Dr. sc. Marin Levaj
Viši asistent
Ekonomski fakultet Zagreb
E-mail: mlevaj@efzg.hr
Orcid: https://orcid.org/0009-0003-3672-0560

Dr. sc. Viktor Viljevac
Viši asistent
Ekonomski fakultet Zagreb
E-mail: vviljevac@efzg.hr
Orcid: https://orcid.org/0000-0002-7242-115X

MONETARNA KONTRAKCIJA I PORAST KAMATNIH STOPA U HRVATSKOM GOSPODARSTVU – JE LI RAST KAMATNIH STOPA U HRVATSKOJ DOPRINIO RUŠENJU INFLACIJE?

UDK / UDC: 336.781.5:336.748.12(497.5)
JEL klasifikacija / JEL classification: E31, E52, E58, F45, E42, E43
DOI: 10.17818/EMIP/2025/25
Stručni rad / Professional paper
Primljeno / Received: 4. veljače 2025. / February 4, 2025
Prihvaćeno / Accepted: 7. svibnja 2025. / May 7, 2025

Sažetak

U radu se analizira utjecaj rasta kamatnih stopa na kredite i depozite stanovništva i poduzeća u Hrvatskoj na postupno smanjivanje domaćih stopa inflacije za vrijeme inflatorne epizode kroz koju je hrvatsko gospodarstvo prošlo u razdoblju od 2021. do 2024. godine. Cilj je istraživanja pokušati utvrditi u kojoj je mjeri monetarna kontrakcija pomogla u smanjivanju domaćih stopa inflacije u ovoj inflatornoj epizodi na temelju metoda deskriptivne statistike, kao i analizirati troškove te monetarne kontrakcije. Iako je opravdano tvrditi da su veće kamatne stope pomogle smanjenju stope inflacije, taj je doprinos, prema našem mišljenju, bio vrlo skroman. S druge strane, trošak monetarne kontrakcije bio je vrlo visok, a iznos koji je HNB platio poslovnim bankama na razini je 2023. i 2024. godine bio oko milijardu eura. Ovi kamatni rashodi izravna su posljedica pristupanja europodručju, odnosno prepuštanja vođenja monetarne politike ECB-u te su se mogli značajno umanjiti da HNB i dalje kontrolira stopu obvezne pričuve. Uz to, HNB bi kontrolom stope obvezne pričuve i ostalim instrumentima monetarne

politike mogao postići snažniju monetarnu kontrakciju od one koju je u Hrvatskoj postigla monetarna politika ECB-a.

Ključne riječi: eurozona, uvođenje eura, HNB, troškovi uvođenja eura, monetarna politika.

1. UVOD

Republika Hrvatska priključila se eurozoni 1. siječnja 2023. godine. Ulazak u eurozonu poklopio se s razdobljem najviših stopa inflacije s kojima se hrvatsko gospodarstvo suočilo u 21. stoljeću. Kako se i eurozona istovremeno suočavala sa stopama inflacije daleko većima od one koju cilja Europska središnja banka (engl. *European central bank – ECB*), ona je reagirala povećanjem ključnih kamatnih stopa. Ulazak u eurozonu za Hrvatsku je značio prepuštanje odluka o vođenju monetarne politike ECB-u, a porast ECB-ovih ključnih kamatnih stopa prelio se na rast kamatnih stopa na kredite i depozite u domaćem gospodarstvu. U postojećoj je literaturi učinkovitost monetarne transmisije u „gašenju" domaće inflacije relativno neistražena tema, a u ovom se radu analizira uloga rasta kamatnih stopa na kredite i depozite u Hrvatskoj u smanjivanju stope domaće inflacije. Ova je tema važna iz najmanje dvaju razloga. Prvo, bitno je znati u kojoj je mjeri ECB-ova monetarna politika utjecala na domaću inflaciju u ovoj inflatornoj epizodi, vodeći računa o tome da na stabilnost domaćih cijena nakon uvođenja eura pazi ECB i da se Hrvatska narodna banka (HNB) odrekla vlastitog monetarnog suvereniteta, odnosno kontrole stope obvezne pričuve s pomoću koje bi se također mogla provesti monetarna kontrakcija da Hrvatska nije članica eurozone.

Drugo, poslovnim bankama u Hrvatskoj na razini 2023. i 2024. godine bit će plaćen iznos od oko milijardu eura, upravo s ciljem da ta plaćanja preko monetarnog transmisijskog mehanizma smanje domaću inflaciju i upravo kao posljedica spomenutog odricanja od monetarnog suvereniteta. U uvjetima velikih viškova likvidnosti kakvi karakteriziraju domaći bankarski sustav, monetarna se kontrakcija provodi tako što središnja banka poslovnim bankama plaća kamate na te viškove likvidnosti. Povećanje kamatne stope koju HNB plaća poslovnim bankama (kamatna stopa na novčani depozit) na viškove likvidnosti bankama povećava oportunitetni trošak odobravanja kredita zbog toga što novo kreditiranje u prosjeku za poslovnu banku znači i odljev viškova u drugu banku, a samim time i gubitak kamata koje banka ostvaruje pri HNB-u. Radi porasta tog oportunitetnog troška, banke povećavaju kamatne stope na nove kredite. Opravdanost troška provođenja monetarne kontrakcije, odnosno iznosa koji HNB plaća poslovnim bankama na njihove viškove likvidnosti, između ostalog, treba suditi u kontekstu postizanja cilja smanjenja inflacije.

Rad je podijeljen na pet poglavlja. Nakon uvodnog poglavlja slijedi drugo poglavlje, u kojem se analizira kretanje inflacije u domaćem gospodarstvu. Analiziraju se uzroci rasta inflacije i objašnjava zašto je stopa inflacije u pojedinim mjesecima probila razinu od 10% godišnje, a potom se analizira smirivanje i

povratak inflacije prema ciljanim razinama od 2%. U trećem se poglavlju analiziraju makroekonomska kretanja u hrvatskom gospodarstvu, odnosno varijable kao što su stopa rasta BDP-a, stopa nezaposlenosti i zaposlenosti. Uvriježeno je mišljenje kako je bitna karakteristika uspješne monetarne kontrakcije negativan utjecaj na gospodarstvo, a koncepti kao što su Phillipsova krivulja i agregatna potražnja sastavni su alati s pomoću kojih mnogi makroekonomski udžbenici objašnjavaju mehanizme na temelju kojih rast kamatnih stopa u konačnici smanjuje inflaciju.

Četvrto poglavlje bavi se analizom kretanja različitih kategorija kamatnih stopa na kredite stanovništvu i poduzećima u domaćem gospodarstvu te se analizira doprinos tih kretanja rušenju domaće inflacije. Uz to, na isti se način analizira i kretanje kamatnih stopa na depozite stanovništva i poduzeća[1]. U petom, zaključnom poglavlju sumiraju se rezultati rada, daje mišljenje autora o tome u kojoj je mjeri porast kamatnih stopa u domaćem gospodarstvu doprinio rušenju inflacije u Hrvatskoj i komentiraju troškovi odricanja od monetarnog suvereniteta, odnosno uvođenja eura.

2. KRETANJE I UZROCI INFLACIJE U HRVATSKOJ

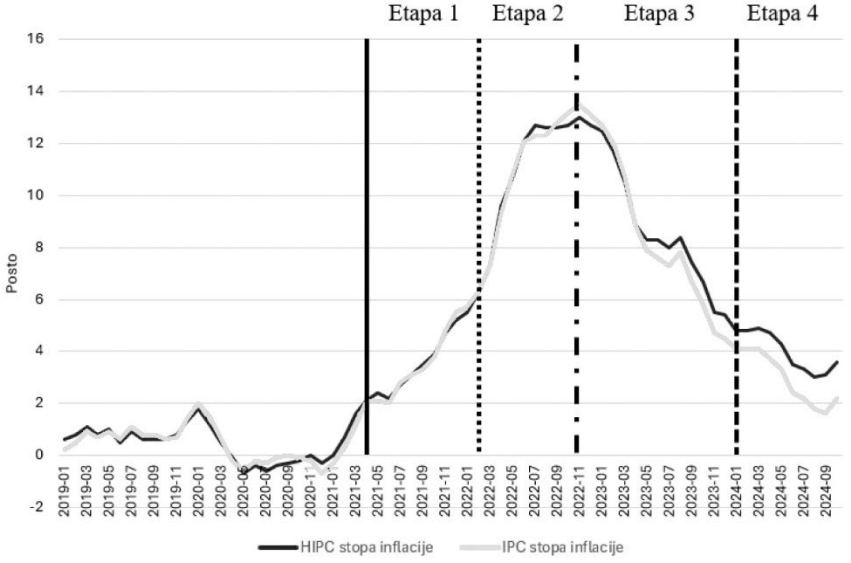
U ovom se poglavlju daje pregled kretanja domaće inflacije u razdoblju od druge polovine 2020. godine do listopada 2024. godine te se analiziraju uzroci rasta i smanjenja stope inflacije.

2.1. Pregled kretanja inflacije

Nakon blage deflacije koja je obilježila drugu polovinu 2020. godine, stopa inflacije mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) prešla je razinu od 2% u travnju 2021. godine. U prosincu 2021. godine HIPC stopa inflacije iznosila je 5,2%, a 2022. godinu obilježio je nastavak rasta stopa inflacije do vrhunca od 13,0% zabilježenog u studenome (13,5% mjereno indeksom potrošačkih cijena, IPC). Od prosinca 2022. godine godišnja je stopa inflacije u padu te je krajem 2023. godine iznosila 5,4% (HIPC), a u listopadu 2024. godine HIPC stopa inflacije bila je 3,6% (2,2% mjereno IPC-om). Sljedeća dva grafikona prikazuju kretanje HIPC i IPC stopa inflacije u Hrvatskoj, kao i dekompoziciju HIPC inflacije na četiri osnovne kategorije.

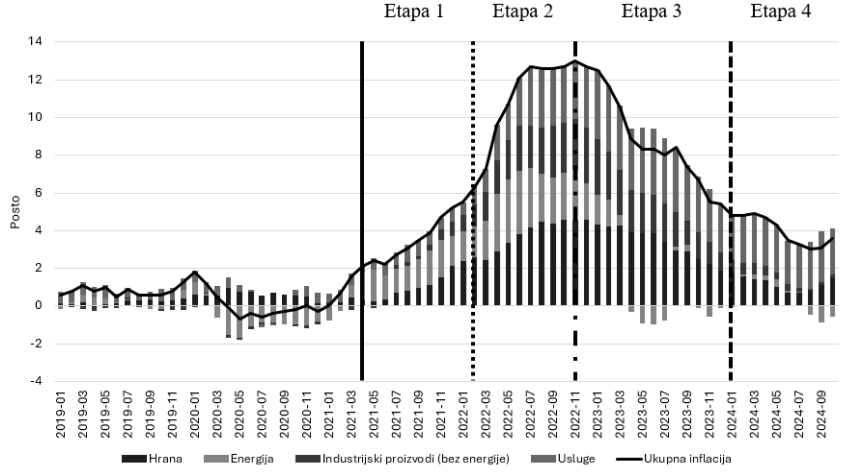
[1] U radu se ne analizira utjecaj monetarne kontrakcije na zaduživanje, odnosno ponašanje države.

Grafikon 1 – Kretanje godišnjih HIPC i IPC stopa inflacije u razdoblju od siječnja 2019. do listopada 2024. godine



Izvor: Eurostat (2024a) i DZS (2024a)

Grafikon 2 – Dekompozicija godišnje HIPC stope inflacije po kategorijama



Izvor: Izračun autora prema Eurostat (2024a) i Eurostat (2024b)

Kretanje inflacije podijeljeno je na četiri etape. Prva etapa započinje u travnju 2021. godine, kada je godišnja HIPC inflacija prvi put prešla razinu od 2%, i traje do veljače 2022. godine, kada je započeo rat u Ukrajini. Veljača 2022. godine odabrana je kao kraj prve etape iz dvaju razloga. Prvo, nakon veljače je stopa inflacije zabilježila značajno ubrzanje. Od prosinca 2021. godine do veljače 2022. godine HIPC inflacija porasla je s 5,2 na 6,3%, da bi u idućim dvama mjesecima porasla za 3,3 postotna boda i u travnju iznosila 9,6%. Drugo, veljača 2022. godine zadnji je mjesec u kojem je ECB projicirao da je inflacija prolaznog karaktera. Tako u izjavi nakon sastanka Upravnog vijeća ECB-a, održanog 3. veljače 2022. godine, stoji „I dok je buduće kretanje inflacije neizvjesno, inflacija će vjerojatno ostati povišena dulje vremena nego se prethodno očekivalo, ali se očekuje da će se smanjiti u nastavku godine“ (ECB, 2022a). Inflacija[2] u eurozoni je u siječnju te godine iznosila 5,1%, da bi u prosincu iznosila 9,2%, nakon vrhunca od 10,6% zabilježenog u listopadu. Sastanak početkom veljače bio je svojevrsno ponavljanje stava da je inflacija prolazna, koji su, primjerice, javnosti jasno komunicirali članovi Upravnog vijeća Fabio Panetta i Olli Rehn početkom prosinca 2021. godine (Reuters, 2021).

Do značajnog zaokreta u projekcijama inflacije koje je ECB komunicirao javnosti došlo je na idućem sastanku Upravnog vijeća, onom održanom 10. ožujka 2022. godine. ECB tada govori o nepredviđenom rastu inflacije zbog neočekivanog rasta cijena energije (neočekivano izbijanje rata u Ukrajini) i značajnoj reviziji projekcija buduće inflacije na više razine. Više se ne spominje projekcija smirivanja inflacije u nastavku 2022. godine kakva je dana u veljači, a o povratku inflacije na ciljanu razinu od 2% se govori u kontekstu srednjeg roka (ECB, 2022b). Naredni sastanci Upravnog vijeća iz travnja i lipnja su, u okviru nastavka rasta inflacije u eurozoni, donijeli dodatan oprez u ECB-ovoj komunikaciji. Dok se nakon sastanka iz ožujka očekivalo da će godišnja inflacija u 2022. godini iznositi 5,1%, a u 2023. godini 2,1%, u izjavama nakon sastanaka iz travnja i lipnja više se ne spominju konkretni brojevi, a fokus je premješten na borbu protiv inflacije i njezin povratak na razine od 2% u srednjem roku (ECB, 2022b, 2022c i 2022d). Iako u tom razdoblju Hrvatska nije bila dio eurozone, ova su kretanja, kao i ona u nastavku 2022. godine, utjecala na tempo i jačinu podizanja ECB-ovih ključnih kamatnih stopa, što se odrazilo na kamatne stope u Hrvatskoj nakon (ali i nešto prije) uvođenja eura.

Druga etapa započinje u ožujku 2022. godine i traje do studenoga 2022. godine, kada je HIPC stopa inflacije u Hrvatskoj dosegnula svoj vrhunac i iznosila 13,0%. Nakon toga slijede dvije etape dezinflacije i postupnog povratka inflacije prema razinama od 2%. U trećoj je etapi stopa inflacije pala s razine od 13,0% u studenome 2022. na razinu od 4,8% u siječnju 2024. godine. Četvrta etapa započinje u veljači 2024. godine i traje do listopada 2024. godine, odnosno do kraja promatranog razdoblja. Iako su i treća i četvrta etapa obilježene smanjivanjem stope inflacije, četvrta se etapa razlikuje od treće zbog toga što je preko 50%

[2] U nastavku rada govori se isključivo o HIPC stopama inflacije.

inflacije u toj etapi posljedica rasta cijena usluga. Tako je prosječan rast cijena u veljači 2024. godine iznosio 4,8%, a 52,1% tog porasta može se pripisati rastu cijena usluga. Do listopada 2024. godine stopa inflacije pala je na 3,6%, a 66,9% tog rasta generirao je rast cijena usluga (u kolovozu je taj postotak bio 81,3%). U nastavku poglavlja prikazat će se uzroci rasta i pada stopa inflacije u ovim četirima etapama.

2.2. Uzroci rasta i pada inflacije

Prva etapa traje od travnja 2021. godine (inflacija 2,1%) do veljače 2022. godine (inflacija 6,3%). Kako je vidljivo na grafikonu 2, u prvom dijelu prve etape dominira rast cijena energije, dok u drugom vodstvo preuzima rast cijena hrane. Rast cijena energije posljedica je rasta cijena prvenstveno nafte, ali i plina na svjetskim tržištima, odnosno riječ je u uvezenim inflatornim pritiscima (HNB, 2021a i 2022a). Primjerice, cijena barela sirove nafte tipa Brent porasla je s oko 52 dolara krajem 2020. godine na oko 78 dolara krajem 2021. godine (Nasdaq, 2024). Cijene hrane rasle su kao posljedica kombinacije unutarnjih i vanjskih čimbenika. Od unutarnjih čimbenika mogu se izdvojiti vremenske nepogode kao što su mraz u kontinentalnom dijelu Hrvatske, koji je pogodio voćnjake, te dugotrajna suša i olujno nevrijeme, koji su naštetili povrtnjacima u Slavoniji (HNB, 2021b). Od vanjskih čimbenika, slično kao i pri cijenama energije, uvezeni troškovni pritisci, odnosno poskupljenje prehrambenih sirovina na svjetskom tržištu, doprinijeli su rastu cijena hrane, kao i veća potražnja za vrijeme turističke sezone (HNB, 2021c, 2022a i 2022b). Na više cijene uvoznih prehrambenih sirovina utjecale su i visoke cijene energenata i gnojiva koji se upotrebljavaju u njihovoj proizvodnji. Potkraj prve etape zamjetan je i izraženiji rast cijena industrijskih proizvoda poput odjeće i obuće, kućanskih aparata, potrošnih dobara za održavanje kućanstva te opreme za vrtove i kućne ljubimce, čija se poskupljenja uvelike mogu pripisati rastu troškova, to jest većim cijenama energije i drugih sirovina i intermedijarnih proizvoda, kao i rastu vozarina na svjetskom tržištu (HNB, 2022b). Uzevši sve navedeno u obzir, porast inflacije u prvoj etapi može se većinom pripisati većoj uvoznoj inflaciji i poremećajima na strani domaće ponude.

Druga etapa započela je inflacijom od 7,3% u ožujku i završila inflacijom od 13% u studenome 2022. godine. Najveći se porast dogodio od ožujka do lipnja (sa 7,3 na 12,1%), a između lipnja i studenoga se stopa inflacije zadržavala na razini od oko 12,6%. Promatrano po kategorijama, cijene energije su od veljače do studenoga porasle 17,5% (Eurostat, 2024c). Rast cijena energije (prvenstveno sirove nafte i prirodnog plina) intenzivirao se s početkom rata u Ukrajini. Cijena barela sirove nafte tipa Brent porasla je s razine od oko 90 dolara početkom veljače na više od 120 dolara po barelu u lipnju. S druge strane, do kraja studenoga su se cijene sirove nafte smanjile na nešto iznad 80 dolara po barelu (Nasdaq, 2024). U travnju 2022. godine povećane su administrativno određene cijene prirodnog plina (za prosječno 16%) i električne energije (za prosječno 9,6%) zbog njihova znatnog porasta na europskom tržištu. Bez Vladine fiskalne intervencije rast cijena plina

iznosio bi 79%, a električne energije 23%. Usto, od 7. ožujka su privremeno fiksirane marže trgovaca naftnim derivatima i smanjene trošarine na benzinska i dizelska goriva, a od 1. travnja smanjen je i PDV na energiju (plin, kruta goriva i toplinsku energiju) (Vlada Republike Hrvatske, 2022, HNB, 2022c i 2022d). Iz navedenoga može se zaključiti da su cijene energije rasle kao posljedica uvoznih troškovnih pritisaka, dok su fiskalne intervencije Vlade djelovale u smjeru smanjivanja stopa rasta cijena energenata.

Cijene hrane su od veljače do studenoga 2022. godine porasle 11,4% (Eurostat, 2024c). To je velikim dijelom posljedica prelijevanja uvezenih troškovnih pritisaka, odnosno rasta cijena energenata, prehrambenih sirovina i mineralnih gnojiva na svjetskom tržištu. Rastu uvoznih troškova pridonio je rat u Ukrajini zbog toga što su, primjerice, Rusija i Ukrajina važni svjetski proizvođači prehrambenih proizvoda kao što su žitarice i uljarice, a Rusija je i važan proizvođač mineralnih gnojiva koja se koriste u poljoprivrednoj proizvodnji. S druge strane, smanjenje PDV-a na određene prehrambene proizvode i ograničavanje cijena nekih osnovnih prehrambenih proizvoda djelovali su u smjeru smanjenja stope inflacije u kategoriji hrane (HNB, 2022c, 2022e i 2023a). Cijene industrijskih proizvoda su od veljače do studenoga rasle 11,4%, a usluga 8,5%. Kao uzročnike rasta cijena industrijskih proizvoda HNB (2022d i 2023a) ističe prelijevanje ranijeg rasta cijena energije i drugih sirovina te intermedijarnih proizvoda na svjetskom tržištu, zastoje u dobavnim lancima i faktore kao što su više vozarine na svjetskom tržištu. Kao uzročnike rasta cijena usluga HNB navodi rast ulaznih troškova (cijene hrane, pića i energenata), rast plaća zbog nedostatka kvalificirane radne snage u ugostiteljstvu te oporavak domaće i inozemne potražnje za ugostiteljskim uslugama i uslugama smještaja nakon ukidanja epidemioloških mjera. Govoreći općenito o uzrocima inflacije u ovom razdoblju, HNB (2023a) spominje i povećanje profitnih marži zbog veće neizvjesnosti oko budućih kretanja cijena, kao i pritisak na plaće na domaćem tržištu rada zbog visoke potražnje za radnicima i niske stope nezaposlenosti.

Treću etapu obilježilo je postupno smanjivanje ukupne godišnje stope inflacije s 13% u studenome 2022. godine na 4,8% u siječnju 2024. godine. U tom su razdoblju cijene energije pale 6,1%, cijene hrane porasle su 8,9%, cijene industrijskih proizvoda povećane su 1%, a cijene usluga rasle su 9,5%. Godišnja stopa rasta cijena energije smanjena je s 20,3% u studenome 2022. godine na -0,1% u siječnju 2024. godine, a godišnja stopa rasta cijena hrane s 15,9% (studeni 2022. godine) na 6,2% (siječanj 2024. godine). Istovjetne su stope inflacije smanjene s 10,2% na 2,6% u kategoriji industrijskih proizvoda i s 9,5% na 7,4% u kategoriji usluga (Eurostat, 2024c). Rezultati istraživanja koje su proveli Kunovac i Luketina (2024) pokazuju da se, promatrano matematički, glavni uzrok smanjivanja ukupne stope inflacije mjerene harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena, a isti zaključak vrijedi i za četiri navedene potkategorije proizvoda i usluga, može pronaći u negativnim baznim učincima. U razdoblju od srpnja 2021. do lipnja 2022. godine došlo je do snažnog ubrzavanja inflacije, a protjecanjem vremena ovi atipično visoki porasti cijena prestali su ulaziti u izračun godišnje stope inflacije za

pojedini mjesec. Drugim riječima, tekući (mjesečni) inflatorni pritisci su s vremenom oslabjeli, što se postupno prelilo i na smanjenje godišnjih stopa inflacije.

Uz negativne bazne učinke koji su doprinijeli smanjenju stopa inflacije u svim kategorijama, pad cijena energije može se objasniti pojeftinjenjem naftnih derivata u kombinaciji s nepromijenjenim reguliranim cijenama električne energije i plina za kućanstva (HNB, 2024a). Stopa inflacije u kategoriji hrane smanjila se kao posljedica različitih čimbenika, koji uključuju prelijevanje nižih cijena energenata, gnojiva i prehrambenih sirovina na svjetskom tržištu na uvozne i domaće proizvođačke cijene i normalizaciju globalnih lanaca opskrbe. Kontinuirano usporavanje inflacije u kategoriji industrijskih proizvoda može se pripisati faktorima kao što su niže cijene energenata i drugih sirovina na svjetskom tržištu te normalizacija globalnih lanaca opskrbe (HNB, 2023b). Stopa inflacije u kategoriji usluga zabilježila je najmanje smanjenje u trećoj etapi, a zadržavanju stope inflacije u ovoj kategoriji na relativno visokoj razini doprinijeli su znatan rast cijena ugostiteljskih usluga i usluga smještaja zbog prelijevanja prijašnjeg povećanja troškova, osobito energije i prehrambenih sirovina, porast plaća i velika potražnja. Govoreći općenito, zadržavanju HIPC stope inflacije na razinama višima od 2% doprinijeli su snažno tržište rada, nedostatak radne snage i nastojanje da se nadoknadi gubitak realne kupovne moći plaća iz prošlog razdoblja, što se prelilo na porast nominalnih plaća, odnosno troškova rada (HNB, 2024a).

Četvrta etapa obilježena je daljnjim smanjenjem stope inflacije, s godišnje razine od 4,8% u veljači na 3,6% u listopadu 2024. godine. Rast cijena usluga zaslužan je za 66,9% ukupne inflacije u listopadu. Godišnja stopa rasta cijena usluga u tom je mjesecu iznosila 7,5%, dok su u kategorijama energija, hrana i industrijski proizvodi stope inflacije bile -4,4%, 5,2% i 0,8% (Eurostat, 2024c). Relativno visoke stope inflacije u kategoriji usluga HNB objašnjava faktorima kao što su relativno velika osjetljivost te kategorije na rast nominalnih plaća i snažna domaća potražnja (HNB, 2024b). U sljedećim se dvama poglavljima analizira utjecaj povećanja kamatnih stopa u Hrvatskoj na smanjivanje godišnjih stopa inflacije u trećoj i četvrtoj etapi, odnosno doprinos monetarne kontrakcije u domaćem gospodarstvu postupnom povratku inflacije prema nižim i za središnju banku prihvatljivijim razinama.

3. PREGLED OSNOVNIH MAKROEKONOMSKIH KRETANJA

U ovom poglavlju analiziraju se makroekonomska kretanja u Hrvatskoj s ciljem analize utjecaja monetarne kontrakcije na ključne makroekonomske varijable. Prema ekonomskoj teoriji, rast kamatnih stopa koje određuje središnja banka, to jest monetarna kontrakcija trebao bi imati negativan utjecaj na tržište rada i uzrokovati rast stope nezaposlenosti, čime se smanjuju pritisci na rast plaća, a što dovodi do smanjenog pritiska na rast cijena.

Prema IS-LM-PC modelu (Blanchard, Amighini & Giavazzi, 2021), ako središnja banka ne reagira podizanjem kamatnih stopa kada je inflacija iznad ciljane razine, dolazi do rasta očekivane inflacije, što povećava pritiske na rast plaća i uzrokuje ne samo da stopa inflacije ostane iznad ciljane razine nego i da dodatno ubrza. Središnja banka podizanjem ključnih kamatnih stopa negativno utječe na proizvodnju (razinu BDP-a), što preko rasta stope nezaposlenosti smanjuje pritiske na plaće i vraća inflaciju na ciljanu razinu.

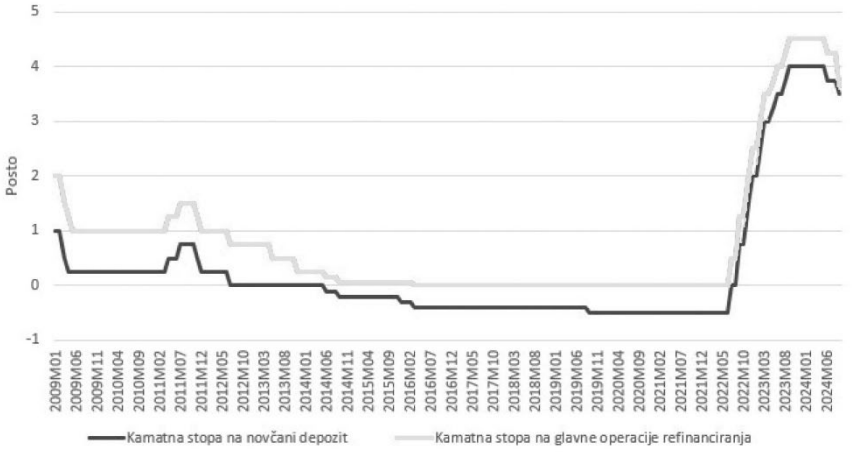
Mankiw (2015) povezanost inflacije i tržišta rada promatra s pomoću AS-AD modela, gdje agregatna potražnja ima istovremen utjecaj na stopu nezaposlenosti i inflaciju. Povećana agregatna potražnja za proizvodima i uslugama znači veću proizvodnju, a time i veću zaposlenost, to jest smanjenu stopu nezaposlenosti. Istovremeno, dio poduzeća na povećanu potražnju reagira povećanjem cijena, stoga postoji negativna korelacija između nezaposlenosti i inflacije. Na isti način negativnu korelaciju između stope nezaposlenosti i stope inflacije objašnjavaju Krugman i Wells (2015). U slučaju povišene inflacije, to jest inflacije iznad ciljane razine, središnja banka monetarnom kontrakcijom smanjuje agregatnu potražnju te time vraća inflaciju na ciljanu razinu[3].

Bez obzira na to analizira li se utjecaj monetarne kontrakcije s pomoću Phillipsove krivulje ili agregatne potražnje, podizanje ključnih kamatnih stopa središnje banke trebalo bi imati negativan utjecaj na proizvodnju (BDP) i na zaposlenost, a stopa nezaposlenosti trebala bi porasti.

U skladu s ekonomskim modelima, ECB je na snažan rast inflacije u eurozoni reagirao podizanjem ključnih kamatnih stopa (Grafikon 3). Nakon dugog razdoblja nultih i negativnih kamatnih stopa, od sredine 2022. godine kreće postupno podizanje kamatnih stopa. Kao što je vidljivo na grafikonu, u rujnu 2023. godine kamatna stopa na novčani depozit podignuta je na 4%, a kamatna stopa za glavne operacije refinanciranja na 4,5%, što su povijesno promatrano vrlo visoke razine.

[3] Stabilnost je cijena bitna, između ostaloga, i zbog toga što utječe na priljeve izravnih stranih investicija (Podvorica, Hoti & Gashi, 2025).

Grafikon 3. Kretanje ključnih kamatnih stopa ECB-a



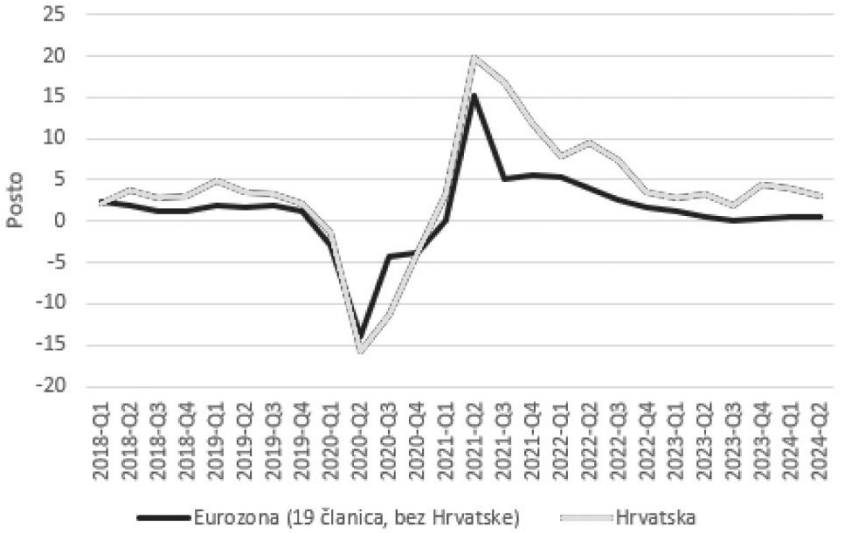
Izvor: ECB (2024)

Povezanost između kamatnih stopa ECB-a i realnih gospodarskih kretanja, uključujući utjecaj na inflaciju, potvrđena je u brojnim empirijskim istraživanjima. Berend i Prüser (2024) pokazuju da ECB može s pomoću zajedničkih ciklusa utjecati na agregatnu potražnju i inflaciju promjenama u monetarnoj politici. Ipak, učinci monetarne politike na makroekonomske varijable poput BDP-a i inflacije heterogeni su među članicama eurozone (Mandler, Scharnagl & Volz, 2022). Prema istraživanju Barigozzija, Contija i Lucianija (2014), monetarna politika ima sličan utjecaj na BDP među članicama eurozone, ali je utjecaj na nezaposlenost i inflaciju heterogen između sjeverne i južne Europe, što pripisuju specifičnostima tržišta rada i slabijoj razini tržišnog natjecanja u južnim članicama.

U nastavku poglavlja promatraju se ključne makroekonomske varijable u hrvatskom gospodarstvu s ciljem analize utjecaja navedene monetarne kontrakcije. Prva varijabla koja se promatra jest stopa realnog rasta BDP-a. Na grafikonu 4 prikazane su realne godišnje stope rasta BDP-a Hrvatske i eurozone u razdoblju od početka 2018. godine do drugog tromjesečja 2024. godine. Promatrajući stope rasta eurozone, vidljivo je da je nakon početka podizanja ključnih kamatnih stopa sredinom 2022. godine gospodarstvo usporilo. Od druge polovine 2023. i u 2024. godini stopa rasta realnog BDP-a u eurozoni kretala se tik iznad zone stagnacije (u trećem tromjesečju 2023. godine stopa rasta iznosila je 0% godišnje). Iako se usporavanje rasta na razini eurozone ne može pripisati samo ECB-ovoj monetarnoj kontrakciji, kretanje stope rasta BDP-a u skladu je s očekivanjima temeljenim na ekonomskoj teoriji. S druge strane, hrvatsko gospodarstvo ne pokazuje znakove usporavanja. Nakon visokih stopa rasta koje su posljedica oporavka od pandemije i zatvaranja gospodarstva, od kraja 2022. godine do kraja promatranog razdoblja

godišnja stopa rasta realnog BDP-a kreće se u prosjeku blago iznad 3% godišnje. Iako se ne može ustvrditi da rast ključnih kamatnih stopa nije imao negativan utjecaj na stopu rasta BDP-a u Hrvatskoj, podaci sugeriraju da, ako je i bilo negativnog utjecaja, on nije bio pretjerano značajan.

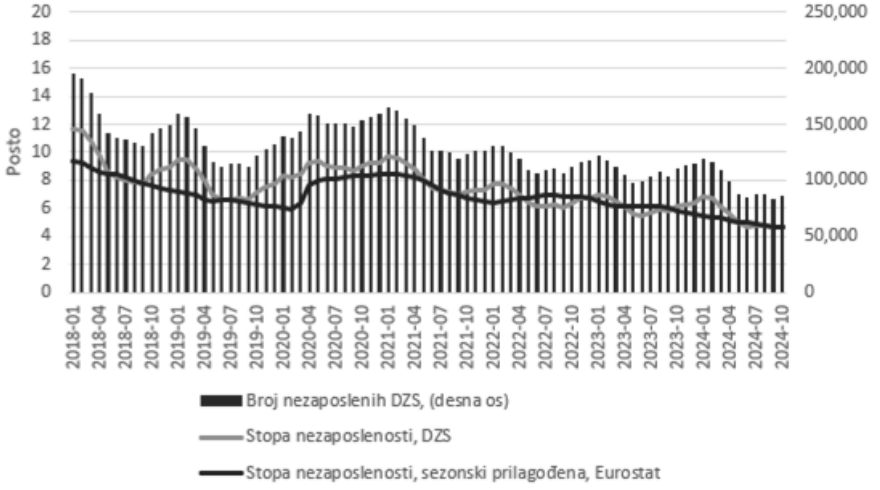
Grafikon 4. Godišnje stope rasta realnog BDP-a Hrvatske i eurozone



Izvor: Eurostat (2024d)

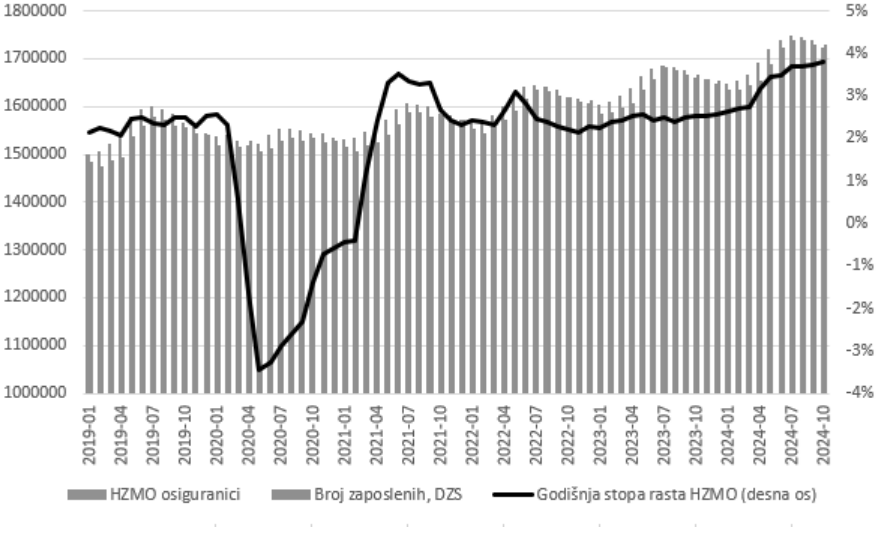
Uz izostanak pretjerano značajnih utjecaja na realni BDP, za očekivati je da nije bilo ni negativnih kretanja na tržištu rada. Na grafikonima 5 i 6 prikazana su kretanja broja nezaposlenih, stope nezaposlenosti, broja zaposlenih i stope rasta zaposlenosti u razdoblju od početka 2018., odnosno 2019., do listopada 2024. godine. Kako je vidljivo na grafikonima, u posljednje dvije godine situacija na tržištu rada ostala je veoma dobra. Broj nezaposlenih, kao i stopa nezaposlenosti nastavili su padati na rekordno niske razine, dok broj zaposlenih raste te se također nalazi na povijesno visokim razinama. Štoviše, stopa rasta broja zaposlenih ubrzala je u posljednjih godinu dana, a u prvih deset mjeseci 2024. godine zaposlenost raste u prosjeku 3,3% godišnje.

Grafikon 5. Kretanja na tržištu rada – nezaposlenost u Hrvatskoj



Izvor: Eurostat (2024e), DZS (2024a)[4]

Grafikon 6. Kretanja na tržištu rada – zaposlenost u Hrvatskoj

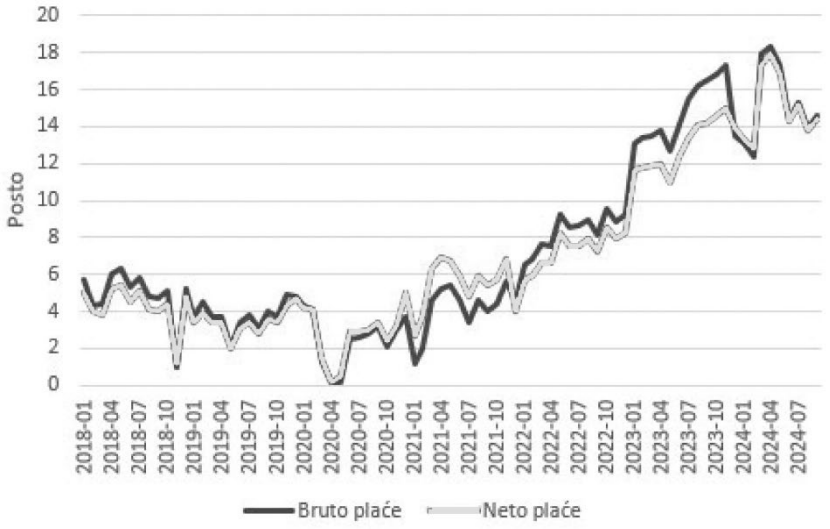


Izvor: DZS (2024b), HZMO (2024)

[4] Podaci preuzeti s DZS-a odnose se na službenu registriranu nezaposlenost, a stopa nezaposlenosti s Eurostata na anketnu stopu nezaposlenosti.

Isto kao pri stopi rasta realnog BDP-a, nije moguće tvrditi da monetarna kontrakcija nije imala negativan utjecaj na tržište rada u Hrvatskoj, ali taj utjecaj očito nije bio dovoljno jak da bi nadvladao druge utjecaje koji su poboljšali situaciju na tržištu rada. Također, prema HNB-u (2024c), utjecaj nedostataka radne snage na inflaciju intenzivirao se u 2023. godini, kada je Hrvatska postala članica eurozone.

Grafikon 7. Godišnje stope rasta nominalnih plaća



Izvor: DZS (2024a)

Suprotno onome što bi se očekivalo u razdoblju monetarne kontrakcije, nikad bolji pokazatelji na tržištu rada očituju se i u vrlo visokim stopama rasta nominalnih plaća (Grafikon 7). Tako u Hrvatskoj na kraju promatranog razdoblja nominalne neto i bruto plaće rastu po dvoznamenkastim stopama, što dodatno pojačava inflatorne pritiske.

4. KRETANJE KAMATNIH STOPA NA KREDITE I DEPOZITE

Kako je opisano u prethodnom poglavlju, podizanje kamatnih stopa središnje banke trebalo bi uzrokovati usporavanje gospodarstva i rast nezaposlenosti, a samim time inflacija bi trebala usporiti. S obzirom na to da takva kretanja nisu zabilježena u hrvatskom gospodarstvu, u ovom poglavlju analiziraju se kretanja kamatnih stopa na domaćem tržištu. Rast ključnih kamatnih stopa, ako se prelije na tržište kredita i depozita, trebao bi smanjiti potražnju za kreditima i povećati štednju u bankama te time umanjiti agregatnu potražnju.

4.1. Kretanje kamatnih stopa na kredite i depozite stanovništva

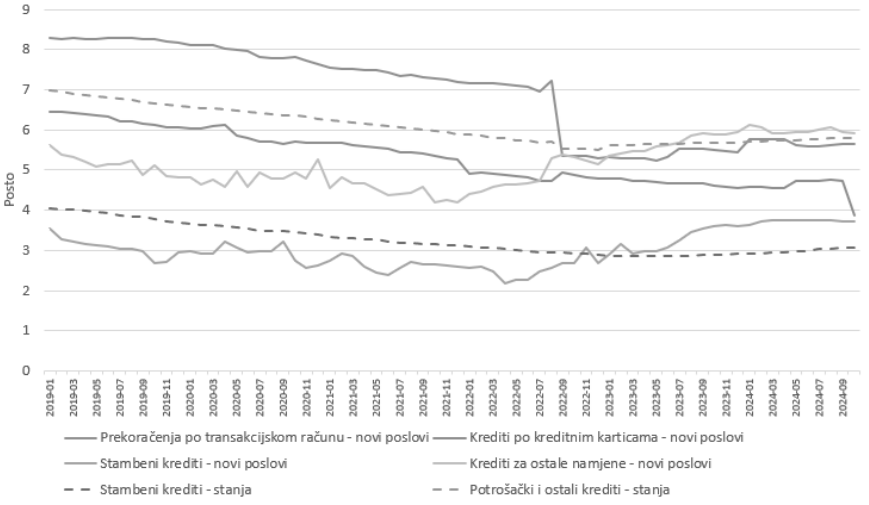
Na grafikonu 8 prikazano je kretanje kamatnih stopa na nove kredite i stanja po glavnim kategorijama u razdoblju od početka 2019. do listopada 2024. godine.

Promatrajući kamatne stope na nove poslove, izuzev kamatnih stopa na prekoračenja po transakcijskom računu koje su značajno pale sredinom 2022. godine zbog nove regulacije, odnosno nakon potpisivanja Memoranduma o razumijevanju u vezi s prekoračenjem po tekućem računu između Vlade Republike Hrvatske, HNB-a i trinaest banaka u srpnju 2022. godine (HNB, 2023c), vidljiv je preokret u trendu kretanja kamatnih stopa. Tako su prosječne kamatne stope na nove stambene kredite i na kredite za ostale namjene porasle za otprilike 1,5 postotnih bodova od sredine 2022. godine.

Promatrajući kamatne stope na stanja kredita, vidljivo je da je utjecaj povećanja ključnih kamatnih stopa bio minimalan. U odnosu na prosinac 2022. godine, prije ulaska Hrvatske u eurozonu, prosječna kamatna stopa na stambene kredite porasla je za 0,18 postotnih bodova, na 3,08% u listopadu 2024. godine, a na potrošačke i ostale kredite za 0,29 postotnih bodova, na 5,79%.

Slab i postupan rast kamatnih stopa na postojeće kredite stanovništvu posljedica je duže prosječne ročnosti kredita, znatne zastupljenosti fiksnih kamatnih stopa, zakonskog ograničenja kamatnih stopa na kredite ugovorene uz promjenjive kamatne stope i toga da je većina kredita s promjenjivim stopama vezana uz nacionalnu referentnu stopu (NRS), koja je počela rasti tek krajem 2023. godine (HNB, 2024b). Kako nije došlo do zamjetnog porasta tereta otplate postojećih kredita, u tom aspektu nije moglo doći do izraženog smanjenja osobne potrošnje koje bi negativno djelovalo na inflaciju.

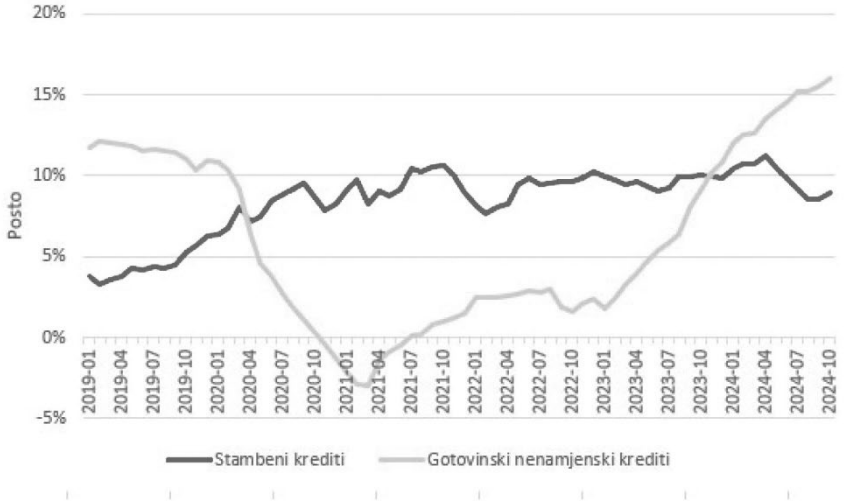
Grafikon 8. Kretanje kamatnih stopa na kredite stanovništvu



Izvor: HNB (2024d), HNB (2024e)

Kako je vidljivo na grafikonu 9, unatoč rastu kamatnih stopa na novoodobrene kredite, godišnje stope rasta stanja stambenih kredita nisu zabilježile zamjetan pad. Nastavak rasta stanja stambenih kredita pod utjecajem je kontinuiranog rasta cijena nekretnina, na koje pozitivno djeluje rast realnog BDP-a i broja turističkih dolazaka (Benazić & Učkar, 2024). Pri gotovinskim nenamjenskim kreditima krajem promatranog razdoblja bilježe se najveće stope rasta otkad HNB objavljuje podatke (2011. godina).

Grafikon 9. Godišnje stope rasta stanja stambenih i gotovinskih nenamjenskih kredita



Izvor: HNB (2024f)

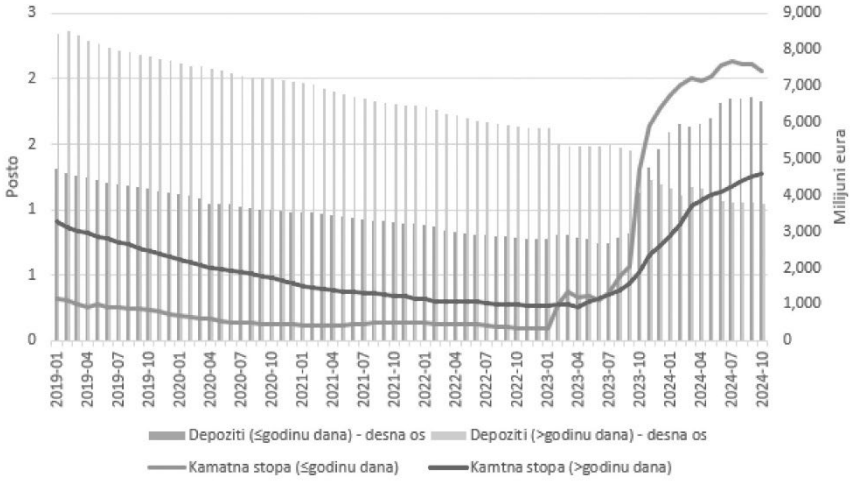
Rekordne stope rasta gotovinskih nenamjenskih kredita mogu se pripisati faktorima kao što su snažan rast nominalnih plaća, porast cijena proizvoda i usluga koje se kupuju tim kreditima te stabilna makroekonomska situacija u zemlji.

Iako se ne može tvrditi da porast kamatnih stopa na novoodobrene kredite nije smanjio potražnju za tim kreditima, jasno je da taj utjecaj nije bio dovoljno jak da nadjača ostale pozitivne utjecaje na potražnju za kreditima, što je posebno vidljivo pri gotovinskim nenamjenskim kreditima. Kako je temeljni smisao monetarne kontrakcije da nadvlada ostala kretanja koja djeluju u smjeru povećanja stope inflacije, što očito nije postignuto, može se zaključiti da rast kamatnih stopa na novoodobrene kredite stanovništvu nije u zamjetnoj mjeri pomogao procesu dezinflacije.

Osim preko smanjenja potražnje za kreditima stanovništva, rast ključnih kamatnih stopa trebao bi imati pozitivan utjecaj na štednju, što se očituje u rastu oročenih depozita. Povećana stopa štednje može imati negativan utjecaj na kratkoročnu potražnju za proizvodima i uslugama, što može smanjiti inflatorne

pritiske. Na grafikonu 10 prikazano je kretanje kamatnih stopa na oročene depozite kućanstava, kao i iznosi tih depozita. Stanje oročenih depozita i kamatne stope podijeljeni su ovisno o roku oročenja (do jedne godine ili duže od jedne godine).

Grafikon 10. Oročeni depoziti – kretanje godišnjih kamatnih stopa i iznosa u milijunima eura



Izvor: HNB (2024e)

U prvoj godini članstva u eurozoni kamatne stope na oročene depozite blago su porasle, manje od rasta ključnih kamatnih stopa. Značajan rast uslijedio je tek od kraja 2023. godine, uz dinamičniji rast kamatnih stopa na oročenja do godinu dana. Usporedno s time, struktura oročenih depozita pomaknula se prema kraćim rokovima dospijeća, kao što je vidljivo na grafikonu. Iznos oročenih depozita iznosio je 10,36 milijardi eura u listopadu 2024. godine, što je gotovo 1,7 milijardi više u odnosu na prosinac 2022. godine.

No, pri analizi utjecaja rasta oročenih depozita na inflaciju treba voditi računa o asimetričnoj raspodjeli među stanovništvom. Krajem 2023. godine 74% depozita nalazilo se na računima 10% građana koji imaju račun u banci, s medijalnim iznosom od 47,2 tisuće eura. Sljedećih 10% na računima je držalo 14,49% depozita, s medijalnim iznosom od 14,4 tisuće eura. S druge strane spektra, 50% stanovništva s računima u bankama držalo je kumulativno 0,91% iznosa svih depozita (HNB, 2024g). Iz tih podataka vidi se da većina stanovništva nije u položaju da reagira na kamatne stope, dok dobar dio onih koji to jesu taj novac ne bi preusmjerio u osobnu potrošnju da on nije oročen u bankama, nego je razumno očekivati da bi ga uložili u alternativnu imovinu, što uključuje i depozite po viđenju.

Usporedno s rastom kamatnih stopa, Ministarstvo financija održalo je pet krugova (u trenutku pisanja teksta) upisa državnih vrijednosnica. Pri ulaganju stanovništva u državne vrijednosnice, prosječna ponuda za kupnju u dosadašnjim izdanjima iznosila je 28,2 tisuće eura (Ministarstvo financija, 2024). Takav iznos ne iznenađuje jer većina stanovništva ne raspolaže sredstvima za ulaganja.

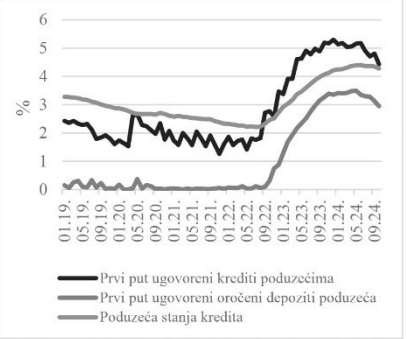
U tom kontekstu, iako je porast kamatnih stopa imao utjecaj na rast oročenih depozita, utjecaj na osobnu potrošnju nije bio dovoljno izražen da bi značajnije utjecao na cijene potrošačkih proizvoda i usluga, odnosno da bi se značajnije smanjili inflatorni pritisci.

4.2. Kretanje kamatnih stopa na kredite i depozite poduzeća

Na grafikonu 11 prikazano je kretanje kamatnih stopa na prvi put ugovorene kredite poduzećima, stanja kredita poduzećima i prvi put ugovorene oročene depozite poduzeća. Od rujna 2022. godine vidljiv je relativno snažan rast kamatnih stopa na prvi put ugovorene kredite, a ta je kamatna stopa svoj maksimum dosegnula u prosincu 2023. godine, nakon čega je zabilježen blagi pad. Za razliku od kamatnih stopa na postojeće kredite stanovništvu, kamatne stope na stanja postojećih kredita poduzećima zabilježile su relativno snažan porast. Ovo se, između ostalog, može pripisati rasprostranjenosti kredita s promjenjivim kamatnim stopama vezanima uz EURIBOR, koji je porastao kao posljedica podizanja ključnih kamatnih stopa ECB-a (HNB, 2024l). Primjerice, krajem veljače 2024. godine je oko 40% postojećih kredita poduzećima bilo vezano uz EURIBOR (HNB, 2024m). Još jedan čimbenik koji je značajno pridonio ovakvom kretanju jest znatno kraći prosječan rok dospijeća kredita poduzećima u odnosu na rok dospijeća kredita stanovništvu, stoga su se više kamatne stope na nove kredite puno brže prelile na rast kamatnih stopa na ukupna stanja kredita poduzećima.

Na grafikonu 12 vidljivo je da su godišnje stope promjene stanja kredita poduzećima znatno porasle u 2022. godini, dosegnuvši svoj vrhunac od 21,5% u siječnju 2023. godine, da bi potom uslijedio pad prema razinama nižima od 5%. Samim time je i korelacija između ovih stopa i stope inflacije pozitivna – 2022. godine zabilježen je porast stopa inflacije zajedno s rastom godišnjih stopa promjene stanja kredita poduzećima, dok je 2023. godina bila obilježena postupnim smanjivanjem i jedne i druge stope. Ako govorimo o kauzalnoj vezi između ovih dviju varijabli, jedan dio kauzalnosti posljedica je utjecaja viših cijena na potrebe i veličinu kreditiranja poduzeća. HNB (2022d i 2022f) kao jedan od razloga zašto je u 2022. godini kreditiranje poduzeća poraslo ističe izraženo poskupljenje uvoznih energenata i sirovina, što je povećalo trošak njihove nabave, a samim time i iznos kredita potreban za njihovu kupovinu. HNB (2023c) ističe i da je tome najviše pridonio rast kredita poduzećima iz djelatnosti energetike. Drugi razlog koji navode jest nastojanje poduzeća da se zaduže uz povoljne uvjete i time preduhitre očekivani porast troškova zaduživanja u budućnosti (HNB, 2022d i 2022f).

Grafikon 11. Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite poduzećima, prvi put ugovorene oročene depozite poduzeća i stanja kredita poduzećima.



Grafikon 12. Godišnje stope promjene stanja kredita poduzećima i kretanje stanja depozita s ugovorenim dospijećem poduzeća.

Izvor: HNB (2024h, 2024i, 2024j i 2024k)

Napomena: Kamatne stope na prvi put ugovorene kredite poduzećima odnose se samo na kredite u eurima i kredite u kunama s valutnom klauzulom uz euro, u skladu s načinom na koji HNB trenutačno objavljuje te podatke. S druge strane, kamatne stope na stanja kredita poduzećima obuhvaćaju kredite u eurima, kredite u kunama bez valutne klauzule i kredite u kunama s valutnom klauzulom uz euro. To što kamatne stope na prvi put ugovorene kredite poduzećima ne uključuju kredite u kunama bez valutne klauzule (prije uvođenja eura) nije bitno za interpretaciju kretanja kamatnih stopa. To se može vidjeti usporedbom ovih podataka s podacima koje HNB objavljuje i komentira u svojim biltenima, koji uključuju i kredite u kunama bez valutne klauzule i koji se relativno malo razlikuju od ovdje prikazanih podataka.

U 2023. godini je stopa rasta stanja kredita poduzećima pala, odnosno kreditiranje je nastavilo rasti, ali po nižim stopama. Jedan dio smanjenja stopa rasta može se pripisati učincima baznog razdoblja, odnosno izrazito visokim stopama rasta kreditiranja u 2022. godini za koje nije bilo razloga da se ponove i u 2023. godini (HNB, 2023d i 2023e). Iako godišnje stope promjene stanja kredita poduzećima nisu završile u negativnom teritoriju, smanjenju stopa rasta doprinio je i osjetan porast kamatnih stopa na kredite poduzećima koji se može vidjeti na grafikonu 11. To potvrđuju rezultati HNB-ove Ankete o kreditnoj aktivnosti banaka, prema kojima je povećanje opće razine kamatnih stopa imalo snažan negativan utjecaj na potražnju poduzeća za kreditima u svakom tromjesečju u 2023. godini (HNB, 2024m).

Međutim, ovo ne znači automatizmom da je pad potražnje poduzeća za kreditima smanjio stope potrošačke inflacije. S jedne strane, slabije kreditiranje poduzeća znači i manju potražnju za proizvodima i uslugama koje bi poduzeća

kupila s pomoću tih sredstava. Smanjenje potražnje može smanjiti pritisak na rast cijena tih proizvoda i usluga, što u konačnici može značiti i niže cijene finalnih proizvoda i usluga koje se prodaju potrošačima. Primjerice, manji problemi u lancima opskrbe koji su posljedica slabijeg kreditiranja poduzeća i shodno tome manje potražnje mogu rezultirati manjim pritiskom na cijene. S druge strane, slabije kreditiranje poduzeća znači da poduzeća kupuju i nabavljaju manje proizvoda i usluga, što može uzrokovati dodatne probleme na strani ponude (proizvodni kapaciteti gospodarstva), to jest smanjiti ponudu finalnih proizvoda i usluga namijenjenih potrošačima te povećati njihove cijene. Ako govorimo o smanjenju kreditiranja namijenjenog financiranju obrtnih sredstava (financiranje tekućeg poslovanja, primjerice, nabava sirovina i poluproizvoda te plaćanje obveza prema dobavljačima), to smanjenje potencijalno može uzrokovati veće probleme na strani ponude i stvoriti dodatne inflatorne pritiske. S druge strane, ako govorimo o smanjenju investicijskih kredita, dio investicija kratkoročno angažira dodatan rad i potencijalno stvara pritisak na plaće, što se, pak, potencijalno prelijeva na rast potrošačkih cijena, dok se dodatni proizvodni kapaciteti otvaraju tek u duljem razdoblju, odnosno nije riječ o kratkoročnim negativnim kretanjima na strani ponude. Stoga je smanjenje stope rasta investicijskih kredita uzrokovano rastom kamatnih stopa potencijalno ublažilo inflatorne pritiske, dok ih je pad stope rasta kredita za obrtna sredstva potencijalno pojačao[5]. Konteksta radi, krajem 2023. godine je iznos stanja kredita za obrtna sredstva iznosio 4,48, a iznos stanja kredita za investicije 5,93 milijarde eura (HNB, 2024j). Također, da hipotetski kamatne stope nisu porasle i da je posljedično ukupan iznos stanja kredita nefinancijskim društvima krajem te godine bio 5% veći od zabilježenoga, stanja kredita bila bi veća za oko 731 milijun eura, što je oko 0,9% BDP-a.

Nadalje, veće kamatne stope na kredite poduzećima povećavaju ukupne troškove za poduzeća, što može djelovati proinflatorno ako poduzeća povećane troškove kredita prebace na potrošače. Na primjer, istraživanje koje su proveli Lukinić Čardić i Zrnc (2023) ističe cjenovnu politiku stabilnih marži poduzeća u 2022. godini, odnosno poduzeća u Hrvatskoj su u prosjeku u uvjetima rasta troškova intermedijarnih proizvoda taj porast troškova prebacivala na potrošače, zadržavajući svoje marže otprilike nepromijenjenima. Takvi rezultati upućuju na to da je moguće očekivati da su poduzeća veći trošak kredita također prebacivala na potrošače, odnosno ugrađivala u cijene finalnih proizvoda i usluga. Uzevši navedeno u obzir, kao i povoljna gospodarska kretanja, vrlo je teško tvrditi da je rast kamatnih stopa na kredite poduzećima značajno doprinio smanjenju potrošačke inflacije. Za precizniji odgovor na to pitanje potrebni su vrlo detaljni mikroekonomski podaci vezani uz ponašanje i potrošnju poduzeća koji nisu dostupni. Neovisno o predznaku tog utjecaja, prema našem je mišljenju ovaj utjecaj na potrošačku inflaciju bio slab. Sličan se problem pojavljuje pri razmatranju utjecaja porasta kamatnih stopa na depozite s ugovorenim dospijećem. Na grafikonu 12 vidljivo je da su veće kamatne stope motivirale poduzeća na znatno

[5] Ali i potencijalno ublažio jer i kupovina obrtnih sredstava kao što su sirovine i poluproizvodi može dovesti do dodatne potražnje za radom i pritiska na rast plaća te posljedično na rast cijena.

veće iznose oročenja. Dok se može pretpostaviti da bi dio tog novca bio potrošen da nije oročen (manja potražnja), ta manja potrošnja poduzeća može uzrokovati probleme na strani ponude jer poduzeća troše manje na financiranje i razvoj vlastitog poslovanja. Stoga je teško reći kakav je bio ukupan utjecaj svih ovih mogućih faktora na potrošačku inflaciju, ali smatramo malo vjerojatnim da je taj utjecaj bitno odredio stope potrošačke inflacije, ponovno uvažavajući vrlo dobru makroekonomsku situaciju.

4.3. Implikacije slabog utjecaja monetarne kontrakcije na inflaciju za ekonomsku politiku

Promatrano u cjelini i vodeći računa o dobroj gospodarskoj situaciji u zemlji, teško je tvrditi da je porast domaćih kamatnih stopa na kredite i depozite stanovništva te poduzeća, zabilježen u ovoj epizodi podizanja ključnih kamatnih stopa, imao bitan utjecaj na smanjenje stopa potrošačke inflacije u Hrvatskoj. Moguće je da se to dijelom može pripisati i relativno slaboj monetarnoj transmisiji, odnosno tome da je prijenos rasta ECB-ovih ključnih kamatnih stopa na kamatne stope u Hrvatskoj bio slabiji u odnosu na prosjek eurozone (Deskar-Škrbić, Jukić, Lesničar & Zrnc, 2023, Tica & Balatinec, 2025). S druge strane, ova monetarna kontrakcija bila je skupa zato što je HNB 2023. godine poslovnim bankama koje posluju u Hrvatskoj platio 479 milijuna eura (HNB, 2024n) upravo kako bi se potaknulo povećanje kamatnih stopa u tim bankama. S obzirom na kretanja kamatne stope na novčani depozit i viškova likvidnosti u 2024., i te godine može se očekivati sličan trošak za HNB te posljedično za državni proračun jer se 80% dobiti HNB-a uplaćuje u državni proračun, a ti rashodi umanjuju dobit HNB-a. Godine 2023. je neto dobit bankarskog sektora porasla nešto više od 90% i iznosila rekordnih 1,36 milijardi eura (Barić, 2024), poglavito zbog kamata koje je poslovnim bankama platio HNB[6]. Rast profitabilnosti nastavio se i u 2024. godini s prosječnim prinosom na kapital (ROE) bankarskog sektora od 17,93% u prvim trima tromjesečjima 2024. godine (HNB, 2024o).

Ovu situaciju bitno je promatrati u širem kontekstu uvođenja eura i mnogo puta ponovljenog zaključka da su koristi od uvođenja eura (znatno) veće od troškova. Kako je postalo jasno nakon uvođenja eura, pristupanje eurozoni je za Hrvatsku imalo izrazito velike i neočekivane troškove. Trošak ove, glede pitanja dezinflacije relativno neučinkovite, monetarne kontrakcije će na razini 2023. i 2024. godine iznositi otprilike milijardu eura koje Hrvatska narodna banka plaća poslovnim bankama koje posluju u Hrvatskoj, a koje su gotovo 90% u inozemnom vlasništvu. Ovi kamatni rashodi izravna su posljedica pristupanja eurozoni, odnosno prepuštanja vođenja monetarne politike ECB-u te su se mogli značajno umanjiti da HNB i dalje kontrolira stopu obvezne pričuve, koju je bio prisiljen smanjiti (uz ukidanje minimalno potrebnih deviznih potraživanja) zbog ulaska u

[6] Za funkcioniranje monetarne transmisije u uvjetima strukturnih viškova likvidnosti u domaćem gospodarstvu vidjeti Viljevac i Vujeva (2023). Za analizu utjecaja podizanja ključnih kamatnih stopa na poslovanje banaka u Hrvatskoj i prijedlog dodatnog oporezivanja poslovnih banaka vidjeti Viljevac (2024).

eurozonu. Kontrola, to jest povećanje stope obvezne pričuve ne bi samo smanjilo HNB-ova plaćanja kamata poslovnim bankama, nego bi se tom mjerom mogla postići snažnija monetarna kontrakcija od one koju je u Hrvatskoj postigla monetarna politika ECB-a. Time se također baca sumnja na zaključak da Hrvatskoj odgovara zajednička monetarna politika i da joj nije potreban monetarni suverenitet. Ovo, naravno, ne znači da uvođenje eura nije donijelo određene koristi, već da bi ponovno trebalo napraviti analizu u kojoj bi se usporedile koristi i troškovi uvođenja eura, ovoga puta vodeći računa o stvarnim troškovima koji su se materijalizirali nakon pristupanja eurozoni i s kojima se prije toga nije računalo. Uz to, ostaje otvoreno pitanje snažnijeg oporezivanja rekordnih iznosa dobiti bankarskog sektora, koji obilato profitira od ulaska u eurozonu i kamata koje plaća HNB (država), na teret državnog proračuna Republike Hrvatske.

5. ZAKLJUČAK

U ovom radu analiziran je utjecaj rasta kamatnih stopa na kredite i depozite stanovništva te poduzeća u Hrvatskoj na postupno smanjivanje domaćih stopa inflacije. Iako je opravdano tvrditi da su veće kamatne stope pomogle smanjiti stope inflacije, taj utjecaj je, prema našem mišljenju, bio vrlo skroman, a proces dezinflacije dominantno je bio vođen drugim faktorima kao što je izostanak novih porasta cijena ključnih kategorija roba i usluga, što je najvećim dijelom posljedica smanjivanja uvozne inflacije. Drugim riječima, i rast i pad domaćih stopa inflacije u razdoblju od 2021. do 2024. godine najvećim su dijelom posljedica događanja u okruženju, a ne monetarne kontrakcije koja se provodila u Hrvatskoj. Jedan od uzroka skromnog doprinosa monetarne kontrakcije padu stopa inflacije može se pronaći u relativno slabom prijenosu povećanja ECB-ovih ključnih kamatnih stopa na domaće kamatne stope.

Porast kamatnih stopa na kredite i depozite u poslovnim bankama nije značajno utjecao na makroekonomske varijable kao što su stopa rasta BDP-a, stopa nezaposlenosti, stopa zaposlenosti i stopa rasta nominalnih plaća. Tržište rada bilježi rekordne razine zaposlenosti, rekordno nisku stopu nezaposlenosti i dvoznamenkaste stope rasta nominalnih plaća, a stope rasta BDP-a u 2024. godini bile su značajno iznad prosjeka eurozone, odnosno među najvišima u članicama eurozone. Iako se može pretpostaviti da bi izostanak porasta domaćih kamatnih stopa rezultirao još boljom ekonomskom situacijom i nešto većim stopama inflacije, temeljni smisao monetarne kontrakcije leži u tome da ona nadvlada za monetarnu politiku egzogena pozitivna gospodarska kretanja, što u slučaju Hrvatske očigledno nije postignuto. Samim time smatramo da je doprinos porasta kamatnih stopa u Hrvatskoj procesu dezinflacije bio vrlo ograničen.

Doprinosi autora: Konceptualizacija: M. L. i V. V.; metodologija: M. L. i V. V.; software: M. L. i V. V.; validacija: M. L. i V. V.; formalna analiza: M. L. i V. V.; istraživanje: M. L. i V.V .; resursi: M. L. i V. V.; čuvanje podataka: M. L. i V. V.; pisanje – priprema izvorne radne verzije: M. L. i V. V.; pisanje – pregled i

priređivanje: M. L. i V. V.; vizualizacija: M. L. i V. V.; nadzor: M. L. i V. V.; upravljanje projektom: nema; financiranje: nema.

Financiranje: Istraživanje prikazano u rukopisu nije dobilo nikakva sredstva iz vanjskih izvora financiranja.

Sukob interesa: Nema.

Zahvale: Zahvaljujemo Karlu Vujevi na svim korisnim idejama, raspravama i komentarima, kao i na skretanju pozornosti na cjelokupnu tematiku kamatnih troškova Hrvatske narodne banke.

LITERATURA

Barić, L. (2024). HNB: Banke u Hrvatskoj u 2023. poslovale s dobiti od 1,36 milijardi eura. https://financije.hr/hnb-banke-u-hrvatskoj-u-2023-poslovale-s-dobiti-od-136-milijardi-eura/

Barigozzi, M., Conti, A. M., & Luciani, M. (2014). Do euro area countries respond asymmetrically to the common monetary policy?. *Oxford bulletin of economics and statistics*, *76* (5), 693-714. https://doi.org/10.1111/obes.12038

Benazić, M., & Učkar, D. (2024). The impact of selected macroeconomic variables on house prices in Croatia. *Ekonomska misao i praksa*, *33* (1), 65-88. https://doi.org/10.17818/EMIP/2024/1.4

Berend, L., & Prüser, J. (2024). The Transmission of Monetary Policy via Common Cycles in the Euro Area. https://ssrn.com/abstract=5020121. https://doi.org/10.2139/ssrn.5020121

Blanchard, O., Amighini, A., & Giavazzi, F. (2021). Macroeconomics: A European Perspective (4th ed.). Pearson.

Deskar-Škrbić, M., Jukić, S., Lesničar, K., & Zrnc, J. (2023). Koliko je porasta ključnih kamatnih stopa ESB-a preneseno na kamatne stope banaka u Hrvatskoj?. https://www.hnb.hr/-/koliko-je-porasta-kljucnih-kamatnih-stopa-esb-a-preneseno-na-kamatne-stope-banaka-u-hrvatskoj

DZS (2024a). Tablica: Gospodarstvo – osnovni pokazatelji. https://podaci.dzs.hr/hr/statistika-u-nizu/

DZS (2024b). Tablica: Zaposlenost-administrativni izvori. https://podaci.dzs.hr/hr/statistika-u-nizu/.

ECB (2022a). Monetary policy statement. Press conference, 3 February 2022. https://www.ecb.europa.eu/press/press_conference/monetary-policy-statement/2022/html/ecb.is220203~ca7001dec0.en.html

ECB (2022b). Monetary policy statement. Press conference, 10 March 2022. https://www.ecb.europa.eu/press/press_conference/monetary-policy-statement/2022/html/ecb.is220310~1bc8c1b1ca.en.html

ECB (2022c). Monetary policy statement. Press conference, 14 April 2022. https://www.ecb.europa.eu/press/press_conference/monetary-policy-statement/2022/html/ecb.is220414~fa5c8fe142.en.html

ECB (2022d). Monetary policy statement. Press conference, 9 June 2022. https://www.ecb.europa.eu/press/press_conference/monetary-policy-statement/2022/html/ecb.is220609~abe7c95b19.en.html

ECB (2024). Key ECB interest rates. https://data.ecb.europa.eu/main-figures/ecb-interest-rates-and-exchange-rates/key-ecb-interest-rates

Eurostat (2024a). HIPC – monthly data (annual rate of change). https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/prc_hicp_manr/default/table?lang=en&category=prc.prc_hicp

Eurostat (2024b). HIPC – item weights. https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/product/view/prc_hicp_inw?category=prc.prc_hicp.prc_hicp_

Eurostat (2024c). HIPC – monthly data (index). https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/prc_hicp_midx/default/table?lang=en&category=prc.prc_hicp

Eurostat (2024d). GDP and main components (output, expenditure and income). https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/namq_10_gdp/default/table?lang=en&category=na10.namq_10.namq_10_ma

Eurostat (2024e). Unemployment by sex and age – monthly data. https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/une_rt_m/default/table?lang=en&category=labour.employ.lfsi.une

HNB (2021a). Bilten 271, studeni 2021. https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=1f668575-6d69-c537-550c-744002e33eea&groupId=20182&p_auth=zIYy00ob

HNB (2021b). Bilten 269, rujan 221. https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=0fe9c3cc-b19e-452d-720d-99818db24e58&groupId=20182&p_auth=zIYy00ob

HNB (2021c). Bilten 270, listopad 2021. https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=477a51ff-bf28-e58e-d96e-8f0aa6b8901c&groupId=20182&p_auth=zIYy00ob

HNB (2022a). Polugodišnja informacija o financijskom stanju, stupnju ostvarenja stabilnosti cijena i provedbi monetarne politike u drugom polugodištu 2021. https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=4ec00080-fcd1-fe49-f5a6-7e42e1317278&groupId=20182&p_auth=VukWcQHb

HNB (2022b). Bilten 274, travanj 2022. https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=9d5b0143-3d64-4f81-a4c0-e864deeb74c0&groupId=20182&p_auth=zIYy00ob

HNB (2022c). Makroekonomska kretanja i prognoze, srpanj 2022. https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=01b02f5a-b75c-963f-4f5f-d0d587adde14&groupId=20182&p_auth=fg5c6fDy

HNB (2022d). Bilten 276, lipanj 2022. https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=5eeb0f75-3914-29e7-412a-0ce7a2e6fe25&groupId=20182&p_auth=fg5c6fDy

HNB (2022e). Bilten 275, svibanj 2022. https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=0ac646dd-d897-3d2d-0d95-ec1e0e2ca57a&groupId=20182&p_auth=fg5c6fDy

HNB (2022f). Bilten 278, listopad 2022. https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=46d52acf-3689-8e7e-b143-9503676d478a&groupId=20182&p_auth=plmg5ZGp

HNB (2023a). Polugodišnja informacija o financijskom stanju, stupnju ostvarenja stabilnosti cijena i provedbi monetarne politike u drugom polugodištu 2022. https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=b2e3a094-1a66-4c79-0822-e411e1fe3efb&groupId=20182&p_auth=gSn4HMm6

HNB (2023b). Makroekonomska kretanja i prognoze, prosinac 2023. https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=430396a0-6e21-0217-1e91-041409d7d0be&groupId=20182&p_auth=qQVO7eZ2

HNB (2023c). Financijska stabilnost 24, svibanj 2023. https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=9bef2ca8-a966-4f5b-07f0-c2478fd4171d&groupId=20182&p_auth=plmg5ZGp

HNB (2023d). Bilten 284, srpanj 2023. https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=b24bce85-966f-e715-8322-9aa341621adf&groupId=20182&p_auth=plmg5ZGp

HNB (2023e). Bilten 285, rujan 2023. https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=f4d2c35c-c3e3-f016-89f3-2c892998e84a&groupId=20182&p_auth=plmg5ZGp

HNB (2024a). Polugodišnja informacija o financijskom stanju, stupnju ostvarenja stabilnosti cijena i provedbi monetarne politike u drugom polugodištu 2023. https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=03c2354f-785e-a3e6-d1fa-667c369bc988&groupId=20182&p_auth=87JRMiz3

HNB (2024b). Makroekonomska kretanja i prognoze, br. 17, prosinac 2024. https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=1e55bcc0-2fe1-752c-d691-1f9997d9f6b2&groupId=20182&p_auth=sSAlHrK3

HNB (2024c). Makroekonomska kretanja i prognoze, br. 16. https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=80c3fb52-fc71-61c0-8a46-951eabe7360b&groupId=20182&p_auth=BHLe1Fgx

HNB (2024d). Tablica G2 Kamatne stope kreditnih institucija na kredite kućanstvima (novi poslovi). https://www.hnb.hr/-/kamatne-sto-1

HNB (2024e). Tablica G5 Kamatne stope kreditnih institucija na depozite i kredite (stanja). https://www.hnb.hr/-/kamatne-sto-1

HNB (2024f). Tablica D5c Krediti drugih monetarnih financijskih institucija kućanstvima prema namjeni i valuti. https://www.hnb.hr/-/agregirana-bilanca-drugih-monetarnih-financijskih-institucija

HNB (2024g). U drugoj polovini 2023. nastavak blagog smanjivanja nejednakosti u raspodjeli depozita. https://www.hnb.hr/-/u-drugoj-polovini-2023-nastavak-blagog-smanjivanja-nejednakosti-u-raspodjeli-depozita

HNB (2024h). Kamatne stope. Tablica G5 Kamatne stope kreditnih institucija na depozite i kredite (stanja). https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope

HNB (2024i). Kamatne stope. Tablica G6 Kamatne stope kreditnih institucija na depozite i kredite po izvornom dospijeću (novi poslovi). https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope

HNB (2024j). Agregirana bilanca drugih monetarnih financijskih institucija. Tablica D5e Krediti drugih monetarnih financijskih institucija nefinancijskim društvima prema veličini nefinancijskog društva. https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/agregirana-bilanca-drugih-monetarnih-financijskih-institucija

HNB (2024k). Agregirana bilanca drugih monetarnih financijskih institucija. Tablica D8 Depoziti s ugovorenim dospijećem kod drugih monetarnih financijskih institucija po sektorima, valuti i dospijeću. https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/agregirana-bilanca-drugih-monetarnih-financijskih-institucija

HNB (2024l). Makroprudencijalna dijagnostika, srpanj 2024. https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=4b065a9c-88b2-87d1-288f-1e72c99d3290&groupId=20182&p_auth=FRPTP4fF

HNB (2024m). Financijska stabilnost 25, lipanj 2024. https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=d3ffd1c5-0a2f-4f25-6961-efedbad63f07&groupId=20182&p_auth=FRPTP4fF

HNB (2024n). Financijski izvještaji za godinu koja je završila 31. prosinca 2023. https://www.hnb.hr/documents/20182/4916918/h-financijski-izvjestaj-2023.pdf

HNB (2024o). Tablica SV2 Odabrani pokazatelji strukture, koncentracije i poslovanja kreditnih institucija. https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/bankovna-supervizija/pokazatelji-poslovanja-kreditnih-institucija

HZMO (2024). Osiguranici. https://www.mirovinsko.hr/hr/statistika/3311.

Krugman, P., & Wells, R. (2015). *Macroeconomics* (5th ed). Worth Publishers. https://doi.org/10.1007/978-1-319-18666-1

Kunovac, D., & Luketina, M. (2024). Na putu prema dolje – uloga baznih učinaka u usporavanju potrošačke inflacije. https://www.hnb.hr/-/na-putu-prema-dolje-uloga-baznih-ucinaka-u-usporavanju-potrosacke-inflacije

Lukinić Čadrić, G., & Zrnc, J. (2023). Odakle dolaze više cijene? Uloga profita i marža. https://www.hnb.hr/-/odakle-dolaze-vise-cijene-uloga-profita-i-marza#footnote-5

Mandler, M., Scharnagl, M., & Volz, U. (2022). Heterogeneity in euro area monetary policy transmission: Results from a large multicountry BVAR model. *Journal of Money, Credit and Banking*, *54* (2-3), 627-649. https://doi.org/10.1111/jmcb.12859

Mankiw, N. G. (2015). *Macroeconomics* (9th ed). Worth Publishers.

Ministarstvo financija (2024). Od ponedjeljka 09. prosinca upis novog izdanja Trezorskih zapisa. https://mfin.gov.hr/vijesti/od-ponedjeljka-09-prosinca-upis-novog-izdanja-trezorskih-zapisa/3808

Nasdaq (2024). Brent Crude Dec 2024 (BZ:NMX). https://www.nasdaq.com/market-activity/commodities/bz-nmx

Petrović, D. (2018). Važnost priopćenja Europske središnje banke kao instrumenta monetarne politike u okruženju niskih kamatnih stopa. *Ekonomska misao i praksa*, *27* (1), 315-332.

Podvorica, N., Hoti, A., & Gashi, P. (2025). FDI drivers in Central Europe, the Baltics, and the Western Balkans: the role of macroeconomic and institutional factors. *Ekonomska misao i praksa*, (0), 0-0. https://doi.org/10.17818/EMIP/2025/15

Reuters (2021). ECB sticks with transitory description of inflation. https://www.reuters.com/world/europe/ecb-sticks-with-transitory-description-inflation-2021-12-02/

Tica, J., & Balatinec, M. (2025). Kamatni prijenos u eurozoni u razdoblju postpandemijske restriktivne monetarne politike. *EFZG working paper series*, *2025* (02), 1-19. https://hrcak.srce.hr/327840

Viljevac, V., & Vujeva, K. (2023). Restriktivna monetarna politika i rastući profiti banaka: primjer Hrvatske nakon ulaska u europodručje. *EFZG working paper series*, *2023* (06), 1-22. https://hrcak.srce.hr/307523

Viljevac, V. (2024). HNB će i dalje puniti rekordne profite banaka i proračunu uskraćivati stotine milijuna eura. https://ideje.hr/hnb-ce-i-dalje-puniti-rekordne-profite-banaka-i-proracunu-uskracivati-stotine-milijuna-eura/

Vlada Republike Hrvatske (2022). Predstavljen paket mjera za ublažavanje rasta cijena energenata vrijedan 4,8 milijardi kuna. https://vlada.gov.hr/vijesti/predstavljen-paket-mjera-za-ublazavanje-rasta-cijena-energenata-vrijedan-4-8-milijardi-kuna/33907?lang=hr

Marin Levaj, PhD

Senior Assistant
Faculty of Economics & Business, Zagreb
E-mail: mlevaj@efzg.hr
Orcid: https://orcid.org/0009-0003-3672-0560

Viktor Viljevac, PhD

Senior Assistant
Faculty of Economics & Business, Zagreb
E-mail: vviljevac@efzg.hr
Orcid: https://orcid.org/0000-0002-7242-115X

MONETARY CONTRACTION AND RISING INTEREST RATES IN THE CROATIAN ECONOMY – HAS THE RISE IN INTEREST RATES IN CROATIA CONTRIBUTED TO THE COLLAPSE OF INFLATION?

Abstract

The paper analyses the impact of rising interest rates on loans and deposits of households and businesses in Croatia on the gradual decline in domestic inflation rates during the inflationary episode that the Croatian economy went through in the period from 2021 to 2024. The aim of the research is to determine the extent to which monetary contraction has contributed to lowering domestic inflation rates in this inflationary episode based on methods of descriptive statistics and to analyse the costs of this monetary contraction. Even if the claim that higher interest rates have helped to reduce the inflation rate is justified, we believe that this contribution has been very modest. On the other hand, the cost of monetary contraction was very high, and the amount paid by the CNB to the commercial banks in 2023 and 2024 was around one billion euros. This interest expenditure is a direct consequence of joining the Eurozone, i.e. handing over monetary policy to the ECB, and could have been significantly reduced if the CNB had continued to control the minimum reserve ratio. In addition, by controlling the minimum reserve ratio and other monetary policy instruments, the CNB could achieve a stronger monetary contraction than was achieved in Croatia through the ECB's monetary policy.

Keywords: Eurozone, introduction of the euro, CNB, costs of introducing the euro, monetary policy

JEL classification: E31, E52, E58, F45, E42, E43