

## EFZG WORKING PAPER SERIES

EFZG SERIJA ČLANAKA U NASTAJANJU

ISSN 1849-6857

UDK 33:65

Br. 25-01

Marin Levaj & Viktor Viljevac

# Monetarna kontrakcija i porast kamatnih stopa u hrvatskom gospodarstvu - je li rast kamatnih stopa u Hrvatskoj doprinio rušenju inflacije?



SVEUČILIŠTE U  
ZAGREBU



# Monetarna kontrakcija i porast kamatnih stopa u hrvatskom gospodarstvu - je li rast kamatnih stopa u Hrvatskoj doprinio rušenju inflacije?

Marin Levaj

[mlevaj@efzg.hr](mailto:mlevaj@efzg.hr)

Ekonomski fakultet Zagreb

Sveučilište u Zagrebu

Trg J. F. Kennedy 6

10 000 Zagreb, Hrvatska

Viktor Viljevac

[vviljevac@efzg.hr](mailto:vviljevac@efzg.hr)

Ekonomski fakultet Zagreb

Sveučilište u Zagrebu

Trg J. F. Kennedy 6

10 000 Zagreb, Hrvatska

Stajališta iznesena u ovom članku u nastajanju stavovi su autora te ne predstavljaju stavove Ekonomskog fakulteta Zagreb. Članak nije prošao formalnu recenziju i odobrenje. Članak je objavljen kako bi dobio komentare o istraživanjima u tijeku, prije nego što se pojavi u konačnom obliku u akademskom časopisu ili na nekom drugom mjestu.

Copyright January 2025 by Marin Levaj & Viktor Viljevac. Sva prava pridržana.  
Dijelovi teksta mogu biti navedene pod uvjetom da se u potpunosti navede izvor.

### **Sažetak**

U ovom radu analizira se utjecaj rasta kamatnih stopa na kredite i depozite stanovništva i poduzeća u Hrvatskoj na postepeno smanjivanje domaćih stopa inflacije za vrijeme inflatorne epizode kroz koju je hrvatsko gospodarstvo prošlo u razdoblju od 2021. do 2024. godine. Iako je opravdano tvrditi da su veće kamatne stope pomogle smanjiti stope inflacije, po našem je mišljenju taj doprinos bio vrlo skroman, a proces dezinflacije dominantno je bio vođen drugim faktorima kao što je smanjivanje 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. 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. Prvo, trošak ove, po pitanju dezinflacije relativno neučinkovite, monetarne kontrakcije će na razini 2023. i 2024. godine iznositi otprilike 960 milijuna eura koje Hrvatska narodna banka plaća poslovnim bankama koje posluju u Hrvatskoj, a koje su gotovo 90 posto u inozemnom vlasništvu. Ovi kamatni rashodi izravna su posljedica pristupanja eurozoni, odnosno prepuštanja vođenja monetarne politike ECB-u, te su se mogli izbjeći ili barem značajno umanjiti da HNB i dalje kontrolira stopu obvezne pričuve. Drugo, 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 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.

### **Ključne riječi**

monetarna kontrakcija, inflacija, eurozona, uvođenje eura, HNB, troškovi uvođenja eura

### **JEL classification**

E31, E52, E58, F45, E42

## 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 (ECB), ECB je reagirao 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 literaturi je efikasnost monetarne transmisije u gašenju domaće inflacije relativno neistražena tema, a u ovom se radu analizira doprinos rasta kamatnih stopa na kredite i depozite u Hrvatskoj smanjivanju domaćih stopa inflacije. Ova je tema važna iz najmanje dva 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 će na razini 2023. i 2024. godine biti plaćen iznos od oko 960 milijuna eura, upravo s ciljem da ta plaćanja preko monetarnog transmisijskog mehanizma smanje domaću inflaciju i upravo kao posljedica spomenutog odricanja od monetarnog suvereniteta. Opravdanost ovog troška, 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 posto godišnje, a potom se analizira smirivanje i povratak inflacije prema ciljanim razinama od 2 posto. U trećem se poglavlju analiziraju makroekonomska kretanja u hrvatskom gospodarstvu, odnosno varijable kao što su stopa rasta BDP-a, stopa nezaposlenosti i zaposlenost. 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 putem 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<sup>1</sup>. U petom, zaključnom poglavlju sumiraju se rezultati rada, daje mišljenje autora vezano uz

---

<sup>1</sup> U radu se ne analizira utjecaj monetarne kontrakcije na zaduživanje, odnosno ponašanje države.

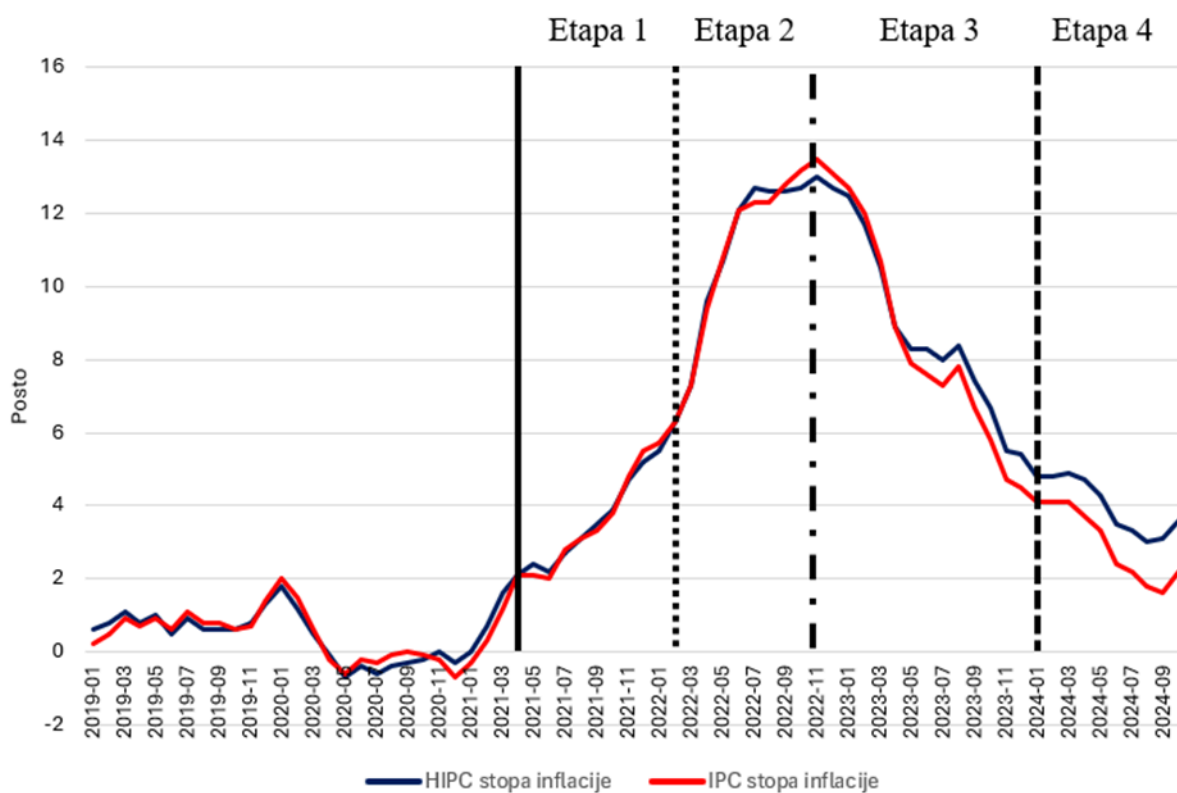
to u kojoj je mjeri porast kamatnih stopa u domaćem gospodarstvu doprinio rušenju inflacije u Hrvatskoj i komentiraju troškovi odricanja od monetarnog suvereniteta, odnosno uvođenja eura.

## 2. Kretanje i uzroci inflacije u Hrvatskoj

### 2.1. Pregled kretanja inflacije

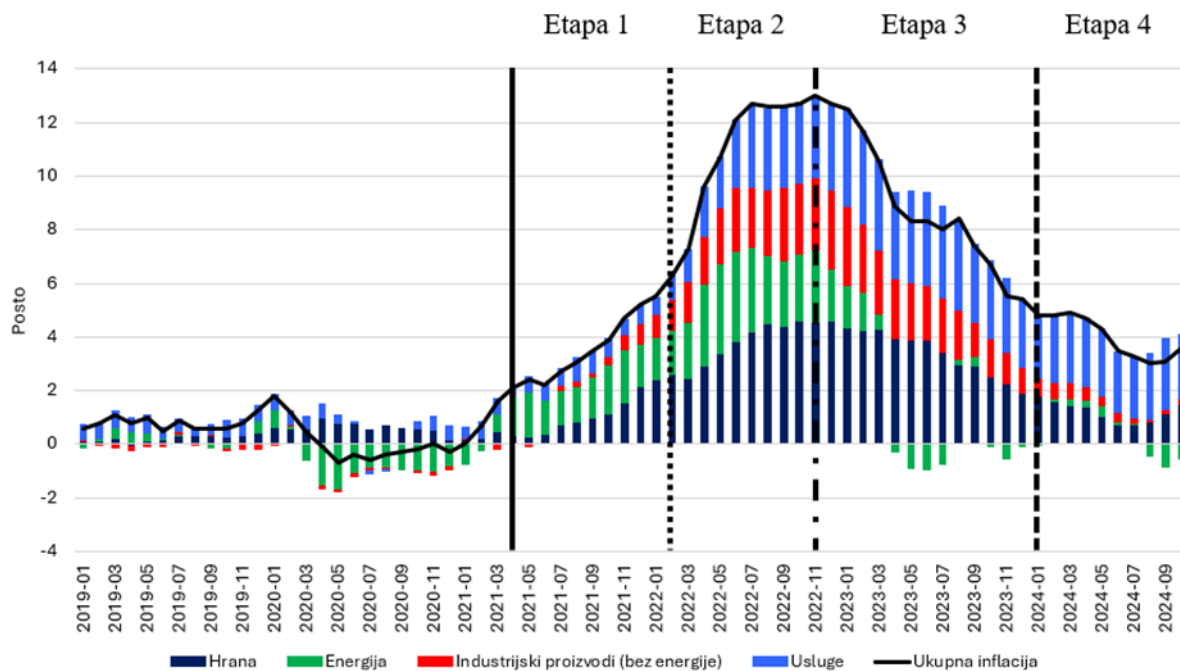
Nakon blage deflacije koja je obilježila drugu polovicu 2020.godine, stopa inflacije mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) prešla je razinu od 2% u travnju 2021. godine. U prosincu 2021. godine HIPC stopa inflacije iznosila je 5,2%, a 2022. godinu obilježio je nastavak rasta stopa 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.

*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 dva 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 posto, da bi u iduća dva mjeseca porasla za 3,3 postotna boda i u travnju iznosila 9,6%. Drugo, veljača 2022. godine je zadnji mjesec u kojem je ECB projicirao da je inflacija prolaznog karaktera. Tako u izvaji 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<sup>2</sup> 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

<sup>2</sup> U nastavku rada govori se isključivo o HIPC stopama inflacije.

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 radi 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 ciljane 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 komuniciralo očekivanje 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 njen povratak na razinu od 2% u srednjem roku (ECB, 2022b, 2022c i 2022d). Prognozičku pogrešku vezanu uz podcjenjivanje stope inflacije u prvom tromjesečju 2022. godine ECB je opisao kao najveću prognozičku pogrešku kod projiciranja inflacije za iduće tromjesečje u svojoj povijesti (ECB, 2022e). 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 dosegla svoj vrhunac i iznosila 13,0%. Nakon toga slijede dvije etape dezinflacije i postepenog 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% 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 je stopa inflacije pala 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 ove četiri etape.

## 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, i dugotrajna suša i olujno nevrijeme, koji su naštetili povrtnjacima u Slavoniji (HNB, 2021b). Od vanjskih čimbenika, slično kao i kod cijena 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 uveznoj 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 njihovog 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 se može 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, 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 radi 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 radi veće neizvjesnosti oko budućih kretanja cijena, kao i pritisak na plaće na domaćem tržištu rada radi visoke potražnje za radnicima i niske stope nezaposlenosti.

Treću etapu obilježilo je postepeno 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 su rasle 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% (studenom 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 ubrzanja inflacije, a protekom su vremena ovi atipično visoki porasti cijena prestali ulaziti u izračun godišnje stope inflacije za pojedini mjesec. Drugim riječima, tekući (mjesečni) inflatorni pritisci su s vremenom oslabili, što se postepeno 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 i 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 radi 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 sljedeća se dva poglavlja 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.

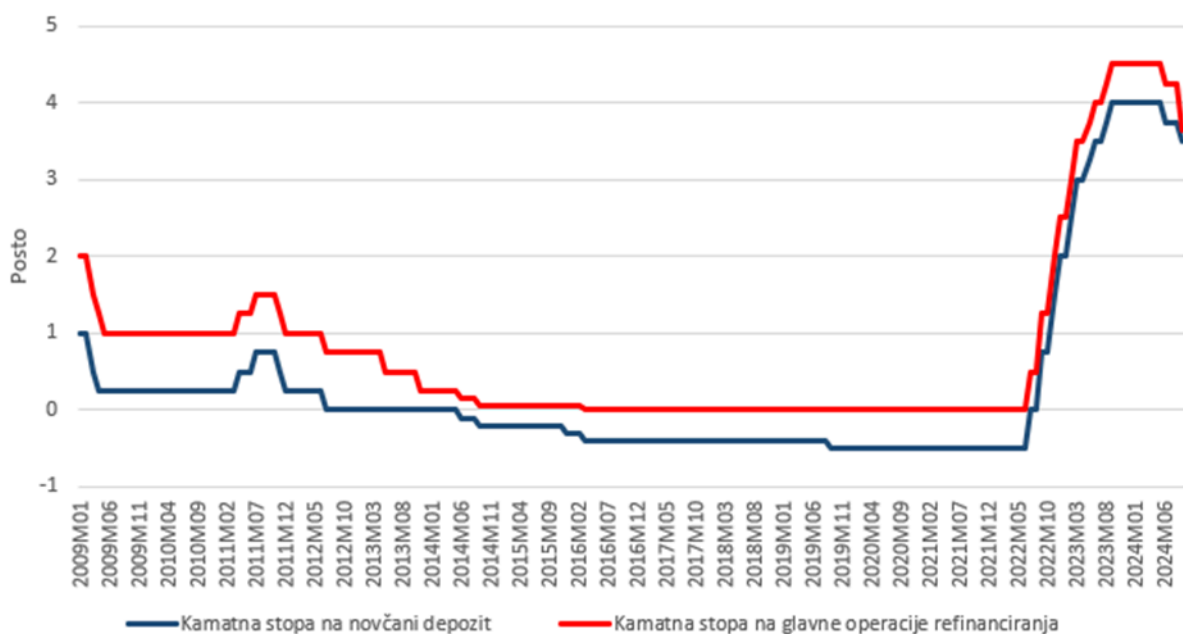
Prema IS-LM-PC modelu (Blanchard, Amighini i Giavazzi, 2021.), ako središnja banka ne reagira podizanjem kamatnih stopa kada je inflacija iznad ciljane razine, dolazi do rasta očekivane inflacije, što povećava pritiske na rast plaća i uzrokuje ne samo da stopa inflacije ostane iznad ciljane razine, nego 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 preko 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.

Bez obzira na to analizira li se utjecaj monetarne kontrakcije preko Phillipsove krivulje ili preko 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 posto, a kamatna stopa za glavne operacije refinanciranja na 4,5 posto, što su povijesno promatrano vrlo visoke razine.

Grafikon 3. Kretanje ključnih kamatnih stopa ECB-a



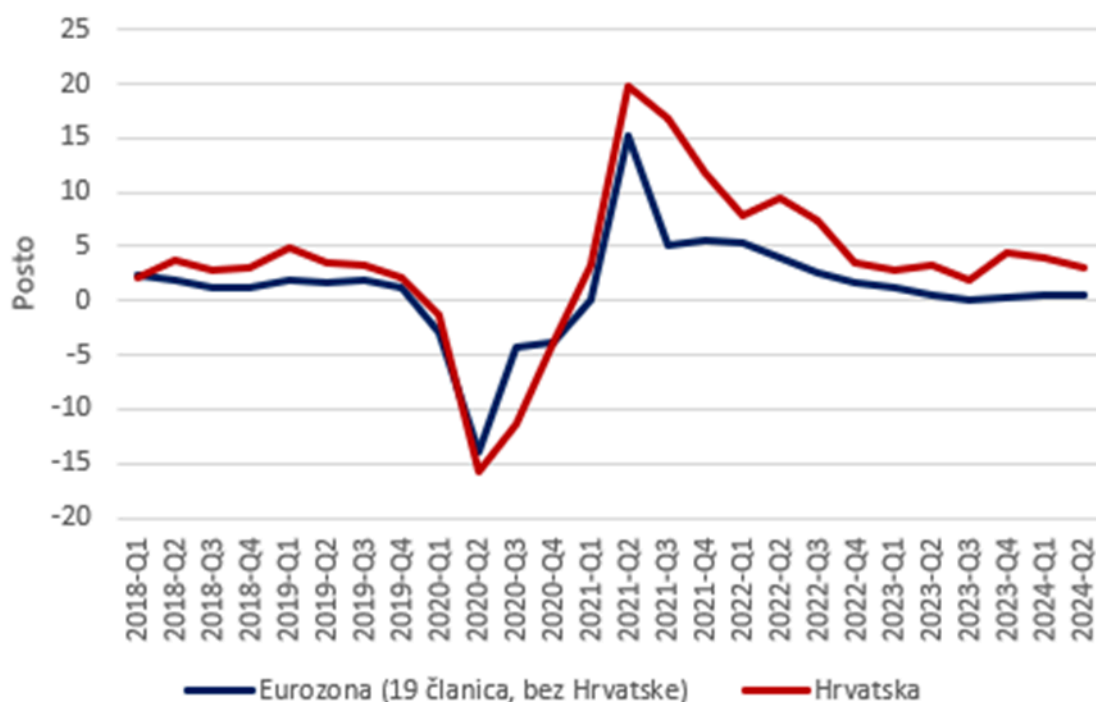
Izvor: ECB (2024.)

Kako je hrvatsko gospodarstvo snažno integrirano u europsko, a od 2023. godine Hrvatska je službeno postala članica eurozone, rast ECB-ovih ključnih kamatnih stopa trebao bi se odraziti na domaća realna gospodarska kretanja.

U nastavku poglavlja promatraju se ključne makroekonomske varijable u hrvatskom gospodarstvu s ciljem analize utjecaja navedene monetarne kontrakcije. Prva varijabla koja se promatra je 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 polovice 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 posto 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 posto 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.

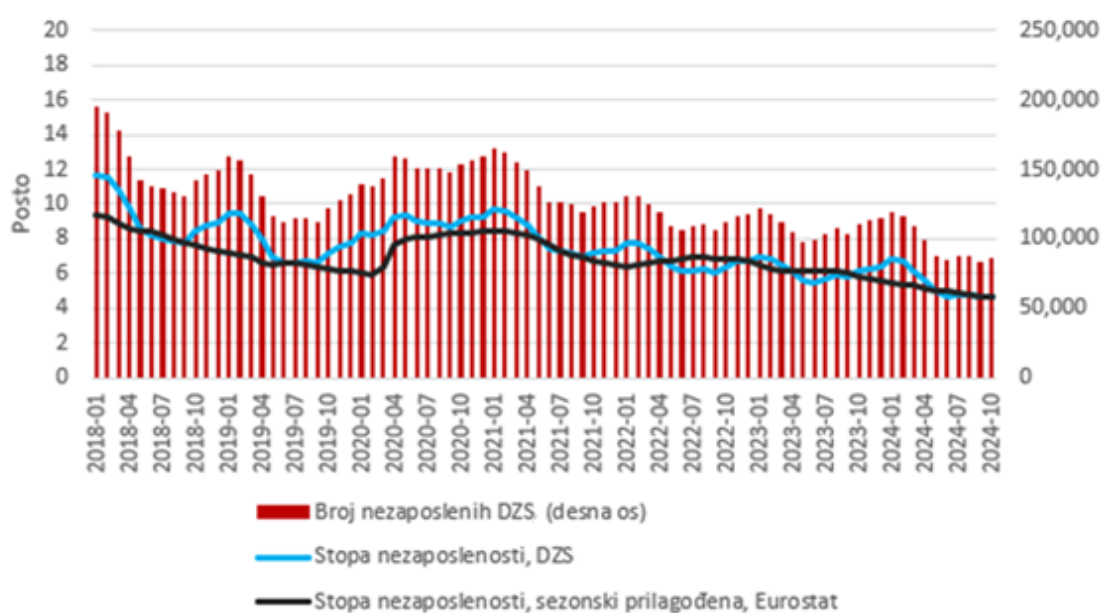
Grafikon 4. Godišnje stope rasta realnog BDP-a Hrvatske i eurozone



Izvor: Eurostat (2024d)

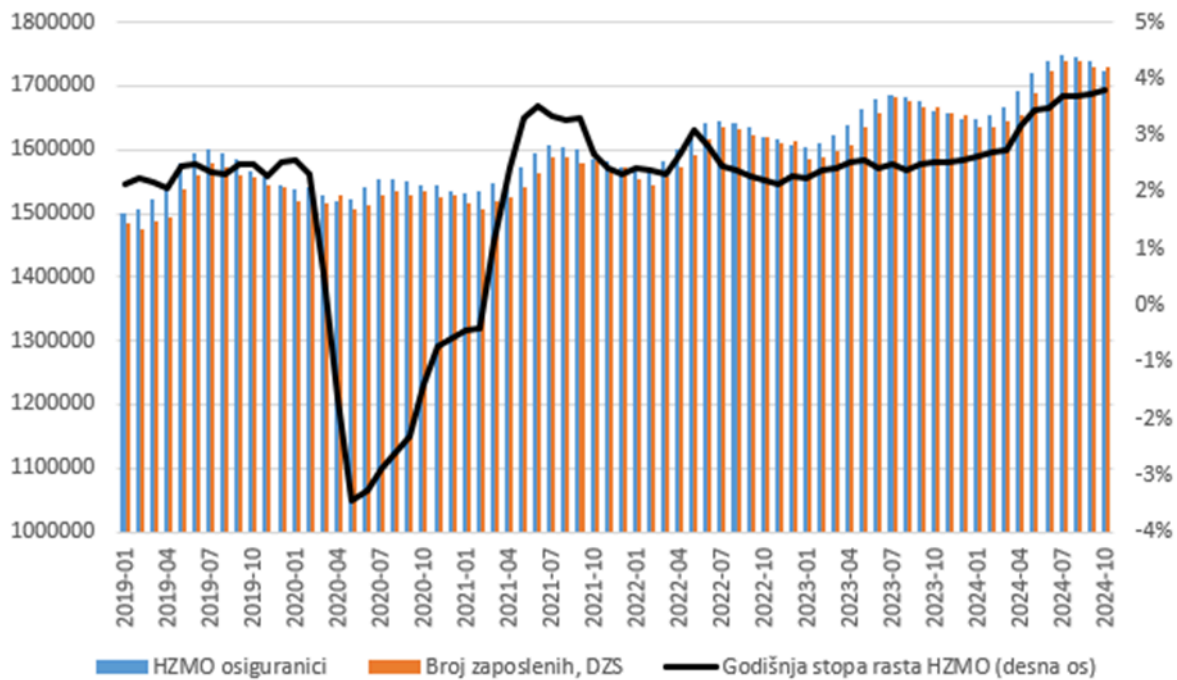
Uz izostanak pretjerano značajnih utjecaja na realni BDP, za očekivati je da nije bilo ni negativnih kretanja na tržištu rada. Na grafikonima 5 i 6 prikazana su kretanja broja nezaposlenih, stope nezaposlenosti, broja zaposlenih i stope rasta zaposlenosti u razdoblju od početka 2018., odnosno 2019., 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 posto godišnje.

Grafikon 5. Kretanja na tržištu rada – nezaposlenost u Hrvatskoj

Izvor: Eurostat (2024e), DZS (2024a)<sup>3</sup>

Grafikon 6. Kretanja na tržištu rada – zaposlenost u Hrvatskoj

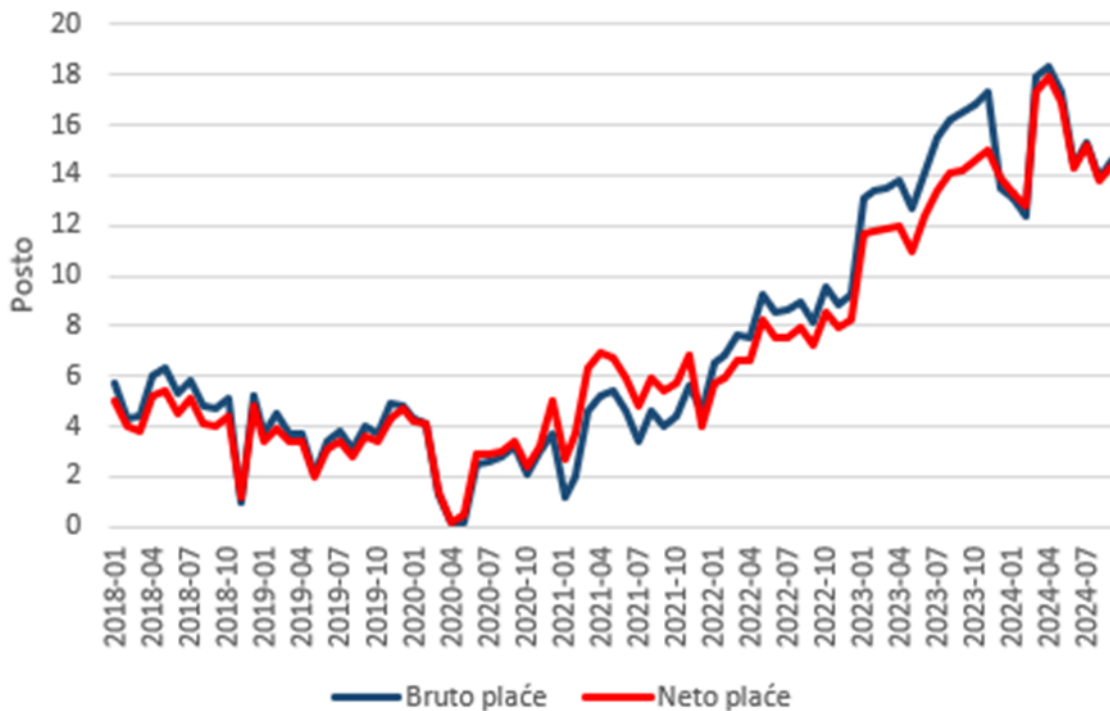
<sup>3</sup> Podaci preuzeti s DZS-a odnose se na službenu registriranu nezaposlenost, a stopa nezaposlenosti s Eurostata na anketnu stopu nezaposlenosti.



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

Isto kao kod stope 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. 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.

*Grafikon 7. Godišnje stope rasta nominalnih plaća*



DZS (2024a)

#### 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 bi, ako se prelije na tržište kredita i depozita, trebao 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.

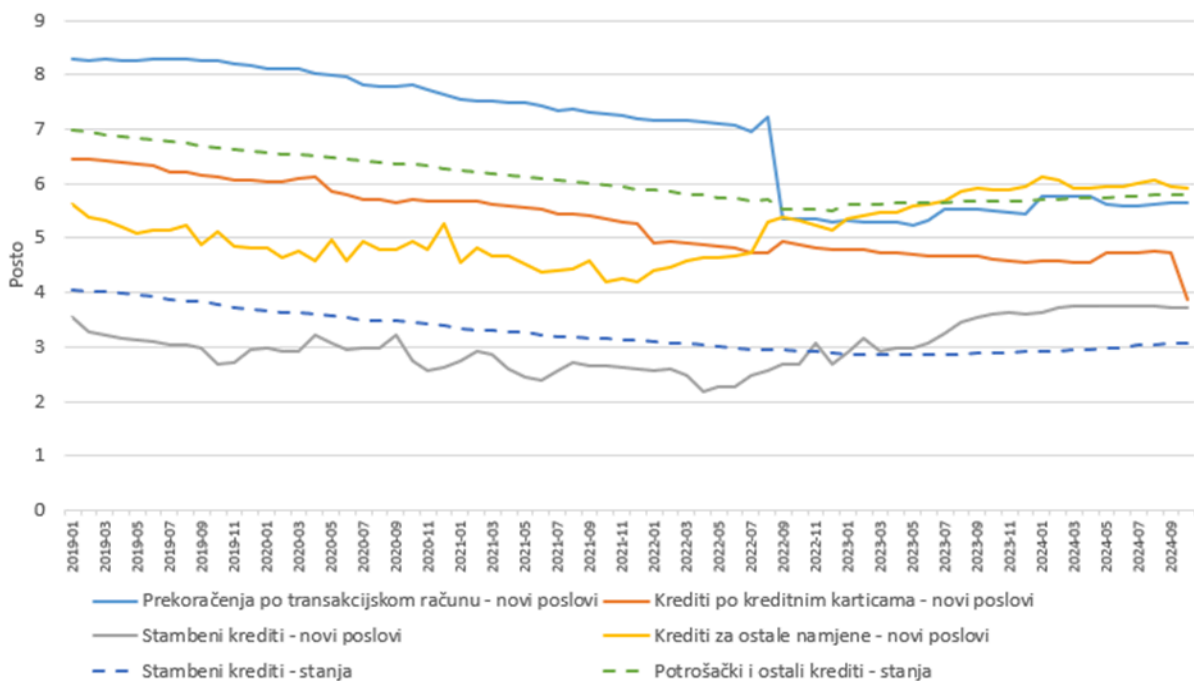
Ako promatramo kamate stope na nove poslove, izuzev kamatnih stopa na prekoračenja po transakcijskom računu koje su značajno pale sredinom 2022. godine zbog nove regulacije, odnosno nakon potpisivanja Memoranduma o razumijevanju u vezi prekoračenja po tekućem računu između Vlade Republike Hrvatske, HNB-a 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.

Ako promatramo kamatne stope na stanja kredita, utjecaj povećanja ključnih kamatnih stopa bio je 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 posto u listopadu 2024. godine, a na potrošačke i ostale kredite za 0,29 postotnih bodova, na 5,79 posto.

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*

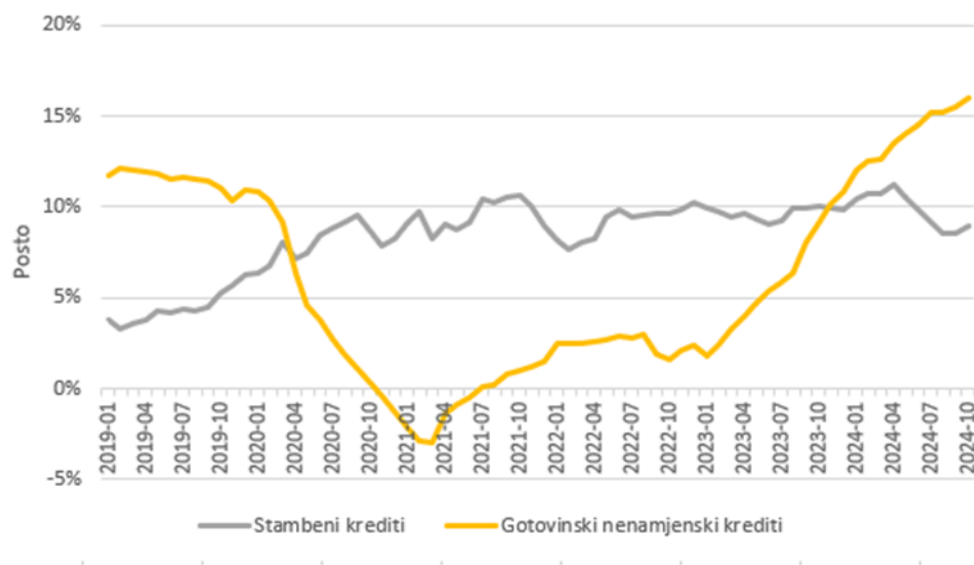


Izvor: HNB (2024d), HNB (2024e)

Kako je vidljivo na Grafikonu 9, unatoč rastu kamatnih stopa na novoodobrene kredite, godišnje stope rasta stanja stambenih kredita nisu zabilježile zamjetan pad, dok su gotovinski nenamjenski krediti krajem promatranog razdoblja rasli po najvećim stopama otkako HNB objavljuje podatke (2011. godina).

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





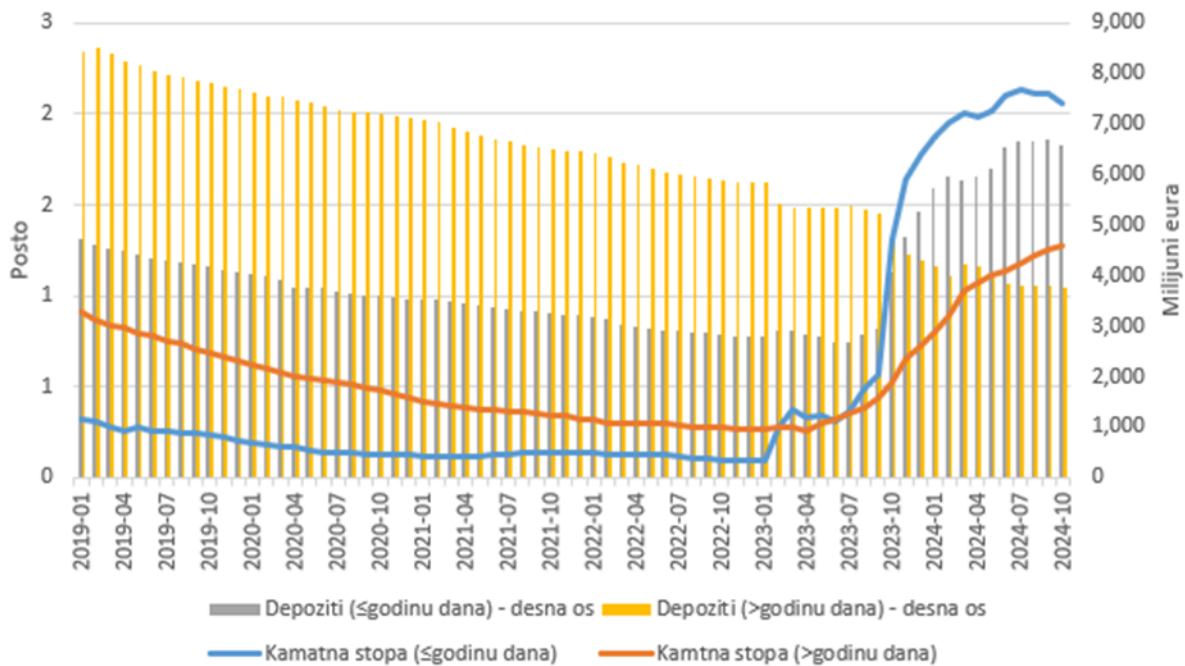
Izvor: HNB (2024f)

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 i 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 kod gotovinskih nenamjenskih kredita. 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 dospijeca, 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, kod analize utjecaja rasta oročenih depozita na inflaciju treba voditi računa o asimetričnoj raspodjeli među stanovništvom. Krajem 2023. godine 74 posto depozita nalazilo se na računima 10 posto građana koji imaju račun u banci, s medijalnim iznosom od 47,2 tisuće eura. Sljedećih 10 posto na računima je držalo 14,49 posto depozita, s medijalnim iznosom od 14,4 tisuće eura. S druge strane spektra, 50 posto stanovništva s računima u bankama držalo je kumulativno 0,91 posto iznosa svih depozita (HNB, 2024g). Iz tih podataka se vidi 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 za 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. Kod ulaganja stanovništva u državne vrijednosnice, prosječna ponuda za kupnju u dosadašnjim izdanjima iznosila je 28,2 tisuće eura (Ministarstvo financija, 2024.). Takav iznos ne iznenađuje budući da većina stanovništva ne raspolaže sa 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

*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.*

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 kamatna stopa je svoj maksimum dosegla 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 je znatno kraći prosječan rok dospijea kredita poduzećima u odnosu na rok dospijea 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 postepenim smanjivanjem i jedne i druge stope. Ako govorimo o kauzalnoj vezi između ove dvije varijable, 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 je nastojanje poduzeća da se zaduže uz povoljne uvjete i time preduhitre očekivani porast troškova zaduživanja u budućnosti (HNB, 2022d i 2022f).

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 i povećati njihove cijene. Ako govorimo o smanjenju kreditiranja namijenjenog financiranju obrtnih sredstava (financiranje tekućeg poslovanja, primjerice, nabava sirovina i poluproizvoda i 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<sup>4</sup>. 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 kod razmatranja utjecaja porasta kamatnih stopa na depozite s ugovorenim dospijecem. Na grafikonu 12 vidljivo je da su veće kamatne stope motivirale poduzeća na znatno veće iznose oročenja. I 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

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 i poduzeća zabilježen u ovoj epizodi

---

<sup>4</sup> 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.

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 i suradnici, 2023., Balatinec, 2024.). 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. godini, i 2024. 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. 2023. godine je neto dobit bankarskog sektora porasla nešto više od 90% i iznosila je rekordnih 1,36 milijardi eura (Barić, 2024.), poglavito radi kamata koje je poslovnim bankama platio HNB<sup>5</sup>. Rast profitabilnosti nastavio se i u 2024. godini s prosječnim prinosom na kapital (ROE) bankarskog sektora od 17,93% u prva tri tromjesečja 2024. godine (HNB, 2024o). Ova plaćanja predstavljaju izravan trošak odricanja od monetarnog suvereniteta, a mogla su se izbjeći ili barem značajno umanjiti da HNB i dalje kontrolira stopu obvezne pričuve. To pak (barem u kratkom roku) potencijalno mijenja zaključak da su koristi od uvođenja eura veće od troškova.

## 5. Rasprava i zaključak

U ovom radu analiziran je utjecaj rasta kamatnih stopa na kredite i depozite stanovništva i poduzeća u Hrvatskoj na postepeno smanjivanje domaćih stopa inflacije. Iako je opravdano tvrditi da su veće kamatne stope pomogle smanjiti stope inflacije, po našem je mišljenju taj doprinos 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

---

<sup>5</sup> 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.).

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 je doprinos porasta kamatnih stopa u Hrvatskoj procesu dezinflacije bio vrlo ograničen.

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. Prvo, trošak ove, po pitanju dezinflacije relativno neučinkovite, monetarne kontrakcije će na razini 2023. i 2024. godine iznositi otprilike 960 milijuna eura koje Hrvatska narodna banka plaća poslovnim bankama koje posluju u Hrvatskoj, a koje su gotovo 90 posto u inozemnom vlasništvu. Ovi kamatni rashodi izravna su posljedica pristupanja eurozoni, odnosno prepuštanja vođenja monetarne politike ECB-u, te su se mogli izbjeći ili barem značajno umanjiti da HNB i dalje kontrolira stopu obvezne pričuve. Drugo, 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. Pri tome je zainteresiranost nositelja fiskalne politike da se bave ovom temom, ali i nositelja monetarne politike da ovu ukupnu tematiku javno analiziraju i komentiraju niska.

#### Popis referenci

1. Balatinec, M. (2024.). Kamatni prijenos u eurozoni u razdoblju postpandemijske restriktivne monetarne politike. Dostupno na: <https://zir.nsk.hr/islandora/object/efzg%3A12750>
2. Barić, L. (2024.). HNB: Banke u Hrvatskoj u 2023. poslovale s dobiti od 1,36 milijardi eura. Dostupno na: <https://financije.hr/hnb-banke-u-hrvatskoj-u-2023-poslovale-s-dobiti-od-136-milijardi-eura/>
3. Blanchard, O., Amighini, A. i Giavazzi, F. (2021.), *Macroeconomics: A European Perspective* 4th edition, Pearson
4. Deskar-Škrbić, M., Jukić, S., Lesničar, K. i Zrnc, J. (2023.). Koliko je porasta ključnih kamatnih stopa ESB-a preneseno na kamatne stope banaka u Hrvatskoj? Dostupno na: <https://www.hnb.hr/-/koliko-je-porasta-kljucnih-kamatnih-stop-a-esb-a-preneseno-na-kamatne-stope-banaka-u-hrvatskoj>

5. DZS (2024a). Tablica: Gospodarstvo – osnovni pokazatelji. Dostupno na: <https://podaci.dzs.hr/hr/statistika-u-nizu/> (pristupano 1.12.2024.)
6. DZS (2024b). Tablica: Zaposlenost-administrativni izvori. Dostupno na: <https://podaci.dzs.hr/hr/statistika-u-nizu/>. (pristupano 1.12.2024.)
7. ECB (2022a). Monetary policy statement. Press conference, 3 February 2022. Dostupno na: [https://www.ecb.europa.eu/press/press\\_conference/monetary-policy-statement/2022/html/ecb.is220203~ca7001dec0.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/press_conference/monetary-policy-statement/2022/html/ecb.is220203~ca7001dec0.en.html)
8. ECB (2022b). Monetary policy statement. Press conference, 10 March 2022. Dostupno na: [https://www.ecb.europa.eu/press/press\\_conference/monetary-policy-statement/2022/html/ecb.is220310~1bc8c1b1ca.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/press_conference/monetary-policy-statement/2022/html/ecb.is220310~1bc8c1b1ca.en.html)
9. ECB (2022c). Monetary policy statement. Press conference, 14 April 2022. Dostupno na: [https://www.ecb.europa.eu/press/press\\_conference/monetary-policy-statement/2022/html/ecb.is220414~fa5c8fe142.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/press_conference/monetary-policy-statement/2022/html/ecb.is220414~fa5c8fe142.en.html)
10. ECB (2022d). Monetary policy statement. Press conference, 9 June 2022. Dostupno na: [https://www.ecb.europa.eu/press/press\\_conference/monetary-policy-statement/2022/html/ecb.is220609~abe7c95b19.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/press_conference/monetary-policy-statement/2022/html/ecb.is220609~abe7c95b19.en.html)
11. ECB (2022e). What explains recent errors in the inflation projections of Eurosystem and ECB staff? Dostupno na: [https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202203\\_05~6d1fb8f5b0.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202203_05~6d1fb8f5b0.en.html)
12. ECB (2024.) Key ECB interest rates. Dostupno na: <https://data.ecb.europa.eu/main-figures/ecb-interest-rates-and-exchange-rates/key-ecb-interest-rates> (pristupano 18.11.2024.)
13. Eurostat (2024a). HIPC - monthly data (annual rate of change). Dostupno na: [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/prc\\_hicp\\_manr/default/table?lang=en&category=prc.prc\\_hicp](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/prc_hicp_manr/default/table?lang=en&category=prc.prc_hicp) (pristupano 10.12.2024.)
14. Eurostat (2024b). HIPC - item weights. Dostupno na: [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/product/view/prc\\_hicp\\_inw?category=prc.prc\\_hicp.prc\\_hicp\\_\\_](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/product/view/prc_hicp_inw?category=prc.prc_hicp.prc_hicp__) (pristupano 10.12.2024.)
15. Eurostat (2024c). HIPC - monthly data (index). Dostupno na: [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/prc\\_hicp\\_midx/default/table?lang=en&category=prc.prc\\_hicp](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/prc_hicp_midx/default/table?lang=en&category=prc.prc_hicp) (pristupano 10.12.2024.)
16. Eurostat (2024d). GDP and main components (output, expenditure and income). Dostupno na: [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/namq\\_10\\_gdp/default/table?lang=en&category=na10.namq\\_10.namq\\_10\\_ma](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/namq_10_gdp/default/table?lang=en&category=na10.namq_10.namq_10_ma) (pristupano 3.12.2024.)



17. Eurostat (2024e). Unemployment by sex and age – monthly data. Dostupno na: [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/une\\_rt\\_m/default/table?lang=en&category=labor.employ.lfsi.une](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/une_rt_m/default/table?lang=en&category=labor.employ.lfsi.une) (pristupano 3.12.2024.)
18. HNB (2021a). Bilten 271, studeni 2021. Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=1f668575-6d69-c537-550c-744002e33eea&groupId=20182&p\\_auth=zIYy00ob](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=1f668575-6d69-c537-550c-744002e33eea&groupId=20182&p_auth=zIYy00ob)
19. HNB (2021b). Bilten 269, rujan 2021. Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=0fe9c3cc-b19e-452d-720d-99818db24e58&groupId=20182&p\\_auth=zIYy00ob](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=0fe9c3cc-b19e-452d-720d-99818db24e58&groupId=20182&p_auth=zIYy00ob)
20. HNB (2021c). Bilten 270, listopad 2021. Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=477a51ff-bf28-e58e-d96e-8f0aa6b8901c&groupId=20182&p\\_auth=zIYy00ob](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=477a51ff-bf28-e58e-d96e-8f0aa6b8901c&groupId=20182&p_auth=zIYy00ob)
21. HNB (2022a). Polugodišnja informacija o financijskom stanju, stupnju ostvarenja stabilnosti cijena i provedbi monetarne politike u drugom polugodištu 2021. Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=4ec00080-fcd1-fe49-f5a6-7e42e1317278&groupId=20182&p\\_auth=VukWcQHb](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=4ec00080-fcd1-fe49-f5a6-7e42e1317278&groupId=20182&p_auth=VukWcQHb)
22. HNB (2022b). Bilten 274, travanj 2022. Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=9d5b0143-3d64-4f81-a4c0-e864deeb74c0&groupId=20182&p\\_auth=zIYy00ob](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=9d5b0143-3d64-4f81-a4c0-e864deeb74c0&groupId=20182&p_auth=zIYy00ob)
23. HNB (2022c). Makroekonomska kretanja i prognoze, srpanj 2022. Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=01b02f5a-b75c-963f-4f5f-d0d587adde14&groupId=20182&p\\_auth=fg5c6fDy](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=01b02f5a-b75c-963f-4f5f-d0d587adde14&groupId=20182&p_auth=fg5c6fDy)
24. HNB (2022d). Bilten 276, lipanj 2022. Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=5eeb0f75-3914-29e7-412a-0ce7a2e6fe25&groupId=20182&p\\_auth=fg5c6fDy](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=5eeb0f75-3914-29e7-412a-0ce7a2e6fe25&groupId=20182&p_auth=fg5c6fDy)
25. HNB (2022e). Bilten 275, svibanj 2022. Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=0ac646dd-d897-3d2d-0d95-ec1e0e2ca57a&groupId=20182&p\\_auth=fg5c6fDy](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=0ac646dd-d897-3d2d-0d95-ec1e0e2ca57a&groupId=20182&p_auth=fg5c6fDy)
26. HNB (2022f). Bilten 278, listopad 2022. Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=46d52acf-3689-8e7e-b143-9503676d478a&groupId=20182&p\\_auth=plmg5ZGp](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=46d52acf-3689-8e7e-b143-9503676d478a&groupId=20182&p_auth=plmg5ZGp)
27. HNB (2023a) Polugodišnja informacija o financijskom stanju, stupnju ostvarenja stabilnosti cijena i provedbi monetarne politike u drugom polugodištu 2022. Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=b2e3a094-1a66-4c79-0822-e411e1fe3efb&groupId=20182&p\\_auth=gSn4HMm6](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=b2e3a094-1a66-4c79-0822-e411e1fe3efb&groupId=20182&p_auth=gSn4HMm6)

28. HNB (2023b). Makroekonomska kretanja i prognoze, prosinac 2023. Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=430396a0-6e21-0217-1e91-041409d7d0be&groupId=20182&p\\_auth=qQVO7eZ2](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=430396a0-6e21-0217-1e91-041409d7d0be&groupId=20182&p_auth=qQVO7eZ2)
29. HNB (2023c). Financijska stabilnost 24, svibanj 2023. Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=9bef2ca8-a966-4f5b-07f0-c2478fd4171d&groupId=20182&p\\_auth=plmg5ZGp](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=9bef2ca8-a966-4f5b-07f0-c2478fd4171d&groupId=20182&p_auth=plmg5ZGp)
30. HNB (2023d). Bilten 284, srpanj 2023. Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=b24bce85-966f-e715-8322-9aa341621adf&groupId=20182&p\\_auth=plmg5ZGp](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=b24bce85-966f-e715-8322-9aa341621adf&groupId=20182&p_auth=plmg5ZGp)
31. HNB (2023e). Bilten 285, rujan 2023. Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=f4d2c35c-c3e3-f016-89f3-2c892998e84a&groupId=20182&p\\_auth=plmg5ZGp](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=f4d2c35c-c3e3-f016-89f3-2c892998e84a&groupId=20182&p_auth=plmg5ZGp)
32. HNB (2024a). Polugodišnja informacija o financijskom stanju, stupnju ostvarenja stabilnosti cijena i provedbi monetarne politike u drugom polugodištu 2023. Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=03c2354f-785e-a3e6-d1fa-667c369bc988&groupId=20182&p\\_auth=87JRMiz3](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=03c2354f-785e-a3e6-d1fa-667c369bc988&groupId=20182&p_auth=87JRMiz3)
33. HNB (2024b). Makroekonomska kretanja i prognoze, br. 17, prosinac 2024. Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=1e55bcc0-2fe1-752c-d691-1f9997d9f6b2&groupId=20182&p\\_auth=sSAIHrK3](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=1e55bcc0-2fe1-752c-d691-1f9997d9f6b2&groupId=20182&p_auth=sSAIHrK3)
34. HNB (2024c). Makroekonomska kretanja i prognoze, br. 16. Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=80c3fb52-fc71-61c0-8a46-951eabe7360b&groupId=20182&p\\_auth=BHLe1Fgx](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=80c3fb52-fc71-61c0-8a46-951eabe7360b&groupId=20182&p_auth=BHLe1Fgx)
35. HNB (2024d). Tablica G2 Kamatne stope kreditnih institucija na kredite kućanstvima (novi poslovi). Dostupno na: <https://www.hnb.hr/-/kamatne-sto-1>, (pristupano 1.12.2024.)
36. HNB (2024e). Tablica G5 Kamatne stope kreditnih institucija na depozite i kredite (stanja). Dostupno na: <https://www.hnb.hr/-/kamatne-sto-1> (pristupano 1.12.2024.)
37. HNB (2024f). Tablica D5c Krediti drugih monetarnih financijskih institucija kućanstvima prema namjeni i valuti. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/-/agregirana-bilanca-drugih-monetarnih-financijskih-institucija> (pristupano 11.12.2024.)
38. HNB (2024g). U drugoj polovini 2023. nastavak blagog smanjivanja nejednakosti u raspodjeli depozita. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/-/u-drugoj-polovini-2023-nastavak-blagog-smanjivanja-nejednakosti-u-raspodjeli-depozita>
39. HNB (2024h) Kamatne stope. Tablica G5 Kamatne stope kreditnih institucija na depozite i kredite (stanja). Dostupno na:

- <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope> (pristupano 15.10.2024.)
40. HNB (2024i) Kamatne stope. Tablica G6 Kamatne stope kreditnih institucija na depozite i kredite po izvornom dospjeću (novi poslovi) Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope> (pristupano 15.10.2024.)
41. HNB (2024j). Agregirana bilanca drugih monetarnih financijskih institucija. Tablica D5e Krediti drugih monetarnih financijskih institucija nefinancijskim društvima prema veličini nefinancijskog društva. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/agregirana-bilanca-drugih-monetarnih-financijskih-institucija> (pristupano 15.10.2024.)
42. HNB (2024k). Agregirana bilanca drugih monetarnih financijskih institucija. Tablica D8 Depoziti s ugovorenim dospjećem kod drugih monetarnih financijskih institucija po sektorima, valuti i dospjeću. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/agregirana-bilanca-drugih-monetarnih-financijskih-institucija> (pristupano 15.10.2024.)
43. HNB (2024l). Makroprudencijalna dijagnostika, srpanj 2024. Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=4b065a9c-88b2-87d1-288f-1e72c99d3290&groupId=20182&p\\_auth=FRPTP4fF](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=4b065a9c-88b2-87d1-288f-1e72c99d3290&groupId=20182&p_auth=FRPTP4fF)
44. HNB (2024m). Financijska stabilnost 25, lipanj 2024. Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=d3ffd1c5-0a2f-4f25-6961-efedbad63f07&groupId=20182&p\\_auth=FRPTP4fF](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=d3ffd1c5-0a2f-4f25-6961-efedbad63f07&groupId=20182&p_auth=FRPTP4fF)
45. HNB (2024n). Financijski izvještaji za godinu koja je završila 31. prosinca 2023. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/4916918/h-financijski-izvjestaj-2023.pdf>
46. HNB (2024o). Tablica SV2 Odabrani pokazatelji strukture, koncentracije i poslovanja kreditnih institucija. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/bankovna-supervizija/pokazatelji-poslovanja-kreditnih-institucija>
47. HZMO (2024.) Osiguranici. Dostupno na: <https://www.mirovinsko.hr/hr/statistika/3311>. (pristupano 3.12.2024.)
48. Krugman, P. i Wells, R. (2015.), *Macroeconomics*, Worth Publishers; Fifth edition
49. Kunovac, D. i Luketina, M. (2024.) Na putu prema dolje – uloga baznih učinaka u usporavanju potrošačke inflacije. Dostupno na:

- <https://www.hnb.hr/-/na-putu-prema-dolje-uloga-baznih-ucinaka-u-usporavanju-potrosacke-i-nflacije>
50. Lukinić Čadrić, G. i Zrnc, J. (2023.). Odakle dolaze više cijene? Uloga profita i marža. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/-/odakle-dolaze-vise-cijene-uloga-profita-i-marza#footnote-5>
51. Mankiw, N.G. (2015.) *Macroeconomics*, Worth Publishers; Ninth edition
52. Ministarstvo financija (2024.). Od ponedjeljka 09. prosinca upis novog izdanja Trezorskih zapisa. Dostupno na: <https://mfin.gov.hr/vijesti/od-ponedjeljka-09-prosinca-upis-novog-izdanja-trezorskih-zapisa/3808>
53. Nasdaq (2024.). Brent Crude Dec 2024 (BZ:NMX). Dostupno na: <https://www.nasdaq.com/market-activity/commodities/bz-nmx> (pristupano 1.10.2024.)
54. Reuters (2021.) ECB sticks with transitory description of inflation. Dostupno na: <https://www.reuters.com/world/europe/ecb-sticks-with-transitory-description-inflation-2021-12-02/>
55. Viljevac, V. i Vujeva, K. (2023). Restriktivna monetarna politika i rastući profiti banaka: primjer Hrvatske nakon ulaska u europodručje. *EFZG working paper series, 2023* (06), 1-22. Preuzeto s <https://hrcak.srce.hr/307523>
56. Viljevac, V. (2024.). HNB će i dalje puniti rekordne profite banaka i proračunu uskraćivati stotine milijuna eura. Dostupno na: <https://ideje.hr/hnb-ce-i-dalje-puniti-rekordne-profite-banaka-i-proracunu-uskracivati-stotine-milijuna-eura/>
57. Vlada Republike Hrvatske (2022.). Predstavljen paket mjera za ublažavanje rasta cijena energenata vrijedan 4,8 milijardi kuna. Dostupno na: <https://vlada.gov.hr/vijesti/predstavljen-paket-mjera-za-ublazavanje-rasta-cijena-energenata-vrijedan-4-8-milijardi-kuna/33907?lang=hr>

