrvatskoj. Iako bi se dio reakcije mogao protumačiti povećanom potražnjom poduzeća za kreditima, zaključujemo da kamatna stopa na kredite poduzećima uglavnom reagira na promjene kamatnih stopa u Eurozoni, dok kod kredita stanovništvu takva reakcija nije zabilježena.

Kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima reagiraju kao i europske – prilagođavaju se rastu referentnih kamatnih stopa

Kako objasniti razliku u brzini prilagodbe kamatnih stopa na različitim kreditnim tržištima?³ Vidjeli smo da i unutar Eurozone pronalazimo segmentirana kreditna tržišta na kojima izostaje trenutna reakcija kamata (tržište potrošačkih kredita), ali i slična tržišta na kojima uočavamo brzu reakciju aktivnih kamatnih stopa (tržište stambenih kredita i dugoročnih kredita poduzećima gdje kamatne stope rastu već duže od godine dana). Objašnjenje se jednim dijelom krije u logici formiranja kamatnih stopa.

Na većini tržišta cijenu ne određuje neutralni voditelj aukcije, nego sudionici transakcije. Način kako će sudionici odrediti cijenu zavisi o tehnologiji transakcije, trošku i rasporedu informacija o predmetu trgovanja te ponašanju konkurenata. Možda ste se ponekad pitali zašto kinematografi određuju istu cijenu ulaznice za kino za hollywoodski blockbuster koji će gledati deseci tisuća posjetitelja, kao i za film B produkcije ili umjetnički film koji će pobuditi pozornost tek nekoliko tisuća poklonika neobična ukusa? Razlog leži u tome što brzo mijenjanje cijena u skladu s odnosom ponude i potražnje podrazumijeva trošak. U konkretnom primjeru kinematografa, brze varijacije

³ Ovdje nije prikazana konvergencija kamatnih stopa na kratkoročne kredite stanovništvu radi metodoloških nedoumica. Međutim, i kod te vrste kredita primjećuju se isti trendovi (vidjeti dodatak II na kraju rada).

cijena uključile bi dvije vrste novih troškova. Prvo, svakih nekoliko tjedana - koliko traje prosječni životni vijek filma u kinodvorani, kinematograf bi trebao obavljati procjenu elastičnosti potražnje na cijenu i strateški predviđati ponašanje konkurenata prigodom dolaska novog filma. Čak i najmanji promašaj u smislu određivanja više cijene od cijena konkurencije mogao bi odbiti potražnju ili ju preusmjeriti prema konkurentima. Trebalo bi kontinuirano ulagati u analize ponašanja potrošača, što je veoma teško u uvjetima kada je riječ o kulturnim proizvodima poput filmova koji zavise o promjenjivu ukusu publike. Također bi trebalo kontinuirano ulagati u motrenje ponašanja konkurentskih kina. Predvidivost prihoda bi se smanjila, a rizici nisu poželjna kategorija u industriji u kojoj se ulaganja u kinodvorane i prateće sadržaje mjere milijunima. Zbog toga se sudionicima i bez čvrstog kartelskog ugovora isplati držati cijene stabilnima, bez obzira na povremene varijacije potražnje. Naposljetku, kinematografi uvijek imaju na raspolaganju alternativni mehanizam regulacije tržišta: hit će ostati na repertoaru više tjedana, a loš film odlazi u zaborav već sljedećeg četvrtka.

Neisplativost brzih promjena cijena prema varijacijama potražnje zajednička je bankama i kinematografima. Međutim, banke su, ukupno gledano, u težem položaju od kinematografa. Kad jednom sklope kreditni ugovor s lošim dužnikom, one mu ne mogu otkazati ugovor i proglasiti ga dospjelim sljedećeg četvrtka. S druge strane, kinematograf nema problema s kvalitetom posjetitelja jer u dvoranu ulazi samo onaj koji je platio kartu. Kinematograf plaća samo blagajnika i studenta koji otrgne kupon na ulazu. Banka plaća iznimno visok trošak selekcije klijenata na ulazu. Zbog toga je posao banaka sličniji poslu privatnih sveučilišta koja odabiru studente.

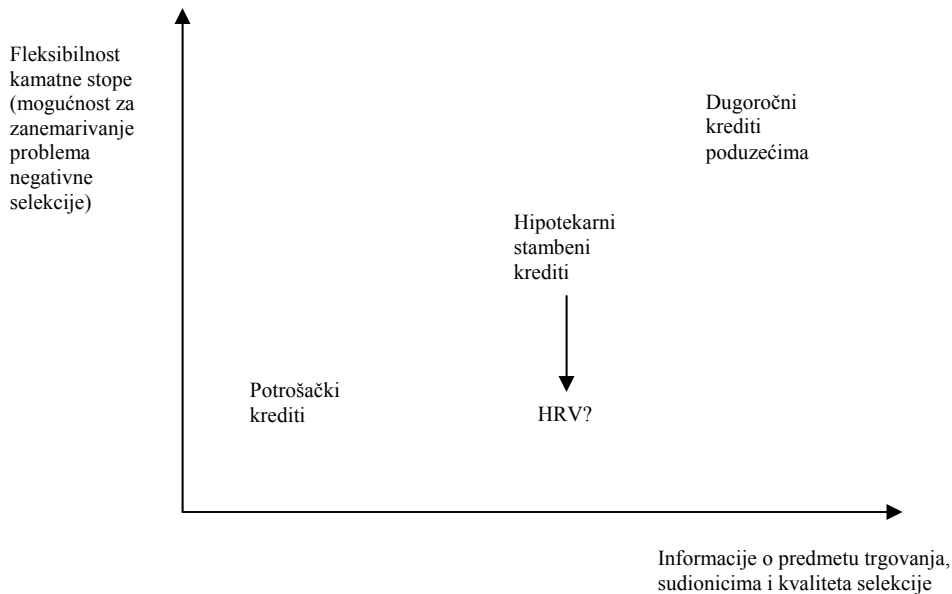
Zašto privatni fakulteti umjesto prijemnih ispita ne primaju studente s pomoću aukcija tipa „tko plati više, taj ulazi“? Kako duhovito primjećuje nobelovac Joseph Stiglitz, na taj bismo način na fakultete propustili gomilu arogantnih, razmaženih i neambicioznih „tatinih sinova“, s veoma lošim proizvodom visokoobrazovnog sustava na kraju priče.

To je problem asimetričnih informacija odnosno „negativne selekcije“. Općenito, opasnost negativne selekcije javlja se na svakom tržištu na kojem postoji rizik kvalitete ako isključivo cijena regulira odnos ponude i potražnje. Kamata je obećanje, a obećanje ništa ne košta. Kad bi se posao zasnivao samo na obećanjima, najveću bi kamatu obećali oni koji ju nikada ne bi mogli ili htjeli platiti. Proizvođači koji su svjesni tog problema dobro promisle prije nego podignu cijenu; podizanjem cijene (kamatne stope kod banaka) raste i vjerojatnost privlačenja lošijih klijenata, osim ako proizvođač ne može savršeno kontrolirati njihovu kvalitetu. Međutim, on to ne može činiti zbog asimetričnih i nepotpunih informacija. Zbog toga se kratkoročni zapisi državnih riznica prodaju na aukcijama, a pojedinačni krediti ne.

Ako poznajemo ova načela, moći ćemo predvidjeti brzinu reakcije kamatnih stopa na različitim tržištima kredita. Općenito, što je veća raspoloživost informacija o predmetu trgovanja i sudionicima u transakciji te što je veća kvaliteta selekcije sudionika u transakciji, to će cijena biti bolji regulator ponude i potražnje. Polazeći od tog načela, sljedeći prikaz daje predviđanje o ponašanju kamatnih stopa na pojedinim tržištima kredita. Taj prikaz je dobar okvir za razumijevanje prethodno prikazanih kretanja kamatnih stopa.

Prikaz 1

Predviđanje ponašanja kamatnih stopa na različitim kreditnim tržištima



Negativna selekcija klijenata najveća je opasnost u uvjetima kada nemamo dovoljno informacija, a kamatne stope rastu. Očekujemo da taj problem bude najjače izražen kod potrošačkih kredita, a najmanje kod dugoročnih kredita poduzećima.

Objašnjenje prikaza započinjemo u desnom gornjem kutu: pregovori s poduzećima o dugoročnim kreditima traju dugo. Banka dolazi u posjed mnoštva informacija, dobro upoznaje klijenta, a nije rijetkost da se takvi krediti odobravaju samo klijentima s kojima je razvijen dugotrajan odnos. Time se uklanja asimetričnost informacija. K tome, brojne restriktivne odredbe unose se u kreditne ugovore, a za dio rizika koji ostaje nepokriven ugovaraju se instrumenti osiguranja – kolaterali. Uz to, kamatna stopa se često izravno pregovara pa se svaki pregovor odvija u kontekstu trenutno prevladavajućih uvjeta na tržištu. Ove činjenice ne znače da će apsolutni rizici kod ove vrste poslova biti najmanji, naprotiv. One samo znače da je kod ovih kredita najmanja opasnost negativne selekcije jer kreditor ima najviše informacija o dužniku. Stoga se ove kamatne stope lakše prilagođavaju odnosu ponude i potražnje u kratkom roku, kao što je prikazano u desnom gornjem uglu prikaza.

Podatci na slici 4 potvrđuju teoriju. Kod dugoročnih kredita poduzećima tržišne kamatne stope uglavnom su vezane uz referentne kamatne stope na tržištu novca i u Eurozoni i kod nas, s tom razlikom što kod nas nije raširena upotreba referentne kamatne stope domaćeg tržišta novca jer ne postoje značajniji kunski

izvori za financiranje dugoročnih kredita. Zato se i u Hrvatskoj kao referentna kamatna stopa češće koristi ona europska – euribor. Otud proizlazi donekle usklađeno kretanje kamatnih stopa prema gore na europskom i našem tržištu dugoročnih kredita poduzećima.⁴ Vezanje uz referentne kamatne stope ne stvara strah da će rast kamatnih stopa dovesti do privlačenja lošijih klijenata jer se banke pouzdaju u necjenovne mehanizme odabira i kontrole poduzeća – dužnika.

Kod kamatnih stopa na dugoročne stambene kredite (slika 2) uočili smo značajnu razliku u pogledu kretanja kamatnih stopa između Hrvatske i Eurozone. Kamatne stope u Hrvatskoj nisu reagirale prema gore u proteklih godinu i pol dana, dok su stope u Eurozoni rasle, gotovo se izjednačivši sa stopama u Hrvatskoj prišavši im odozdo.

Otkud potječe takva razlika u kretanju kamatnih stopa? Moguća su dva objašnjenja. Prvo polazi od toga da europski bankari pretežno nude stambene kreditne ugovore s kamatnim stopama koje su vezane uz referentnu kamatnu stopu. Promjena referentne kamatne stope tržišta novca utječe i na novougovorene kredite s fiksnim kamatnim stopama koje su korištene u ovoj analizi.⁵ Pritom se, u smislu određivanja kamatnih stopa, dugoročni stambeni krediti stanovništvu ne razlikuju od dugoročnih kredita poduzećima. Bankari se pouzdaju u to da je kvaliteta upravljanja rizicima dosegla razinu na kojoj više nema straha od pojave negativne selekcije. Zato kad euribor pada, padaju i kamatne stope na dugoročne stambene kredite. Kad euribor raste, i te kamatne stope rastu. Za razliku od europskih, naši su ugovori o stambenim kreditima još uvijek pretežito opremljeni odredbama o promjenjivim kamatnim stopama prema odlukama uprave banke.

Praksa određivanja kamatnih stopa koje se mijenjaju prema odlukama uprave banke uvedena je u hrvatsko bankarstvo pred puno godina, dakle, ranije nego što je započela integracija s europskim financijskim tržištem. U osnovi, riječ je o istom problemu s kojim se susreću i kinematografi. Rizično je i skupo prečesto mijenjati prodajnu cijenu jer i najmanji promašaj može biti problematičan u smislu gubitka tržišnog udjela. Vezanje uz osnovnu kamatnu stopu tržišta novca predstavlja spontano rješenje toga koordinacijskog problema. Ono istodobno rješava dva pitanja: kako se osigurati od pada profitabilnosti u uvjetima rasta ulaznih troškova (rasta osnovne kamatne stope tržišta novca) te kako se osigurati da prvi takmac koji prilagodi prodajnu cijenu prema gore - ne izgubi tržište?

Premda je još od početka 2006. očito da je prostor za daljnju cjenovnu konkurentsku bitku prema dolje iscrpljen, a euribor raste, hrvatske banke - na zadovoljstvo klijenata, nisu podizale kamatne stope na stambene kredite. Ta se

⁴ Naše je tržište „pliće“ pa su zbog toga oscilacije na mjesečnoj razini veće. Kod trenda, međutim, postoji korelacija.

⁵ Za detalje vidjeti metodološki dodatak, bilješka uz sliku 7.

Dio rigidnosti kamatnih stopa na domaćem tržištu može se objasniti konkurentskim pritiscima i strahom od gubitka dobrih i privlačenja lošijih klijenata (negativna selekcija). Međutim, dio rigidnosti nastao je kao izravna posljedica prakse određivanja promjenjivih kamatnih stopa prema odlukama uprave.

činjenica objašnjavala konkurencijom u bankarstvu i sklonošću banaka da maksimiziraju sadašnju vrijednost dugoročne dobiti, a ne kratkoročnu dobit. Međutim, jedan dio objašnjenja leži u opisanom problemu koordinacije – određivanju kamata promjenjivih po odluci uprave.⁶ Nervozno iskakanje prema gore može značiti gubitak tržišnog udjela, a koordinirano podizanje može značiti neželjenu pažnju regulatora tržišnog natjecanja.

Drugo objašnjenje rigidnosti prosječnih kamatnih stopa na stambene kredite u Hrvatskoj zasniva se na rastu udjela novoodobrenih kredita u švicarskim francima koji se odobravaju uz niže kamatne stope od kamatnih stopa na kredite vezane uz euro. Dva se objašnjenja međusobno ne isključuju, nego nadopunjuju. Okvir u sljedećem poglavlju daje detaljniji uvid u to koliko su jeftiniji krediti u švicarskim francima utjecali na prosječne kamatne stope.

Dio objašnjenja smanjenja kamatnih stopa može se objasniti rastom udjela novoodobrenih kredita u švicarskim francima.

Naposljetku ostaje objasniti potrošačke kredite. Svatko će radije izgubiti auto nego stan. Tragom ove jednostavne logike očekujemo da bi problem negativne selekcije mogao biti najviše izražen kod potrošačkih kredita. Ti su krediti iznosom manji pa je jedinični trošak ovrhe veći. Kolaterali nisu kvalitetni kao nekretnine, a kvaliteta informacija i selekcije klijenata lošija je nego kod drugih vrsta kredita. Očekivali bismo da će banke izbjegavati automatske korekcije ovih kamata prema gore. To ne znači da se takve korekcije neće događati, no one neće biti pravilne kao kod drugih vrsta kredita. Zbog toga smo potrošačke kredite na prikazu 1 prikazali u donjem lijevom uglu. Podatci na slici 3 kreću se u skladu s teorijskim predviđanjem jer tamo ne vidimo glatku i kontinuiranu prilagodbu europskih kamatnih stopa prema gore kao kod stambenih kredita.

Poglavlje možemo zaključiti konstatacijom da se u Hrvatskoj dogodilo približavanje kamatnih stopa Eurozoni, ali je to približavanje imalo različit intenzitet i karakter na različitim tržištima.

Na tržištu stambenih kredita približavanje je najveće, no ono se jednim dijelom može objasniti reakcijom europskih i rigidnošću hrvatskih kamatnih stopa u razdoblju rasta referentne kamatne stope na europskom tržištu novca u proteklih godinu i pol dana. Na tržištu potrošačkih kredita približavanje je bilo sporije, no na tom tržištu očito tek slijedi prilagodba rastu referentnih kamatnih stopa pa će se u 2007. moći dati konačna ocjena o tome kako tržišta reagiraju. Na tržištu je dugoročnih kredita poduzećima konvergencija najmanja, jer domaće tržište na rast referentnih kamatnih stopa reagira jednakom brzinom kao i europsko, dok razlike u rizicima korporativnog sektora i dalje sprječavaju jače približavanje kamata.

Naposljetku, čitatelj ne bi smio izgubiti iz vida činjenicu da se dosadašnja analiza zasniva na nominalnim kamatnim stopama. U analizi realnih kamatnih stopa nominalne bi stope trebalo korigirati prema dolje proporcionalno

Realne kamatne stope konvergirale su prema razini u Eurozoni.

⁶ Metodološki dodatak sadrži raspravu o tome koliko ovakav način određivanja kamatnih stopa utječe na usporedivost statistika o kamatnim stopama između Hrvatske i Eurozone.

očekivanoj inflaciji. Očekivana je inflacija u Hrvatskoj za oko 1 postotni bod veća od očekivane inflacije u Eurozoni u dugom roku. Prema tome, za svaki nominalni „spread“ kamatnih stopa koji ne prelazi 100 baznih bodova mogli bismo reći da je postignuta realna konvergencija. Prema tom kriteriju, sve promatrane realne kamatne stope u Hrvatskoj već su konvergirale prema razini Eurozone.

III. Globalni okvir za promjene kamatnih stopa i učinak brzine prijenosa kamatnih impulsa

Kada govorimo o reakcijama kamatnih stopa na kredite, mislimo na njihovu osjetljivost na referentne kamatne stope tržišta novca. Kamatna stopa tržišta novca Eurozone (euribor) izravno reagira na odluke središnje banke Eurosustava (ECB-a), a ta središnja banka donosi svoje odluke na veoma složen način, imajući u vidu situaciju na unutarnjem tržištu, ali i globalni okvir. Pod globalnim okvirom mislimo na relaciju između kamatnih stopa na euro i dolar.

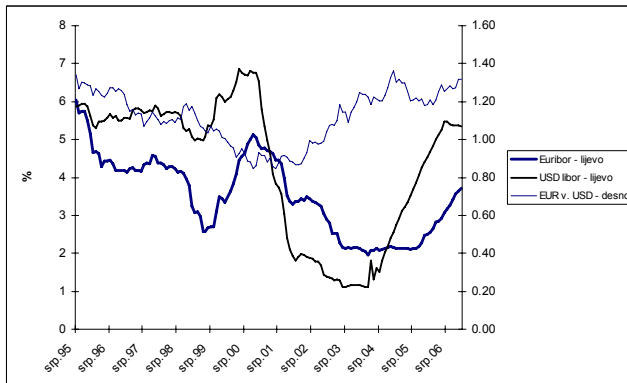
Slika 5 predstavlja odnos europskih i američkih kamatnih stopa u dužoj vremenskoj perspektivi. Od trenutka kada je ECB preuzela vođenje kamatne politike 1999. vidimo učinak imitacije: europske kamatne stope prate američke s vremenskim pomakom i uz manje varijacije. Europa nastoji izbjeći pretjerane razlike u kamatnim stopama.

Ciklus rasta kamatnih stopa u kojem se sada nalazimo otpočeo je još za predsjedanja Alana Greenspana američkim FED-om potkraj 2003. ECB je odgađala reakciju dugo nakon što su kamatne stope na dolar pretekle one na euro, ali je od početka 2005. uslijedila prilagodba prema gore. Danas se glavna kamatna stopa za refinanciranje kod ECB-a nalazi na razini od 3,75%.

Na slici se također može vidjeti da je u zadnjem tromjesečju prošle godine zaustavljen trend rasta kamatnih stopa na dolar. Trenutna očekivanja ukazuju u pravcu srednjoročnog smanjivanja kamatnih stopa u SAD-u. Ako se ta očekivanja pokažu točnima, analitičari predviđaju da Europa neće više pretjerano reagirati kamatnim stopama prema gore. Očekuje se najviše još jedno povećanje kamatnih stopa ECB-a do granice od 4% tijekom 2007.

Dobra je vijest da se ne očekuje daljnji rast kamatnih stopa na globalnom tržištu tempom kao u proteklih godinu i pol dana. Zbog toga će i eventualna prilagodba na našem tržištu biti „glatka“ i bez stresa.

Slika 5
Kamatne stope tržišta novca na euro i dolar i tečaj



Izvor: Bloomberg

Trenutačna očekivanja tržišnih sudionika dobra su vijest za korisnike kredita u Hrvatskoj. Naime, daljnji snažan pritisak na rast kamatnih stopa u Eurozoni bitno bi poremetio ravnotežu na hrvatskim tržištima kredita. Dosadašnja je analiza pokazala da bi već sljedeći rast kamatne stope ECB-a za samo 25 baznih bodova doveo do podizanja fleksibilnih europskih kamatnih stopa iznad rigidnih hrvatskih (npr. na tržištu stambenih kredita). S druge strane, rast referentne kamatne stope u Eurozoni trenutno bi se prelio na daljnji rast fleksibilnoga dijela hrvatskih kamatnih stopa (npr. na tržištu dugoročnih kredita poduzećima) i doveo ih na razinu osjetno veću od 6%. Kako se ne može isključiti da je pritisak na kamatne stope prema gore na domaćem tržištu već sada veoma jak, može se postaviti hipoteza da se taj pritisak još nije očitovao u punoj mjeri zbog rigidnosti mehanizma određivanja kamatnih stopa. U tom svjetlu, moguće zaustavljanje rasta kamatnih stopa na globalnim tržištima omogućit će lakšu prilagodbu na domaćem tržištu, bez stresa za kreditore i dužnike.

IV. Eurozona je velika i raznolika; gdje je Hrvatska u odnosu na pojedine zemlje?

Eurozonu smo dosad promatrali kao homogeno područje na kojem se profilira jedinstvena kamatna stopa za iste vrste kredita. Međutim, kreditna tržišta Eurozone nisu homogena. Već je prikazan jedan oblik tržišne nesavršenosti koji se očituje različitom brzinom prijenosa kamatnih impulsa na različitim kreditnim tržištima. U nastavku ćemo prikazati drugi vid tržišne nesavršenosti – onaj koji se ogleda u segmentaciji nacionalnih tržišta. Na tom tragu, promatrat ćemo usporedbu kamatnih stopa u Hrvatskoj s kamatnim stopama u pojedinim zemljama Eurozone.

Kreditna tržišta Eurozone nisu homogena.

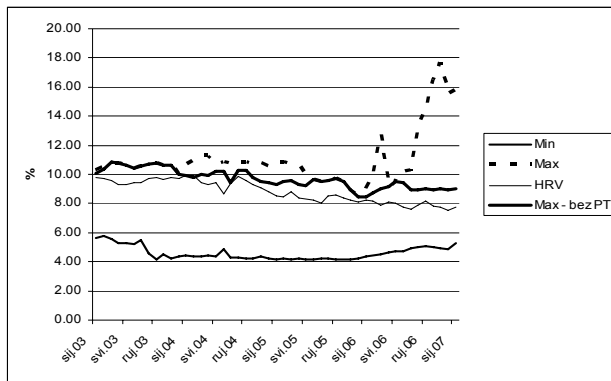
Slika 6 pokazuje segmentaciju tržišta potrošačkih kredita prikazanu razlikom između minimalne i maksimalne kamatne stope na pojedinim nacionalnim

tržištima u Eurozoni. Vidimo dvije važne činjenice. Prvo, europsko tržište kredita izrazito je segmentirano. Zbog utjecaja izrazito visokih kamatnih stopa u Portugalu, posebno od 2006. godine, taj „spread“ drastično raste. Međutim, isključi li se Portugal iz analize, može se primijetiti postupno smanjivanje razlika u kamatnim stopama. Drugo, kamatne stope u Hrvatskoj primjetno su niže od maksimalnih u Eurozoni. Možemo zaključiti da je hrvatsko tržište potrošačkih kredita puno jače integrirano s europskim tržištem kredita nego tržište nekih članica monetarne unije, u ovom slučaju Grčke i Portugala (te dvije zemlje određuju maksimum Eurozone).

Tržište potrošačkih kredita najviše je segmentirano, no kamatne stope na dugoročne potrošačke kredite u Hrvatskoj već se kreću unutar intervala određenog najvišom i najnižom kamatnom stopom u Eurozoni.

Slika 6

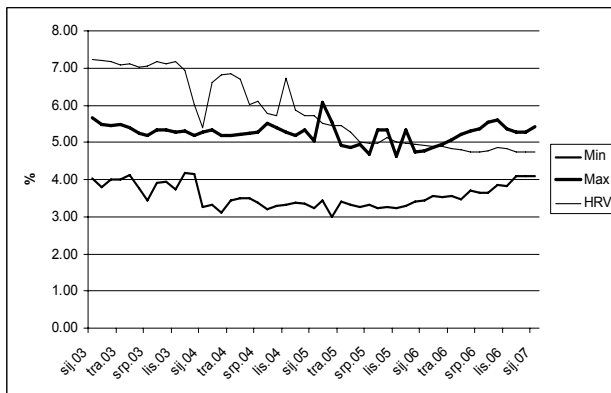
Integracija tržišta dugoročnih potrošačkih kredita mjerena rasponom kamatnih stopa



Napomena: vidjeti metodološki dodatak na kraju
Izvor: HNB, ECB

Slika 7

Integracija tržišta dugoročnih stambenih kredita mjerena rasponom kamatnih stopa



Napomena: vidjeti metodološki dodatak na kraju
Izvor: HNB, ECB

Za razliku od potrošačkih kredita, kod stambenih kredita ne vidimo bitan napredak u integraciji jedinstvenog europskog tržišta. Kroz cijelo promatrano razdoblje zadržava se razlika od 120-180 baznih bodova između zemlje s najvišom i najnižom kamatnom stopom (slika 7). Međutim, na slici se vidi brza konvergencija hrvatskih kamatnih stopa. Od sredine 2005. Hrvatska se uklapa u okvire europskoga tržišta stambenih kredita, a u siječnju 2007. naša je kamatna stopa pozicionirana točno u sredini, između najniže i najviše u Europi. Kamatne stope u Hrvatskoj bile su niže od onih u Austriji, Finskoj, Grčkoj, Italiji i Sloveniji, a više od onih u Belgiji, Francuskoj, Nizozemskoj, Njemačkoj i Španjolskoj (u bazi ECB-a nedostaju usporedivi podatci za Irsku, Portugal i Luksemburg).

Integracija s europskim tržištem bila je izrazito brza i uvjerljiva kod stambenih kredita.

UČINAK „ŠVICARACA“ NA STAMBENE KREDITE

Bi li vrijedio zaključak o konvergenciji kamatnih stopa da nije bilo rasta potražnje za kreditima u švicarskim francima uz nižu kamatnu stopu? U nedostatku egzaktnih podataka na to se pitanje može pokušati odgovoriti jednostavnom aproksimacijom. Pretpostavke su: (a) svaki se mjesec otplaćuje fiksni dio glavnice, što znači da je pretpostavljena konstantna prosječna starost kreditnog portfelja; (b) kamatna stopa na švicarski franak nepromijenjena je tijekom čitavog razdoblja i iznosi 4%; (c) udjel kredita u francima u ukupnom stanju kredita na početku promatranog razdoblja bio je 0%, a na kraju 20% (slijedom navoda iz Makrobonitetne analize HNB-a br. 4, str. 30-31). Uz te pretpostavke izračunat je udjel kredita u francima u novoodobrenim kreditima. Na tom temelju mogla se izračunati hipotetička prosječna kamatna stopa koja bi vrijedila da kredita u „švicarcima“ nije bilo. Podatci u tablici pokazuju da je utjecaj kredita odobrenih u švicarskim francima na prosječnu kamatnu stopu bio prilično jak, ali ne toliko da bi se zaključak analize mijenjao. Mijenja se jedino procijenjeni trenutak ulaska hrvatskih kamatnih stopa u „kamatni tunel“ Eurozone. Ulazak se prema korigiranoj analizi dogodio tijekom 2006., a ne 2005.

Analiza konvergencije – korekcija za učinak nižih kamatnih stopa na švicarske franke

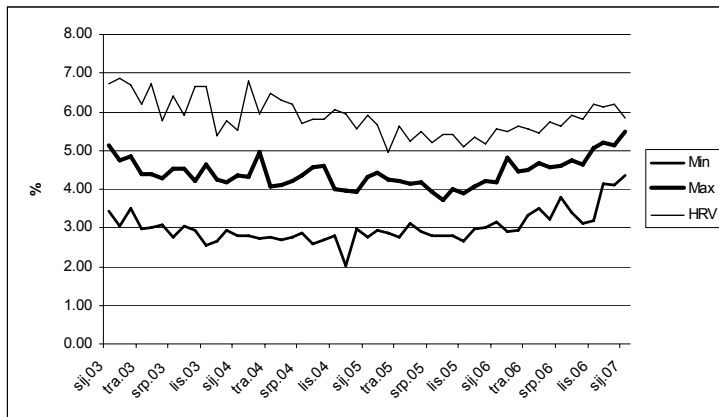
	<i>Učinak u baznim bodovima</i>	<i>Maksimum Eurozone u %</i>	<i>Hrvatska bez „švicaraca“</i>
<i>12/2003</i>	<i>-5</i>	<i>5,19</i>	<i>6,07</i>
<i>12/2004</i>	<i>-28</i>	<i>5,34</i>	<i>5,99</i>
<i>12/2005</i>	<i>-44</i>	<i>4,74</i>	<i>5,39</i>
<i>12/2006</i>	<i>-42</i>	<i>5,26</i>	<i>5,17</i>

Slika 8 prikazuje kretanja na tržištu dugoročnih kredita poduzećima.⁷ Prvo treba uočiti da je segmentacija europskoga tržišta mjerena razlikom između najviše i najniže kamatne stope u nekoj od zemalja Eurozone najmanja kod ove vrste kredita. Raspon je u siječnju 2007. iznosio 114 baznih bodova (1,14 postotnih bodova) naspram 373 kod potrošačkih (bez Portugala) i 133 kod dugoročnih stambenih kredita. Razloge najužem rasponu kamatnih stopa kod kredita poduzećima treba tražiti u međunarodnoj mobilnosti velikih korporacijskih klijenata i raširenosti informacija o njihovu poslovanju. Konkurencija je tu najjača, a informacijska asimetrija najslabija.

Nadalje, treba uočiti da je od svih promatranih europskih tržišta upravo tržište dugoročnih kredita za velike klijente doživjelo najveću unutarnju integraciju. Raspon je u siječnju 2003. iznosio 173 bazna boda (1,73 postotnih bodova) i bio je za 52% (173/114) veći nego u siječnju 2007. Ako isključimo Sloveniju, koja je u siječnju 2007. uključena u statistiku ECB-a s najvećim kamatnim stopama na kredite poduzećima, raspon kamatnih stopa iznosio je 93 bazna boda. To ukazuje na još jaču integraciju od one koju prikazuju podatci što uključuju Sloveniju.

Slika 8

Integracija tržišta dugoročnih kredita poduzećima mjerena rasponom kamatnih stopa



Napomena: vidjeti metodološki dodatak na kraju

Izvor: HNB, ECB

Iako je približavanje očito, kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima još uvijek se kreću izvan intervala Eurozone.

⁷ Statistika ECB-a prikazuje prosječne kamatne stope za kredite do milijun i preko milijun eura, pa smo za potrebe ovoga prikaza odabrali kamatne stope na kredite preko milijun eura, pretpostavivši da u našoj statistici, koja objedinjuje sve kredite bez obzira na iznos, upravo ti krediti imaju najveći ponder. Nadalje, ECB prikazuje kamatne stope prema ročnosti kredita. Kako statistički podatci ne pružaju osnovu za metodološki korektnu agregaciju, bili smo prisiljeni odabrati jednu ročnost. Odabrana je ročnost kredita od 1 do 5 godina, jer smo pretpostavili da se u tom razredu nalazi i najveći broj novoodobrenih kredita poduzećima u Hrvatskoj.

Zbog toga je konvergencija hrvatskih kamatnih stopa kod ove vrste kredita bila najsporija. Premda je na planu približavanja ostvaren velik napredak (višak iznad maksimuma Eurozone smanjen je sa 158 baznih bodova u siječnju 2003. na samo 35 u siječnju 2007. s uključenom Slovenijom odnosno 56 bez nje), veći korporativni rizici u Hrvatskoj i velika brzina integracije unutar Eurozone zadržali su hrvatske kamatne stope iznad najviših u Eurozoni.⁸ Međutim, podsjetimo da nakon korekcije za 100 baznih bodova, koliko otprilike iznosi razlika očekivane inflacije između Hrvatske i Eurozone, i ovaj podatak ukazuje na to da se približavanje realnih kamatnih stopa već dogodilo.

V. Druga objašnjenja: rizik i tehnologija odobravanja kredita

Problem s integracijom tržišta kredita poduzećima nije samo hrvatski problem. Za ilustraciju ove tvrdnje poslužila je razvijena europska statistika koja razlikuje kamatne stope na kredite poduzećima do milijun i preko milijun eura. Ovu ćemo razliku nazvati kamatnom premijom na mala i srednja poduzeća (SME premija).

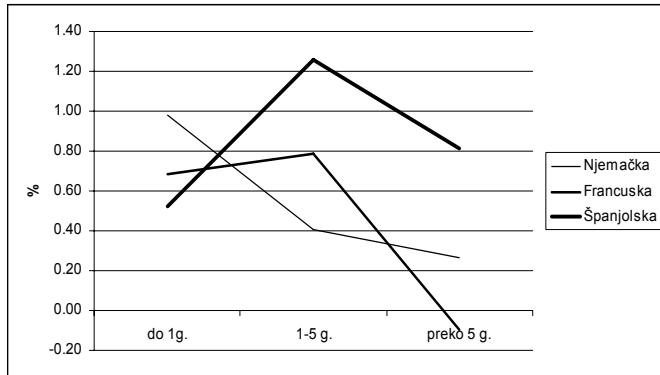
Slika 9 prikazuje SME premiju prema podacima iz siječnja 2007. za tri najveće zemlje Eurozone s izrazito razvijenim bankovnim tržištima: Njemačku, Francusku i Španjolsku. Segmentiranost tržišta više je nego očita: iako bismo normalno očekivali veću kamatnu stopu na kredite duže ročnosti, SME premija na dugoročne kredite manja je u Španjolskoj i Francuskoj, gdje je čak i negativna. Općenito, veća SME premija na kraće rokove može se objasniti većim jediničnim troškom obrade kredita u odnosu na očekivani prihod od kreditnog posla (tehnološki aspekt) i većim rizikom kratkoročnih SME kredita. Naime, banke rješavaju problem informacija i selekcije dužnika kroz izgradnju trajnog poslovnog odnosa s klijentom. Zbog toga možemo pretpostaviti da pristup dugoročnim kreditima dobivaju provjereni klijenti koji su se prethodno potvrdili kroz kratkoročne poslove. Logično je da će banka takvim klijentima odrediti manju premiju na rizik. Zbog toga prosječna SME premija na rok do godine dana u ove tri zemlje iznosi 73 bazna boda za kratkoročne, 82 boda za srednjoročne i samo 33 bazna boda za dugoročne kredite.

Rizik usporava potpunu tržišnu integraciju. I unutar same Eurozone primjećuje se izrazita tržišna segmentacija, posebno kada je riječ o kreditima malim i srednjim poduzećima.

⁸ Vidjeti metodološki dodatak zbog mogućih ograda prema takvom obrazloženju.

Slika 9

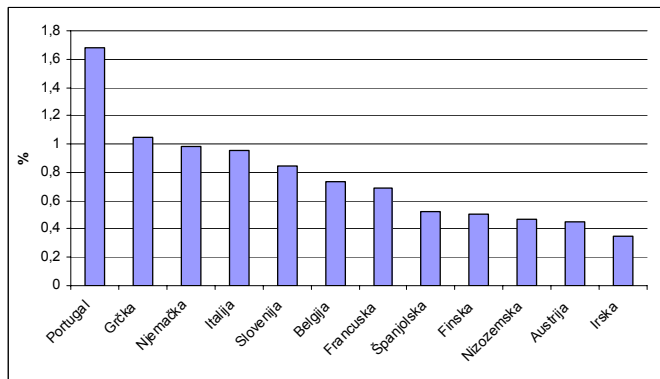
SME premija u odabranim zemljama Eurozone u siječnju 2007.



Napomena: vidjeti metodološki dodatak na kraju
Izvor: HNB, ECB

Slika 10

SME premija za kratkoročne kredite u Eurozoni u siječnju 2007.



Napomena: vidjeti metodološki dodatak na kraju
Izvor: HNB, ECB

Slika 10 pokazuje da tržišta kredita za mala i srednja poduzeća nisu segmentirana samo prema ročnosti, već i prema nacionalnim granicama. Na primjeru kredita do godine dana pokazuje se da SME premija varira od manje od 40 baznih bodova u Irskoj do preko 160 baznih bodova u Portugalu. Ovaj podatak možemo smatrati definitivnom potvrdom da je rizik glavni čimbenik segmentacije kreditnih tržišta unutar Eurozone.

Isto tako, razlike u riziku objašnjavaju zašto je „spread“ kamatnih stopa u Hrvatskoj naspram Eurozone najveći kod kredita poduzećima. Razlika u rizičnosti hrvatskog sektora poduzeća naspram onog u Eurozoni nastaje zbog

istih onih uzročnika zbog kojih u samoj Eurozoni postoje SME premije unutar pojedinih država i zbog kojih se te premije značajno razlikuju od države do države. Kandidati za objašnjenje razlika rizičnosti su:

- relativno veća kolebanja na tržištima roba i usluga u Hrvatskoj u usporedbi s tržištima Eurozone,
- relativno duže trajanje ovrha u slučaju neplaćanja,
- slabija sudska praksa u pogledu utuživosti „tuneliranja“⁹ i lošija provedba stečajnog zakonodavstva,
- relativno slabija kvaliteta financijskog izvještavanja,
- nedovršeno restrukturiranje i sl.

Pored razlika u rizicima, razlike u tehnologiji odobravanja kredita mogu objasniti dio razlika u brzini i dubini konvergencije kamatnih stopa. Pritom treba razlikovati dva pojavna oblika onoga što ovdje nazivamo „tehnologijom“:

1. Prosječni i granični operativni troškovi
2. Tehnologija upravljanja kreditnim rizikom

Troškovi u bankarstvu iznimno su važni, kao i u svakoj drugoj industriji s relativno visokim fiksnim troškovima. Visoki fiksni troškovi prikupljanja informacija, obrade i selekcije klijenata ugrađuju se u jediničnu cijenu kredita, koja zbog ekonomije obujma zavisi o volumenu kreditnog portfelja. U aktualnoj razvojnoj fazi, u kojoj sve najmodernije tehnologije, posebno one informatičke, još nisu implementirane, troškovi bi mogli postaviti donju barijeru daljnjem padu kamatnih stopa. Međutim, takve će barijere, ako ih bude, djelovati samo u kraćim vremenskim razdobljima. Konkurencija, i to ona međunarodna čije je djelovanje potvrđeno na našem tržištu, pokazuje se kao njihov najučinkovitiji rušitelj.

Naposljetku, i sama tehnologija upravljanja kreditnim rizikom, u smislu znanja i informacijskih osnovica, može postaviti ograničenje padu kamatnih stopa. Moguće je da premija na rizik u nekim tržišnim nišama bude veća od objektivno potrebne jer kreditori još nisu ovladali upravljanjem rizicima u dotičnom tržišnom segmentu. Kao i kod operativnih troškova, riječ je o prilici za zaradu i konkurencija će već u srednjem roku riješiti taj problem. Utoliko možemo očekivati nastavak približavanja kamatnih stopa u Hrvatskoj onima u Eurozoni, iako je Hrvatska već postigla neočekivano visok stupanj integracije s europskim kreditnim tržištem.

Uzročnici rizika, koji objašnjavaju veće rizike u SME segmentu, mogu objasniti veće rizike u Hrvatskoj nego u Eurozoni.

⁹ Tuneliranje je pojava „izvlačenja“ novca iz poduzeća u korist vlasnika i/ili menadžera ili dijela vlasnika i menadžera na štetu drugih vjerovnika i investitora.

VI. Nova pitanja umjesto zaključka

Podatak da su kamatne stope za neke vrste kredita u Hrvatskoj bliže prosjeku Eurozone nego prinosi državnih obveznica, da imamo niže kamatne stope na dugoročne stambene kredite nego u Austriji, Finskoj, Grčkoj, Italiji i Sloveniji, i da se na tržištima potrošačkih kredita stanovništvu nalazimo unutar intervala određenog minimalnim i maksimalnim kamatnim stopama u Eurozoni, može zvučati čudno.

Zvuk čvrstih podataka odjekuje čudno jer je medijska akustika zaglušena polariziranim stajalištima o enormno profitabilnim bankama i enormno visokim troškovima njihove regulacije. Kako je – uz navodno enormnu profitabilnost i visok trošak regulacije, moguće u jednoj navodno neučinkovitoj privredi, postići cijene kao u Eurozoni?

Iako odgovor na to pitanje nije tema ove analize, okvir za odgovor se nazire. Ili trošak regulacije nije tako visok kao što se govori, ili su naše banke i gospodarstvo učinkovitiji i manje rizični nego što se obično misli, ili profiti banaka nisu tako veliki kao što se piše, ili su pasivne kamatne stope osjetno niže nego u Eurozoni. I neka kombinacija ovih objašnjenja dolazi u obzir. No to je tema za neke od sljedećih HUB-ovih analiza.

Kako pomiriti teze o relativno niskim kamatnim stopama s tezama o „enormnoj“ profitabilnosti banaka i enormnim troškovima regulacije?

Za detalje o troškovima regulacije vidjeti: Indeks regulacijskog opterećenja - IRO

Analize HUB-a su elektronska publikacija koju Hrvatska udruga banaka izrađuje u suradnji s tvrtkom Arhivanalitika d.o.o. Dijelovi publikacije mogu se kopirati, citirati i koristiti na bilo koji drugi način uz obvezno navođenje izvora. Sadržaj ove publikacije ne može se smatrati ponudom ili pozivom na kupnju. Analize se zasnivaju na javnim podacima i informacijama za čiju točnost Hrvatska udruga banaka i Arhivanalitika ne mogu jamčiti.

Dodatak I: Metodologija

Tablica 1 i slika 1

Državna obveznica s valutnom klauzulom dospijeca 2015. korištena je za prikaz „spreada“, jer je na taj način postignuta metodološka usporedivost s kamatnim stopama na kredite s valutnom klauzulom: iz svih kamatnih stopa na jednak je način uklonjena premija na valutni rizik. Izvor za podatak o dugoročnim kreditima poduzećima je kolona 8 tablice G2 Biltena HNB-a. Podatak za Eurozonu zasniva se na statistici ECB, rubrika „ostali zajmovi poduzećima bez prekoračenja po računima („overdrafts“) s rokom dospijeca dužim od godinu dana“. I HNB i ECB izvještavaju o tzv. marginalnim kamatnim stopama koje se računaju s pomoću pondera novoodobrenih kredita, ali ne izvještavaju o efektivnim, već o ugovorenim nominalnim kamatnim stopama. Zbog toga podatke treba tumačiti s oprezom jer se dodatne razlike u stvarnoj cijeni kredita mogu pojaviti zbog razlika u naknadama. Međutim, razumno je pretpostaviti da i naknade slijede isti trend pada kao i ugovorene kamatne stope u mjeri u kojoj jačanje konkurencije uzrokuje takav trend.

Slika 2

I statistika HNB (kolona 10, tablica G.2) i statistika ECB sadrže posebno definirane rubrike za dugoročne stambene kredite. O dilemi između fiksnih i fleksibilnih kamatnih stopa vidjeti u bilješkama uz sliku 7 niže u tekstu.

Slika 3

Izvor za kamatne stope na dugoročne potrošačke kredite stanovništvu u Hrvatskoj nalazi se u koloni 11 tablice G.2. Statistika ECB-a ne prikazuje izravno usporedivu kamatnu stopu, jer odvaja kredite stanovništvu (bez prekoračenja po tekućim računima) s izvornim rokom dospijeca 1-5 godina i preko 5 godina. Među tim skupinama kredita postoji značajna razlika kamatnih stopa. Prikaz u tekstu zasniva se na jednostavnom prosjeku za te dvije grupe kredita. Kako ne postoji statistika novoodobrenih kredita nije bilo moguće provesti pouzdano agregiranje europskih kamatnih stopa. Korišteni je podatak reprezentativan u mjeri u kojoj su iznosi novoodobrenih kredita ravnomjerno raspoređeni između ta dva razreda izvorne ročnosti.

Najveće metodološke razlike uočene su kod kratkoročnih kredita stanovništvu. Statistika HNB-a objedinjuje sve kratkoročne kredite stanovništvu u sljedeće kategorije: kratkoročni okvirni krediti u kunama, kratkoročni ostali krediti u kunama te kratkoročni krediti s valutnom klauzulom. Kamatne stope na ove tri vrste kredita izrazito se razlikuju. Statistika ECB-a u toj kategoriji posebno iskazuje prekoračenja po tekućim računima odnosno „debitne stavke“ po tekućim računima. S obzirom na neizvjesnost u pogledu metodološkog tretmana kamatnih stopa na revolving kredite po kreditnim karticama i ostale kratkoročne kredite stanovništvu, te s obzirom na velike razlike među pojedinim skupinama kamatnih stopa, analiza za ovu skupinu kamatnih stopa nije prikazana u glavnom tekstu, nego se može pronaći u drugom dodatku dalje u tekstu.

Slika 4

Izvor za kamatne stope na dugoročne kredite poduzećima je kolona 8 tablice G.2 Biltena HNB-a. Statistika ECB-a prikazuje dugoročne kredite poduzećima preko godine dana bez okvirnih kredita i prekoračenja što se može smatrati približno usporedivim obuhvatom.

Slika 6

Sve zemlje Eurozone nemaju jednako razvijenu statistiku kamatnih stopa. U bazi ECB-a postoje nedostajuća polja za pojedine zemlje kod pojedinih vrsta kredita. Minimum i

maksimum Eurozone izračunati su na temelju podataka za: Austriju, Belgiju, Finsku, Francusku, Grčku, Njemačku, Portugal i Španjolsku. Podatci se odnose na potrošačke kredite bez okvirnih kredita s rokom dospijea između jedne i pet godina. Imajući u vidu izrazite varijacije kamatnih stopa kod npr. Portugala može se sumnjati u statističku kakvoću i usporedivost podataka za tu državu.

Slika 7

Statistika ECB-a omogućava odabir kamatne stope prema izvornoj ročnosti kredita. Analiza je napravljena temeljem fiksnih kamatnih stopa za kredite s izvornim rokom dospijea dužim od 10 g. jer je pretpostavljeno da u našoj statistici upravo takvi krediti dominantno određuju visinu kamatne stope. To je ujedno i najkonzervativnija procjena u pogledu konvergencije hrvatskih kamatnih stopa jer su upravo te kamatne stope u Eurozoni bile najniže u siječnju 2007. Minimum i maksimum Eurozone izračunati su na temelju podataka za: Austriju, Belgiju, Finsku, Francusku, Grčku, Italiju, Nizozemsku, Njemačku, Sloveniju i Španjolsku.

S time je u vezi i problem odabira statističkih podataka između kredita s fiksnim i fleksibilnim kamatnim stopama. U glavnom tekstu vođena je rasprava o tome trebaju li se kamatne stope promjenjive prema odlukama uprave banke uspoređivati s fiksnim ili fleksibilnim kamatnim stopama prema statistici ECB? Na to pitanje nema definitivnog odgovora, jer fleksibilnost ovih kamatnih stopa zavisi o učestalosti odluka uprave banke, a učestalost tih odluka nije egzogena, već endogena varijabla. Drugim riječima, ove će se kamatne stope ponekad ponašati kao fiksne, a ponekad kao fleksibilne.

Jedino razumno rješenje ovog problema leži u odabiru kamatne stope koja pruža najstroži kriterij za ocjenu konvergencije kamatnih stopa u Hrvatskoj. Odabir je tako pao na fiksne kamatne stope na kredite s rokom dospijea dužim od 10 godina jer te su kamatne stope najniže među stopama o kojima izvještava ECB. Međutim, i pri tumačenju tih podataka potreban je oprez. Odnos fiksnih i fleksibilnih kamatnih stopa je promjenjiv jer zavisi o kretanju kamatnih stopa i nagibu krivulje prinosa. U novije vrijeme primjećuje se da s rastom tržišnih kamatnih stopa dolazi do inverzije odnosa fleksibilnih i fiksnih kamatnih stopa. Podatci u tablici pokazuju da su fiksne kamatne stope bile više od fleksibilnih u razdoblju kada su tržišne kamatne stope bile niže, i obratno. Zaključujemo da je odabir referentne statističke serije uzrokovao pokazivanje nešto brže konvergencije u razdoblju dok su fleksibilne kamatne stope bile niže od fiksnih i – obratno, nešto sporije konvergencije u sadašnjem razdoblju, kada su fleksibilne kamatne stope niže od fiksnih. Učinak promjene odnosa fiksnih i fleksibilnih kamatnih stopa ne bi se trebao smatrati presudnim jer taj učinak u dugom roku nestaje, a „točan“ odabir ne postoji, jer on zavisi o brzini kojom banke mijenjaju svoje odluke o kamatnim stopama kod nas.

Sljedeća tablica predstavlja vjernu repliku dijela izvorne ECB-ove tablice, iz čijih će brojaka čitatelj steći prilično točan osjećaj o kojem redu moguće veličine pogreške govorimo.

Kamatne stope na kredite kućanstvima (novoodobreni krediti) u %

	Potrošački krediti			Krediti za kupnju stana			
	S promjenjivom kamatnom stopom i do 1 godine	1 – 5g.	Preko 5 g.	S promjenjivom kamatnom stopom i do 1 godine	1 – 5 g.	5 – 10 g.	Preko 10 g.
03/2006	6,79	6,28	7,88	3,73	3,99	4,22	4,10
01/2007	7,63	6,71	8,39	4,67	4,60	4,60	4,50

Izvor: ECB Monthly Bulletin – Euro Area Statistics Online, April 2007, str. S37, T. 4.5.2.

Slika 8

Statistika ECB-a omogućava odabir kamatne stope prema izvornoj ročnosti i iznosu kredita (do 1 i preko 1 milijun eura). Minimum i maksimum za Eurozonu izračunati su za kredite preko milijun eura i s rokom dospjeća 1-5 godina jer je pretpostavljeno da u ponderima naše statistike kamatnih stopa upravo takvi krediti imaju najjači utjecaj. Minimum i maksimum su izračunati na osnovi podataka za Austriju, Finsku, Francusku, Grčku (za koju povremeno nedostaju podatci pa Grčka nije ušla u izračun za 21 mjesec od ukupno 49 prikazanih mjeseci), Irsku, Italiju, Nizozemsku, Njemačku i Španjolsku, a za siječanj 2007. u izračun je ušao i podatak za Sloveniju koji je odredio maksimum (otklon podatka za Hrvatsku od maksimuma Eurozone za Sloveniju u siječnju 2007. pokazuje veoma malu razliku od 35 baznih bodova).

Slika 9 i slika 10

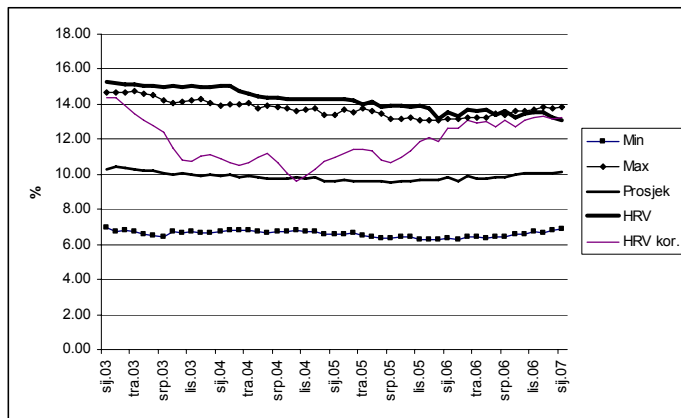
Na slici 9 korišteni su podatci o kreditima do milijun (SME) i preko milijun eura za tri razreda prema izvornoj ročnosti (do 1 g., 1-5 g. i preko 5 g.), dok su na slici 10 prikazane SME premije za kredite najkraće ročnosti, do godine dana.

Dodatak II: Kratkoročni krediti stanovništvu

Komentar uz sliku 3 objašnjava metodološke probleme zbog kojih nismo uspjeli postići dovoljnu metodološku usporedivost kod kamatnih stopa na kratkoročne kredite stanovništvu. To je razlog zbog kojeg analiza kratkoročnih kredita stanovništvu nije uvrštena u glavni tekst. Zanimljivo je, međutim, promotriti kako su se kretale odabrane kamatne stope na ovu vrstu kredita u Hrvatskoj i Eurozoni. Unatoč metodološkim ogradama u pogledu tretmana revolving kredita po kreditnim karticama i sličnih proizvoda, analiza je i više nego ilustrativna.

Kamatne stope za Eurozonu, prikazane na donjoj slici, kamatne su stope koje statistika ECB-a naziva „prekoračenja tj. debitne stavke po tekućim računima“. To je najbliže stavci koju statistika HNB-a naziva „okvirni kratkoročni krediti stanovništvu“. Proučavanjem priručnika za izradu statistike kamatnih stopa ECB-a nismo uspjeli neprijeporno utvrditi kakav je tretman nedopuštenih prekoračenja, revolving kredita po kreditnim karticama i drugih sličnih bankovnih produkata, a određene dvojbe postoje i u pogledu utjecaja takvih kamatnih stopa na agregate kamatnih stopa u statistici HNB-a. Međutim, u mjeri u kojoj je to bilo objektivno moguće učiniti, prikazujemo kamatne stope koje imaju najviši stupanj usporedivosti.

Kratkoročni okvirni krediti stanovništvu
siječanj 2003. – siječanj 2007.



Izvor: HNB, ECB

Prvo treba primijetiti da kod okvirnih kredita stanovništvu postoji uvjerljivo najveća razlika između maksimalne i minimalne kamatne stope u Eurozoni. U siječnju ove godine raspon se kretao od 6,9% u Nizozemskoj do 13,9% u Grčkoj. Ni kod jedne druge vrste kredita nismo zabilježili 7%-tni raspon unutar Eurozone. K tomu, taj raspon ne pokazuje tendenciju smanjenja. To znači da ovaj tržišni segment zasada nije podložan učincima financijske integracije i konvergencije u samoj Eurozoni.

Drugo, europski prosjek – koji je u siječnju 2007. iznosio 10,2%, već neko vrijeme raste (kao što rastu i minimalna i maksimalna stopa). Prema tome, i ova vrsta kamatnih stopa varira u skladu s promjenama referentne kamatne stope – euribora.

Treće, reprezentativnost prosjeka najmanja je kod ove vrste kamatnih stopa, to jest, prosjek nije povučen prema gore samo grčkim stopama. Naprotiv, prosjek je pod snažnim utjecajem triju zemalja koje izvještavaju iznimno niske kamatne stope; pored spomenute Nizozemske, to su Italija i Austrija. Osim Grčke, koja određuje maksimum, iznad prosjeka Eurozone kreću se kamatne stope u Belgiji, Finskoj, Francuskoj, Sloveniji, Španjolskoj, Portugalu i Njemačkoj, koja na primjer bilježi prosječnu stopu od 11,4%. Kako ovdje govorimo o nacionalnim vaganim prosjecima, možemo pretpostaviti da su stvarne kamatne stope ove vrste na nacionalnim tržištima rasute u širokom spektru oko nacionalnih prosjeka.

Četvrto, usporedba hrvatskih kamatnih stopa s ovim stopama u Eurozoni otežana je i činjenicom da je u hrvatske kamatne stope uključena i premija na valutni rizik, jer ovdje uspoređujemo domaće kredite u kunama s inozemnim kreditima u eurima. Stoga najdeblja linija bez oznaka na crti prikazuje nominalne kamatne stope u Hrvatskoj, a tanja linija ispod nje - kamatne stope korigirane za premiju valutnog rizika.¹⁰ Slika uvjerljivo pokazuje da se kamatne stope u Hrvatskoj – bez obzira na to kako ih mjerimo, i prema ovome kriteriju uklapaju u kamatne stope Eurozone. Štoviše, ako imamo na umu upitnu reprezentativnost prosjeka Eurozone, možemo zaključiti da se stope u Hrvatskoj približno uklapaju u interval kamatnih stopa za skupinu zemalja koja uključuje Grčku (13,9%), Njemačku (11,4%), Portugal (11%) i Španjolsku (12,7%).

¹⁰ Premija je izračunata kao tromjesečni pomični prosjek razlike između prinosa na jednogodišnje trezorske zapise u Hrvatskoj i Njemačkoj.