

Boris Vujčić, guverner Hrvatske narodne banke

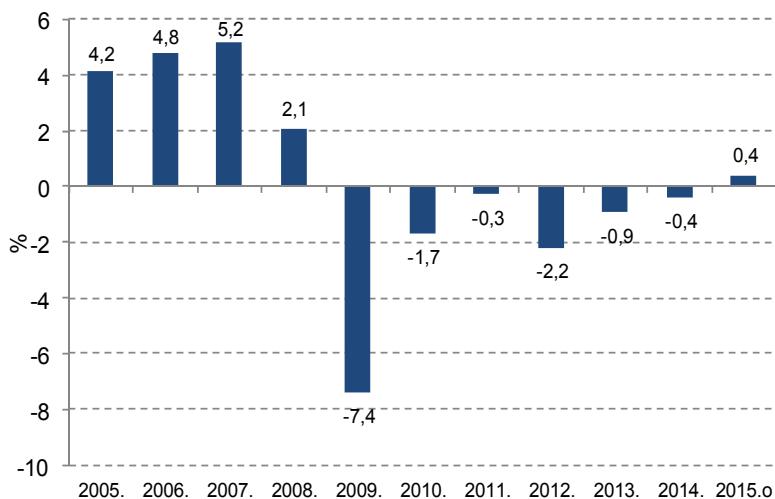
Izlaganje za 18. znanstveno-stručnu konferenciju Hrvatsko novčano tržište

Opatija, 7. svibnja 2015.

1. Opća gospodarska situacija i izgledi za rast

Hrvatsko je gospodarstvo 2014. godinu zaključilo s realnim padom BDP-a od 0,4% čime je nastavljen niz od šest godina uzastopne kontrakcije realne gospodarske aktivnosti (Slika 1.). Oporavak gospodarske aktivnosti bio je vrlo slab i anemičan te se odvijao u uvjetima visoke inozemne zaduženosti, izraženih makroekonomskih neravnoveža i strukturnih manjkavosti domaćeg gospodarstva. Na razini cijele godine značajno su smanjene investicije (-4,0%) a uočljiv je bio i pad državne potrošnje (-1,9), prvenstveno zbog poduzetih mjera fiskalne konsolidacije.

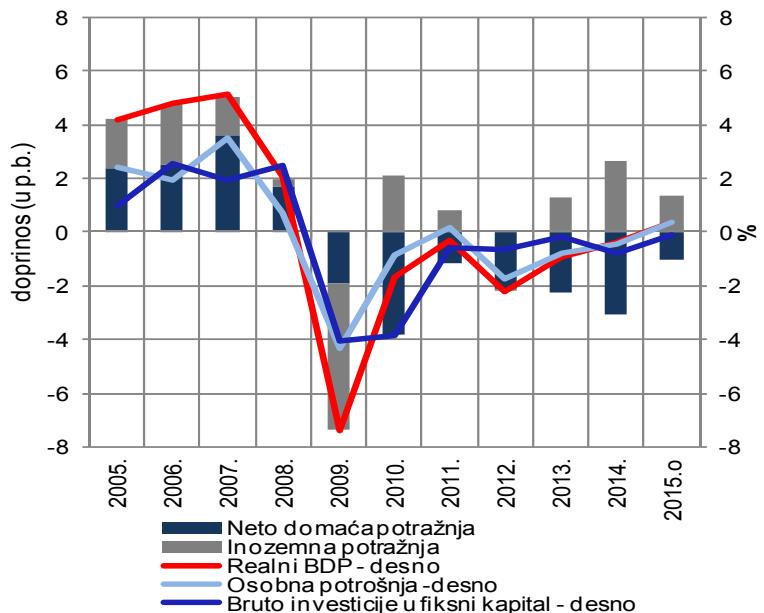
Slika 1. Stope promjene realnog BDP-a



p - projekcija

Izvori: DZS; HNB

Slika 2. Struktura agregatne potražnje

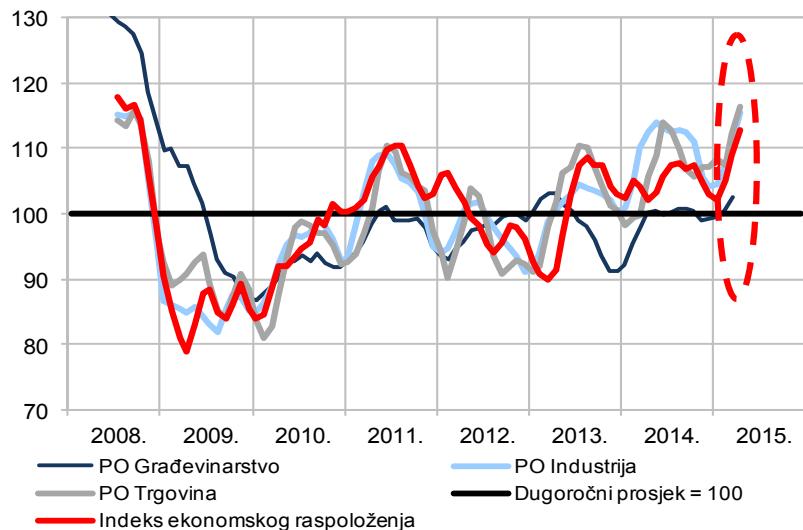


p - projekcija

Izvori: DZS; HNB

Ipak, valja naglasiti kako su tijekom čitave protekle godine primjetni znaci dosezanja dna, a pred kraj godine i početka blagog oporavka. Nastavak takvih kretanja obilježio je i početak 2015. Sudeći prema dinamici navješćujućih pokazatelja čini se kako bi u narednim mjesecima mogla prevladati nešto povoljnija kretanja. Naime, poslovni optimizam u industriji i trgovini zamjetno je porastao u odnosu na kraj protekle godine, dok je onaj u građevinarstvu zadržan na razini dugoročnog prosjeka (Slika 3.). Kad je riječ o industrijskoj proizvodnji, ona je nakon pet godina izraženog smanjenja u 2014. zabilježila blagi rast (Slika 4.), no podaci za prvo tromjesečje ne daju jasnu sliku o nastavku oporavka i na početku tekuće godine. Porastao je i promet u maloprodaji što se vjerojatno može povezati s izmjenama u sustavu poreza na dohodak (Slika 5.). Zabilježen je i rast obujama građevinskih radova, nakon gotovo kontinuiranog šestogodišnjeg pada (Slika 6.).

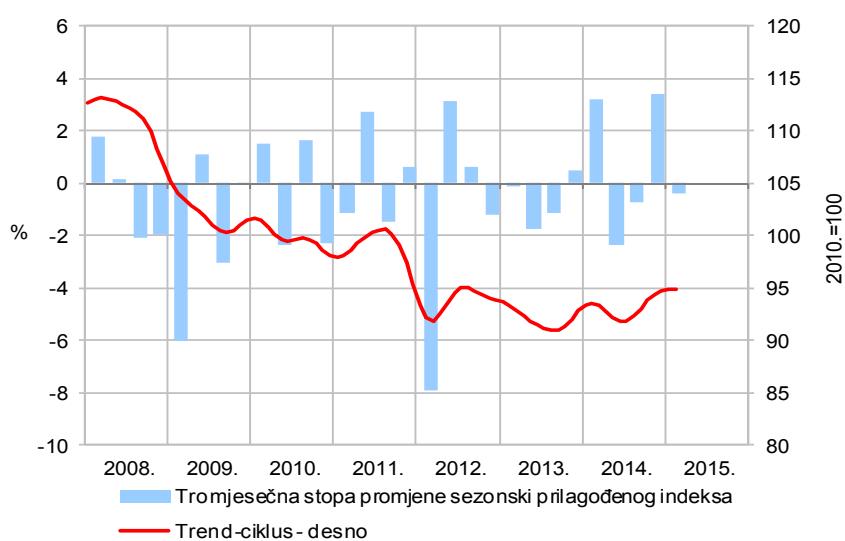
Slika 3. Pokazatelji poslovnog optimizma



Napomena: standardizirane vrijednosti, tročlani pomicni prosjeci.

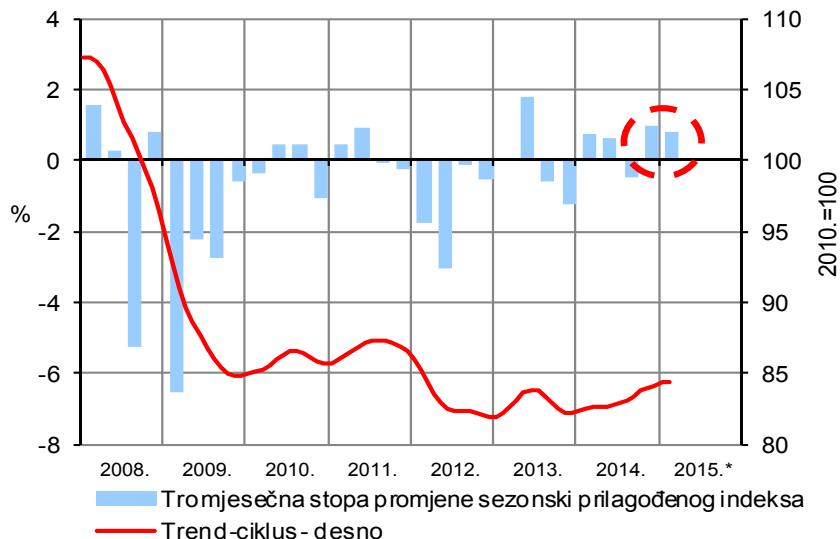
Izvori: Ipsos Puls; HNB

Slika 4. Industrijska proizvodnja



Izvori: DZS (sezonska prilagodba HNB)

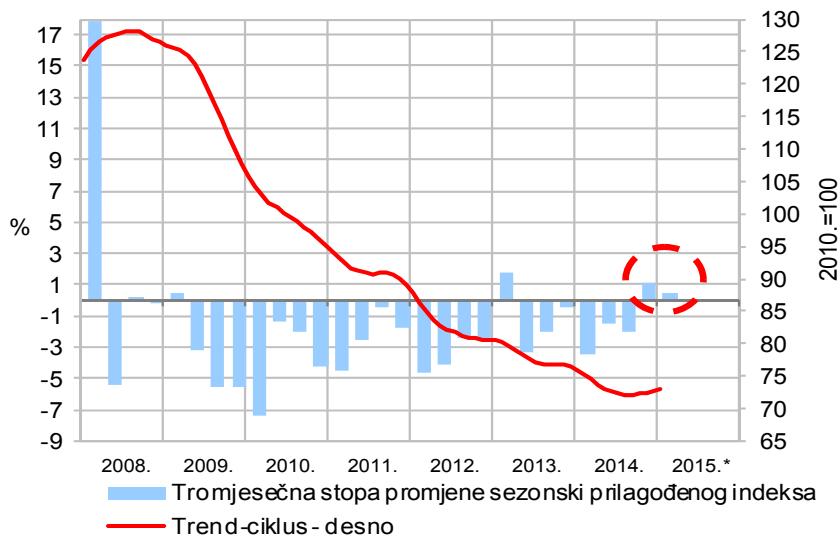
Slika 5. Realni promet u trgovini na malo



*Podatak za prvo tromjesečje 2015. odnosi se na siječanj i veljaču.

Izvori: DZS (sezonska prilagodba HNB)

Slika 6. Fizički obujam građevinskih radova



*Podatak za prvo tromjesečje 2015. odnosi se na siječanj i veljaču.

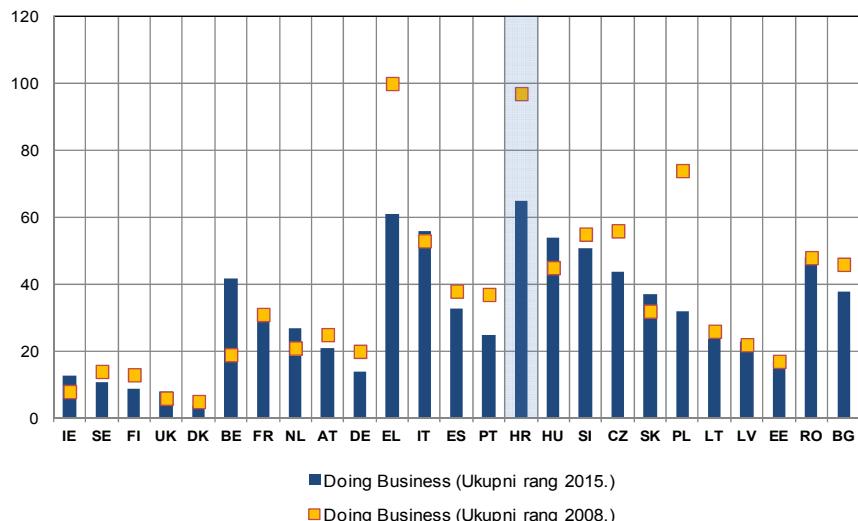
Izvori: DZS (sezonska prilagodba HNB)

Sukladno opisanim kretanjima te poboljšanju u međunarodnom okruženju izgledi za oporavak u 2015. i u narednim godinama nešto su povoljniji u odnosu na naša ranija očekivanja. Temeljni problemi, međutim, ostaju prisutni. Nepovoljna situacija na tržištu rada u vidu visoke nezaposlenosti kao i nastavak razduživanja stanovništva uvelike ograničavaju

oporavak osobne potrošnje. Nadalje, visoka i rastuća razina javnog duga i nužnost svođenja deficit-a na prihvatljivu razinu, između ostalog unutar procedure prekomjernog deficit-a, zahtijevaju snažniju fiskalnu prilagodbu u godinama koje su pred nama. U tom smislu za oporavak domaće potražnje ključan ostaje problem oporavka investicija. On će u prvom redu ovisiti o uspješnosti privlačenja inozemnih izravnih ulaganja, poglavito onih u djelatnostima međunarodno razmjenjivih dobara, ali i o dinamici povlačenja sredstava iz fondova EU-a. Konačno, struktura hrvatskog gospodarstva, u kojem izvoz sudjeluje s udjelom manjim od 40%, a sadrži i razmjerno visoku uvoznu komponentu, znači i da jačanje neto izvoza koje pozitivno doprinosi rastu BDP-a, za sada ima samo ograničen utjecaj na ukupan rast domaće ekonomije. Ono što ohrabruje je činjenica brze i uspješne prilagodbe izvoznog sektora ulasku u EU i izlasku iz CEFTA-a.

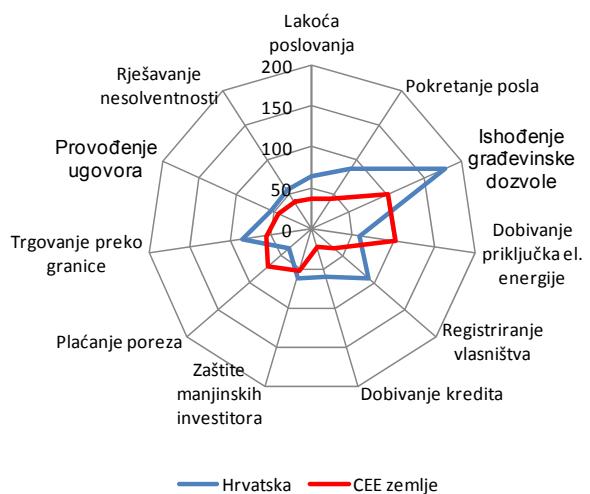
Dugoročno bi jedino provođenje strukturnih reforma u svrhu unaprjeđenja investicijskog i općenito poslovnog okružja moglo stvoriti prepostavke snažnijeg gospodarskog rasta. Iako je određeni napredak postignut, Hrvatska i dalje bitno zaostaje za drugim zemljama EU i, specifičnije, Srednje i Istočne Europe, pa je i prostor za daljnja poboljšanja znatan. Prema podacima Svjetske banke temeljem izvješća Doing Business 2008 i Doing Business 2015, Hrvatska je globalno ostvarila znatan napredak na ljestvici koja mjeri lakoću poslovanja, no među zemljama Europske unije i dalje se nalazi na nezavidnom posljednjem mjestu (Slika 7.). Tako Hrvatska prema izvješću Doing Business 2015 od usporedivih zemalja Srednje i Istočne Europe najviše zaostaje u procesima ishodenja građevinske dozvole i registriranju vlasništva što se može povezati s neefikasnošću javne uprave (Slika 8.). Slično potvrđuju i ostali pokazatelji poslovnog okruženja, poput indeksa globalne konkurentnosti (engl. *Global Competitiveness Index*) prema kojem su posebno izražene manjkavosti na tržištu roba i rada te je naglašena nedovoljna inovacijska sposobnost domaćih poduzeća (Slika 9.).

Slika 7. Doing Business rang 2008. i 2015.



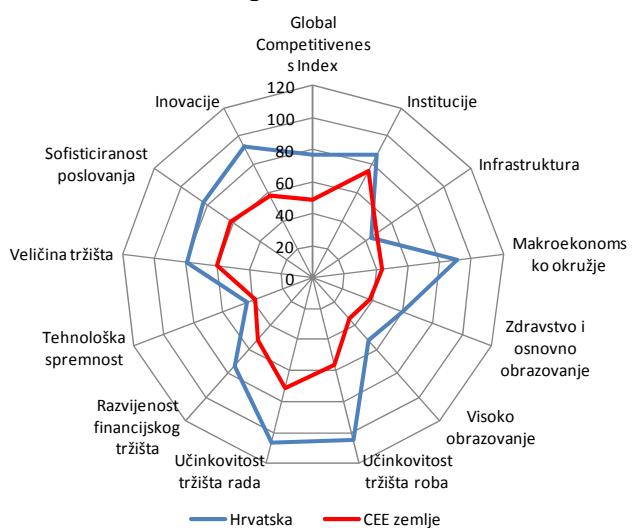
Napomena: Manji rang pokazuje bolju relativnu poziciju.
Izvor: World Bank, Doing Business 2015.

Slika 8. Doing Business rang 2015.



Izvor: World Bank, Doing Business 2015.

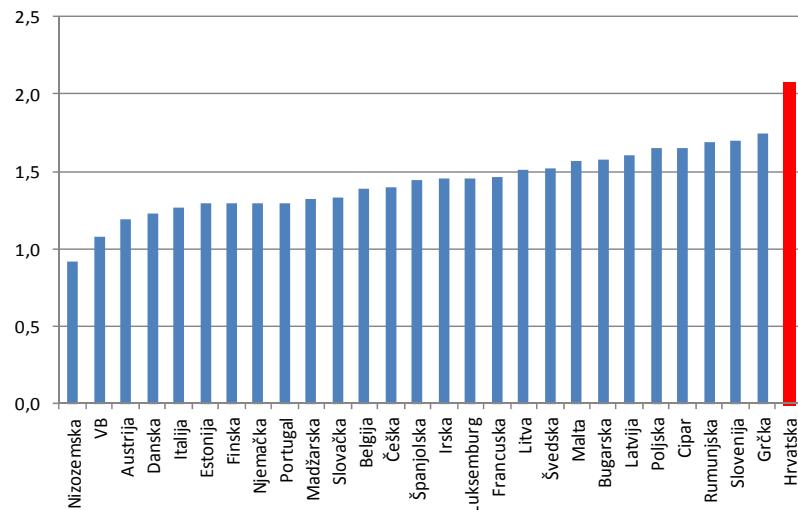
Slika 9. Global Competitiveness Index



Izvor: World Economic Forum, Global Competitiveness Report 2014-2015.

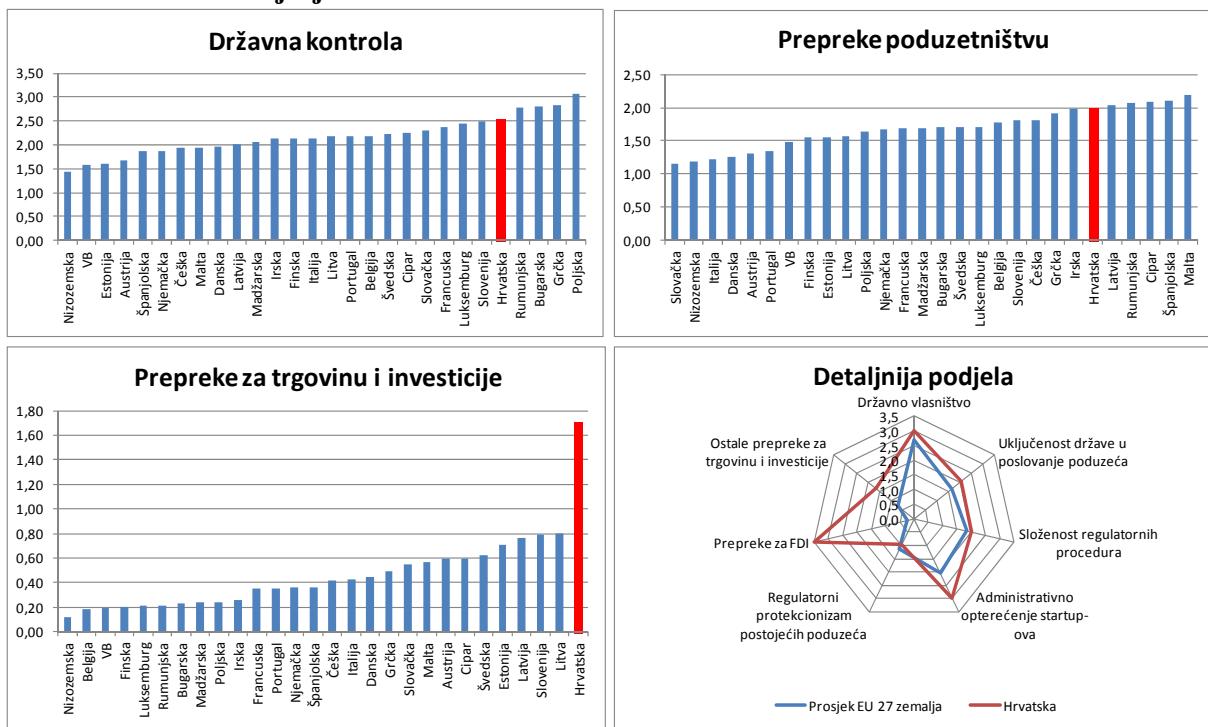
Prema indeksu regulacije tržišta proizvoda (engl. *Product Market Regulation index*), Hrvatska se ističe kao zemlja s najnepovoljnijim pokazateljem od svih zemalja članica EU-a (slike 10. i 11.). Izrazito negativna ocjena Hrvatske, temeljem PMR indeksa za 2013. godinu, velikim je dijelom posljedica snažnog uplitanja države u tržišne mehanizme putem pojačane državne kontrole. Sve zemlje Srednje i Istočne Europe obuhvaćene istraživanjem bilježe niže vrijednosti PMR pokazatelja u 2013., odnosno u prosjeku imaju niži stupanj regulacije tržišta proizvoda od Hrvatske.

Slika 10. Product Market Regulation (PMR) index



Izvor: OECD

Slika 11. PMR detaljnije



Izvor: OECD

2. Ekspanzivnost monetarne politike HNB-a

Orijentacija monetarne politike HNB-a u posljednjih petnaestak godina, za razliku od fiskalne politike, bila je izrazito protuciklička. To znači da je HNB u razdoblju prije krize vodio politiku obuzdavanja prekomjerne kreditne aktivnosti banaka koja je dovodila do neodrživog rasta osobne potrošnje i stvaranja vanjskih neravnoteža zemlje, visokoga inozemnog duga i manjka na tekućem računu platne bilance. Mnogobrojnim restriktivnim mjerama, koje su često nailazile na velike otpore domaćih i stranih subjekata, akumulirale su se rezerve likvidnosti za buduća razdoblja.

Od izbijanja finansijske krize HNB je djelovao izrazito ekspanzivno, kreiranjem primarnog novca i otpuštanjem pričuva, kao i nizom drugih poticajnih mjera. Tim je mjerama bankama otpušteno više od 12% BDP-a likvidnosti. Usporedbe radi, dok je u pretkriznom razdoblju 30% ukupne imovine banaka bilo immobilizirano regulatornim zahtjevima HNB-a, do danas je taj regulatorni trošak smanjen ispod 17% ukupne imovine banaka (Slika 12.). HNB je mjerama monetarne i makroprudencijalne politike, kroz oslobođanje kunske i devizne likvidnosti, uz istodobno osiguravanje dostatnosti međunarodnih pričuva, u uvjetima održavanja stabilnosti tečaja, očuvao finansijsku stabilnost zemlje u uvjetima smanjenih priljeva kapitala. Istodobno su u mnogim drugim zemljama Vlade sredstvima poreznih obveznika morale spašavati bankovne sustave, što u Hrvatskoj nije bio slučaj. Treba naglasiti da je to postignuto u izuzetno nepovoljnim uvjetima u odnosu na okruženje, budući je kumulativni pad BDP-a od kraja 2008. godine u Hrvatskoj bio drugi najveći, nakon Grčke. U isto vrijeme krediti poduzećima u Hrvatskoj su, do kraja prošle godine porasli za 10 postotnih poena u odnosu na kraj 2008. godine, dok su u eurozoni pali za 7,5 postotnih poena. To izvrsno ilustrira ograničene dosege monetarne politike u situaciji strukturnih neefikasnosti gospodarstva.

Slika 12. Pokazatelj monetarne politike HNB-a

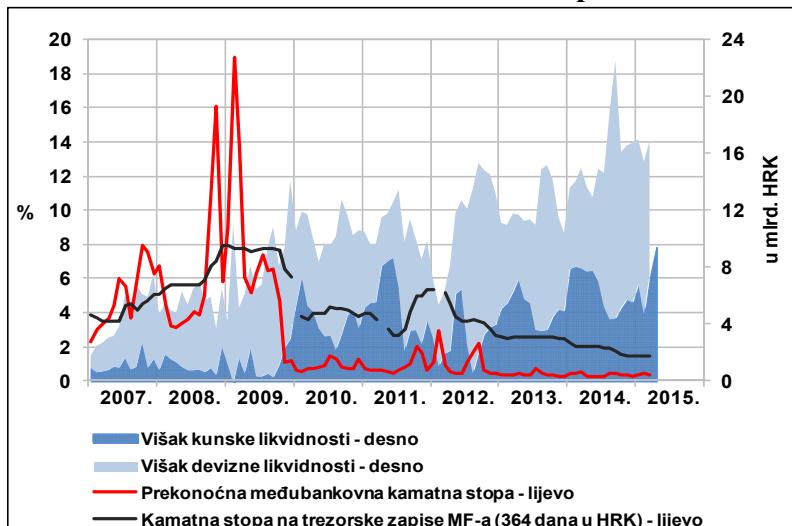


Napomena: Pokazatelj monetarne politike HNB-a izračunat je kao udio imovine kreditnih institucija koja se drži zbog regulative u ukupnoj aktivi kreditnih institucija. Imovina kreditnih institucija koja se drži zbog regulative uključuje obračunatu obveznu pričuvu u kunama, izdvojenu obveznu pričuvu u devizama, graničnu obveznu pričuvu, blagajničke zapise HNB-a i minimalno potrebna devizna potraživanja.

Izvor: HNB

Izrazita ekspanzivnost monetarne politike HNB-a najlakše se prepoznaće u rekordno visokoj likvidnosti bankovnog sustava. Prosječni višak kunske likvidnosti bankovnog sustava prije krize kretao se oko 1 mlrd. kuna, u razdoblju od 2009. do 2014. oko 4,2 mlrd. kuna, a trenutno premašuje 10 mlrd. kuna (Slika 13.). Tome treba pridodati i višak devizne likvidnosti banaka koji se trenutno kreće oko 1,2 mlrd. EUR (preko 9 mlrd. kuna). Ukupno gledajući, banke su krajem ožujka raspolagale s preko 5% BDP-a viška likvidnosti, što pet puta premašuje viškove likvidnosti u europodručju u odnosu na njihov BDP (Slika 14.).

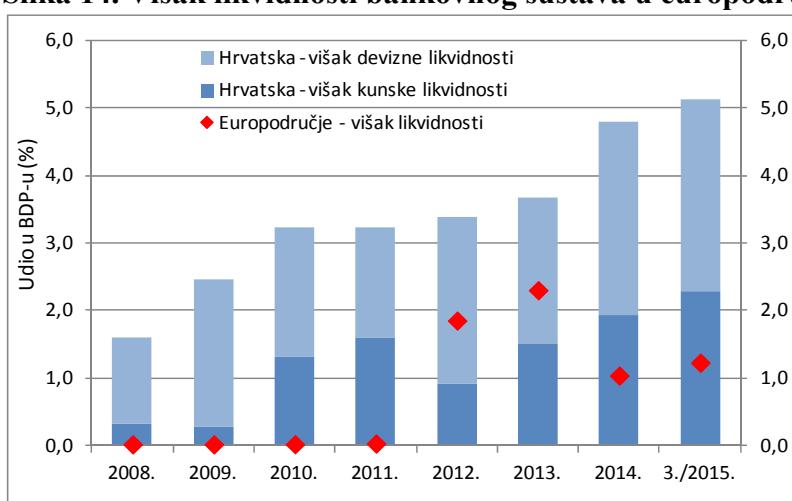
Slika 13. Likvidnost banaka i kamatne stope na domaćem finansijskom tržištu



Napomena: Višak kunske likvidnosti je razlika između stanja na računima za namirenje poslovnih banaka kod HNB-a i iznosa kojeg banke moraju održavati na tim računima prema obračunu obvezne pričuve. Višak devizne likvidnosti su likvidna devizna potraživanja veća od minimalno propisane razine Odlukom o minimalno potrebnim deviznim potraživanjima.

Izvor: HNB

Slika 14. Višak likvidnosti bankovnog sustava u europodručju i Hrvatskoj (u % BDP-a)

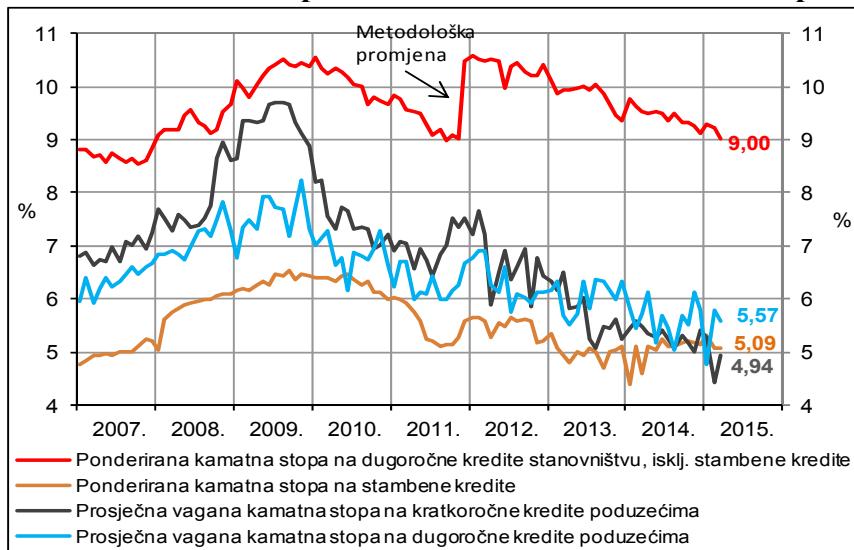


Napomena: Višak likvidnosti u eurozoni jest višak rezervi u odnosu na regulatorno zahtijevanu obveznu rezervu (eng. excess reserves). BDP za europodručje odnosi se na 19 zemalja članica, dok se podatak za višak likvidnosti odnosi na eurozonu promjenjivog sastava.

Izvori: ECB, Eurostat, HNB, DZS

Ekspanzivna monetarna politika polučila je pozitivne učinke u vidu poboljšanja uvjeta financiranja za domaća poduzeća, stanovništvo i državu. Kamatne stope na međubankovnom novčanom tržištu i prinosi na trezorske zapise Ministarstva finansija već se dulje vrijeme održavaju na povijesno niskim razinama (Slika 13.), pri čemu prinosi na trezorske zapise padaju već tri godine u nizu. Od kraja 2009. traje i postupni pad bankovnih kamatnih stopa na kredite stanovništvu i poduzećima (Slika 15.). Tako su se kratkoročne kamatne stope za poduzeća smanjile za gotovo 5 postotnih bodova, dok se prosječna kamatna stopa na stambene kredite spustila s 6,5% na 5,1%. Povoljna likvidnost djeluje i na ublažavanje kriterija za odobravanje kredita, što potvrđuju i rezultati redovne HNB-ove Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka (Slika 16.).

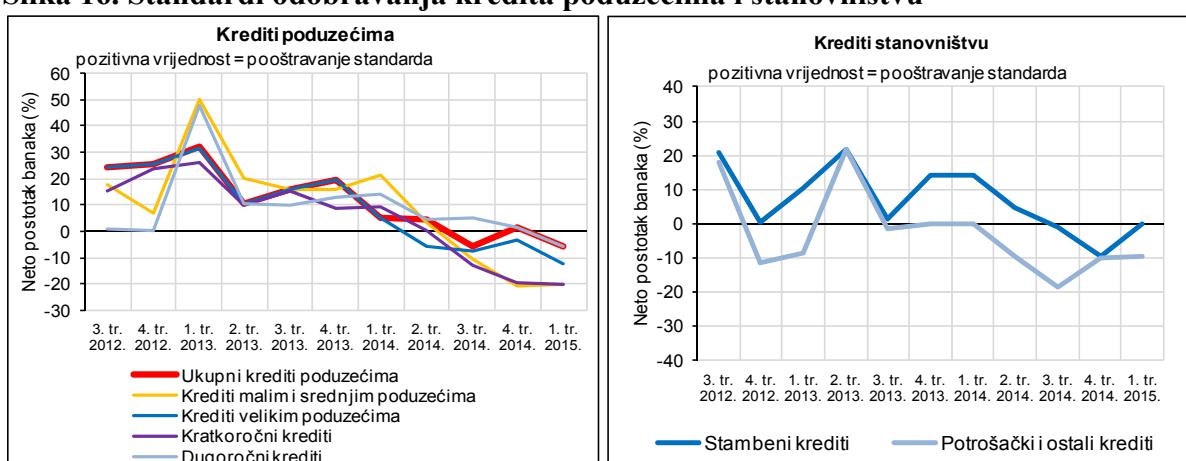
Slika 15. Kamatne stope na kredite banaka stanovništvu i poduzećima



Napomena: Posljednji dostupni podaci za kamatne stope su za ožujak 2015.

Izvor: HNB

Slika 16. Standardi odobravanja kredita poduzećima i stanovništvu



Napomena: Rezultati Ankete se iskazuju temeljem tzv. neto postotka odgovora banaka koji su ponderirani udjelom svake banke u pojedinoj skupini kredita. Neto postotak je razlika između udjela banaka koje su odgovorile da su se standardi odobravanja kredita pooštrili i udjela banaka koje su odgovorile da su se standardi ublažili. Isprekidane linije odnose se na očekivanja banaka za 2. tromjeseče 2015.

Izvor: HNB - Anketa o kreditnoj aktivnosti banaka

Unatoč izrazito visokoj likvidnosti i padu kamatnih stopa te ublažavanju standarda za odobravanje kredita, domaća kreditna aktivnost je slaba, što ukazuje da su čimbenici koji koče rast domaćih kredita izvan dosega monetarne politike. Oni su dijelom vezani za slabu potražnju za kreditima koju potiskuje preopterećenost poduzeća i stanovništva dugom, te njihova potreba za razduživanjem, kao i općenito niski poslovni i potrošački optimizam. Osim toga, u posljednje se vrijeme određeni broj poduzeća okreće i drugim izvorima financiranja, pretežito u inozemstvu, gdje su uvjeti financiranja trenutno iznimno povoljni (Tablica 1.). To su obično poduzeća bolje kreditne sposobnosti i finansijskih mogućnosti koja ionako imaju pristup inozemnim tržištima, dok se manja poduzeća moraju oslanjati na domaće bankovno tržište, gdje često imaju otežan pristup zbog svoje više rizičnosti, niske kapitalizirane i manjka kolaterala.

Sumarno, karakter monetarne politike HNB-a izrazito je ekspanzivan tijekom cijelog razdoblja krize, a u okviru postojećeg instrumentarija HNB raspolaže s dovoljno sredstava za nastavak vođenja takve politike. HNB će tu mogućnost, kada i ako to ocijeni potrebnim, i dalje koristiti.

Tablica 1. Ukupno financiranje poduzeća

	2011.	2012.	2013.	2014.	1.1.2015.- 31.3.2015.
Krediti domaćih kreditnih institucija poduzećima	7,0	-2,1	1,4	-4,3	0,7
u čemu: javna poduzeća	7,2	0,5	5,3	-18,6	8,9
privatna poduzeća	6,9	-2,3	0,9	-2,6	-0,1
Plasmani HBOR-a poduzećima	5,2	10,9	19,0	7,7	-
u čemu: javna poduzeća	-23,3	-22,1	-8,2	25,4	-
privatna poduzeća	21,5	22,8	25,2	4,7	-
Plasmani domaćih lizing kuća poduzećima	-12,8	-15,3	-12,2	-4,2	-
Inozemni dug poduzeća	1,5	2,2	-0,5	4,3	-
u čemu: javna poduzeća	-13,9	-14,9	-19,9	-7,1	-
privatna poduzeća	5,1	5,2	2,2	5,6	-
Ukupno financiranje poduzeća^a	2,3	-0,5	-0,3	0,8	-
u čemu: javna poduzeća (isključivo plasmane domaćih lizing kuća)	-7,3	-25,3	-11,0	-10,2	-
privatna poduzeća (isključivo plasmane domaćih lizing kuća)	4,1	0,9	1,0	1,9	-

^a Podaci se temelje na monetarnoj statistici i statistici inozemnog duga, a ne na finansijskim računima.

Ukupno financiranje = domaći plasmani kreditnih institucija + inozemni dug (uključujući dug prema vlasnički povezanim poduzećima i dug pretvoren u ulog) + ostalo domaće financiranje poduzeća (od HBOR-a i domaćih lizing kuća).

^b Jednokratni učinci obuhvaćaju učinak preuzimanja kredita brodogradilišta od strane Ministarstva financija, učinak transakcija jedne poslovne banke, koja je, radi smanjenja djelomično nadoknadivih i nenadoknadivih plasmana, prenijela dio svojih potraživanja na društvo u indirektnom vlasništvu banke majke (što je proizvodilo i smanjenje inozemnog duga te banke), stecaj Centar banke, metodološke promjene knjiženja naknada te učinak tečajnih promjena.

c Dezagregirani podaci o kreditima lizing kuća prema vrstama poduzeća nisu dostupni.

Izvori: HNB, HANFA, izračuni HNB-a

3. Program kvantitativnog popuštanja ESB-a i HNB

Posljednjih mjeseci sve se češće pojavljuju komentari i prijedlozi o potrebi uvođenja kvantitativnog popuštanja u Hrvatsku u obliku kakvog odnedavno provodi Europska središnja banka, te kakvog su provodili Fed i druge središnje banke prije nje. Stoga ovdje koristim priliku da još jednom naglasim suštinske razloge zašto to nije primjenjivo u hrvatskom slučaju.

Prvo, ekspanzivnost monetarne politike HNB ne postiže istim instrumentima kakvi se koriste u politikama kvantitativnog popuštanja najvećih središnjih banaka. Kvantitativno popuštanje koriste središnje banke koje svoju politiku primarno vode putem kanala kamatne stope, i to nakon što su iscrpljeni standardni kanali djelovanja, odnosno nakon što referentna kamatna stopa dosegne nultu razinu. U tom kontekstu, kvantitativno popuštanje u Hrvatskoj nije niti nužno, niti primjenjivo, niti poželjno. Zašto? Zato jer je struktura bilance HNB-a bitno drugačija, drugačija je i struktura domaćeg finansijskog sustava u odnosu na finansijske sustave velikih razvijenih gospodarstava te, konačno i najvažnije, jer HNB ima drugačiji okvir za provođenje monetarne politike koji se primarno oslanja na stabilnost tečaja domaće valute, što je temeljni kanal ostvarivanja našeg zakonskog mandata stabilnosti cijena i ukupne finansijske stabilnosti.

Nadalje, predlagati program kvantitativnog popuštanja kada su svi pokazatelji likvidnosti bankovnog sustava na povijesnim maksimumima, a kratkoročne kamatne stope na povijesnim minimumima, čini se potpuno bespotrebним. Da ponovim, višak likvidnosti u Hrvatskoj pet puta premašuje viškove likvidnosti u europodručju u odnosu na njihov BDP. Usto, HNB, za razliku od ESB-a, nije niti približno dosegнуla granice djelovanja konvencionalnim mjerama, te još uvijek ima prostora za ekspanzivnije djelovanje u sklopu postojećeg instrumentarija. Tu se ponajprije misli na obveznu pričuvu, koja u Hrvatskoj sada iznosi 12%, dok, usporedbe radi, u europodručju ona iznosi samo 1%. Ukupno gledajući, u Hrvatskoj je regulatornim zahtjevima trenutačno imobilizirano još više od 70 mlrd. kuna likvidnosti, ili više od 20% BDP-a.¹ Štoviše, labavljenje tih mjera nije ograničeno dodatnim rizicima za HNB, dok, primjerice, ESB kvantitativnim popuštanjem gomila vrijednosne papire u svojoj bilanci, čime se povećava i njezin kreditni rizik i otvara problem određivanja izlazne strategije. Osim toga dobro su poznati i rizici povezani s politikom kvantitativnog popuštanja od kreiranja mjehura na finansijskim tržištima, do posljedica dugoročne politike ultra-niskih kamatnih stopa na industriju osiguranja i mirovinskih fondova.

Valja istaknuti da su mogući kanali djelovanja kvantitativnog popuštanja na gospodarstvo u našem slučaju suvišni, nedjelotvorni, a u nekim slučajevima čak i opasni. Osnovni kanal djelovanja kvantitativnog popuštanja je putem učinaka na cijene finansijske imovine. Naime, kako je referentna kratkoročna kamatna stopa ESB-a već na nultoj razini, ESB nastoji potaknuti domaću potrošnju otkupom državnih i korporativnih obveznica na sekundarnom tržištu. Ideja kvantitativnog popuštanja koje se provodi kupnjom obveznica je da se nastoji djelovati na povećavanje cijena i smanjenje prinosa na te vrijednosne papire, a

¹ Malo više od polovine tog iznosa odnosi se na obveznu pričuvu, a ostatak na minimalno potrebna devizna potraživanja i, u manjoj mjeri, obvezne blagajničke zapise upisane od strane banaka.

posredno i na cijene ostalih vrsta imovine koje investitori smatraju supstitutima te time do smanjenja troškova financiranja.

Hrvatska već ima neizravne koristi od ovog kanala kroz smanjenje cijene inozemnog zaduživanja za državu i hrvatska poduzeća. S druge strane, uvjeti financiranja na domaćem tržištu se ionako postupno poboljšavaju zahvaljujući visokoj likvidnosti, a za značajniji pad domaćih kamatnih stopa nužne su promjene izvan dosega monetarne politike, a prije svega poboljšanje opće gospodarske klime i percepcije rizičnosti zemlje. Slaba razvijenost domaćeg tržišta kapitala i slabo oslanjanje na ne-kreditne oblike financiranja dodatno umanjuje potencijalnu učinkovitost koju bi politika kvantitativnog popuštanja mogla imati na finansijsku imovinu kod nas.

Konačno, tečajni kanal kvantitativnog popuštanja, koji se realizira kroz deprecijaciju domaće valute, u slučaju Hrvatske imao bi pogubne učinke na finansijsku stabilnost zemlje. ESB slabljenjem eura na svjetskim deviznim tržištima nastoji ograničiti deflacijske pritiske zbog rasta uvoznih cijena izraženih u drugim valutama, prvenstveno dolaru. Zapravo je do sada djelovanje kroz tečajni kanal i više izraženo od kanala promjene cijena finansijske imovine. Međutim, u Hrvatskoj stabilni tečaj kune prema euru kao nominalno sidro monetarne politike predstavlja temelj finansijske stabilnosti u zemlji i ostvarivanja našeg mandata održavanja stabilnosti cijena.

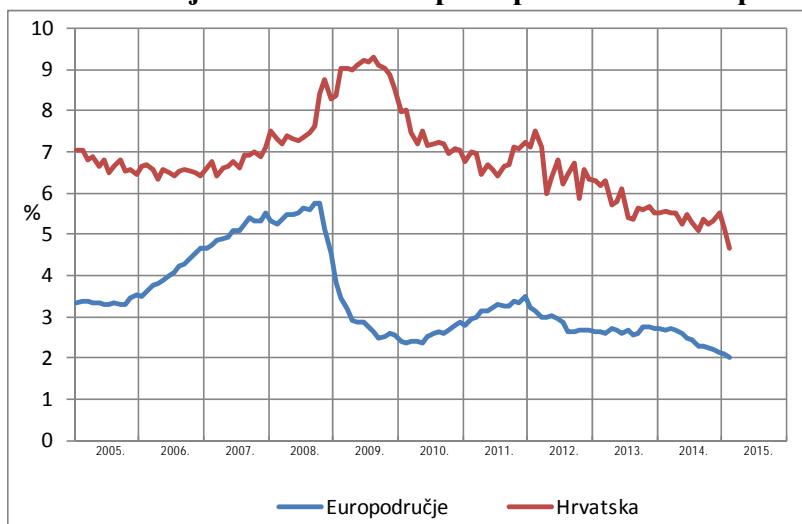
Zbog dobro poznatih razloga, prije svega izuzetno visoke razine euroizacije hrvatskog gospodarstva i visoke razine zaduženosti u eurima, deprecijacija tečaja kao kanal djelovanja kvantitativnog otpuštanja kod nas ne dolazi u obzir. Najbolji primjer učinaka deprecijacije je nedavno jačanje švicarskog franka koje je na bolan način pokazalo kako se tečajni rizici mogu materijalizirati u vidu povećanja tereta otplate dugova izraženih u devizama. Učinak deprecijacije kune u odnosu na euro imao bi višestruko pogubnije učinke.

Zaključno, program kvantitativnog popuštanja Europske središnje banke općenito bi mogao imati pozitivan utjecaj na hrvatsko gospodarstvo. To se prije svega odnosi na poboljšanje uvjeta financiranja na euro tržištu, a možda u kasnijoj fazi, ukoliko taj učinak bude ovisan o monetarnoj politici i rast inozemne potražnje iz europodručja. Istodobno, njegovo uvođenje ne iziskuje nikakve promjene monetarne politike koju provodi HNB, a koja je izuzetno ekspanzivna već duži niz godina.

4. Formiranje kamatnih stopa i rizičnost zemlje

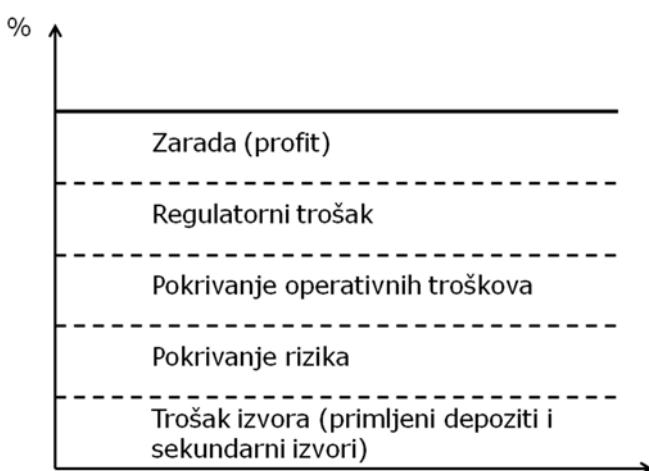
Iako je pad kamatnih stopa u Hrvatskoj u nekim slučajevima bio i izraženiji nego u europodručju², njihova je razina i dalje za preko 2 postotna boda viša nego u europodručju (Slika 17.). To potvrđuje da formiranje kamatnih stopa ne ovisi samo o monetarnom okružju na kojem djeluju središnje banke (između ostalog i preko regulatornog troška), nego i o drugim činiteljima kao što su trošak izvora sredstava (kamata koju banke plaćaju na depozite i ostale izvore), rizičnost plasmana, operativni trošak, te u konačnici zarada (Slika 18.). I dok je većina tih činitelja u recentnom razdoblju djelovala na pad kamatnih stopa, premija za pokrivanje rizika i dalje je visoka i nije se značajnije smanjivala. Uz rizičnost svakog pojedinog klijenta, tom premijom nastoji se pokriti i rizik zemlje u kojoj poduzeća i stanovništvo privređuju.

Slika 17. Prosječne kamatne stope za poduzeća u europodručju i Hrvatskoj



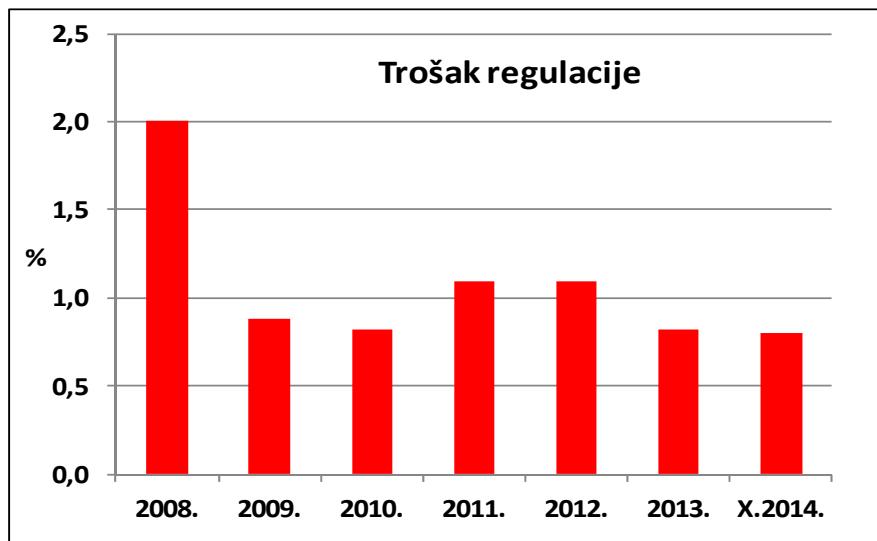
Izvori: ESB, HNB

Slika 18. Čimbenici formiranja kamatnih stopa



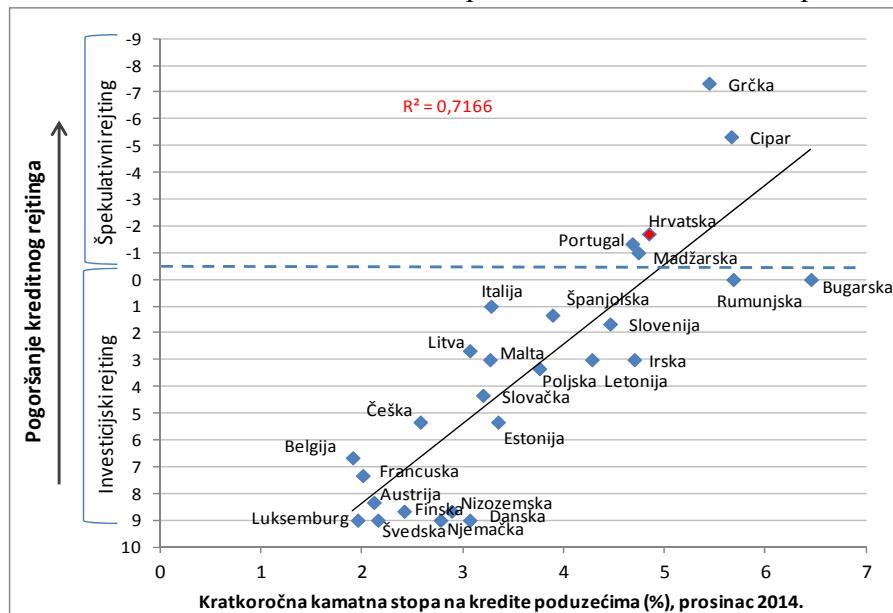
² Primjerice, kod kredita poduzećima kamatne stope u Hrvatskoj su pale za 4,6 postotnih bodova u odnosu na njihov vrhunac, a u europodručju za 3,8 p.b.

Slika 19. Regulatorni trošak



Stoga su kamatne stope uvelike povezane s rizikom zemlje u kojoj banke posluju. Taj se rizik izravno odražava na kreditni rejting zemlje, a kao što znamo, za Hrvatsku je on iznimno pogoršan u razdoblju krize. Korelacija između rejtinga zemlje i kamatnih stopa najbolje se vidi kod kamatnih stopa na kratkoročne kredite poduzećima (Slika 20.) i kod stambenih kredita (Slika 21.), a nešto slabije kod potrošačkih kredita (Slika 22.). Pritom usporedba kamatnih stopa i rejtinga ukazuje na to da su kamatne stope za kredite stanovništvu u Hrvatskoj čak i nešto niže nego što bi kreditni rejting zemlje to implicirao.

Slika 20. Veza između kamatnih stopa na kratkoročne kredite poduzećima i kreditnog rejtinga

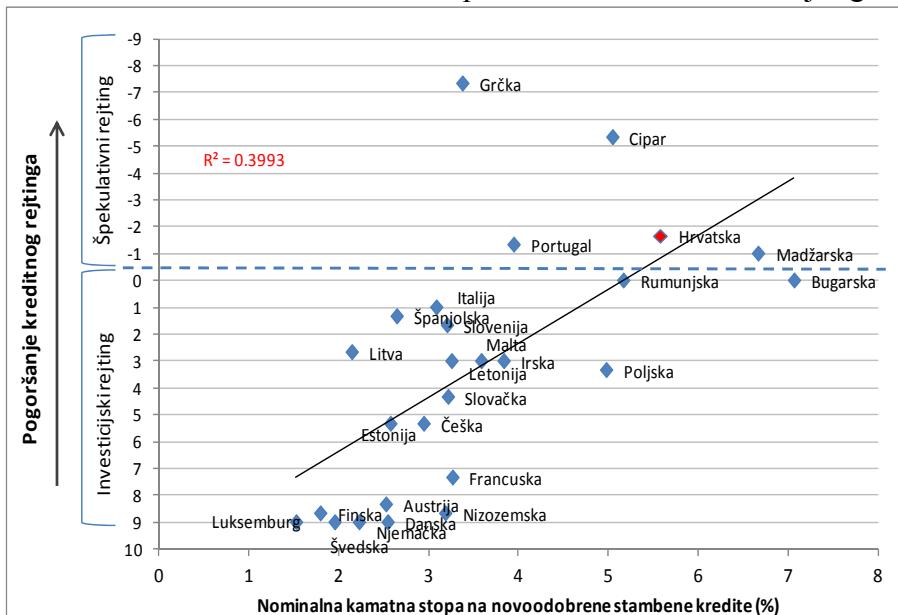


Napomene: Rejting je prikazan kao prosjek numeričkih vrijednosti rejtinga triju agencija (Fitch, Moody's i Standard & Poor's). Numeričke vrijednosti pokazuju koliko je po pojedinoj agenciji pojedina država iznad/ispod investicijskog rejtinga BBB-/Baa3. Rejting poprima vrijednosti od -9 do 9, pri čemu -9 označava najniži špekulativni rejting (C kod Fitch i Moody's, te R kod S&P), a 9 označava najbolji mogući rejting (AAA).

kod Fitch i S&P te Aaa kod Moody's). Kamatne stope odnose se na novoodobrene kredite nefinancijskim poduzećima, s ročnošću do 1 godine i iznosom do 1 mil. EUR.

Izvori: ESB, Bloomberg

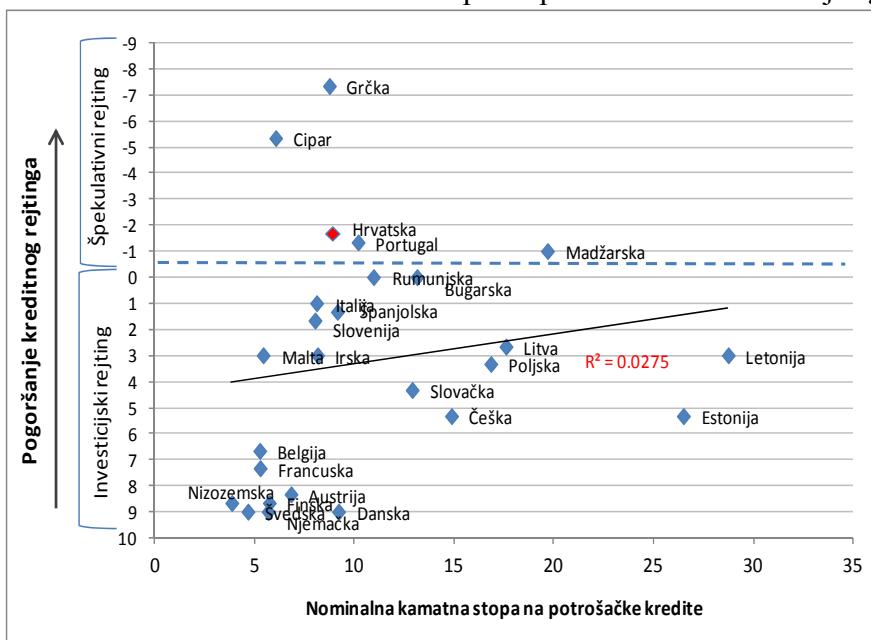
Slika 21. Veza između kamatnih stopa na stambene kredite i rejtinga



Napomene: Rejting je prikazan kao prosjek numeričkih vrijednosti rejtinga triju rejting agencija (Fitch, Moody's i Standard & Poor's). Numeričke vrijednosti pokazuju koliko je po pojedinoj agenciji pojedina država iznad/ispod investicijskog rejtinga BBB-/Baa3. Rejting poprima vrijednosti od -9 do 9, pri čemu -9 označava najniži špekulativni rejting (C kod Fitch i Moody's, te R kod S&P), a 9 označava najbolji mogući rejting (AAA kod Fitch i S&P te Aaa kod Moody's). Kamatne stope se odnose na novoodobrene stambene kredite svih ročnosti i valuta u prosincu 2014.

Izvori: ESB, Bloomberg

Slika 22. Veza između kamatnih stopa na potrošačke kredite i rejtinga



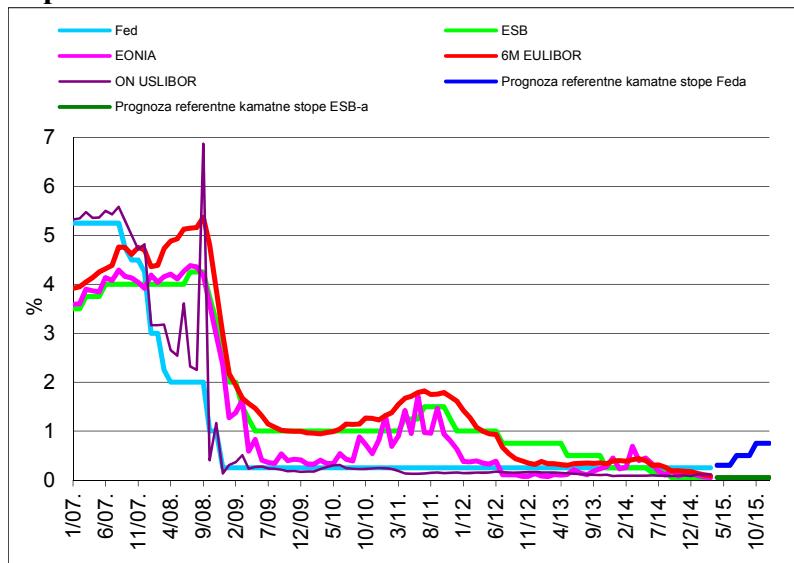
Napomene: Rejting je prikazan kao prosjek numeričkih vrijednosti rejtinga triju rejting agencija (Fitch, Moody's i Standard & Poor's). Numeričke vrijednosti pokazuju koliko je po pojedinoj agenciji pojedina država iznad/ispod investicijskog rejtinga BBB-/Baa3. Rejting poprima vrijednosti od -9 do 9, pri čemu -9 označava najniži špekulativni rejting (C kod Fitch i Moody's, te R kod S&P), a 9 označava najbolji mogući rejting (AAA kod Fitch i S&P te Aaa kod Moody's). Kamatne stope se odnose na novoodobrene potrošačke kredite, isključujući revolving kredite i minuse na tekućim računima, u prosincu 2014.

Izvori: ESB, Bloomberg

5. Učinak inozemnih kamatnih stopa i rizika

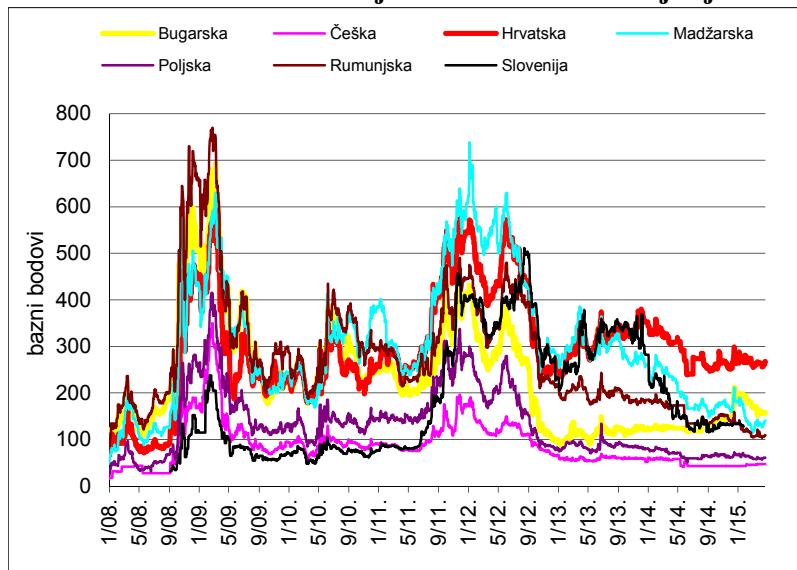
Premije za rizik za europske države i za banke smanjene su gotovo na predkriznu razinu, a kamatne stope u europodručju nalaze se na povijesno niskim razinama (slike 23., 24. i 25.). Takva kretanja ponajprije su rezultat ekspanzivne monetarne politike ESB-a, relativno pozitivno ocijenjenih rezultata testiranja otpornosti na stres i ispitivanja kvalitete imovine banaka te gospodarskog oporavka većine zemalja EU i nastavka fiskalne konsolidacije u perifernim zemljama europodručja.

Slika 23. Ključne kamatne stope glavnih središnjih banaka i vodeće tržišne kamatne stope



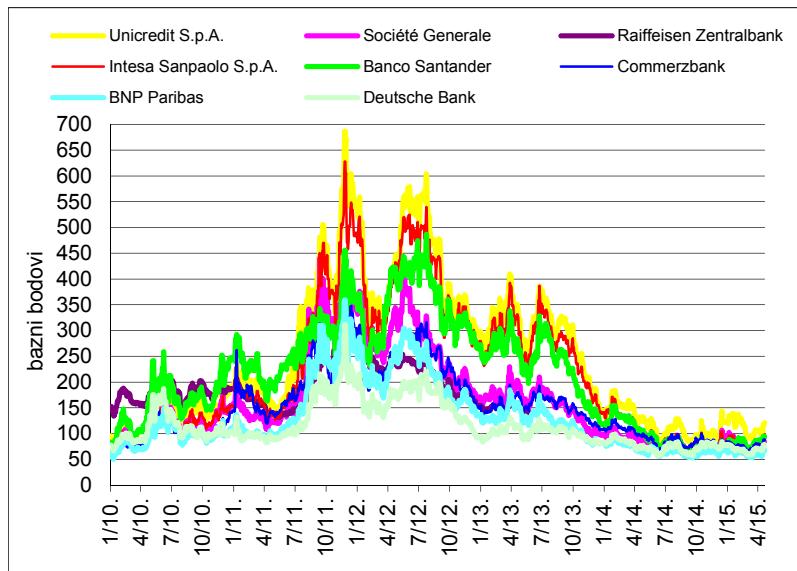
Izvori: Fed; ESB; Bloomberg

Slika 24. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za petogodišnje obveznice odabralih zemalja s tržištima u nastajanju



Izvor: Bloomberg

Slika 25. Kretanje premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS) za petogodišnje obveznice odabralih banaka



Izvor: Bloomberg

No, produljeno vrijeme iznimno blagih uvjeta na finansijskim tržištima uslijed trenutnog obilja likvidnosti rezultira povećanom opasnošću od prekomjernog preuzimanja rizika, što se manifestira kroz rast cijena finansijske imovine uz istodobno smanjivanje premija za rizik na razine koje potencijalno nisu opravdane fundamentima.

U slučaju vanjskog šoka, poput materijalizacije geopolitičkih rizika povezanih sa zbivanjima u Ukrajini i Bliskom Istoku, neočekivanih promjena u monetarnoj politici vodećih svjetskih središnjih banaka ili nepovoljnog ishoda pregovora EU i Grčke, moglo bi doći do ponovnog značajnog zaoštravanja uvjeta financiranja na finansijskim tržištima, što bi se kroz porast

premija za rizik i troškova zaduživanja nepovoljno odrazilo na zemlje s izraženim vanjskim neravnotežama, među kojima se posebno ističe Hrvatska. Na ovaj rizik HNB upozorava već neko vrijeme (FS13, FS14).

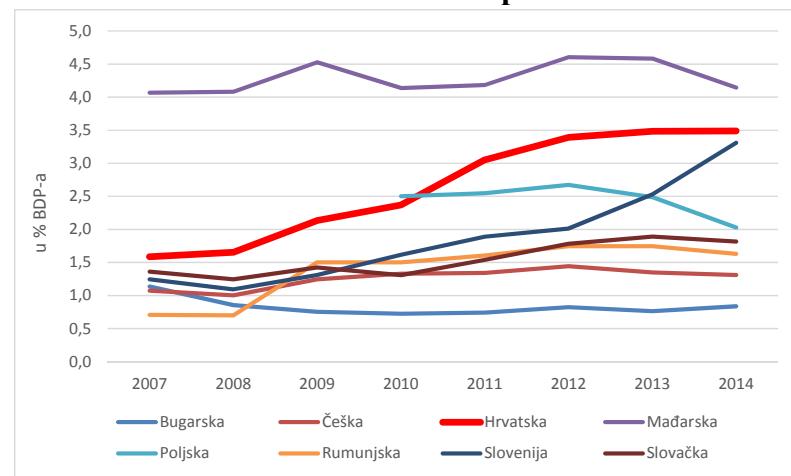
Naime, unatoč smanjenju globalne nesklonosti prema riziku i trendu smanjivanja premije za rizik za većinu zemalja, Hrvatska po njenoj visini i dalje negativno odskače u odnosu na usporedive zemlje. **Najvažniji razlozi nepovoljne percepcije rizika Hrvatske su visoka razina inozemnog duga, brzorastući javni dug, izostanak gospodarskog oporavka te s time povezana usporena fiskalna konsolidacija, kao i odgađanje strukturnih reformi koje narušava vjerodostojnost ekonomske politike.**

Zbog ranjivosti u domaćoj ekonomiji, rast kamata na svjetskom tržištu značajno utječe na trošak financiranja države, odnosno izdvajanja za kamate na državni dug – tzv. snowball effect.

6. Snowball efekt

Državni rashodi za kamate (u % BDP-a) u proteklih su nekoliko godina znatno porasli i približavaju se razini od 4% BDP-a. Danas višu razinu kamatnih rashoda u Europskoj uniji imaju samo Italija, Grčka, Irska i Mađarska. Takva su kretanja odraz porasta razine javnog duga, dok je istodobno prosječni trošak zaduživanja smanjen, uslijed ranije spomenutih vanjskih činitelja. U srednjoročnom se razdoblju, međutim, očekuje rast kamatnih stopa na globalnom finansijskom tržištu što će intenzivirati nepovoljne trendove. U takvoj situaciji fiskalna će prilagodba biti dodatno otežana, a anticiklično djelovanje fiskalne politike onemogućeno.

Slika 28. Kamatni rashodi sektora opće države



Napomena: Podatak za 2014. za Hrvatsku nije u potpunosti usporediv s ranijim godinama.

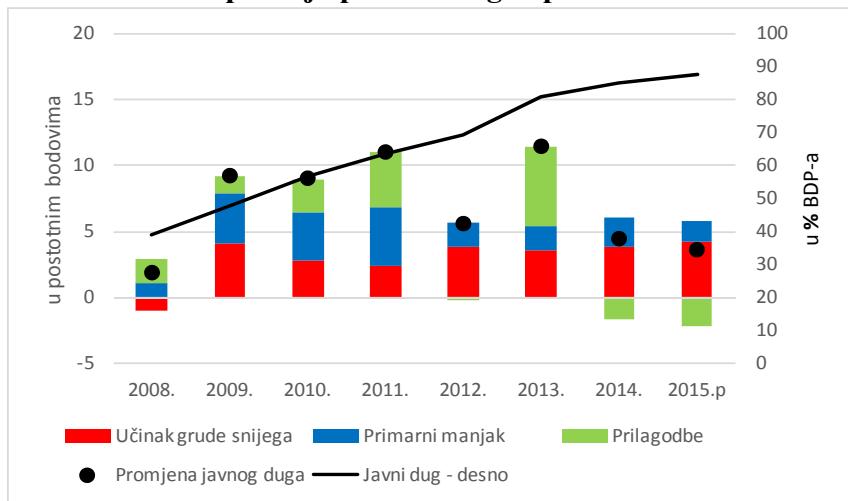
Izvor: AMECO

Nadalje, promjena kamatnih stopa utječe na relativnu zaduženost države kroz takozvani učinak grude snijega (engl. *snowball effect*). Učinak grude snijega proizlazi iz interakcije

između diferencijala kamatne stope na dug i gospodarskog rasta s jedne strane i razine javnog duga (u % BDP-a) s druge. Ukoliko je spomenuti diferencijal pozitivan, kao što je to u slučaju Hrvatske, putanja javnog duga biti će neodrživa (eksplozivna) čak i kada sektora države ne bi generirao deficit.

Analiza fiskalnih kretanja pokazuje kako učinak grude snijega može objasniti gotovo polovinu porasta javnog duga u proteklom šestogodišnjem razdoblju, a isti će učinak u velikoj mjeri odrediti i dinamiku javnog duga u narednom razdoblju (Slika 29.). Jednostavni račun najbolje pokazuje ozbiljnost trenutne situacije čak i bez promjene kamatnih stopa na globalnom finansijskom tržištu. Naime, kako bi zaustavila rast javnog duga koji se približio razini od 90% BDP-a Hrvatska bi do kraja 2017. morala ostvariti kumulativni primarni deficit od preko 7% BDP-a odnosno oko 25 mlrd. kuna. Simulacija porasta implicitne kamatne stope na nova zaduženja za 1 postotni bod do 2017. povećava ovaj iznos za oko 4 mlrd. kuna. Trenutne projekcije međutim govore kako bi do 2017. mogao biti generiran kumulativni primarni deficit od oko 10 mlrd. kuna. Nepovoljan učinak grude snijega na dinamiku javnoga duga mogao bi se još povećati do 2020. godine, pri čemu bi se u slučaju porasta kamatnih stopa za jedan postotni bod on kumulativno povećao u odnosu na osnovni scenarij za gotovo 14,0 mlrd. kuna.

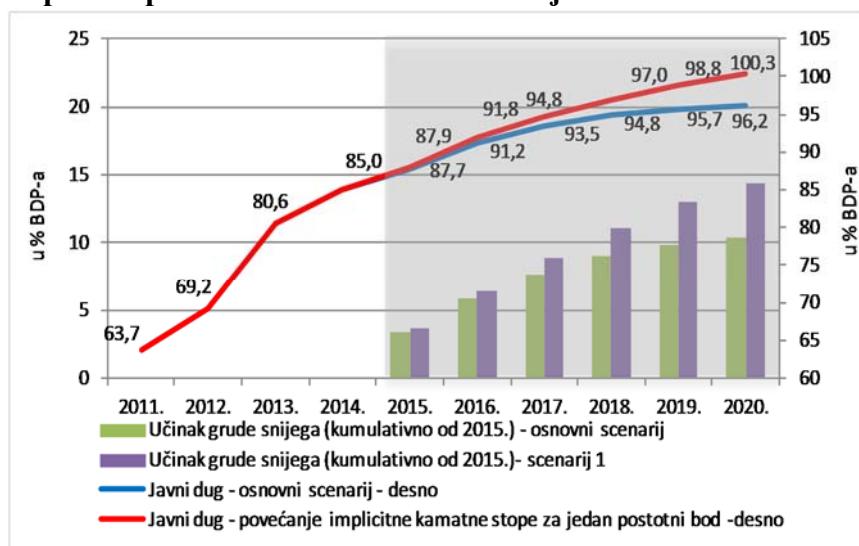
Slika 29. Dekompozicija porasta duga opće države RH



Izvori: DZS, izračun HNB-a

Simulacija ukazuje na visoku osjetljivost duga na promjenu kamatnih stopa u dužem roku i naglašava potrebu za provođenjem strukturnih reformi. Na taj način država može utjecati na smanjenje percepcije rizičnosti zemlje i viši rast BDP-a te tako ublažiti utjecaj rasta referentnih kamatnih stopa čije je kretanje van njegove kontrole.

Slika 30. Dug opće države i učinak grude snijega, simulacija porasta implicitne kamatne stope za 1 postotni bod na nova zaduženja



Napomena: Osnovni scenarij do 2017. slijedi posljednju službenu projekciju, dok je za naredne godine pretpostavljen uravnoteženi primarni saldo, postepeno povećanje gospodarskog rasta i zadržavanje implicitne kamatne stope na razini 2017. godine. Simulacija stresnih uvjeta odnosi se isključivo na porast implicitne kamatne stope za 1 postotni bod, dok su ostale varijable jednake kao u osnovnom scenariju.

Zahvaljujem!