

# Kvantitativno zaoštavanje i uvjeti financiranja u europodručju - slučaj Hrvatske

---

**Bošnjak, Luka**

**Undergraduate thesis / Završni rad**

**2023**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **Libertas International University / Libertas međunarodno sveučilište**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:223:986328>

*Rights / Prava:* [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-03-09**



*Repository / Repozitorij:*

[Digital repository of the Libertas International University](#)



**LIBERTAS MEĐUNARODNO SVEUČILIŠTE**

**ZAGREB**

**LUKA BOŠNJAK**

**ZAVRŠNI RAD**

**KVANTITATIVNO ZAOŠTRAVANJE I UVJETI**

**FINANCIRANJA – SLUČAJ HRVATSKE**

**Zagreb, listopad 2023.**

**LIBERTAS MEĐUNARODNO SVEUČILIŠTE**

**ZAGREB**

**PREDDIPLOMSKI SVEUČILIŠNI STUDIJ**

**MEĐUNARODNO POSLOVANJE**

**KVANTITATIVNO ZAOŠTRAVANJE I UVJETI FINANCIRANJA U**

**EUROPODRUČJU – SLUČAJ HRVATSKE**

**KANDIDAT: Luka Bošnjak**

**KOLEGIJ: Monetarna ekonomija**

**MENTOR: izv.prof.dr.sc. Ante Samodol**

**Zagreb, listopad 2023.**

## IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Ja, Luka Bošnjak, svojim potpisom jamčim da je ovaj završni rad rezultat isključivo mojega vlastitog rada, da se temelji na mojim istraživanjima te da se oslanja na objavljenu literaturu kao što to pokazuje popis korištene literature.

Izjavljujem da nijedan dio završnog rada nije prepisan iz necitiranog rada te da nijedan dio rada ne krši bilo čija autorska prava.

U Zagrebu, listopad 2023.

Mentor:

---

Student:

---

## SADRŽAJ

1. UVOD.....	1
1.1. Predmet i cilj istraživanja.....	1
1.2. Istraživačka pitanja.....	1
1.2.1. Kakva je dinamika rasta ključnih kamatnih stopa.....	1
1.2.2. Kakva je korelacija između rasta kamatnih stopa i inflacije.....	1
1.2.3. Kakva je interakcija Euribora i kredita privatnom sektoru.....	1
1.2.4. Postoji li korelacija između gospodarskog rasta i monetarnog zaoštavanja.....	1
1.3. Metode istraživanja.....	2
1.4. Pregled literature.....	2
2. GOSPODARSKA KRETANJA I INFLATORNI PRITISCI.....	3
2.1. Gospodarska aktivnost.....	3, 4, 5
2.2. Inflacija i komponente inflacije.....	6, 7
2.3. Korporativni profiti i tržište rada.....	7, 8, 9
3. ZAOŠTRAVANJE MONETARNE POLITIKE.....	10
3.1. Ponuda novca i ključne kamatne stope ESB-a.....	10, 11, 12, 13, 14
3.2. Što je s nestandardnim mjerama ESB-a.....	14, 15, 16, 17
3.3. Kamatne stope na kredite i standardi odobravanja kredita.....	17, 18, 19, 20
4. KAMATNE STOPE I TRŽIŠTE KAPITALA.....	21
4.1. Prinosi na državne obveznice.....	21, 22
4.2. Prometi na dioničkom tržištu.....	22, 23, 24
5. INTERAKCIJA POLITIKE ZAOŠTRAVANJA I FINANCIJSKOG SEKTORA.....	25
5.1. Odnos kamatnih stopa i inflacije.....	25, 26, 27
5.2. Interakcija novih kamatnih stopa i dinamike kreditiranja.....	27, 28, 29, 30
5.3. Kamatne stope i stope rasta BDP-a.....	30,31
6. REZULTATI ANALIZE.....	32, 33, 34, 35
7. ZAKLJUČAK.....	36
LITERATURA.....	37

Popis slika.....	38
Popis grafikona.....	38
Popis tablica .....	38

## **1. UVOD**

U ovom radu obrađivala se tema kvantitativnog zaoštavanja i uvjeta financiranja u europodručju, na slučaju Republike Hrvatske. Inflacijska kriza uzrokovana pandemijom virusa Covid-19 i produžena odnosno produbljena oružanim sukobom Ukrajine i Rusije, bila je početak značajnih i povijesnih promjena u djelovanju Europske središnje banke na monetarni sustav europodručja. Podizanjem ključnih kamatnih stopa na najviše povijesne razine ESB je djelovao na cjelokupan financijski sustav te je došlo do prelijevanja učinaka na monetarne sustave svake države ponaosob. Istraživanje je usmjereno na prelijevanje učinaka na hrvatski monetarni sustav i način na koji hrvatsko financijsko tržište reagira na iste promjene. Provedenim istraživanjem traženi su podaci o dinamici rasta ključnih kamatnih stopa i korelaciji između kamatnih stopa i inflacije. Sektor kućanstva je naj osjetljiviji na promjene monetarne politike stoga je u radu obrađena interakcija Euribora i kredita privatnom sektoru.

### **1.1 Predmet i cilj istraživanja**

Predmet i cilj rada usmjereni su na promatranje i analizu kvantitativnog zaoštavanja ESB-a i njegovog utjecaja na uvjete financiranja u europodručju. Rad se temelji na promatranju i analizi monetarnih promjena i prelijevanju istih na monetarni sustav Republike Hrvatske. Naglasak je stavljen na promjenu ključnih kamatnih stopa i sve procese koji su zahvaćeni promjenama istih.

### **1.2. Istraživačka pitanja**

Shodno predmetu i cilju istraživanja rada, postavljena su sljedeća istraživačka pitanja:

1. Kakva je dinamika rasta ključnih kamatnih stopa?
2. Kakva je korelacija između rasta kamatnih stopa i inflacije?
3. Kakva je interakcija Euribora i kredita privatnom sektoru?
4. Postoji li korelacija između gospodarskog rasta i monetarnog zaoštavanja?

### **1.3. Metode istraživanja**

Tijekom izrade završnog rada korištene su različite vrste izvora podataka te je korištena literatura različitih autora koji su istraživali i pisali o istoj ili sličnoj tematici. Kao relevantan izvor statističkih podataka korišteni su izvještaji Europske središnje banke i Hrvatske narodne banke, Državnog zavoda za statistiku kao i drugih monetarnih i financijskih institucija. U radu su korištene i različite analize, sinteze, deskriptivne i inferencijalne statistike.

### **1.4. Pregled literature**

U izradi rada korištena je različita literatura financijskih institucija, statističkih zavoda, stručnih članaka kao i poslovnih portala i časopisa. Korištena je literatura Hrvatske narodne banke, financijske statistike i statistike o kretanju kamatnih stopa, kao i redovne mjesečne publikacije poput Biltena i Financijske stabilnosti. Europska središnja banka služila je kao izvor podataka i statistika vezanih uz APP, a korištene su statistike i redovita priopćenja za javnost. Statistike vezane za Republiku Hrvatsku preuzete su sa Državnog zavoda za statistiku. To su podaci poput kretanja inflacije i kretanja gospodarskog rasta. Iz drugih izvora, poput članaka i financijskih portala, preuzeti su podaci i priopćenja važna za usporedbu i interpretaciju podataka.



## **2. GOSPODARSKA KRETANJA I INFLATORNI PRITISCI**

U navedenom dijelu rada promatrat će se gospodarska kretanja i inflatorni pritisci europodručja i njihovo prelijevanje na monetarni i financijski sustav Republike Hrvatske. U svakom od sljedeće navedenih potpoglavlja početak će se sa objašnjenjem temeljnog pojma i nastaviti sa analizom i sintezom podataka. Analizirat će se gospodarska aktivnost, inflacija i korporativni profiti te tržište rada.

### **2.1. Gospodarska aktivnost**

Gospodarska aktivnost predstavlja bilo koji oblik aktivnosti kojim se roba ili usluga proizvodi, posreduje ili prodaje da bi se zadovoljila potreba ili želja. U širem kontekstu, gospodarska ili ekonomska aktivnost predstavlja sve industrijske, trgovinske, financijske i druge aktivnosti i procese u kojima se obavlja razmjena između svih sudionika gospodarstva. Promatrajući euro područje u prvom tromjesečju 2023. godine, može se uvidjeti kako dolazi do oporavka gospodarstava i povećanju razine gospodarskih aktivnosti. Pad troškova energije i normalizacija dostavnih lanaca pridonijeli su oporavku industrijske proizvodnje, koja je u siječnju iznosila 0,7%, ali koja nije bila ujednačena unutar euro područja. Rast je bio primjetniji u Njemačkoj, dok su zemlje poput Španjolske, Italije a posebice Francuske bile pogođene padom industrijske proizvodnje. Iako manje od očekivanog, za 0,3% u odnosu na prosinac porastao je i promet u trgovini na malo. Takva se aktivnost može pripisati smanjenoj osobnoj potrošnji uzrokovanoj visokom stopom inflacije i padu realnih dohodaka uzrokovanih istom. Od prosinca, prema kraju promatranog tromjesečja, stopu inflacije potrošačkih cijena europodručja zahvatio je intenzivirani pad uslijed pada cijene energenata. U veljači je stopa iznosila 8,5% te se u ožujku stopa spustila na 6,9%.

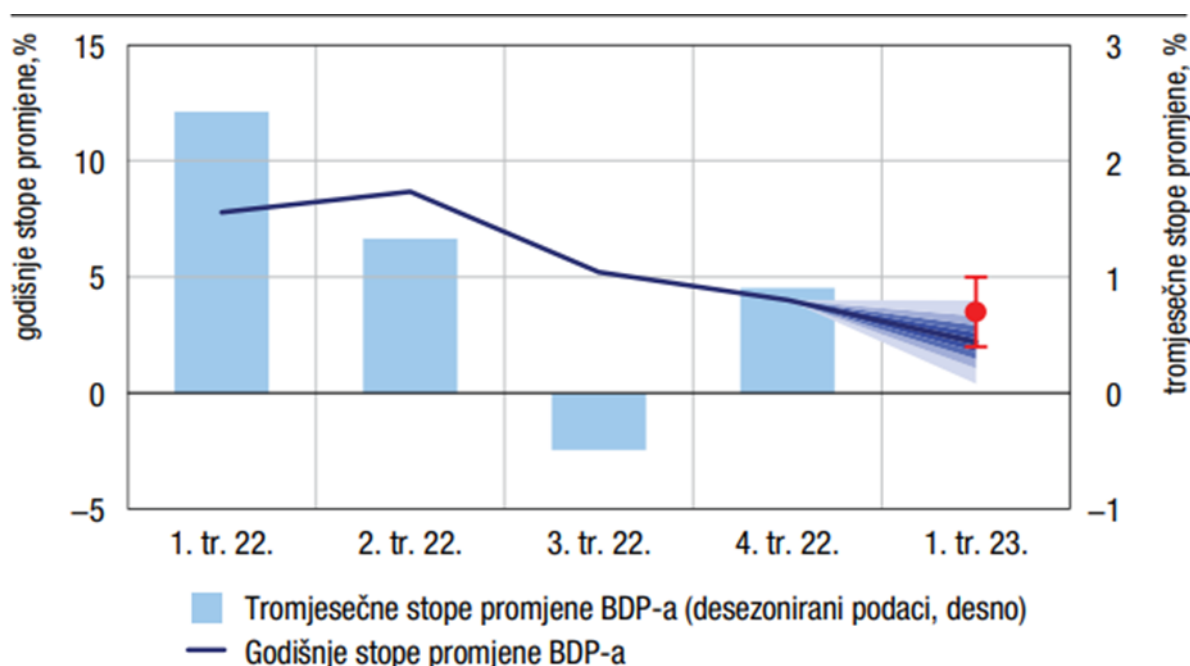
Prema dostupnim podacima i analizama HNB-a primjećuje se kako se projekcija rasta za Republiku Hrvatsku nije zamjetnije promijenila u odnosu na prethodnu službenu projekciju. Ono što se je u projekciji izdanoj u travnju 2023. izmijenilo bila su projicirana kretanja glavnih sastavnica BDP-a. Projekcija je iznijela povoljnija kretanja investicija i izvoza robe i usluga u odnosu na prethodnu projekciju, a došlo je i do revidiranja rasta osobne potrošnje na niskih 0,5%, uzevši u obzir snažan pad krajem 2022. U drugom dijelu godine predviđa se postepen rast osobne potrošnje zbog kontinuiranog rasta realnih plaća zbog očekivanog pada stope inflacije. U gospodarskim aktivnostima hrvatske u različitim je sektorima i industrijama došlo i do različitih stopa rasta. Uvjetovano naglašenim rastom proizvodnje energije,

industrijska se proizvodnja u veljači nastavila relativno snažno povećavati na mjesečnoj razini. U odnosu na prosinac, građevinska se aktivnost nakon snažnog rasta u 4. tromjesečju prethodne godine zamjetno smanjila, a u taj pad uklopio se i pad izgradnje zgrada i drugih građevina pod utjecajem promjena u investicijskim aktivnostima javnog sektora. Indikatori na tržištu rada pokazali su stabilnu situaciju, no potrošački se optimizam zadržao na razini ispod dugoročnog prosjeka.

Rastu potrošačkog optimizma nije pogodovao rast broja zaposlenih niti porast plaća, što se može pripisati povećanom strahu i štedljivosti uzrokovanih visokom rastu cijena nakon održavanja visoke stope inflacije. Za razliku od potrošačkog optimizma, poslovni se optimizam nastavio zadržavati iznad povijesnog prosjeka, pri čemu se na kraju tromjesečja nastavio povećavati u svim djelatnostima izuzev industrije. Povoljna kretanja investicija u zadnjem tromjesečju 2022. naslućuju na mogućnost da se investicijska aktivnost u 2023. održi na razini višoj od prethodno projicirane. Rastu investicijske aktivnosti najviše bi mogle pogodovati državne investicije financirane iz fondova EU-a, no privatne bi investicije mogle biti prigušene zbog podizanja kamatnih stopa i općeg povećanja troškova financiranja. Uzevši u obzir povoljnije projekcije kretanja u zemljama koje su hrvatskoj glavni vanjskotrgovinski partneri od onih u prosincu, povećan je rast izvoza robe i usluga radi povećanja osobne potrošnje.

Nove projekcije upućuju na veliki porast potražnje za turističkim uslugama u odnosu na prvotna očekivanja. Pod pretpostavkom potpunog izostanka cjenovnih šokova i jačanja vanjske potražnje, gospodarski rast u 2024. ima tendenciju rasta na 2,8% te bi se na toj razini mogao zadržati i iduće godine. Unatoč kontinuiranom padu cijena energenata i sirovina i smanjenju proizvođačkih cijena, i dalje postoje naglašeni rizici za gospodarski rast uzrokovani geopolitičkim nestabilnostima, ponajprije ratom između Ukrajine i Rusije. Razvoj geopolitičkih nestabilnosti mogao bi dovesti do povećanja inflacije i stvaranja otpornosti inflacije na monetarne mehanizme. Takav bi razvoj doveo do daljnjeg rasta kamatnih stopa i stvaranja negativnog utjecaja na kretanje raspoloživog dohotka i osobne potrošnje.

Slika 1: Tromjesečni bruto domaći proizvod



Izvori: Državni zavod za statistiku (sezonska prilagodba HNB-a); izračun HNB-a

Slika 2: BDP prema rashodovnoj metodi, realne stope rasta, odnos prema istom tromjesečju prethodne godine

	2022.				2023.
	I. – III.	IV. – VI.	VII. – IX.	X. – XII.	I. – III.
<b>Konačna potrošnja</b>	6,1	4,7	4,5	3,1	1,5
Kućanstva	6,4	7,8	5,6	1,3	1,4
NPUSK	-0,2	-2,2	0,2	4,0	-1,6
Država	5,7	-2,5	1,9	7,6	2,2
<b>Bruto investicije u fiksni kapital</b>	2,0	3,9	8,0	9,6	3,9
<b>Izvoz roba i usluga</b>	27,8	40,3	23,3	14,2	4,8
Robe (fob)	22,9	22,9	37,0	13,4	1,5
Usluge	36,0	66,7	18,4	13,9	9,1
<b>Uvoz roba i usluga</b>	29,5	26,5	30,5	14,6	-0,8
Robe (fob)	28,7	28,0	33,4	16,0	-1,5
Usluge	34,1	17,1	15,3	7,8	3,5
<b>Bruto domaći proizvod</b>	<b>7,8</b>	<b>8,7</b>	<b>5,3</b>	<b>3,5</b>	<b>2,8</b>

Izvor: Državni zavod za statistiku

Na slici 2 prikazan je realni rast BDP-a počevši od prvog tromjesečja 2022. godine. Procjena iz navedene tablice prikazuje kako je tromjesečni BDP 2023. realno veći za 2,8% u odnosu na isto tromjesečje prethodno promatrane godine. U skladu s navedenim kretanjima ocjena vjerojatnosti da je domaće gospodarstvo u prvom tromjesečju 2023. u stanju recesije, smanjila

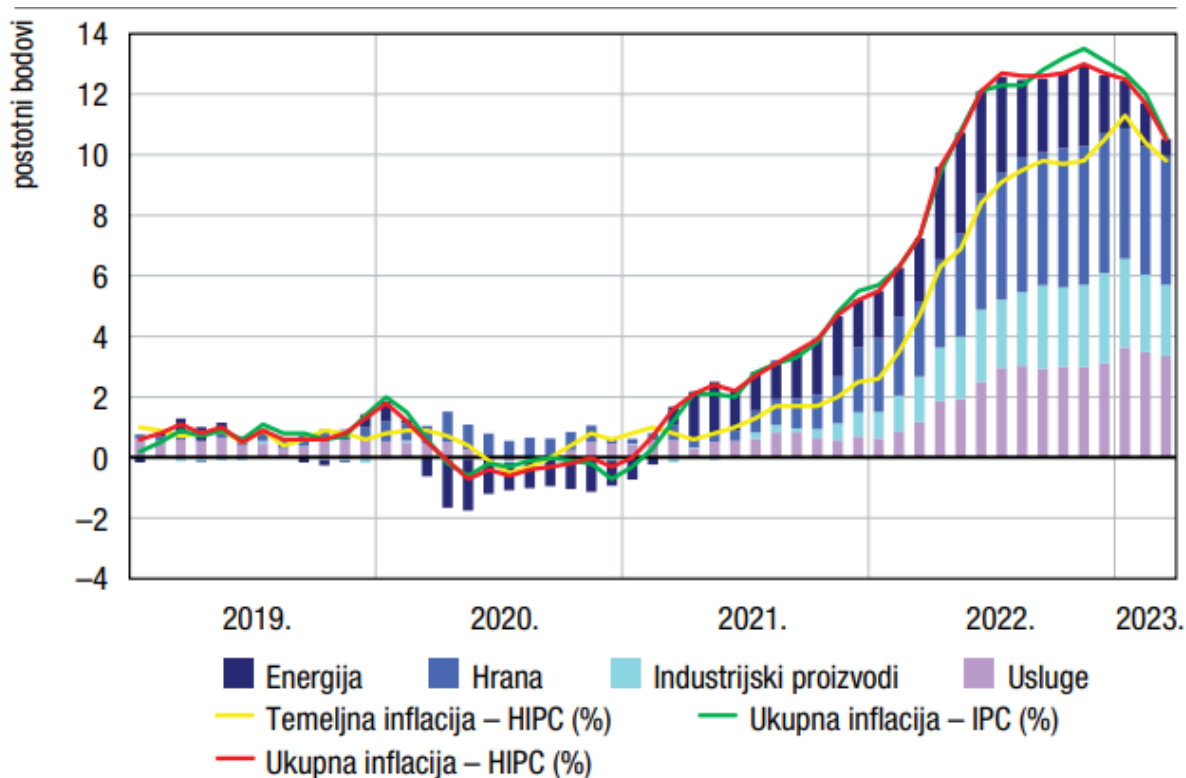
se u odnosu na prethodno tromjesečje te trenutačno iznosi oko 30%. (Hrvatska narodna banka 2023.)

## **2.2. Inflacija i komponente inflacije**

Pojam inflacija odnosi se na situaciju kada u gospodarstvu raste opća razina cijena dobara i usluga koje potrošači kupuju u određenom razdoblju. To dovodi do smanjenja kupovne moći domaće valute, stoga potrošači iz mjeseca u mjesec trebaju platiti više za istu košaricu dobara i usluga. (Hrvatska narodna banka 2021). Prema ECB-u, promatrajući projekcijsko razdoblje do 2025. godine, za očekivati je kako će se inflacija hrane mjerena HIPC-om znatno smanjiti zbog pretpostavljenog smanjenja cijene energenata koji imaju važnu ulogu u reguliranju cijena hrane zbog intenzivne upotrebe u proizvodnji. Ta se pretpostavka osobito odnosi na cijene prerađenih prehrambenih proizvoda u čijoj se proizvodnji koristi više energije. Iz istog će se razloga dogoditi i postepeno smanjivanje cijena na poljoprivrednom gospodarstvu.

Inflatorni pritisci u Hrvatskoj lagano slabe, inflacija je nastavila sa usporavanjem i četvrti mjesec zaredom te je krajem prvom tromjesečja 2023. godišnja stopa inflacije, mjerena HIPC-om, iznosila 10,5%. To je pad stope u odnosu na veljaču, kada je stopa inflacije iznosila 11,7%. Nastavno na smanjivanje cijena energije i sirovina u euro području, i u Hrvatskoj je smanjenje cijena naftnih derivata bio jedan od najbitnijih čimbenika koji su doveli do smanjenja stope inflacije. Shodno tome, blago je usporila i temeljna inflacija, s 10,4% u veljači na 9,8% u ožujku. Rast cijena prehrambenih proizvoda ostao je nepromijenjen, odnosno na istim razinama kao u veljači. Sveopće popuštanje inflatornih pritisaka ponajviše se odnosi na uvozne komponente koji su povezani sa kretanjem cijena energenata i ostalih sirovina, kao i kontinuiranim smanjenjem pritisaka u globalnim lancima dobave. Zbog smanjenja inflatornih pritisaka u euro području, dolazi do usporavanja godišnjeg rasta proizvođačkih cijena na domaćem tržištu. Na daljnje smanjenje godišnje stope inflacije utječe i bazni učinak zbog izraženog povećanja cijene prethodne godine. Nadalje, tekuća temeljna inflacija nastavila se zadržavati na visokim razinama. Razlog leži u snažnom rastu nominalnih plaća i nedostatku radne snage, na već postojeće učinke rasta troškova energije, drugih sirovina i intermedijarnih proizvoda. Inflacijska očekivanja potrošača u ožujku su porasla u odnosu na veljaču, no i dalje su na manjim razinama nego u prethodno promatranom tromjesečju. To je razlog zbog kojeg se, uz daljnje naglašene rizike, očekuje i projicira tek polagan povratak niske stope inflacije.

Slika 3: Pokazatelji inflacije u Hrvatskoj



Napomena: Temeljna inflacija mjerena je harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena koji isključuje cijene energije, hrane, alkohola i duhana. Posljednji raspoloživi podaci odnose se na prvu procjenu za veljaču 2023.

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Na slici 3 prikazani su pokazatelji inflacije u Hrvatskoj. Može se primijetiti kako u promatranom tromjesečju pada i temeljna i ukupna inflacija mjerena HIPC-om. Za primijetiti je, a kako je već i rečeno ranije u tekstu, da je pad cijena energije glavni nositelj snižavanja stope inflacije u Hrvatskoj. Prema grafikonu se vidi i postepen pad cijena hrane, industrijskih proizvoda i usluga, no on se ponajviše može pripisati smanjenju troškova energije, uz normalizaciju globalnih dobavnih lanaca. Prema analizama ESB-a, uz sadašnju razinu slabljenja inflatornih pritisaka, razina inflacije past će na približno željenu razinu, oko 2,2%, tek u drugoj polovici 2025. godine.

### 2.3. Korporativni profiti i tržište rada

Inflatorni pritisci i pooštavanje monetarne politike ESB-a zbog smanjenju stope inflacije utjecala je i na korporativne profite, posebice u bankarskom sektoru, te je u tom segmentu došlo do određenih promjena. Ponajveći utjecaj imale su promjene odnosno kontinuirano

povećanje ključnih kamatnih stopa koje su se kasnije prelijevale na kamatne stope kreditnih institucija. U takvim novim uvjetima dolazi i do novih trendova poslovanja. Poznato je kako je prelijevanje povećanja ključnih kamatnih stopa na kamatne stope na kredite u Hrvatskoj znatno sporije od većine država u EU te kamatne stope za investicije u nove poslove poduzeća do milijun eura u Hrvatskoj iznose 3,58%, dok je prosjek Europodručja 4,26%. Prijenos promjena kamatnih stopa razlikuje se i među pojedinim domaćim bankama. To se ogleda u recentnom povećanju EURIBOR-a od 100 baznih bodova, pri čemu su sistemski važne banke imale snažnije promjene kamatnih stopa na kredite poduzećima (oko 55 baznih bodova), u odnosu na ostale banke (oko 23 bazna boda), a taj se učinak izraženije primjećuje kod dugoročnih kredita. Razlike između banaka su prisutne i pri određivanju kamatnih stopa na oročene depozite poduzeća kao i stambene kredite kućanstvima.

Sistemski važne banke u tim slučajevima iskorištavaju svoju tržišnu moć da u razdobljima povećavanja ključnih kamatnih stopa jače i više povećavaju kamate na kredite i manje na depozite, što je suprotnost od manjih i tržišno inferiornih banaka. „Naime, rast kamatnih prihoda izvire ponajprije iz kamate koju banke ostvaruju na svojim transakcijskim računima – kod ESB-a“ (Gelenčer 2023.). Konkretno, podizanje ključnih kamatnih stopa znači i povećanje kamatne stope na novčane depozite, a ona od 2. kolovoza iznosi 3,75% te ona označava stopu po kojoj banke drže svoje depozite u ESB-u. Vlastitim štedišama, na istu tu stopu po kojoj je novac uložen u središnjoj banci, plaćaju 0,01% prinosa za sredstva po viđenju odnosno oko 1% za oročenja. Razlika je znatna i tu leži izvor povećanja korporativnih profita koji se u bankarskom sektoru nazivaju i kamatni profiti. Jedna od sistemski važnijih banaka, Zagrebačka banka u sustavu Unicredit grupe, godinama raspolaže s viškovima kapitala. „Samo Zaba raspolaže s oko šest milijardi eura viška na koje plasiranjem ESB-u upriliči oko 150 do 200 milijuna eura (ovisno o iznosu) – očito je bankama isplativije novac držati u ESB-u nego ga u ovim kvrgavim kriznim vremenima plasirati klijentima. Uz to je ECB upravo, sedmi put, podigao kamate, ovaj put za 0,25 baznih bodova što znači da će bankama biti još isplativije viškove ‘oročiti’ u Frankfurtu.“ (Gelenčer 2023.) Kao što je već rečeno, temelj odličnih rezultata veže se na prihode od kamata. Revidirani podaci iz prvog tromjesečja pokazuju kako je dobit nakon oporezivanja porasla za 31,7% (82 milijuna na 108 milijuna eura), a ukupni prihodi od kamata povećali su se za velikih 73.4% i iznosila je 137 milijuna eura.

Tržište rada u Republici Hrvatskoj opisano je pozitivnim znacima, odnosno povećanjem broja zaposlenih i ukupne stope zaposlenosti. Uspoređujući prvo tromjesečje 2023. sa prethodnim

tromjesečjem, ukupna je zaposlenost porasla za 0,7%. Najveći doprinos ukupnom rastu zaposlenosti činila su zapošljavanja povezana uz uslužne djelatnosti ponajviše povezane s turizmom, brzorastući IT sektor i javni sektor. Broj zaposlenih u industriji i građevinarstvu rastao je manjim intenzitetom. Uspoređujući podatke na godišnjoj razini, broj zaposlenih u prvom tromjesečju bio je za 2,4% veći nego u istom razdoblju 2022. Pojačano zapošljavanje nastavilo se i u drugom tromjesečju 2023., a dio potražnje za radom kontinuirano se popunjava zapošljavanjem radnika iz zemalja izvan Europske unije i zapošljavanjem umirovljenika na pola radnog vremena. Umirovljenici većinom rade poslove vezane za trgovinske djelatnosti, dok su radnici iz trećih zemalja najviše zastupljeni u uslužnim djelatnostima povezanim sa turizmom, u industriji i građevinarstvu.

Povećanje rasta zapošljavanja utjecali su i na smanjenje stope nezaposlenosti, a pokazatelj snažne potražnje za radom dakako je i visoka vrijednost stope slobodnih radnih mjesta, koja se pokušava smanjiti uvozom radne snage. Projekcija pozitivne promjene na tržištu rada je i stopa nezaposlenosti, koja se smanjila na 6,1% u prvom tromjesečju u odnosu na 6,6% iz prethodnog tromjesečja. Promatrajući travanj, primjećuje se kontinuitet smanjivanja stope nezaposlenosti, a ista je iznosila 6% u promatranom mjesecu. U svibnju se broj nezaposlenih osoba spustio ispod 100000, te se zbog toga u daljnjem periodu može očekivati i smanjenje stope nezaposlenosti. Promjene na tržištu rada, snažno zapošljavanje i manjak radne snage, uz faktor inflacije koja je oslabila kupovnu moć plaća, dovele su do znatnog ubrzanja rasta nominalnih plaća, što je uzrokovalo i povećanje kupovne moći istih. Rast plaća zahvatio je gotovo sve djelatnosti, ali je povećanje naj izraženije bilo u privatnom sektoru. Porast nominalnih plaća i uzastopno postepeno smanjivanje stope inflacije odrazilo se na tromjesečno povećanje realnih plaća. Na snažan rast plaća početkom godine utjecale su i odluke određenih poduzeća o povećanju plaća temeljenim na rezultatima iz prethodne godine. Povećanje plaća povezano je i sa shvaćanjem kretanja tržišta, odnosno željom za zadržavanjem postojeće radne snage u uvjetima manjka radne snage na tržištu, kao i sa željom za smanjivanjem troškova vezanih uz zapošljavanje novih radnika. Nadalje, od 1. siječnja povećala se i minimalna plaća sa 560 na 700 EUR u bruto iznosu stoga je i to mogao biti jedan od čimbenika povećanja realne plaće. Promatrajući pokazatelje očekivanja zaposlenosti, za naslutiti je kako će se približavanjem turističke sezone povećati potreba za radom, i kako će se nastaviti pritisak na tržištu rada.

### **3. ZAOŠTRAVANJE MONETARNE POLITIKE**

U ovome će se poglavlju u slijedećim pod poglavljima raščlaniti postupanje ESB-a u inflacijskom razdoblju, izvršiti će se analiza ponude novca, podizanje i sadašnja razina ključnih kamatnih stopa kao i kamatne stope na kredite. Analizirati će se i nove, nestandardne mjere ESB-a ključne za borbu protiv visoke inflacije i prikazati će se kako su novi standardi kreditiranja utjecali na ponudu i potražnju za novcem.

#### **3.1. Ponuda novca i ključne kamatne stope ESB-a**

Ključne kamatne stope i ponuda novca u uskoj su korelaciji i ESB poduzima mnoge mjere kako bi premostila sve opasnosti i krize na financijskom tržištu. ESB mora ciljano i kontrolirano mijenjati kamatne stope i ponudu novca s ciljem ublažavanja inflatornih pritisaka, ali usporedno mora i održavati gospodarski rast i stabilnu situaciju na financijskim tržištima.

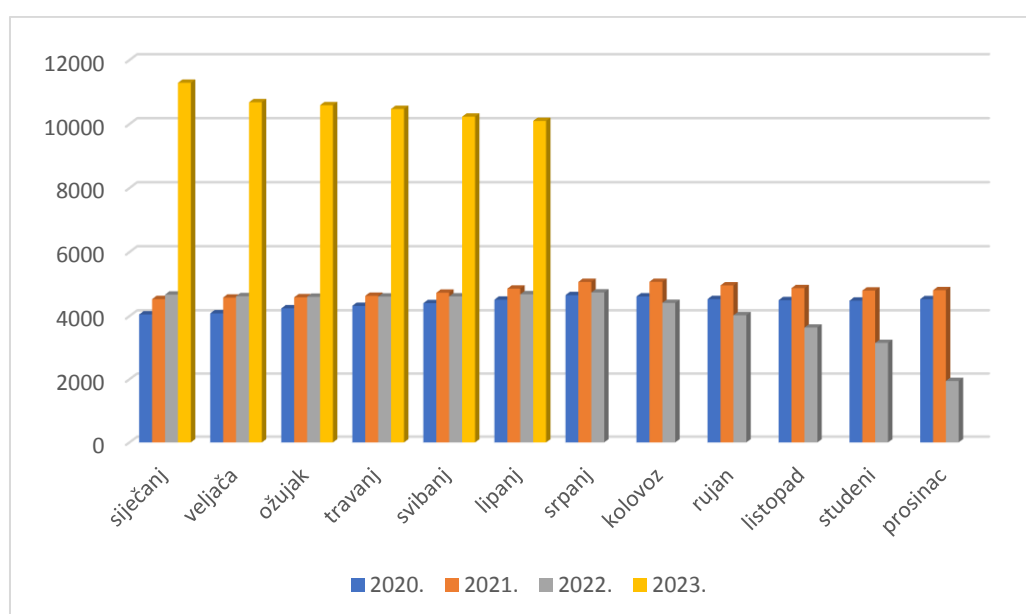
U slijedećim grafovima bit će prikazani monetarni agregati M0, M1 i M3. Tim je grafovima prikazan doprinos Republike Hrvatske monetarnim agregatima europodručja i tijekom kolebanja pojedinog monetarnog agregata pojedinačno. Prema ESB-u, monetarni agregat M0 označava gotovi novac odnosno gotovinu. Monetarni agregat M1 podrazumijeva gotov novac, odnosno novac u optjecaju i prekoćnočne depozite. Agregat M3 je ujedno i najširi monetarni agregat koji obuhvaća M2, repo ugovore, dužničke vrijednosne papire s rokom dospijeca do dvije godine i izdane udjele novčanih fondova.

Uspoređujući 2020. i 2021. godinu, primjetno je kako je količina gotovog novca u optjecaju bila gotovo konstantno u porastu, te kako je količina gotovog novca svaki mjesec u 2021. godini bila veća nego u istom razdoblju prošle godine. Tijekom 2020. godine, količina gotovog novca rasla je u prvih 7 mjeseci prosječnom stopom rasta od 2.28%, nakon čega je uslijedio blagi pad u trajanju od 4 mjeseca i sa prosječnom stopom od -0.95%. Prosječna godišnja stopa promjene iznosila je 1.03%. Tijekom 2021. godine, u prvih 8 mjeseci bilježi se prosječan rast u količini gotovog novca po stopi od 1,57%, nakon čega slijedi tromjesečje pada i blago povećanje u iznosu od 23% u prosincu u odnosu na studeni. Prosječna godišnja stopa promjene u 2021. godini iznosila je 0,52%. Slijedeća godina bila je u znaku približavanja ulaska Hrvatske u Eurozonu i uvođenju eura, što se dakako i odrazilo na količine gotovog novca. Iznos gotovine od kolovoza prema kraju godine smanjivao se mjesečnim stopama:



6.84% u kolovozu, 8.78% u rujnu, 9.59% u listopadu, 13.38% u studenom i konačno 38.3% u prosincu. Građani su novac polagali u banke zbog lakše tranzicije iz kunskog u eurski sustav. Gledajući cijelu godinu, količina gotovog novca smanjivala se po prosječnoj godišnjoj stopi od 6.86%. Prema revidiranim podacima HNB-a za 2023. godinu, kao i prema prikazu na grafikonu 3., jasno se vidi veliko povećanje količine gotovine u odnosu na prosinac prethodne godine, ali i na cijelu godinu. U odnosu na prosinac 2022., u siječnju 2023. je količina gotovog novca veća za 480,3%. Od siječnja prema srpnju i količina gotovine pada svaki slijedeći mjesec i to po prosječnoj stopi promjene od 2.04%.

Grafikon 1: Monetarni agregat M0, u milijunima eura

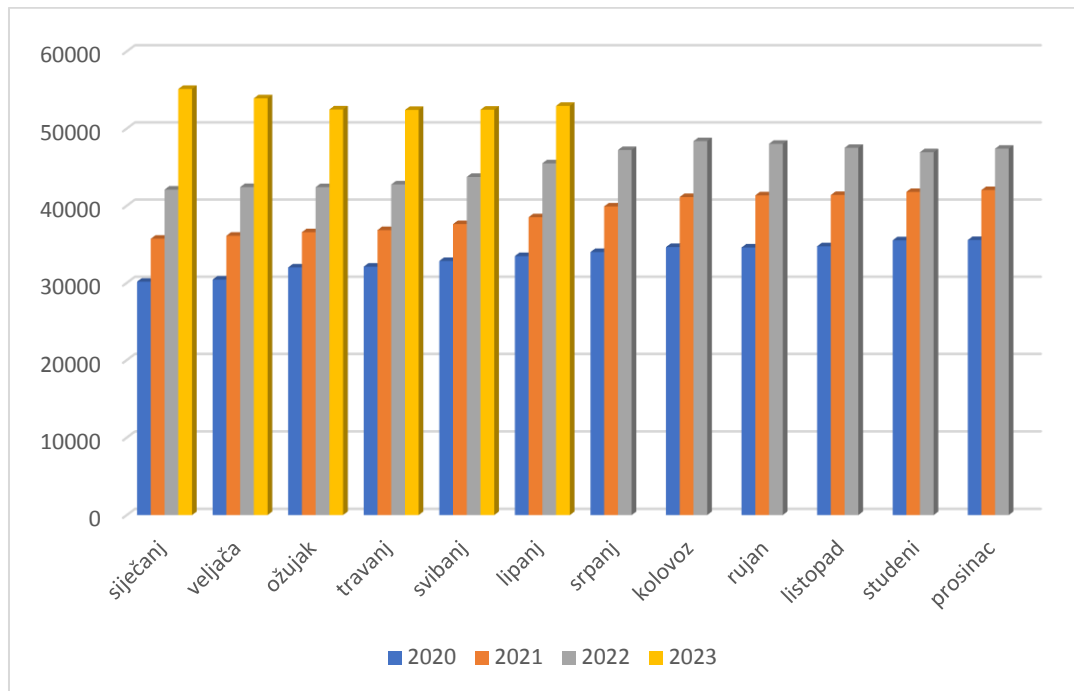


Izvor: izrada autora

Monetarni agregat M1, odnosno novac u optjecaju uz prekonoćne depozite, od 2020. od kada se u ovom poglavlju promatra kretanje monetarnih agregata, u gotovo konstantnom je porastu. Analizirati će se stopa promjene za svaku godinu do tekućeg razdoblja. Tijekom 2020. godine, najveća promjena u M1 dogodila se u ožujku, kada je rast iznosio 5.16%. Prosječna godišnja stopa rasta za ovu godinu iznosila je 1.52%. Naredne godine nastavio je porast M1, a najveći rast ostvaren je u srpnju i iznosio je 3,64%. Prosječan godišnji porast u 2021. iznosio je 1.49%. Kao što je vidljivo prema grafikonu, u 2022. je M1 tijekom prvih 8 mjeseci bilježio pozitivne stope rasta u prosjeku od 2.02%. Od rujna prema kraju godine se bilježi negativna stopa rasta koja je u korelaciji sa smanjenjem M0 iz prethodnog poglavlja, a koje je povezano sa smanjenjem količine gotovine u optjecaju zbog uvođenja eura. Uspoređujući prosinac 2022. i siječanj 2023. godine, primjećuje se povećanje M1 od čak 16.32%, nakon službenog

ulaska u eurozonu. Agregat M1 u 2023. ima prosječnu godišnju promjenu od -0.35%, ali prema analizi dostupnih podataka za prvih 7 mjeseci, ima tendenciju rasta nakon tromjesečnog pada.

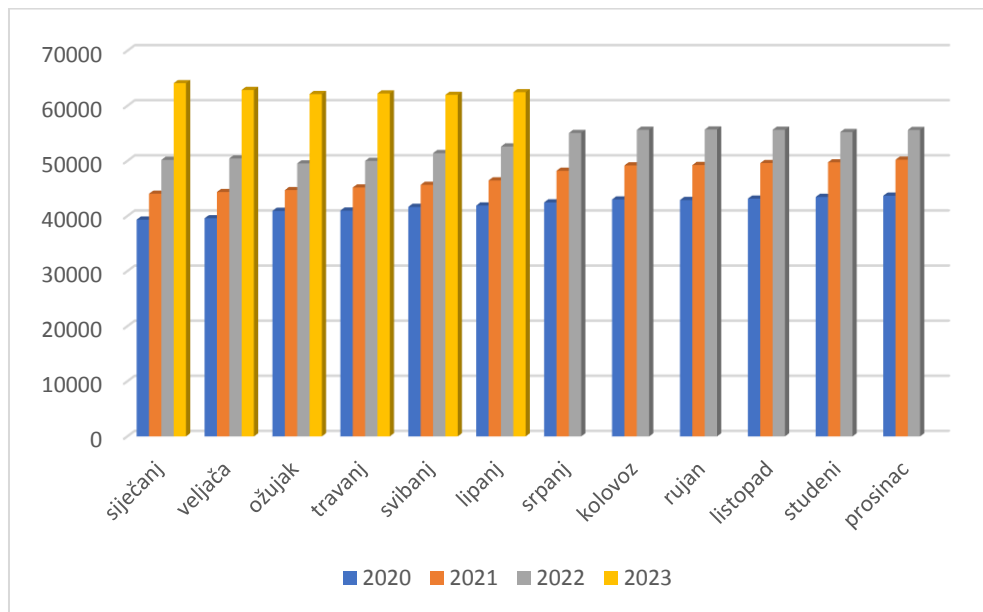
Grafikon 2: Monetarni agregat M1, u milijunima eura



Izvor: izrada autora

Monetarni agregat M3, ujedno i najširi monetarni agregat, u siječnju 2020. godine iznosio je 39.34 milijardi eura. Tijekom godina koje su slijedile, razina M3 gotovo svakog je mjeseca bila u porastu. Tijekom 2020. u ožujku je ostvarena najveća mjesečna stopa rasta od 3.4%, dok je prosječna stopa rasta iznosila 0.97%. Na početku 2021., razina M3 iznosila je 44.062 milijardi eura i to je povećanje u iznosu od 12.02% u odnosu na isto razdoblje prethodne godine. Najveći mjesečni rast ostvaren je u srpnju i to u iznosu od 3.76%. Prosječna stopa rasta izračunata za 2021. godinu iznosila je 1.21%. Količina M3 u siječnju 2022. iznosila je 50.220 milijardi eura, što je povećanje od 13.98% u odnosu na siječanj 2021. godine. Nakon nekoliko mjeseci snažnijeg rasta, a najveći mjesečni rast iznosio je 4.68% u srpnju, počinje stagnacija i pad stope rasta približavanjem kraju godine i pristupanja Eurozoni. Prosječna mjesečna stopa rasta za 2022. iznosila je 0.95%. U siječnju 2023. odmah se bilježi veliki rast agregata M3 u odnosu na prethodni mjesec. Količina M3 u siječnju je iznosila 64.108 milijardi eura, što je povećanje od 15.23% u odnosu na mjesec ranije. Nakon početnog dvomjesečnog pada, količina od lipnja opet kreće rasti, po sve većoj stopi. Gledajući prvih 7 mjeseci 2023., prosječna stopa rasta iznosi -0.07%.

Grafikon 3: Monetarni agregat M3, u milijunima eura



Izvor: izrada autora

Ključne kamatne stope ključni su instrument monetarne politike Europske središnje banke u održavanju stabilnosti financijskih tržišta i održavanju niske razine inflacije. Putem kontroliranja i podešavanja ključnih kamatnih stopa mijenja se i ponuda novca te se na taj način ostvaruje direktan utjecaj na cjelokupan financijski i gospodarski sustav svake države euro područja ponaosob. Od početka korona krize primjećujemo značajno i kontinuirano povećanje ključnih kamatnih stopa, a isto se nastavilo i na posljednjem priopćenju Upravnog vijeća Tri su ključne kamatne stope ESB-a, a to su kamatna stopa za glavne operacije refinanciranja, kamatna stopa za mogućnost posudbe na kraju dana i kamatna stopa na novčani depozit. Kamatna stopa za glavne operacije refinanciranja je kamatna stopa koju banke plaćaju za transakcije posuđivanja novca od ESB-a, na razdoblje od tjedan dana. U tim slučajevima banke moraju dati i kolateral, odnosno jamstvo da će vratiti taj novac. Kamatna stopa za mogućnost posudbe na kraju dana je kamatna stopa po kojoj banke od ESB-a mogu dobivati prekonoćne kredite, što je za njih skuplje nego u slučaju zaduživanja na tjedan dana. Treća od triju ključnih kamatnih stopa je kamatna stopa na novčani depozit i to je kamatna stopa kojom se određuje kamata koju banke moraju platiti u slučaju negativnih kamatnih stopa, i to za prekonoćne depozite kod ESB-a. Prema posljednjem priopćenju Upravnog vijeća izdanog 27. srpnja 2023., tri se ključne kamatne stope povećavaju za 25 baznih bodova. Povećanja su na snagu stupila 2. kolovoza 2023.

Tablica 1: Ključne kamatne stope ESB-a

Vrijeme – početak		Novčani depozit	Glavne operacije refinanciranja	Mogućnost posudbe na kraju dana
2023	2. kolovoz	3.75	4.25	4.50
2023	21. lipanj	3.50	4.00	4.25
2023	10. svibanj	3.25	3.75	4.00
2023	22. ožujak	3.00	3.50	3.75
2023	8. veljača	2.50	3.00	3.25
2022	21. prosinac	2.00	2.50	2.75
2022	2. studeni	1.50	2.00	2.25
2022	14. rujan	0.75	1.25	1.50
2022	27. srpanj	0.00	0.50	0.75

Izvor: izrada autora

Prema tablici 1 jasno je vidljivo monetarno zaoštavanje i povećanje ključnih kamatnih stopa u razdoblju od 27. srpnja 2022. do 2. kolovoza 2023. kada su izdani posljednji podaci i od kada su na snazi povećane ključne kamatne stope. U tom su se razdoblju ključne kamatne stope povećale za vrlo visokih i povijesnih 375 baznih bodova. Nikada se nije dogodio tako brz rast ključnih kamatnih stopa. Referentne ključne kamatne stope iznose 3.75% za kamatne stope na novčani depozit, 4.25% za glavne operacije refinanciranja i 4.50% za mogućnost posudbe na kraju dana.

„Kretanja u razdoblju poslije posljednjeg sastanka potvrđuju očekivanje da će se inflacija do kraja godine nastaviti smanjivati, ali će dulje razdoblje ostati viša od ciljne razine. Premda postoje naznake smanjivanja određenih mjera inflacije, temeljna inflacija i dalje je, općenito gledajući, visoka. Nastavlja se snažan prijenos prethodnih povećanja kamatnih stopa: uvjeti financiranja ponovno su pooštreni i sve nepovoljnije utječu na potražnju, koja je važan činitelj u vraćanju inflacije na ciljnu razinu.“ (Upravno vijeće ESB-a 2023.). Sve nove odluke vezane uz zaoštavanje ili popuštanje monetarne politike i promjenu ključnih kamatnih stopa Upravno vijeće donosi temeljeno na novim gospodarskim i financijskim podacima te dinamici pada stope inflacije.

### 3.2. Što je s nestandardnim mjerama ESB-a

Ključne kamatne stope bile su, i ostale, glavni i ključni instrument monetarne politike u održavanju stabilnosti cijena i ukupnog monetarnog i gospodarskog područja. Dolaskom

velikih kriza, uzrokovanih virusom Covid-19 i ratom u Ukrajini, Europska središnja banka morala je aktivirati i druge instrumente poput programa kupnje vrijednosnih papira i prema potrebi dugoročne operacije refinanciranja. Program kupnje vrijednosnih papira (engl. asset purchase programme, APP) sada je jedan od instrumenata za usmjeravanje monetarne politike prema vraćanju ciljane stope inflacije od 2%. Taj se program sastoji od kupnje vrijednosnih papira javnog sektora (PSPP), vrijednosnih papira sektora poduzeća (CSPP), 3. programa kupnje pokrivenih obveznica (CBPP3) i programa kupnje vrijednosnih papira osiguranih imovinom (ABSPP). Euro sustav je kupnju obveznica u okviru APP-a (Asset purchase programme) započeo 2014.

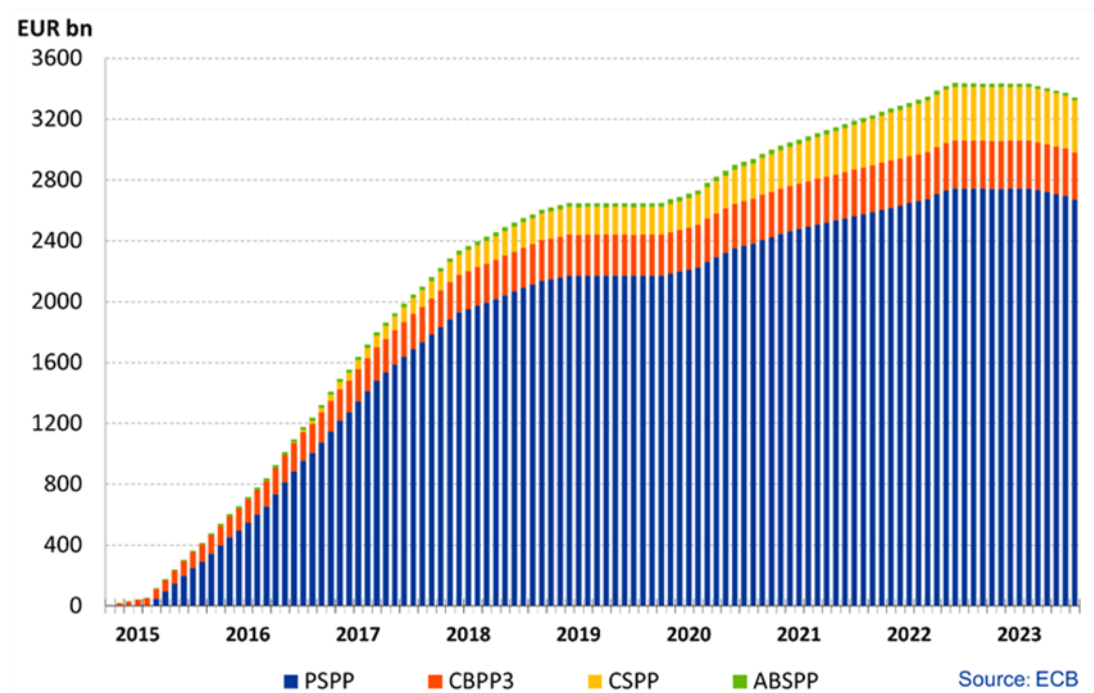
Tijekom vremena, Upravno vijeće mijenjalo je i prilagođavalo iznose ukupnih neto kupovina, a one su iznosile: 60 milijardi EUR od ožujka 2015. do ožujka 2016., 80 milijardi EUR od svibnja 2016. do ožujka 2017., 60 milijardi EUR od svibnja do prosinca 2017., 30 milijardi EUR od siječnja do rujna 2018., 15 milijardi EUR od kolovoza do prosinca 2018. Između siječnja i listopada nije bilo kupnje, vršila se reinvesticija otkupljenih vrijednosnih papira. U razdoblju između studenog 2019. i ožujka 2022. neto kupnja je iznosila 20 milijardi, uz dodatak od privremenih 120 milijardi eura neto kupovine od ožujka do prosinca 2020. U 2022. godini kupovina vrijednosnih papira obavljala se uzastopno 3 mjeseca, i to 40 milijardi u travnju, 30 milijardi u svibnju i 20 milijardi u lipnju.

Lipanj je ujedno bio i zadnji mjesec kupovine vrijednosnih papira u okviru programa kupnje vrijednosnih papira jer je između srpnja 2022. i veljače 2023. uslijedilo potpuno reinvestiranje otkupljenih vrijednosnih papira. Djelomično reinvestiranje nastavilo se između ožujka i lipnja 2023. godine. Upravno vijeće donijelo je odluku o obustavi ponovnog ciklusa ulaganja u program kupnje vrijednosnih papira od 15. lipnja 2023. Portfelj programa kupnje vrijednosnih papira smanjuje se umjerenom i predvidljivom dinamikom jer Euro sustav više ne reinvestira glavnice dospjelih vrijednosnih papira (Europska središnja banka 2023.)

Nastavno na odluku Upravnog vijeća o prestanku reinvestiranja glavnica dospjelih vrijednosnih papira, ESB je započeo proces smanjivanja svoje bilance. U tom će se procesu smanjivati portfelj obveznica stečenih od 2015. godine u programu kupnje vrijednosnih papira. APP predstavlja gotovo 40% ESB-ove bilance i većina se imovine sastoji od državnih obveznica zemalja europodručja. Nakon donošenja odluke o prestanku reinvestiranja, između ožujka i lipnja 2023. ESB pustit će da isteknu obveznice vrijedne 15 milijardi eura (mjesečni prosjek), bez reinvesticija istih. Promatrajući podatke ESB-a o vrijednosti portfelja europodručja unutar APP-a, zaključujemo kako se portfelj smanjuje izrazito slabo, puno

sporije nego što je očekivano i priželjkivano. APP je u lipnju imao vrijednost od 3,183 bilijuna eura, dok se u srpnju vrijednost smanjila za samo 31,310 milijardi eura. Za usporedbu podataka, to smanjenje iznosi zanemarivih 0,00009% ukupne vrijednosti. Očekivani mjesečni iznosi otkupa za slijedećih 12 mjeseci, počevši od srpnja 2023. uvelike variraju te se najveći iznos otkupa očekuje u lipnju, i to u iznosu od 52,335 milijardi, a najmanji u prosincu iste godine u iznosu od 8,553 milijardi eura.

Slika 4: Sveobuhvatan prikaz programa kupnje vrijednosnih papira



Izvor: ESB

Očigledno je iz slike 4 kako veliku većinu programa kupnje vrijednosnih papira zauzima program kupnje javnog sektora. Najmanje je zastupljen program kupovine vrijednosnih papira osiguranih imovinom.

U sklopu programa kupnje vrijednosnih papira započetog 2014., Europska središnja banka u tijeku pandemije koronavirusa zbog poticanja rasta gospodarstva i očuvanja monetarne stabilnosti uslijed velikih gubitaka, pokrenula je hitni program kupnje zbog pandemije (engl. pandemic emergency purchase programme, PEPP). „PEPP omogućava ESB u kupnju različitih vrsta vrijednosnih papira na financijskim tržištima. Tako dolazi do rasta cijena tih vrijednosnih papira te snižavanja kamatnih stopa na tržištu. Zahvaljujući svemu tome pojeftinjuje zaduživanje za građane, poduzeća i države, čime se podupire gospodarstvo, a

dužnicima je olakšana otplata dugova. Tako se održavaju zaduživanje, potrošnja i ulaganje unatoč krizi prouzročenoj pandemijom.“(Europska središnja banka 2021.)

Unutar ove intervencijske mjere, ukupno je raspoređeno 1,85 bilijuna EUR do početka 2021. godine kao odgovor na teške i nepovoljne uvjete na financijskim i drugim tržištima. Upravno vijeće objavilo je u zadnjem obraćanju kako namjerava reinvestirati glavnice dospjelih vrijednosnih papira kupljenih u sklopu ovog programa barem do kraja tekuće, 2024. Naglašeno je i kako će zatvaranje portfelja PEPP-a biti upravljano na način da se izbjegne nepovoljan utjecaj na aktualne mjere monetarne politike.

Još jedna od nestandardnih mjera ESB-a su i operacije refinanciranja. Operacije refinanciranja provode se kako bi banke nudile povoljnije dugoročne kredite što povećava kreditiranje poduzeća i potrošača u euro području. Na taj se način, održavanjem niskih troškova kreditiranja, podupire potrošnja i održava i povećava razina ulaganja. „Ciljane operacije dugoročnijeg refinanciranja jedan su od glavnih instrumenata kojima ESB održava povoljne uvjete financiranja. Bankama koje podupiru kreditiranje poduzeća i kućanstava pružaju sigurnost financiranja uz povoljne uvjete. Ciljane operacije dugoročnijeg refinanciranja potiču kreditiranje u okolnostima u kojima bi banke inače manje spremno odobravale kredite.“(Europska središnja banka 2021.). Aktualna, treća serija operacija dugoročnijeg refinanciranja imala je važnu ulogu u prevladavanju nestabilnosti uzrokovane korona virusom. ESB je bankama u razdoblju od 14. lipnja 2020. do 23. lipnja 2022. nudio mogućnost posuđivanja sredstava po povlaštenoj kamatnoj stopi od -1%, što je za 0,5 postotnih bodova manje od kamatne stope na novčani depozit.

### **3.3. Kamatne stope na kredite i standardi odobravanja kredita**

Zaoštavanje monetarne politike ESB-a i podizanje ključnih kamatnih stopa odrazilo se na povećanje kamatnih stopa na kredite i depozite. Ciklus pooštavanja započeo je polovinom 2022. i od tada su se ključne kamatne stope, do svibnja 2023., podigle za rekordnih i

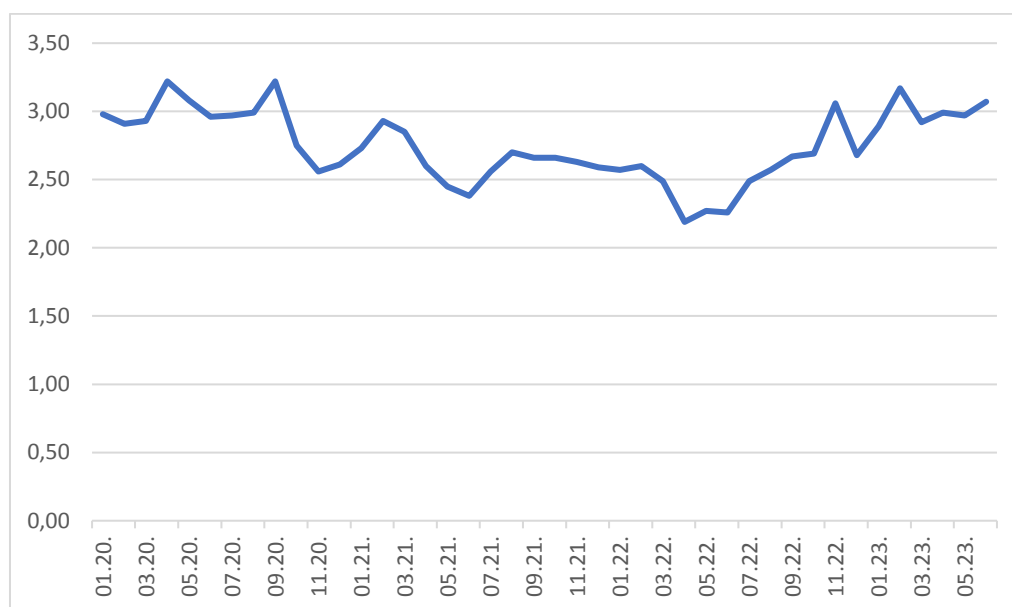
povijesnih 3,75 postotnih bodova. Podizanje ključnih kamatnih stopa izravnije pogađa tržište novca na kojemu se posljedice osjete brže i snažnije, dok je kod kamatnih stopa na kredite i depozite u kreditnim institucijama zemalja europodručja djelovanje sporije i nije toliko izraženo. Iako su učinci monetarnog pooštavanja vidljivi i u Hrvatskoj, njihov intenzitet među najslabijima je u europodručju. Najsnažniji učinci zaoštavanja vidljivi su kod kamatnih stopa na dugoročne kredite poduzećima, dok su kod oročenih depozita stanovništva znatnije slabije izraženi. Jedan od razloga slabijeg prijenosa monetarnog pooštavanja na kamatne stope hrvatskih banaka zasigurno je bio i proces uvođenja eura. Nadalje, smanjenjem valutnog rizika ulaskom u europodručje i uvođenjem eura agencije za dodjelu kreditnog rejtinga su hrvatski kreditni rejting povećale za 2 stupnja. Za promatranje prelijevanja kamatnih stopa ESB-a na kreditne stope u hrvatskoj, analizirat će se kamatne stope kreditnih institucija na depozite i kamatne stope za kredite kućanstvima. Kamatne stope na depozite odnose se na aktivne i pasivne kamatne stope. Aktivne kamatne stope su stope koje banke obračunavaju i naplaćuju na kredite, dok su pasivne kamatne stope one kamate koje banka plaća deponentu za položene depozite (oročenja, štedne uloge). Gledajući primarne eurske izvore sredstava koje kreditne institucije pribavljaju od sektora kućanstava, prosjek kamatnih stopa na štedne depozite u srpnju 2023. iznosio je 0.16% i pao je za 0.1% u odnosu na isto razdoblje 2022. godine. Prosjek kamatnih stopa na kratkoročno oročene depozite smanjio se u odnosu na travanj, ali je viši u odnosu na isto razdoblje prošle godine te iznosi 0.91%. Kod dugoročno oročenih depozita prosjek kamatnih stopa na najvišoj je razini od 2017. godine. Rastao je tijekom cijele 2023. i u srpnju je dosegao 0.75%

U analizi kamatnih stopa za kućanstva analizirat će se prekoračenja po transakcijskom računu i stambeni krediti. To su najzastupljeniji krediti koje kreditne institucije izdaju kućanstvima u Hrvatskoj. Kamatna stope na prekoračenja po transakcijskom računu u lipnju 2023. iznosila je 5,33%, što je za 10 postotnih bodova manje nego u mjesecu prije. Gledajući početak zaoštavanja, kamatna stopa na prekoračenja u siječnju 2020. je iznosila 8,12%. Primjetno je postepeno i kontinuirano smanjenje kamatnih stopa na prekoračenja po transakcijskom računu, a jedan od razloga je znatnog smanjivanja i potpisivanje Memoranduma o razumijevanju u vezi prekoračenja po tekućem računu između Vlade RH, HNB-a i trinaest banaka u srpnju 2022. Potpisom Memoranduma, kamatne su stope na prekoračenja po transakcijskim računima u prosincu 2022. bile gotovo 2 postotna boda niže uspoređujući s istim razdobljem prethodne godine. Početkom 2023. kamatne stope za prekoračenja po transakcijskom računu nisu se znatnije mijenjale, a na toj su razini ostale i u lipnju.



Promatrajući kredite i iznose kredita, stambeni krediti su najzastupljeniji kreditni izdaci stanovništvu. U iznosu od oko 10 milijardi eura stambeni krediti čine polovinu plasiranih kredita stanovništvu krajem 2022. godine. Zadržani povoljni uvjeti financiranja, državni program subvencioniranja stambenih kredita i dinamična situacija na tržištu stambenih nekretnina doprinijeli su blagom ubrzanju kreditiranja kućanstava u 2022. U razdoblju sedmog kruga državnog subvencioniranja, primjećuje se izrazit porast novoodobrenih stambenih kredita, te je iznos glavnice novoodobrenih stambenih kredita u 2022. bio gotovo 25% veći nego godinu prije. U prvom tromjesečju 2023. kreditiranje se suočilo sa blagim usporavanjem, a taj se fenomen može pripisati izrazito visokom razinom kreditiranja krajem 2022., pretežito zbog straha od visokog rata kamatnih stopa koje su banke najavile. Usporedno uz pooštavanje monetarne politike ESB-a, počeo je i rast kamata na stambene kredite te se prekinuo višegodišnji pad. U ožujku 2023. kamatne stope za stambene kredite u prosjeku su iznosile za oko pola postotnog boda više nego godinu ranije. Simultano su rasle i kamatne stope za subvencionirane kredite pa je prosječni najviši EKS ugovoren između RH i kreditnih institucija u 2023. za više od jednoga postotnog boda veći u odnosu na ugovoreno u 2022. U prva 4 mjeseca 2023. godine blago su se povećali stambeni krediti, gledajući u odnosu na zadnje tromjesečje 2022. godine, za 1,3% odnosno 125,7 milijuna eura. Tijekom narednih mjeseci očekuje se snažniji rast zbog novog kruga subvencioniranja stambenih kredita koji kreće krajem ožujka. Na godišnjoj razini, rast stambenih kredita blago je usporio s 10,4% na 9,8%. Kamatna stopa za stambene kredite u lipnju 2023. je iznosila 3,07%.

Grafikon 4: Kamatna stopa na stambene kredite



Izvor: izrada autora

Rezultati Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka upućuju na relativno stabilnu potražnju za kreditima, ali i na pooštavanje uvjeta financiranja. Standardi odobravanja kredita poduzećima i kućanstvu nastavili su se pooštavati, za stambene kredite i intenzivnije nego u prethodnom tromjesečju. Činitelji koji su utjecali na pooštavanje standarda jesu percepcija rizika, odnosno nepovoljna očekivanja u vezi s općim gospodarskim kretanjima kao i perspektiva tržišta nekretnina kod stambenih kredita te kreditna sposobnost klijenata i rizik kolaterala kod potrošačkih i ostalih kredita. (Hrvatska narodna banka 2023.). Iako banke očekuju nastavak pooštavanja standarda za odobravanje kredita stanovništvu, smatra se kako će u drugom tromjesečju standardi rasti manjim intenzitetom nego u prvom tromjesečju. Nakon smanjenja intenziteta potražnje, smatra se kako će u drugom tromjesečju rasti potražnja za kreditiranjem, posebice zbog novog kruga subvencioniranih stambenih kredita.

## **4. KAMATNE STOPE I TRŽIŠTE KAPITALA**

U ovome će poglavlju biti obrađene promjene i aktivnosti na tržištu kapitala, odnosno utjecaj promjena kamatnih stopa na prinose na državne obveznice. Prometi na dioničkom tržištu biti će analizirani prema mjesečnim podacima Središnjeg klirinškog depozitarnog društva nadležnog za nematerijalizirane vrijednosne papire.

### **4.1. Prinosi na državne obveznice**

Državne obveznice nazivaju se dužničkim vrijednosnim papirima i predstavljaju određenu vrstu zajma. Izdavanjem obveznica države dolaze do financijskih sredstava potrebnih za pokrivanje manjka u proračunima. To je jedan od najsigurnijih vrsta ulaganja jer vlada garantira vraćanje cjelokupnog iznosa cjelokupnom državnom imovinom. Ulagateljima, odnosno imateljima obveznice, u određenom roku pripada pravo povrata glavnice koja se uvećava za dogovorenu kamatu (kupon). Kupon se može isplaćivati periodično ili se može isplatiti u cjelini sa glavnicom pri dospelju obveznice. Prilikom izdavanja državnih obveznica, postavlja se minimalna kamatna stopa kao i najmanji ulog.

Govoreći o dugoročnim troškovima financiranja Republike Hrvatske, povećanje napetosti na financijskim tržištima u ožujku negativno je djelovalo na prinose dugoročnih državnih obveznica. Prinosi na dugoročne državne obveznice Hrvatske smanjili su se simultano sa prinosima na državne obveznice europodručja. Gledajući razdoblje od 2020. godine, kada je prosječan prinos na dugoročne državne obveznice s preostalim dospeljem od oko 10 godina iznosio 0.83%, sljedeće godine je prosječan prinos iznosio 0.45%, te konačno, gledajući godišnju razinu, u 2022. iznosio 2.70%. Od kraja 2022., prinosi na dugoročne državne obveznice europodručja reagirale su kratkotrajnim porastima nakon objavljivanja novih povećanja ključnih kamatnih stopa. Prinosi na hrvatske dugoročne državne obveznice povećale su se manje od prosjeka europodručja, zbog manjeg stupnja prijenosa spomenutih odluka na kompletno hrvatsko monetarno i financijsko tržište.

Tijekom 2023. godine prinos se nije znatnije mijenjao te je gotovo konstantno bio na približno jednakoj razini. Gledajući kraj promatranog razdoblja, odnosno 2. tromjesečje 2023., prosječan prinos na dugoročne državne obveznice europodručja ponderiran BDP-om na kraju lipnja iznosio je 3,1%, dok je prinos na dugoročne obveznice Hrvatske iznosio 3,8%. Republika Hrvatska u ožujku je u dvije runde izdala obveznice, u prvoj rundi za građane a

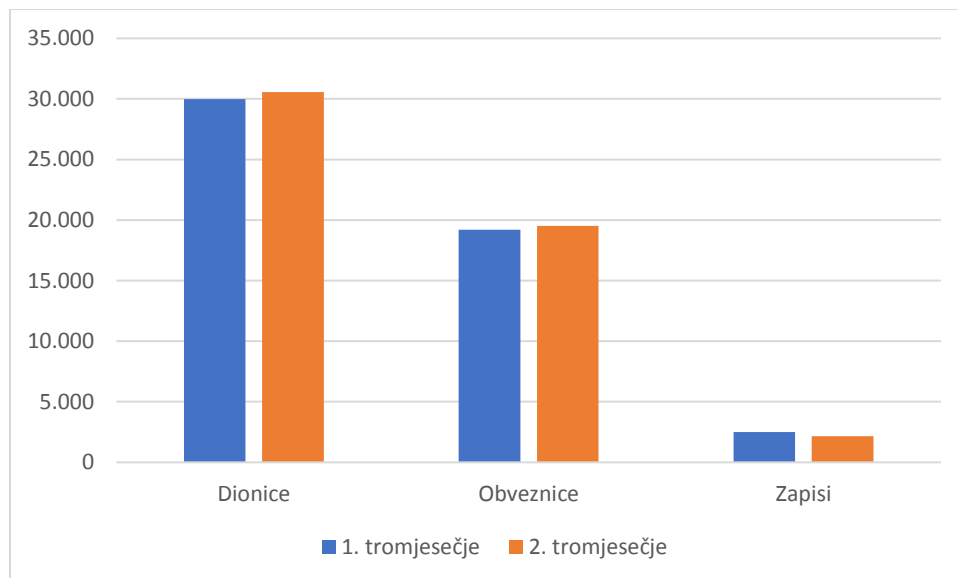
drugoj za institucionalne ulagače. Obveznice su izdane po stopi prinosa od minimalno 3.25%, na razdoblje o 2 godine, ali je zbog velikog interesa i odaziva građana konačna kamatna stopa iznosila 3.65%. Vlada je izdavanjem obveznica planirala uprihoditi milijardu eura, ali su taj iznos premašili građani već u prvoj rundi upisa i to sa iznosom od 1.335 milijardi eura, dok su institucionalni ulagači uložili ukupno 514 milijuna eura. Ukupan upis izdanih obveznica iznosio je 1.85 milijardi eura.

#### 4.2 Prometi na dioničkom tržištu

Promatrajući statistički bilten Središnjeg klirinškog depozitarnog društva za 2. tromjesečje 2023. godine analizirala se tržišna vrijednost triju najvrjednijih vrsta vrijednosnih papira.

U odnosu na 1. tromjesečje, primjetan je rast tržišne vrijednosti dionice i obveznica, ali i pad u tržišnim vrijednostima trezorskih zapisa. Ukupna tržišna vrijednost vrijednosnih papira iznosila je 52.276.377.567 milijardi EUR. U odnosu na zadnje tromjesečje 2022., tržišna vrijednost izdanih vrijednosnih papira u 2 tromjesečju 2023. povećala se za gotovo 4,5 milijardi eura, odnosno 8,6%. Najveći udio na tržištu zastupale su dionice i to 57,49%, dok su obveznice zauzimale 37,35% vrijednosti tržišta.

Grafikon 5: Tržišna vrijednost u odnosu na prethodno tromjesečje

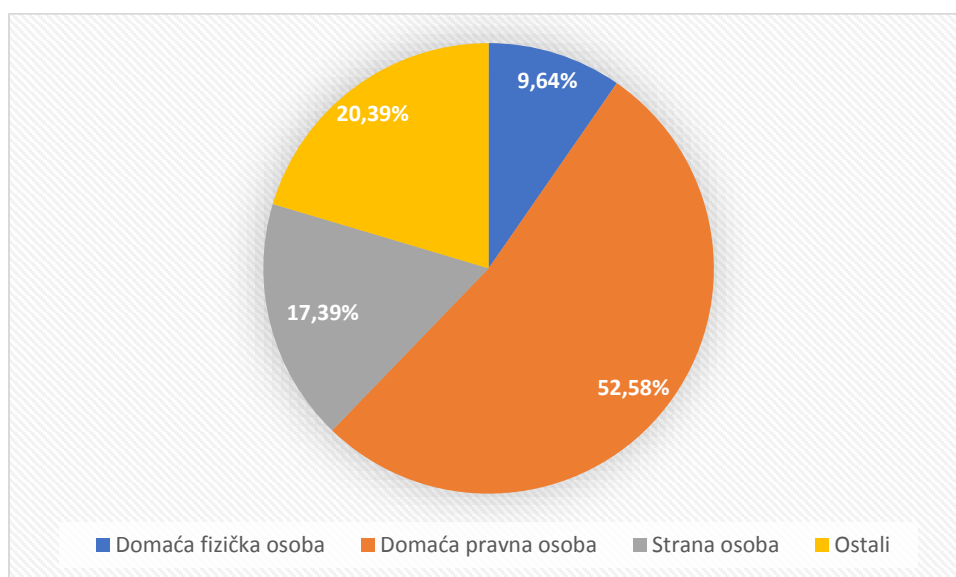


Izvor: izrada autora

Gledajući tržišnu vrijednost prema strukturi imatelja vrijednosnih papira, primjetno je kako domaće pravne osobe zauzimaju više od pola strukture imatelja, točnije 52,58%. Domaće

fizičke osobe zauzimaju 9,64% strukture, strane osobe 17,39%, a ostali imaju ukupnu vlasničku strukturu 20,39%. U odnosu na zadnje tromjesečje 2022., tržišna vrijednost prema strukturi imatelja vrijednosnih papira nije se drastično promijenila, smanjio se udio domaćih pravnih osoba u strukturi za 3,03%, dok su se udjeli u strukturi ostalih imatelja povećale. Domaće fizičke osobe sada zauzimaju 2,55%, strane osobe 1,10%, a ostali 0,60% veći udio u strukturi imatelja u odnosu na uspoređeni period.

Grafikon 6: Tržišna vrijednost prema strukturi imatelja vrijednosnih papira



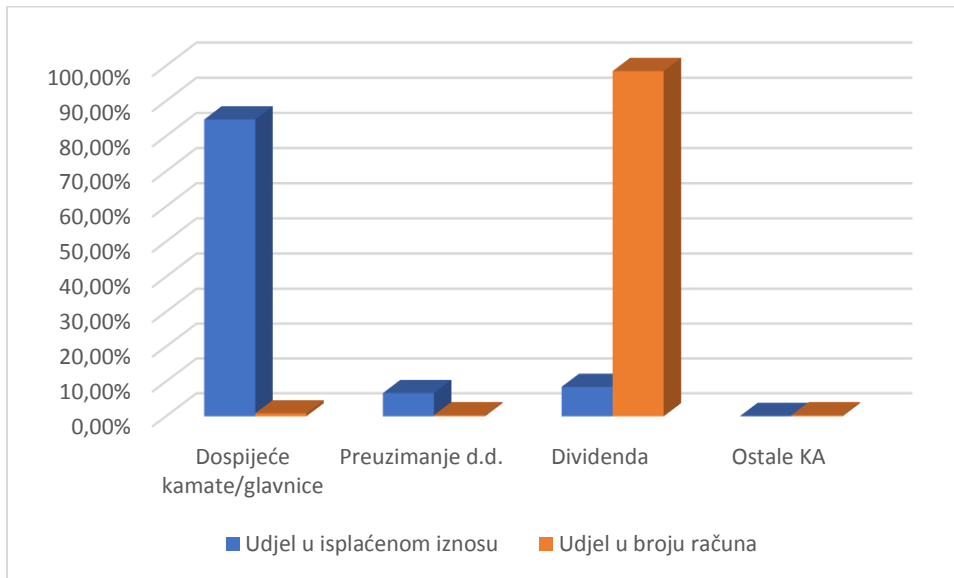
Izvor: izrada autora

U promatranom izvještajnom razdoblju broj korporativnih akcija povećan je u odnosu za prethodno tromjesečje za 114,16%.

Analizirajući strukturu isplate iz korporativnih akcija u promatranom razdoblju, primjetno je kako najveći udio u isplati, 84,75%. čine dospjeća na kamate/glavnice i to u iznosu od 1.545 milijardi eura. Isplata dividendi sačinjavala je 8,46% isplata, i to u iznosu od 154 milijuna eura, zatim slijede preuzimanja d.d. sa 6,68% isplata i to u iznosu od 121 milijuna eura. Zaključno, ostale korporativne akcije nisu imale značajan postotak u udjelu isplata i u ukupnom isplaćenom iznosu (0,12%). Ukupan iznos isplaćen iz korporativnih akcija za promatrano razdoblje je 1.823 milijardi eura. U odnosu na prethodno tromjesečje, to je vrlo velik skok u ukupnom iznosu isplata korporativnih akcija, i to za 52,24%. uspoređujući udjele u isplati korporativnih akcija i udjelu u broju računa pojedinih akcija, vidi se nesrazmjer između ovih stavki. Dospjeće kamate/glavnice ima najveći udio u isplati, ali zauzima samo

0,85% udjela u broju računa. Dividende koje su druge po veličini udjela u ukupnoj isplati čine apsolutnu većinu (98,51%) udjela u broju računa korporativnih akcija. Preuzimanja d.d. i ostale korporativne akcije zauzimaju po 0,32% udjela u broju računa.

Grafikon 7: Isplate iz korporativnih akcija



Izvor: izrada autora

U analizi transakcija po vrsti vrijednosnih papira u promatranom razdoblju bilježi se rast vrijednosti ukupnog prometa u odnosu na prethodno promatrano razdoblje i to za 75,99%. Promatrajući vrijednosne papire ponaosob, zabilježen je rast kod vrijednosti transakcija obveznica u iznosu od 47,40% i obveznice čine najveći udio u ukupnoj vrijednosti transakcija vrijednosnim papirima sa udjelom od 62,44%. Najveći rast je u vrijednosti transakcija zapisima i to 411,04%, a čiji udio u ukupnoj vrijednosti transakcija iznosi 19,82%. rast vrijednosti kod transakcija dionicama iznosio je 66,61% a udio u ukupnoj vrijednosti iznosi 17,36%.

Prometi na dioničkom tržištu znatno su se povećali u odnosu na 1. tromjesečje 2023. godine, što gore analizirani i uspoređeni podaci jasno i pokazuju. Broj aktivnih klijenata u zadnjem tromjesečju, prema podacima od strane Fonda za zaštitu ulagatelja, iznosio je 10.884.

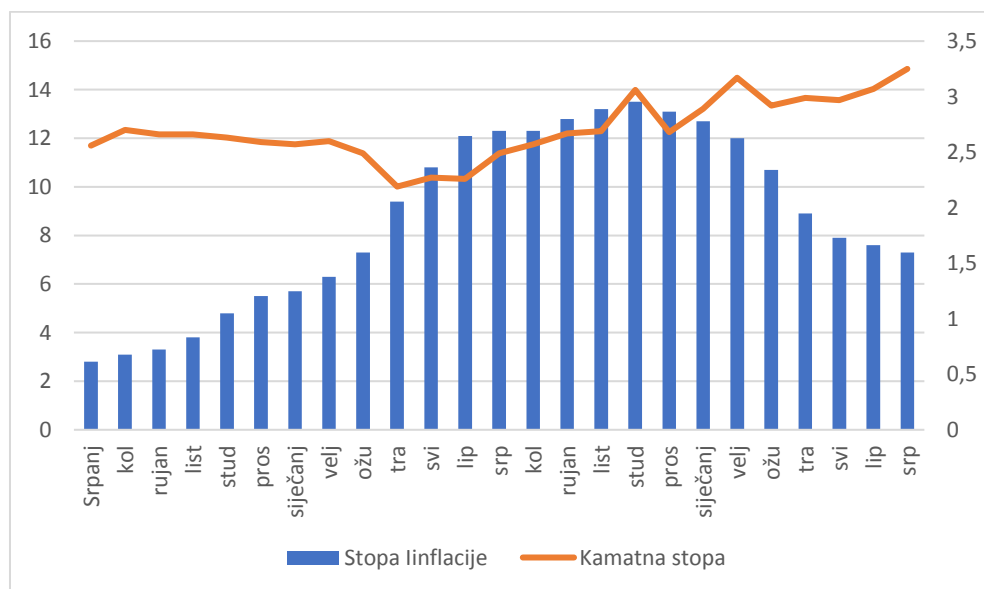
## 5. INTERAKCIJE POLITIKE ZAOŠTRAVANJA I FINANCIJSKOG SEKTORA

Interakcija politike zaoštavanja i financijskog sektora vrlo je bitna za promatranje jer donosi detaljan pogled na to kako nove mjere monetarne politike utječu na cijeli financijski sektor, a posebice kako se to dalje prelijeva na nefinancijska društva i kućanstva. U ovome će dijelu rada biti obrađen odnos kamatnih stopa i inflacije, interakcija novih kamatnih stopa i dinamike kreditiranja kao i interakcija kamatnih stopa sa stopom rasta BDP-a.

### 5.1. Odnos kamatnih stopa i inflacije

Početak razdoblja visoke inflacije, koji je započela koronakriza a dodatno ga produbio vojni sukob Rusije i Ukrajine, uvelike je utjecao na promjene na financijskim tržištima. Te su promjene zahvatile i kamatne stope, koje su se mijenjale za sve vrste kredita. Inflatorni pritisci natjerali su ESB na podizanje ključnih kamatnih stopa što je uzrokovalo i daljnje prelijevanje na kreditne institucije. U nastavku će biti analiziran odnos inflacije sa kamatnim stopama nefinancijskim društvima i kućanstvima. Promatrat će se razdoblje od 2020. godine do 2. tromjesečja 2023. godine.

Grafikon 8: Stambeni krediti i inflacija



Izvor: izrada autora

Promatrano razdoblje razdvojeno je u 2 cjeline, od kojih je prva sadržana od 6, a druga od 8 kvartala. U prvoj se tablici nalazi prikaz razdoblja niske inflacije, dok je u drugoj prikazan

rast stopa inflacije i utjecaj na kamatne stope. Prikazani su izračunati kvartalni prosjeci stopa inflacije i kamatnih stopa odabranih kredita. U ovoj je tablici prikazano kretanje kamatnih stopa pri niskim razinama inflacije, odnosno priprema za kasniji pokazatelj utjecaja inflacije na kompletan rast kamatnih stopa.

Tablica 2: Odnos inflacije i kamatnih stopa, kvartalni prosjeci u %

Godina, kvartal	Nefinancijska društva					Kućanstva
	Inflacija	Revolving, prekoračenja po transakcijskom računu	Do 0,25 mil. EUR	Od 0.25 do 1 mil. EUR	Veći od 1 mil. EUR	Stambeni krediti
2020. 1	1.37	3.52	3.30	2.26	1.33	2.84
2020. 2	-0.1	3.35	3.88	3.06	2.17	2.48
2020. 3	0.13	3.35	3.31	2.30	1.95	2.64
2020. 4	-0.37	3.34	3.49	2.45	1.89	2.63
2021. 1	0.37	3.2	3.31	1.89	1.59	2.84
2021. 2	2.07	3.11	3.22	1.82	1.63	2.48

Izvor: izrada autora

Drugom polovinom 2021. godine, točnije od 3. kvartala, primjetan je jači rast stope inflacije sve do njene kulminacije krajem 2022. godine. Kamatne stope na kredite nefinancijskim poduzećima, osim revolving kredita, rasli su većom stopom nego one za stambene kredite. Revolving krediti su imali pad kamatne stope u 8 uzastopnih kvartala, izuzevši 3. kvartal 2021. U odnosu na početak promatranog razdoblja, kamatne stope na revolving kredite porasle su na kvartalnoj razini za 6.82%. Krediti do 0.25 milijuna eura do 3 kvartala 2022. imali su stabilnu fluktuaciju kamatnih stopa te u slijedećem tromjesečju kreće njihov ubrzani rast. Povećanje za ovu skupinu kredita u odnosu na početno promatrano razdoblje iznosilo je 30.91%. Kamatne stope za skupina kredita u iznosu od 0,25 do 1 milijuna eura najsnažnije je počela rasti u 4. kvartalu 2022., prije kojeg se u prethodnih 5 kvartala kretala umjereno. Ova skupina kredita imala je najveći kvartalni rast uspoređujući stope u prvom i posljednjem kvartalu, a rast je iznosio 93.81%. Krediti veći od milijun eura u 5 su uzastopnih kvartala imali izmjenu rasta i pada kamatnih stopa. Konstantan rast počeo je u 3. kvartalu 2022., i u slijedeća je 3 kvartala rast kamatnih stopa bio najveći od svih skupina prethodno nabrojanih kredita nefinancijskim društvima. Rast kamatnih stopa u kvartalima od 2020. do kraja 2. kvartala 2023. iznosio je čak 273.68%. Kamatne stope za stambene kredite, ujedno i najveću skupinu kredita izdanih kućanstvima, najnižu su prosječnu kamatnu stopu imali u 2. kvartalu



2022., a iznosila je 2.24%. Nakon tog tromjesečja krenulo naglo povećanje kamatnih stopa u slijedeća 4 kvartala, te je u zadnje promatranom razdoblju kamatna stopa iznosila 3.22%. U odnosu na početak promatranja kretanja kamatnih stopa, iste su se za stambene kredite povećale za 16.9%. Gledajući ukupan odnos odnosno utjecaj inflacije na kretanje kamatnih stopa za odabrane vrste kredita, vrlo je lako za zaključiti kako je povijesno visoka inflacija imala velik utjecaj na značajno povećanje kamatnih stopa za kredite. U slučaju nefinancijskih društava, do najvećeg povećanja došlo je kod kredita većih od milijun eura, a kod stambenih kredita vrlo značajnih za kućanstva, promjena je iznosila visokih 16.9%. Nadalje, primjetno je i kako su kamatne stope na kredite rasle najvišim stopama u razdobljima najviših stopa inflacije i kako su nastavile rasti visokom stopom i u kvartalima sa nižom prosječnom stopom inflacije.

Tablica 3: Odnos inflacije i kamatnih stopa, kvartalni prosjeci u %

Godina, kvartal	Nefinancijska društva					Kućanstva
	Inflacija	Revolving, prekoračenja po transakcijskom računu	Do 0,25 mil. EUR	Od 0.25 do 1 mil. EUR	Veći od 1 mil. EUR	Stambeni krediti
2021. 3	3.07	3.19	3.06	1.92	1.59	2.64
2021. 4	4.7	3.00	3.15	2.01	1.29	2.63
2022. 1	6.43	2.85	3.03	1.97	1.53	2.55
2022. 2	10.77	2.81	3.03	2.03	1.48	2.24
2022. 3	12.47	2.69	3.17	2.10	2.05	2.58
2022. 4	13.27	2.74	3.86	2.98	2.85	2.81
2023. 1	11.8	3.22	3.60	3.45	3.96	2.99
2023. 2	8.13	3.76	4.32	4.38	4.97	3.22

Izvor: izrada autora

## 5.2. Interakcija novih kamatnih stopa i dinamike kreditiranja

Monetarno zaoštavanje, odnosno kontinuirano povećavanje ključnih kamatnih stopa u funkciji vraćanja niskih razina inflacije odrazilo se na uvjete financiranja te je imalo velik utjecaj na dinamiku kreditiranja. U tablicama je prikazano kretanje EURIBOR-a i ESTER-a, dvaju europskih referentnih kamatnih stopa koji imaju utjecaj i na fluktuaciju kamatnih stopa na kredite, kao i samu dinamiku kreditiranja. Kamatne stope za kredite kućanstvima, od kojih većinu kredita zastupaju stambeni krediti, nisu drastično rasle u uvjetima monetarnog

zaoštavanja i među povoljnijima su uspoređujući ih sa drugim zemljama europodručja. Iako je došlo do određenog povećanja kamatnih stopa za nove stambene kredite, oni su od početka 2023. nastavili blago rasti. Približavanjem novog kruga državnog subvencioniranja, pojačala se dinamika izdavanja stambenih kredita. Državni subvencionirani krediti ugovaraju se po nižim kamatnim stopama u odnosu na tržišne kamatne stope. Kako je vidljivo iz niže priloženih tablica, EURIBOR i ESTER nastavili su sve snažnije rasti svakim slijedećim mjesecom. Unatoč kontinuiranom rastu kamatnih stopa uvjetovanih podizanjem ključnih kamatnih stopa, dinamika kreditiranja stanovništva i dalje je ostala robusna te su uz stambene kredite ubrzali rast i gotovinski nenamjenski krediti. Kod dinamike kreditiranja nefinancijskih društava primjećuje se drugačije stanje u odnosu na kredite stanovništvu. Na početku 2023., unatoč višim kamatnim stopama, krediti nefinancijskim poduzećima nastavili su rasti, no godišnja se stopa rasta u veljači smanjila na 20.1% zbog prošlogodišnjeg snažnijeg kreditiranja poduzeća. I u sljedećim mjesecima nastavilo se smanjeno kreditiranje poduzeća u odnosu na početak godine, zbog većeg prijenosa na troškove financiranja nefinancijskih društava u odnosu na kućanstva.

Prema podacima iz svibnja 2023., kreditna aktivnost nefinancijskih društava ostala je snažna, dok je usporavanje rasta kredita nefinancijskim društvima s 15.2% u travnju na 13.9% u svibnju određeno snažnim prošlogodišnjim kreditiranjem poduzeća. Promatrajući kraj drugog tromjesečja vidljivo je kako je, za razliku od vrlo snažne kreditne aktivnosti sektora kućanstava, kreditiranje nefinancijskih društava prigušeno visokim troškovima financiranja. Nastavak usporavanja rasta kredita vidljiv je i u lipnju i srpnju, kada je rast kredita pao s 13.5% u lipnju na 10.8% u srpnju, što je kao i ranije uzrokovano snažnim učinkom kreditiranja iz godine ranije. Vrlo je jasno za zaključiti kako je u sektoru kućanstava ulazak u eurozonu i uvođenje eura, uz državno subvencioniranje stambenih kredita, uvelike utjecalo na održavanje relativno niskih i povoljnih kamatnih stopa. Dinamika kreditiranja tijekom cijele 2023. bila je relativno snažna uz manje promjene. Sektor nefinancijskih društava bio je suočen sa višim troškovima financiranja te konstantnim padom godišnjeg rasta kreditiranja. Kao što je vidljivo prema EURIBOR-u i ESTER-u, čije su kamatne stope svakim mjesecom bivale sve veće, tako su se izraženije povećavale i kamatne stope za kreditiranje poduzeća. Iz tog je razloga, uz povećanje cijena energenata, kreditiranje poduzeća na kraju promatranog razdoblja bilo sniženo i prigušeno.

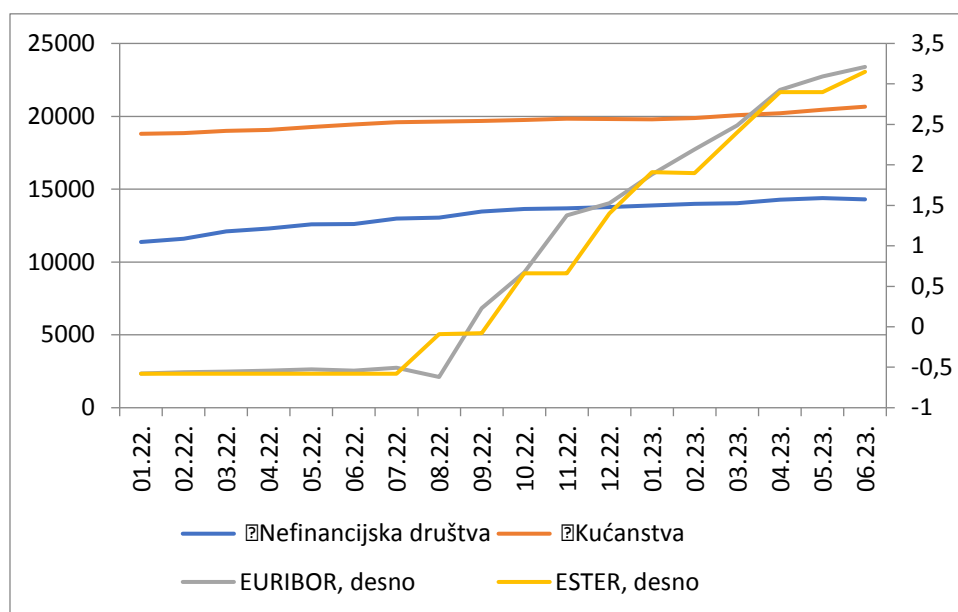
Tablica 4: Kretanje i interakcija novih kamatnih stopa

Mjesec	Nefinancijska društva	Kućanstva	EURIBOR	ESTER
<b>01.22.</b>	11375,401	18800,214	-0,576	-0,58
<b>02.22.</b>	11603,241	18854,038	-0,56	-0,58
<b>03.22.</b>	12098,866	19007,456	-0,553	-0,58
<b>04.22.</b>	12290,429	19077,648	-0,541	-0,58
<b>05.22.</b>	12587,949	19269,091	-0,527	-0,58
<b>06.22.</b>	12618,262	19449,27	-0,541	-0,58
<b>07.22.</b>	12982,192	19597,791	-0,506	-0,58
<b>08.22.</b>	13056,993	19648,27	-0,62	-0,09
<b>09.22.</b>	13457,222	19689,663	0,228	-0,08
<b>10.22.</b>	13641,072	19749,611	0,674	0,66
<b>11.22.</b>	13693,99	19827,452	1,376	0,66
<b>12.22.</b>	13773,098	19822,317	1,526	1,4
<b>01.23.</b>	13875,142	19796,019	1,883	1,91
<b>02.23.</b>	13992,531	19874,079	2,19	1,9
<b>03.23.</b>	14026,419	20080,949	2,487	2,4
<b>04.23.</b>	14278,635	20200,44	2,928	2,9
<b>05.23.</b>	14387,261	20442,77	3,093	2,9
<b>06.23.</b>	14304,232	20659,403	3,21	3,15

Izvor: izrada autora

Eksplozivni rat kamatnih stopa, kao što je prikazano u niže navedenom grafikonu, nije značajno u promatranom razdoblju utjecao na promjenu dinamike kreditiranja nefinancijskih društava i kućanstva.

Grafikon 9: Eksplozivni rast kamatnih stopa i dinamike kreditiranja



Izvor: izrada autora

### 5.3. Kamatne stope i stope rasta BDP-a

Kamatne stope i stope rasta BDP-a u interakciji su zbog zajedničke poveznice, odnosno osjetljivosti na povišene stope inflacije. Nakon globalnog zatvaranja uzrokovanog korona krizom, uslijedio je značajan pad BDP-a koji je u 2. kvartalu 2020. godine iznosio -15.5%. Od početka 2021. godine, značajno je povećana gospodarska aktivnost te je gotovo svaki sektor gospodarstva ostvarivao velike stope rasta. Aktivacija cjelokupnog gospodarstva preslikala se na visoku stopu rasta BDP-a, koja je u 2. kvartalu iznosila 20.8% te je u slijedeća 2 kvartala iznosila 16.7% te 12,3%. Takav je rast zasnovan na visokoj razlici promjene u odnosu na isto razdoblje prošle godine kada je ukupna gospodarska aktivnost zbog Vladinih mjera ograničenja bila izrazito prigušena. Visoka stopa rasta BDP-a potaknuta je dakako i visokim prihodima od turizma. Govoreći o odnosu kamatnih stopa i stopa rasta BDP-a, pogledom na tablicu po kojoj su prikazane stope rasta realnog BDP-a, kredita nefinancijskim društvima i stambenim kreditima kućanstvima, nakon 2. kvartala 2021. kada je postignuta najveća realna stopa rasta BDP-a nakon uzastopnih negativnih kvartala, vidljivo je kako je omjer obrnuto proporcionalan. Realna stopa BDP-a u uzastopnim se kvartalima smanjuje zbog povećanja osobne potrošnje i povećanja ukupnog, dok kamatne stope padaju zbog nastavka politike zaoštavanja i podizanja ključnih kamatnih stopa. Veći troškovi financiranja, koje posebno pogađaju nefinancijska društva za čije su kredite kamatne stope rasle po većim stopama u odnosu na one kućanstvima, utječu na daljnje investicijske cikluse. Zaključno tome, primjetno

je kako i zamjetno povećanje kamatnih stopa ima utjecaj na recentno i kontinuirano smanjenje realnog rasta BDP-a.

Tablica 5: Kretanje BDP-a i kamatnih stopa

%	Nefinancijska društva					Kućanstva
	BDP	Revolving, prekoračenja po transakcijskom računu	Do 0,25 mil. EUR	Od 0.25 do 1 mil. EUR	Veći od 1 mil. EUR	Stambeni krediti
Godina, kvartal						
2021. 1.	2.6	3.2	3.31	1.89	1.59	2.84
2021. 2.	20.8	3.11	3.22	1.82	1.63	2.48
2021. 3.	16.7	3.19	3.06	1.92	1.59	2.64
2021. 4.	12.3	3.00	3.15	2.01	1.29	2.63
2022. 1.	7.8	2.85	3.03	1.97	1.53	2.55
2022. 2.	8.7	2.81	3.03	2.03	1.48	2.24
2022. 3.	5.3	2.69	3.17	2.10	2.05	2.58
2022. 4.	3.5	2.74	3.86	2.98	2.85	2.81
2023. 1.	2.8	3.22	3.60	3.45	3.96	2.99
2023. 2.	2.7	3.76	4.32	4.38	4.97	3.22

Izvor: izrada autora

## 6. REZULTATI ANALIZE

Sukladno postavljenim istraživačkim pitanjima dobiveni su slijedeći rezultati analiza.

### 1. Kakva je dinamika rasta ključnih kamatnih stopa

Dinamika rasta ključnih kamatnih stopa uvjetovana je visokom stopom inflacije i mjerama Europske središnje banke kao odgovor na istu. Glavni instrument za smanjenje inflatornih pritisaka su korekcije ključnih kamatnih stopa, koje je ESB kontinuirano podizala od srpnja 2022. godine. Zbog sporog smanjivanja stope inflacije, ključne kamatne stope podizane su i u 2023. godini i na najvišim su povijesnim razinama. Dinamika rasta ključnih stopa od 2022. godine do danas bila je i ostala izrazito visoka i intenzivna.

### 2. Kakva je korelacija između rasta kamatnih stopa i inflacije

Sukladno provedenoj analizi slijedeće korelacije, zaključuje se kako inflacija nije u korelaciji sa ESTER i EURIBOR, kamatne stope u naravi slijede stope inflacije i služe kao instrument monetarne politike u borbi protiv inflacije.

Tablica 6: Korelacija EURIBOR-a, ESTER-a i inflacije

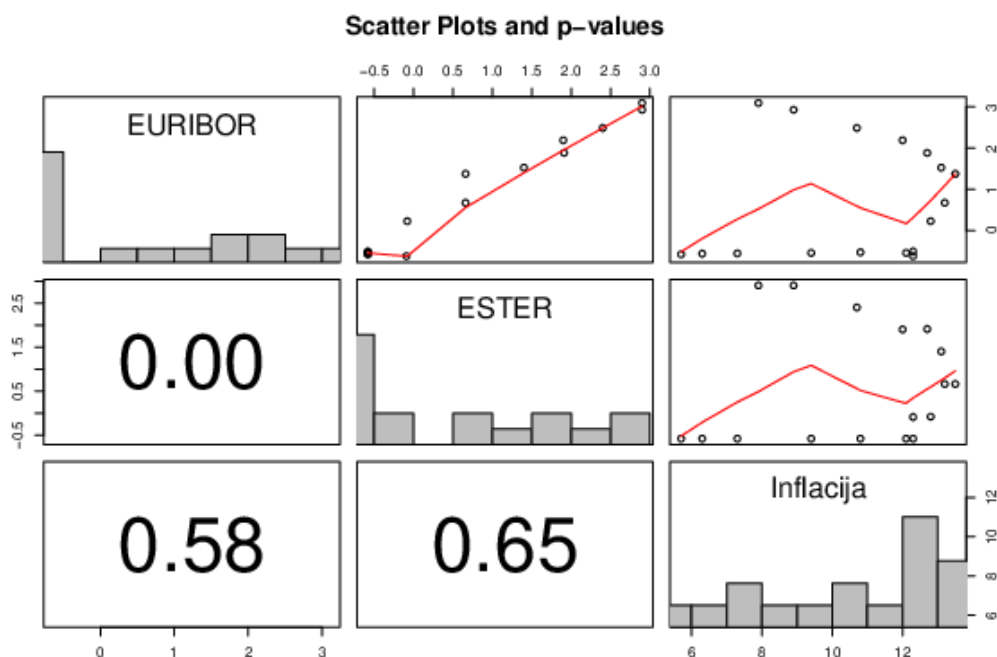
Correlations for all pairs of data series (method=pearson)

	EURIBOR	ESTER	Inflacija
EURIBOR	1	0.986	0.144
ESTER	0.986	1	0.117
Inflacija	0.144	0.117	1

Izvor: obrada autora

U dijagramu rasipanja za p-vrijednost prikazuje se smjer kretanja i p-vrijednost. Na taj se način prikazuje i analizira razina značajnosti između varijabli.

Slika 5: Dijagram rasipanja za EURIBOR, ESTER i inflaciju



Izvor: obrada autora

### 3. Kakva je interakcija EURIBORA i kredita privatnom sektoru

Rezultat analize je kako postoji čvrsto pozitivna korelacija između rasta kredita i ključnih kamatnih stopa u privatnom sektoru. Razine povećanja kamatnih stopa još uvijek u ovom promatranom razdoblju ne djeluju na korisnike kredita (poduzeća i kućanstva), odnosno možemo reći kako imaju odgođeni učinak.

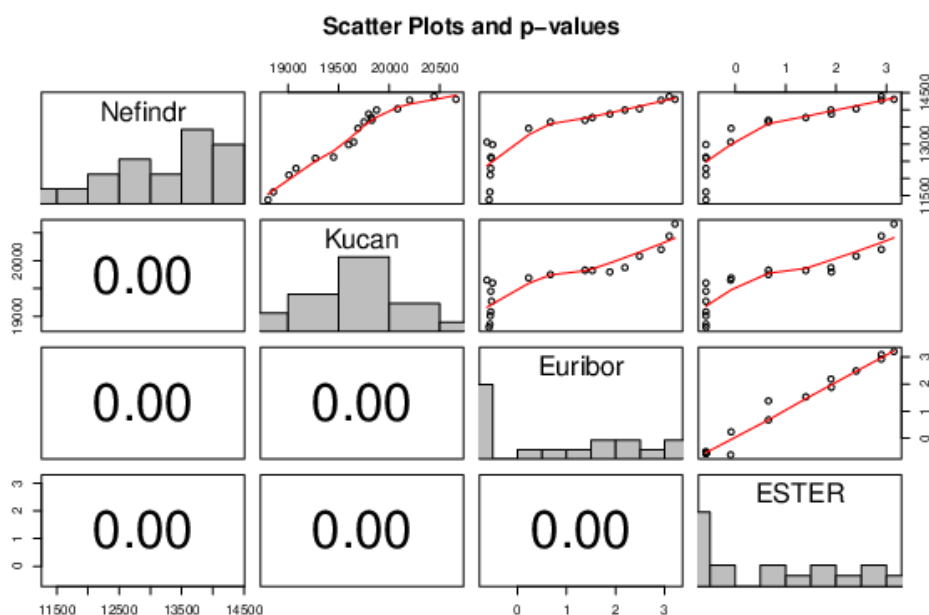
Tablica 7: Korelacija EURIBORA i kredita privatnom sektoru

Correlations for all pairs of data series (method=pearson)

	Poduzeća	Kućanstva	EURIBOR	ESTER
Poduzeća	1	0.956	0.879	0.87
Kućanstva	0.956	1	0.884	0.887
EURIBOR	0.879	0.884	1	0.988
ESTER	0.87	0.887	0.988	1

Izvor: obrada autora

Slika 6: Dijagram rasipanja ključnih kamatnih stopa i kredita privatnom sektoru



Izvor: obrada autora

#### 4. Postoji li korelacija između gospodarskog rasta i monetarnog zaošttravanja

Sukladno podacima, nema pokazatelja odnosno relevantnosti korelacije između gospodarskog rasta i monetarnog zaošttravanja (predstavljenog kroz različite vrste kredita privatnom sektoru). Monetarno zaošttravanje prikazano u ovom promatranom razdoblju nema utjecaja na gospodarski rast. Evidentno je da postoji očekivani vremenski pomak monetarnog zaošttravanja u odnosu na gospodarski rast.

Tablica 8: Korelacija BDP-a i monetarnog zaošttravanja

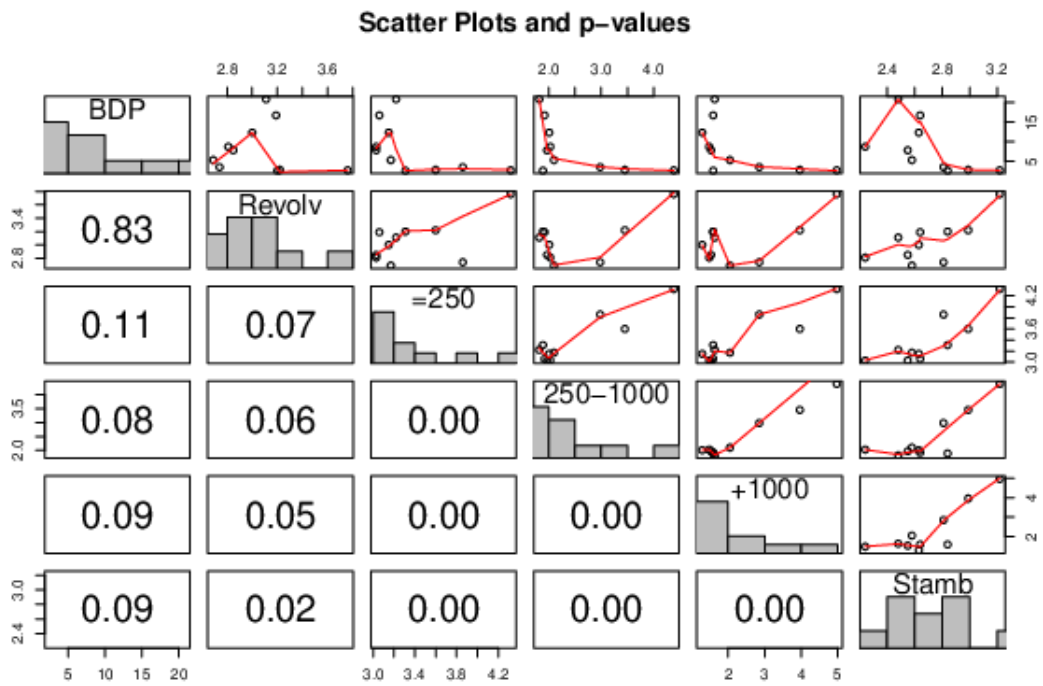
Correlations for all pairs of data series (method=pearson)

	BDP	Revolv	= 250	250-1000	+1000	Stambeni
BDP	1	-0.08	-0.542	-0.575	-0.56	-0.57
Revolving	-0.08	1	0.602	0.619	0.633	0.722
=250	-0.542	0.602	1	0.931	0.912	0.85
250-1000	-0.575	0.619	0.931	1	0.985	0.827
+1000	-0.56	0.633	0.912	0.985	1	0.84
Stambeni	-0.57	0.722	0.85	0.827	0.84	1

Izvor: obrada autora



Slika 7: Dijagram raspršenja korelacije BDP-a i monetarnog zaoštavanja



Izvor: obrada autora

## 7. ZAKLJUČAK

Monetarno zaoštavanje odnosi se na korištenje monetarnih instrumenata Europske središnje banke, odnosno povećanje ključnih kamatnih stopa i upotrebljavanje nestandardnih operacija. Korištenje tih mjera potaknuto je povijesno visokim stopama inflacije i oružanim sukobom Ukrajine i Rusije. Monetarno zaoštavanje imalo je veliko prelijevanje učinaka na financijska tržišta zemalja europodručja.

Preljevanje učinaka zahvatilo je i Republiku Hrvatsku, ali zbog određenih čimbenika osjetili su se u manjoj mjeri. Jedan od glavnih razloga je uvođenje eura, odnosno ulazak u eurozonu što je stvorilo određenu stabilnost i otpornost na još žešće poteškoće za financijska tržišta. Stabilnost je ostvarena i likvidnošću bankovnog sustava koji je bio fleksibilan i vrlo otporan na novonastalu krizu.

Odrađenom analizom financijskog sektora utvrđeno je kako postoji korelacija između povećanja ključnih stopa i rasta kredita, ali i kako povećanje kamatnih stopa ima odgođene učinke na korisnike kredita. Stambeni krediti u Republici Hrvatskoj izdaju se po kamatnim stopama koje spadaju među najmanje u eurozoni i uz bok su stopama na kredite u Njemačkoj.

Rezultat analize o postojanju očekivanog vremenskog pomaka između gospodarskog rasta i monetarnog zaoštavanja daje na uvid činjenicu kako će se utjecaj monetarnog zaoštavanja moći vidjeti tek nakon nekoliko kvartalnih mjerenja BDP-a.

## LITERATURA

Internetski izvori

Državni zavod za statistiku, Prva procjena tromjesečnog bruto domaćeg proizvoda

<https://podaci.dzs.hr/2023/hr/58243>

Europska središnja banka <https://www.ecb.europa.eu/home/html/index.en.html>

Europska središnja banka, Makroekonomske projekcije

[https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202303\\_ecbstaff~77c0227058\\_hr.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/projections/html/ecb.projections202303_ecbstaff~77c0227058_hr.html)

Europska središnja banka, Monetarni razvoj na europodručju

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/stats/md/html/ecb.md2302~952f671d72.hr.html>

Europska središnja banka, Priopćenje za medije

<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.mp230727~da80cfcf24.hr.html>

Gelenčer G.(2023.), Bankama je puno isplativije novac držati u ESB-u nego ga plasirati klijentima

<https://lidermedia.hr/financije/bankama-je-puno-isplativije-novac-drzati-u-esb-u-nego-ga-plasirati-klijentima-150498>

Hrvatska narodna banka <https://www.hnb.hr/>

Hrvatska narodna banka, Bilten 285

<https://www.hnb.hr/documents/20182/4725608/hbilt285.pdf/f4d2c35c-c3e3-f016-89f3-2c892998e84a>

Hrvatska narodna banka, Financijska stabilnost 24

<https://www.hnb.hr/documents/20182/4643477/h-fs-24.pdf/9bef2ca8-a966-4f5b-07f0-c2478fd4171d>

Hrvatska narodna banka, Koliko je porasta ključnih kamatnih stopa ESB-a preneseno na kamatne stope banaka u Hrvatskoj?

<https://www.hnb.hr/-/koliko-je-porasta-kljucnih-kamatnih-stop-a-esb-a-preneseno-na-kamatne-stope-banaka-u-hrvatskoj>

Statistički softver [www.wessa.net](http://www.wessa.net)

## Popis slika

Slika 1: Tromjesečni bruto domaći proizvod.....	5
Slika 2: BDP prema rashodovnoj metodi, realne stope rasta, odnos prema istom tromjesečju prethodne godine.....	5
Slika 3: Pokazatelji inflacije u Hrvatskoj.....	7
Slika 4: Sveobuhvatan prikaz programa kupnje vrijednosnih papira.....	16
Slika 5: Dijagram rasipanja za EURIBOR, ESTER i inflaciju.....	33
Slika 6: Dijagram rasipanja ključnih kamatnih stopa i kredita privatnom sektoru.....	34
Slika 7: Dijagram raspršenja korelacije BDP-a i monetarnog zaoštavanja.....	35

## Popis grafikona

Grafikon 1: Monetarni agregat M0, u milijunima eura.....	11
Grafikon 2: Monetarni agregat M1, u milijunima eura.....	12
Grafikon 3: Monetarni agregat M3, u milijunima eura.....	13
Grafikon 4: Kamatna stopa na stambene kredite.....	20
Grafikon 5: Tržišna vrijednost u odnosu na prethodno tromjesečje.....	22
Grafikon 6: Tržišna vrijednost prema strukturi imatelja vrijednosnih papira.....	23
Grafikon 7: Isplate iz korporativnih akcija.....	24
Grafikon 8: Stambeni krediti i inflacija.....	25
Grafikon 9: Eksplozivan rast kamatnih stopa i dinamike kreditiranja.....	30

## Popis tablica

Tablica 1: Ključne kamatne stope ESB-a.....	14
Tablica 2: Odnos inflacije i kamatnih stopa, kvartalni prosjeci u %.....	26
Tablica 3: Odnos inflacije i kamatnih stopa, kvartalni prosjeci u %.....	27
Tablica 4: Kretanje i interakcija novih kamatnih stopa.....	29
Tablica 5: Kretanje BDP-a i kamatnih stopa.....	31
Tablica 6: Korelacija EURIBOR-a, ESTER-a i inflacije.....	32
Tablica 7: Korelacija EURIBORA i kredita privatnom sektoru.....	33
Tablica 8: Korelacija BDP-a i monetarnog zaoštavanja.....	34

