

EFZG WORKING PAPER SERIES

EFZG SERIJA ČLANAKA U NASTAJANJU

ISSN 1849-6857

UDK 33:65

Br. 23-06

Viktor Viljevac & Karlo Vujeva

Restriktivna monetarna politika i rastući profiti banaka: primjer Hrvatske nakon ulaska u europodručje



Restriktivna monetarna politika i rastući profiti banaka: primjer Hrvatske nakon ulaska u europodručje

Viktor Viljevac

vviljevac@efzg.hr

Ekonomski fakultet Zagreb
Sveučilište u Zagrebu
Trg J. F. Kennedy 6
10 000 Zagreb, Croatia

Karlo Vujeva

kvujeva@efzg.hr

Ekonomski fakultet Zagreb
Sveučilište u Zagrebu
Trg J. F. Kennedy 6
10 000 Zagreb, Croatia

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 August 2023 by Viktor Viljevac & Karlo Vujeva

Sva prava pridržana.

Dijelovi teksta mogu biti navedeni pod uvjetom da se u potpunosti navede izvor.

Sažetak

U ovom radu analiziramo novi monetarni fenomen na primjeru hrvatske ekonomije: istodobni rast troška financiranja banaka i bankarskih profita u uvjetima strukturnog viška likvidnosti. Nakon ulaska u europodručje, Hrvatska narodna banka (HNB) kao sastavnica Eurosustava sudjelovala je u agresivnom podizanju referentnih kamatnih stopa na centralnbankarsku likvidnost. U konvencionalnim uvjetima neposredni cilj rasta kamatnih stopa je porast cijene zaduživanja poslovnih banaka, a krajnji cilj smanjivanje stope inflacije na ciljanu razinu. Međutim, nakon dvije značajne krize – Velike financijske krize i krize izazvane COVID-19 pandemijom – monetarni sustav europodručja i Hrvatske karakteriziran je postojanjem strukturnog viška likvidnosti. Samim time rast kamatne stope više nema jednoznačnu interpretaciju u transmisiji monetarne politike: poslovne banke sada zarađuju i na viškovima i na plasmanima. Navedeno ima teorijske i praktične posljedice, a fokus ovog rada je na praktičnim posljedicama po hrvatsku ekonomiju u kratkom roku. Dva su temeljna opažanja koja čine preduvjete navedenog monetarnog fenomena. Prvo, iako je HNB tek odnedavno članica Eurosustava, u Hrvatskoj postoje visoke razine akumuliranih viškova likvidnosti radi višegodišnje obrane deviznog tečaja. Drugo, hrvatsko bankovno tržište karakterizirano je visokim tržišnim udjelom najvećih banaka u ukupnoj imovini kreditnih institucija. Posljedica je rast neto kamatnih prihoda banaka, odnosno asimetričnost transmisije restriktivne monetarne politike s obzirom na namjenu budući da se demotiviraju investicije i štednja istovremeno. Ovo transmisiju monetarne politike čini suboptimalnom, a bankarske profite brzo rastućima. Zbog toga, početni rast kamatnih stopa u Hrvatskoj može se smatrati subvencijom javnog prema privatnom sektoru stranog vlasništva, što posljedično čini vjerojatnost odljeva navedenih sredstava u inozemstvo visokom. U izostanku monetarne autonomije, mogućnosti lokalne intervencije ekonomske politike primarno su u domeni fiskalne vlasti.

Ključne riječi

restriktivna monetarna politika, HNB, europodručje, viškovi likvidnosti, bankarski profiti

JEL classification

E52, E58, F45, E42, B5

1. Uvod

U razvijenim ekonomijama inflacija je desetljećima uglavnom bila na niskim i stabilnim razinama. Štoviše, uslijed i nakon Velike financijske krize inflacija je nerijetko bila ispod ciljana, a središnje banke trudile su se nekonvencionalnim mjerama potaknuti rast cijena i ekonomski oporavak. U makroekonomici su, između ostalog, dominirale teme zamke likvidnosti (Sumner, 2002; Eggertson i Woodford, 2003) i sekularne stagnacije (Summers, 2014), odnosno manjka sigurne imovine (Caballero et al., 2017) i posljedičnih rasprava oko još većeg stupnja nekonvencionalnih ekspanzivnih politika (Blanchard et al., 2016; Blinder, 2016; Benigno i Nistico, 2020; Gali, 2020).

Drugim riječima, inflacija i veća agregatna potražnja dugi niz godina bile su prizivane. No, magnituda trenutne inflacije predstavlja svojevrsnu strukturnu promjenu, odnosno novi visoko-inflatorni režim (Borio et al., 2023). Razlozi njene recentne pojave i ustrajnosti u razvijenim ekonomijama su višedimenzionalni i heterogeni. Ono što je homogeno je konvencionalna reakcija središnjih banaka: restriktivna monetarna politika, i to primarno putem relativno agresivnog podizanja referentnih kamatnjaka.

No, suvremene ekonomske okolnosti su znatno drukčije nego u doba prije nekonvencionalnih monetarnih ekspanzija. Temeljna nuspojava nekonvencionalnih programa otkupa vrijednosnica od strane središnjih banaka egzistira u formi rekordnih viškova likvidnosti te, posljedično, rasta bilanci središnjih banaka (vidjeti npr. Logan i Bindseil, 2019). Ovo vrijedi u slučaju svih značajnijih središnjih banaka, s vodećom ulogom Sustava federalnih rezervi (Fed). A u uvjetima rekordnih viškova likvidnosti moguće je imenovati novi monetarni režim strukturnog viška likvidnosti, odnosno sustav obilnih rezervi (Wolla, 2019; Ihrig et al., 2021).

U ovom radu krećemo od mogućnosti da konvencionalna restriktivna monetarna politika također može imati (nepredviđene) nuspojave s obzirom na novonastale okolnosti. Konkretno, temeljni problem koji analiziramo jest istodobni rast troška financiranja banaka i bankarskih profita u uvjetima strukturnog viška likvidnosti. U konvencionalnim uvjetima neposredni cilj rasta kamatnih stopa je porast cijene zaduživanja poslovnih banaka, a krajnji cilj jest smanjivanje stope inflacije na ciljanu razinu. Međutim, nakon dvije značajne krize – Velike financijske krize i krize izazvane COVID-19 pandemijom - rast kamatne stope potencijalno više nema jednoznačnu interpretaciju u transmisiji monetarne politike: poslovne banke sada agregatno zarađuju i na viškovima centralnobankarskih rezervi, kao i na kreditnim plasmanima.

Fokus rada nije na detaljnoj teorijskoj i bilančnoj razradi fenomena, već na praktičnim posljedicama u lokalnim uvjetima hrvatske ekonomije. Dakle, fokus je na hrvatskom monetarnom i bankarskom sustavu nakon ulaska Republike Hrvatske u europodručje. Slijedno, pozornost je također na Europskoj centralnoj banci (ECB) i Eurosustavu. Fokus je konzistentan s obzirom na motivaciju rada, s izvorištem u shvaćanju da je: a) dobit najvećih banaka u Hrvatskoj naglo porasla nakon ulaska u europodručje usprkos primjeni sve strožih uvjeta financiranja i relativnoj stagnaciji ostalih parametara bankovnog poslovanja i b) prisutan fenomen primjetno niskih pasivnih kamata koje banke nude štedišama.

Pritom se mogu postaviti sljedeća pitanja. Prvo, kakve su implikacije istovremene restriktivne monetarne politike i rastućih bankarskih profita na transmisiju restriktivnosti prema nemonetarnom sektoru? Drugo, čini li nešto lokalni kontekst hrvatske ekonomije specifičnim? Treće, postoji li prostor i potreba za izvanrednom intervencijom ekonomske politike? Ovo vrijedi i u lokalnom i u europskom kontekstu.

Struktura rada je sljedeća. Nakon uvodnog poglavlja slijedi poglavlje s naslovom „Strukturni višak likvidnosti i restriktivna monetarna politika“. U njemu se detaljnije razlažu osnovni pojmovi i kontekst vezan uz novi monetarni režim strukturnog viška likvidnosti, tj. centralnobankarskih rezervi, s fokusom na Eurosustav. Potom slijedi središnji i najopsežniji dio rada „Rast troška financiranja i profitabilnosti poslovnih banaka na primjeru Hrvatske“. Ovo poglavlje sadrži iscrpnu analizu recentnih trendova i implikacija tih trendova u domaćem bankarskom sustavu s obzirom na istodobno postojanje viškova

likvidnosti i rastućih kamatnih stopa ECB-a. Iza toga slijedi rasprava o mogućnostima intervencije sa strane ekonomske politike, prije zaključka u kojem se naglašavaju najbitnije spoznaje. Na samom kraju je dodatak sa simulacijom iznosa kamata koje HNB plaća poslovnim bankama kroz 2023. godinu.

2. Strukturni višak likvidnosti i restriktivna monetarna politika

Suočene s Velikom financijskom krizom (2007. – 2009.), središnje banke diljem svijeta snažno su smanjile cijenu novca – smanjenjem kamatnih stopa na centralnobankarsku likvidnost. Smanjenje kamatnih stopa imalo je više ciljeva, a jedan od neposrednih bio je da se poslovnim bankama omogući jeftinije posuđivanje likvidnosti od središnje banke u situaciji iznimnih tržišnih poremećaja, tj. kraha međubankovnog tržišta i panike.

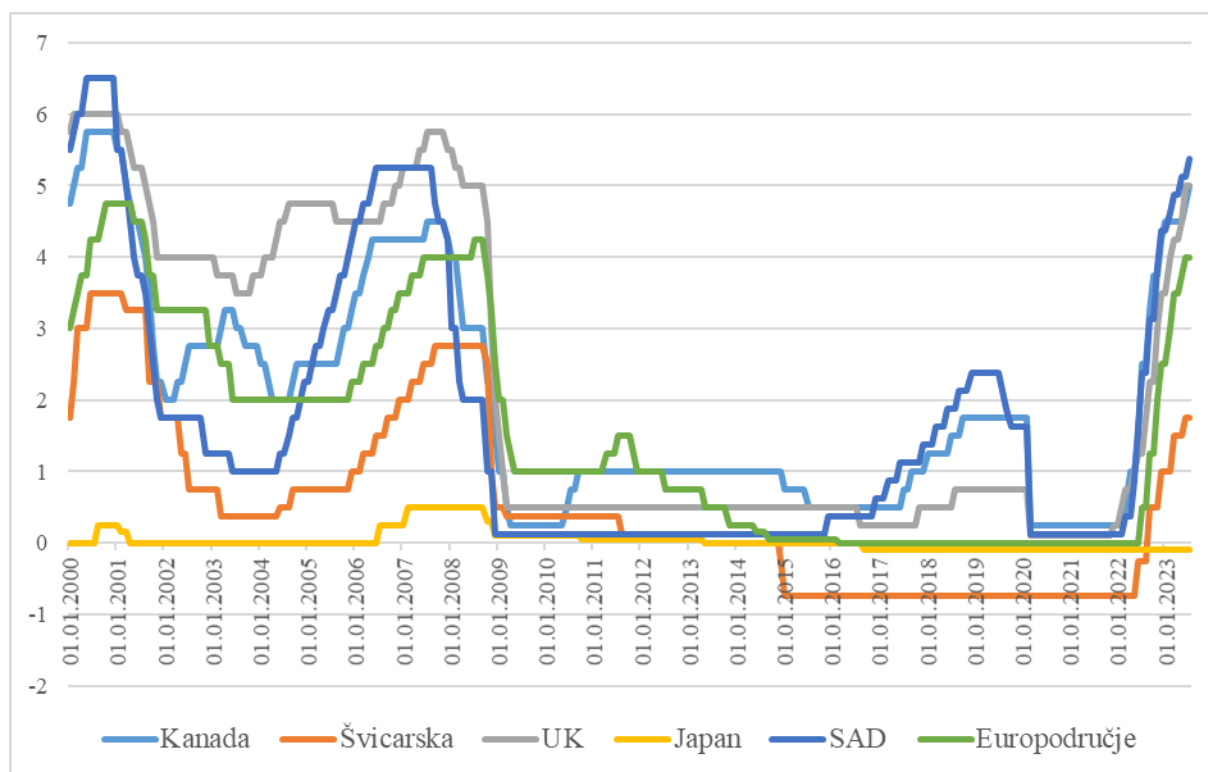
Ipak, glavni proklamirani cilj monetarne politike nije bio spašavanje banaka, već poticanje rasta ekonomske aktivnosti i zaposlenosti u recesiji te držanje inflacije na ciljanoj razini u ekspanziji. Imajući to na umu, samo u SAD-u je za vrijeme Velike financijske krize bez posla ostalo više od 8 milijuna ljudi (U.S. Bureau of Labor Statistics, 2018). Ono što su Fed i ostale velike središnje banke pokušale postići snažnim smanjenjem kamatnih stopa je smanjiti dubinu recesije i gubitak radnih mjesta, odnosno potaknuti što brži oporavak ekonomije (vidjeti npr. Sentence, 2009; Rich, 2013).

Osnovna ideja je jednostavna i konvencionalna: smanjenjem kamatnih stopa na centralnobankarsku likvidnost nastoji se potaknuti poslovne banke da prenesu smanjenje kamatnih stopa na kredite građanima i poduzećima. A budući da je poslovnim bankama centralnobankarska likvidnost novac u vrlo sličnom smislu kako su depoziti na tekućim i žiro računima novac nemonetarnim agentima, logika je konzistentna: ako poslovne banke budu imale niži trošak financiranja i to prenesu na realni sektor, to će potaknuti građane i poduzeća da kreditima financiraju svoje investicije ili potrošnju, što pak dovodi do povećanja potražnje za proizvodima i uslugama. Veća potražnja za proizvodima i uslugama dovodi do veće proizvodnje (većeg BDP-a), a veća proizvodnja do veće zaposlenosti. Dakle, udžbenički.

A ako se u stvarnosti događaji ne odvijaju na sasvim predviđen način, mehanizam je svejedno opravdan: središnje banke u recesiji imaju zadaću djelovati kontraciklički jer će se u izostanku monetarne intervencije poduzeća razduživati, stanovništvo štedjeti, a banke konzervativnije štititi od rizika i novih kreditnih plasmana. A što će sve samo produbiti recesiju. Stoga, bitno je istaknuti, središnje banke nisu imale eksplicitnu namjeru pogodovati bankama, već je to (ne samo deklarativno) bila nužna nuspojava radi dobrobiti cjelokupne ekonomije.

Međutim, razdoblje jeftine likvidnosti je potrajalo. Više od desetljeća cijena centralnobankarske likvidnosti diljem razvijenih zemalja bila je povijesno niska, gravitirajući godinama oko nule, a nerijetko i ispod nule (Grafikon 1).

Grafikon 1. Kamatne stope najznačajnijih središnjih banaka (2000. – 2023.)



Izvor: BIS (2023)

Već ovo bi bio dovoljan zalet u neistraženi teritorij, ali snažno smanjivanje kamatnih stopa nije bio ni približno glavni instrument monetarne politike u ovom razdoblju. Središnje banke našle su se ispred zida – kamatne stope već su bile maksimalno smanjene i uglavnom su iznosile oko 0%, no ekonomski rast i inflacija i dalje nisu bili dovoljno visoki. Zbog toga su se središnje banke okrenule novom, inovativnom rješenju koje je dobilo formu nečega što danas poznajemo pod pojmom nekonvencionalna monetarna politika, tj. kvantitativno labavljenje (engl. *quantitative easing* - QE)¹.

Pritom se radilo o kupovini državnih vrijednosnica, što je blagotvorno djelovalo i na državni trošak zaduživanja u spomenutom razdoblju, ali i korporativnih vrijednosnica, što je dalo doprinos ozdravljenju bilanci koje su bile izložene toksičnim izvedenicama. Cijene vrijednosnica su rasle, prinosi padali. Na taj način banke su zamijenile toksičnu ili nenaplativu imovinu sa sasvim sigurnom imovinom - centralnobankarskim rezervama – koje su se godinama akumulirale na računima poslovnih banaka kod središnje, tvoreći naposljetku viškove likvidnosti u iznosima od nekoliko tisuća milijardi dolara, funti i eura, ovisno o lokaciji.

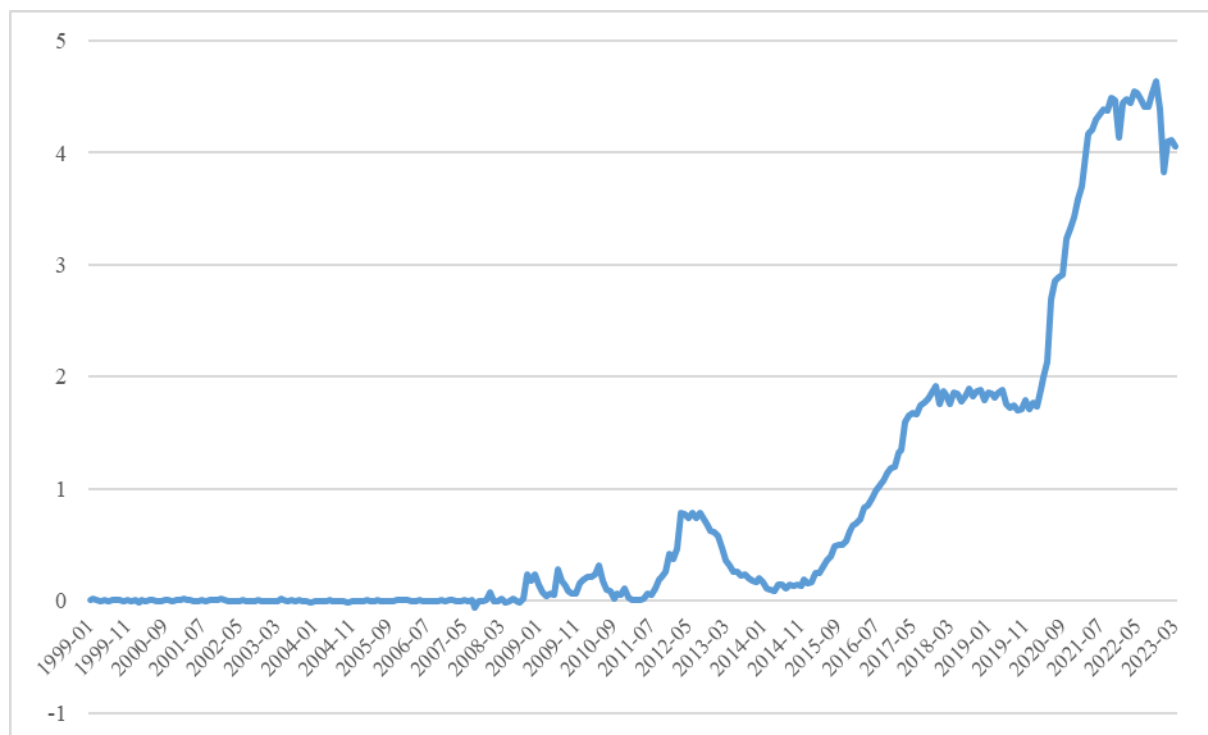
Pojednostavljeno, sustav oskudnih rezervi postao je sustav obilnih rezervi. Uzevši europski kontekst u obzir, viškovi likvidnosti su do Velike financijske krize bili nepostojeći, odnosno postojao je strukturni manjak centralnobankarskih rezervi. Nakon dualne krize likvidnosti u vidu financijske krize i Europske dužničke krize, viškovi su počeli rasti². Primjerice, krajem 2014. su viškovi likvidnosti na razini

¹ Kvantitativno labavljenje (QE) predstavlja nekonvencionalnu monetarnu politiku, odnosno set dugotrajnih programa otkupa vrijednosnica od financijskih institucija, uglavnom banaka i fondova. U zamjenu za vrijednosnice koje su kupile, središnje banke bi stvorile novu centralnobankarsku likvidnost, sada u posjedu (aktivni) banaka. Radi se o nečemu što se popularno shvaća kao „printanje“ *fiat* novca - pa iako se ne radi o doslovnom „printanju“ već o tipkanju u računala, analogija nije sasvim promašena.

² Viškovi likvidnosti u kontekstu europodručja izračunati su prema sljedećoj formuli koju sugerira ECB (2023a): VL (višak likvidnosti) = (tekući račun – obvezna pričuva) + (mogućnost depozita – mogućnost granične posudbe). Ovakvim izračunom čini se razlika naspram pojma „viška rezervi“ (*excess reserves*) koji čine tek višak rezervi iznad obvezne pričuve na tekućem računu. Ovo je bitno samo po sebi, no i zbog toga što je ECB podizanjem

europodručja iznosili 193 milijarde eura. Potom, početkom 2015. ECB - relativno kasno naspram ostalih velikih središnjih banaka - započinje svoj program kvantitativnog labavljenja, a viškovi posljedično do kraja 2019. rastu na iznos od 1,7 bilijuna eura. COVID-19 pandemija je višestruko intenzivirala ECB-ove kupnje vrijednosnih papira te je tako 2022. iznos viškova na razini europodručja iznosio i preko 4,5 bilijuna eura (ECB SDW, 2023a).

Grafikon 2. Viškovi likvidnosti unutar Eurosustava, u bilijunima EUR (1999. – 2023.)



Izvor: ECB SDW (2023a)

Ako se vratimo u suvremenost, značajna promjena koja se dogodila u monetarnom svijetu je – povratak inflacije. Inflacija je natjerala središnje banke da ponovno djeluju udžbenički, tako da ovaj put povećaju cijenu likvidnosti i na taj način pokušaju 'ohladiti' ekonomiju. Međutim, u međuvremenu je monetarni sustav doživio transformaciju bez presedana. Ustaljena priča koju se učilo studente desetljećima, o multiplikaciji oskudnih rezervi i poslovnim bankama koje nipošto ne bi tek 'sjedile' na viškovima likvidnosti, najednom je preokrenuta: poslovne banke agregatno u aktivama posjeduju tisuće milijardi viškova likvidnosti.

Bez detaljnije razrade što to znači za proces multiplikacije i nastanak kreditnog novca (a znači puno), postavlja se pitanje što to znači za poslovanje samih banaka? Centralnobankarska likvidnost je vrlo sigurna imovina, međutim godinama nije nosila nikakvu kamatnu stopu (a nerijetko su banke bile i penalizirane s negativnim kamatama na dio viškova). Iz perspektive banaka, rješenje se, možda nenadano, pronašlo upravo u inflaciji budući da je inflacija primorala središnje banke na podizanje kamatnih stopa.

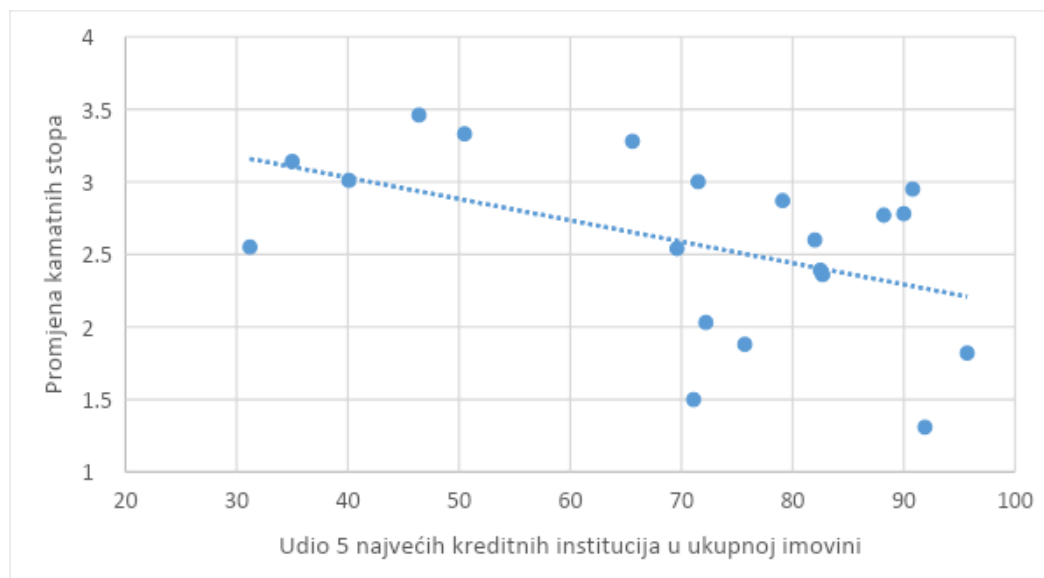
No, u suvremenosti kamatna stopa nije tek cijena nove likvidnosti za bankarski sektor kao nekad. Sada je kamatna stopa i profit bankarskom sektoru koji agregirano posjeduje povijesno rekordne viškove likvidnosti. Iz perspektive ekonomske politike i državne intervencije, ovakav obrat je svojevrsni paradoks. Središnje banke podižu kamatne stope kako bi ohladile inflaciju, a istovremeno banke (barem one velike) više ne moraju oduzimati trošak financiranja od kamatnog prihoda, nego ih naprosto – zbrajaju.

kamatnih stopa na deponirana sredstva (DF) utjecao na značajni transfer sredstava sa stavke CA (tekući račun) na stavku DF (mogućnost depozita) u drugom dijelu 2022. godine.

Dakle, temeljno poslovanje velikog broja banaka koje imaju viškove više nije neraskidivo određeno (tržišnim) troškom financiranja centralnobankarske likvidnosti već postaje - špekulativno. Ovo vrijedi sve dok iznosi viškova nisu iscrpljeni, tj. dok su renumerirani. Pritom se čini bitnom upravo distribucija viškova u bankarskom sustavu. Dok trenutne okolnosti vrijede, banke sa značajnim viškovima i tržišnim udjelom imaju prostor da povećavaju svoje profitne marže, oslušuju konkurenciju koja relativno sporo podiže kamatne stope na štednju (ili ih gotovo i ne podiže kao u slučaju Hrvatske) i nastavljaju zbrajati (umjesto da oduzimaju) kamate. S druge strane, one banke bez viškova koje se nalaze u strukturnom deficitu naspram ostatka monetarnog sustava i/ili vuku repove još iz financijske krize (poput slučaja banke Credit Suisse s početka 2023.) potencijalno su u znatnim problemima.³

Kako bi se detaljnije eksplicirala veza između tržišne koncentracije u bankarskom sektoru i dinamike podizanja kamatnih stopa na depozite, na sljedećem je dijagramu rasipanja (Grafikon 3) prikazana veza između tržišnog udjela pet najvećih kreditnih institucija u ukupnoj imovini svih kreditnih institucija na kraju 2022. i promjene kamatnih stopa na depozite u razdoblju od srpnja 2022. do lipnja 2023. za 20 zemalja eurozone. Potonja varijabla mjeri promjenu kamatnih stopa na oročene depozite s rokom dospijeća do godine dana za kućanstva i nefinancijska poduzeća, a srpanj 2022. je uzet kao početna točka zbog toga što je 27. srpnja 2022. ECB prvi puta povećao kamatnu stopu na novčani depozit.

Grafikon 3. Veza između tržišnog udjela 5 najvećih kreditnih institucija na kraju 2022. i promjene kamatnih stopa na oročene depozite kućanstava i nefinancijskih poduzeća između srpnja 2022. i lipnja 2023., 20 zemalja eurozone



Izvor: Izračun autora prema ECB SDW (2023b) i ECB SDW (2023c)

Regresijski pravac koji opisuje točke prikazane na dijagramu rasipanja ima negativan nagib, što znači da je na razini eurozone veća tržišna koncentracija povezana s manjom promjenom kamatnih stopa na oročene depozite. Koefficient korelacije iznosi $-0,48$ i statistički je značajan na razini signifikantnosti od 5% ⁴. Iako korelacija ne znači da je nužno riječ o kauzalnoj vezi, ovaj grafikon ide u prilog tezi da je veći stupanj tržišne koncentracije povezan sa slabijim porastom kamatnih stopa na oročene depozite. Drugim riječima, jedan od kandidata za objašnjenje zašto velike poslovne banke u nekim zemljama kao što je Hrvatska nisu snažnije povećavale kamatne stope na depozite je njihova velika tržišna moć (a time i velike količine viškova likvidnosti). Konkretna posljedica su rastući profiti banaka diljem europodručja.

³ Za detaljniji uvid u slučaj Credit Suissea vidjeti: Rossi (2023).

⁴ Ako se u obzir uzmu samo oročeni depoziti kućanstava s rokom dospijeća do godine dana, koefficient korelacije iznosi $-0,31$ i statistički je značajan na razini od 10% . Pritom treba voditi računa o tome da je veličina uzorka relativno mala jer eurozona broji 20 zemalja, stoga je potrebna relativno visoka apsolutna vrijednost Pearsonovog koefficienta korelacije kako bi on bio statistički značajan.

Nadalje, podizanje kamatnih stopa od strane ECB-a, u kombinaciji s povijesnim razinama viškova likvidnosti te zadanom strukturom i tradicionalnom dominacijom bankovnog sektora u europodručju, za posljedicu (još) nije imalo snažnije snižavanje stope inflacije ili rast pasivnih kamatnih stopa iznad osnovne cijene financiranja centralnobankarske likvidnosti. Ali zato umjesto toga postoji snažan skok profitabilnosti bankarskog sektora (EBA, 2023; Fitch, 2023).

3. Rast troška financiranja i profitabilnosti poslovnih banaka na primjeru Hrvatske

Imajući sve navedeno na umu, postavlja se pitanje kakva je situacija u Hrvatskoj te je li po nečemu specifična? Stilizirani odgovor mogao bi biti sljedeći: situacija je manje povoljna za kontracikličke namjere ECB-a, a povoljnija za velike domaće podružnice stranih banaka. Naime, razlika naspram ostatka europodručja jednim je dijelom zbog ubrzanog rasta kamata (uslijed uvođenja eura) na prethodno akumuliranu centralnobankarsku likvidnost, a drugim dijelom zbog oligopola na bankarskom tržištu, na kojem pogotovo dominiraju dvije domaće podružnice talijanskih bankarskih divova – Intese Sanpaolo i UniCredita.

Iako HNB nije provodio kvantitativno labavljenje u istom smislu kao ECB, i hrvatski je bankarski sustav kroz godine postao preplavljen centralnobankarskim rezervama, odnosno viškovima likvidnosti⁵. Primjerice, viškovi su u 2022. iznosili uglavnom preko 10 milijardi eurske protuvrijednosti (dosegnuvši iznos od preko 16 milijardi eurske protuvrijednosti netom prije napuštanja kune), što će reći rekordno (HNB, 2023a, grafikon 4)⁶.

Grafikon 4. Kretanje viškova likvidnosti u Republici Hrvatskoj



Izvor: HNB (2023a)

⁵ Višak likvidnosti u kontekstu hrvatskog gospodarstva definira se kao stavka „Prekonoćni depoziti“ u bilanci Hrvatske narodne banke. Do ulaska u europodručje ova je stavka nosila naziv „Računi za namiru kreditnih institucija“.

⁶ Prema podacima HNB-a (2023a), depoziti kreditnih institucija kod HNB-a (rezerve) su krajem lipnja ove godine iznosili 13,4 milijardi eura. Ovih se 13,4 milijardi dominantno sastoji od viškova likvidnosti, odnosno stavke „Prekonoćni depoziti“ u bilanci HNB-a, koja je iznosila 12,7 milijardi eura i činila malo manje od 95% spomenutog iznosa. Preostalih 0,7 milijardi eura nalazilo se na stavci „Tekući računi (uključujući sustav minimalnih pričuva)“, na kojoj se nalazi izdvojena minimalna pričuva.

Temeljni razlog akumulacije viškova likvidnosti u Hrvatskoj je proaktivna obrana tečaja kune od strane HNB-a. Do uvođenja eura HNB-ov intermedijarni cilj bilo je nominalno sidro deviznog tečaja. Za razliku od kriznih godina, od 2014. godine Hrvatska počinje bilježiti kontinuirane suficite tekućeg računa (uz iznimku pandemijske 2020. godine). Suficiti tekućeg računa događali su se zbog sve većeg priljeva deviza radi turizma te sve većih doznaka iz inozemstva. Zauzvrat, ovaj priljev je uzrokovao aprecijacijske pritiske na tečaj, stoga je HNB prije uvođenja eura redovito provodio devizne transakcije u kojima je kupovao eure a prodavao *ex nihilo* stvorene kune (Vujeva, 2022). Te kune, a danas euri su viškovi o kojima je riječ.

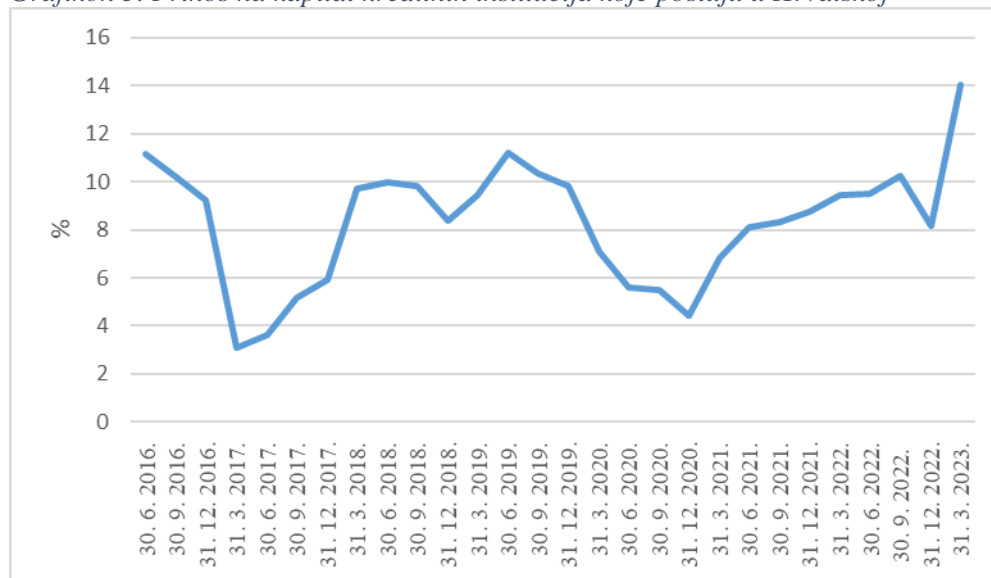
Bitno je napomenuti kako viškovi ne mogu zaista biti odobreni u kredite nemonetarnom sektoru, odnosno ne mogu biti pušteni u optjecaj na bilo koji način osim pretvorbom u gotov novac na zahtjev banaka čiju imovinu čine (više o ovoj tematici vidjeti u, npr., Sheard, 2013). Viškovi likvidnosti također čine sastavni dio monetarne baze, odnosno oni su – zajedno s gotovim novcem – ono što je poznato kao *legal tender* ili zakonsko i definitivno sredstvo prometa i plaćanja. Imajući to na umu, visoke razine viškova likvidnosti u imovini banaka znače da te iste banke ne trebaju strogo paziti na količinu *legal tendera* pri bankarskom poslovanju kao nekad kada je postojao sustav oskudnih rezervi. Drugim riječima, banke (pogotovo velike banke) mogu odobravati kredite bez previše brige što će depoziti odlaziti drugim bankama, a zajedno s njima i centralnobankarska likvidnost, s obzirom na to da se samo u formi *legal tendera* obavlja finalna namira između monetarnih institucija.

Budući da je s ulaskom u europodručje HNB postao operativna sastavnica u provođenju monetarne politike ECB-a, razdoblje vrlo jeftinog novca i niskih kamatnih stopa u Hrvatskoj je definitivno završilo. Kako je prethodno rečeno, suočen s visokim stopama inflacije ECB je od srpnja 2022. povećavao kamatne stope na centralnobankarsku likvidnost, što se automatski odrazilo i na HNB-ove stope od siječnja 2023. godine. Samim time, one banke koje imaju najviše viškova likvidnosti u teoriji bi trebale imati i najviše koristi, odnosno uz *ceteris paribus* uvjet, bilježiti rast profitabilnosti.

Upravo to i jest slučaj. Podaci HNB-a pokazuju da je na razini 21 kreditne institucije u Hrvatskoj (uključujući i jednu stambenu štedionicu, koja je u ovom kontekstu zanemariva) prinos na kapital porastao s 9,47% u prvom tromjesečju 2022. na 14,04% u prvom tromjesečju 2023. Kretanje prinosa na kapital 21 kreditne institucije koja posluje u Hrvatskoj prikazano je na sljedećem grafikonu⁷:

⁷ Na grafikonu 5 vidljiv je snažan skok prinosa na kapital u prvom tromjesečju 2023. HNB objavljuje ovaj pokazatelj s početkom od drugog tromjesečja 2016., a stopa prinosa na kapital iz prvog tromjesečja 2023. najviša je u cijelom promatranom razdoblju. Prosječna stopa prinosa na kapital u razdoblju od drugog tromjesečja 2016. do četvrtog tromjesečja 2022. iznosila je 8,11%. Ako se iz uzorka izbace neuobičajeno niske stope prinosa iz pandemijske 2020., prosječna stopa prinosa na kapital do kraja 2022. iznosi 8,54%. Stoga stopa prinosa od 14,04% iz prvog tromjesečja 2023. predstavlja porast od 48,3% u odnosu na prvo tromjesečje 2022. i 64,4% u odnosu na razdoblje prije 2023. bez rezultata iz pandemijske 2020.

Grafikon 5. Prinos na kapital kreditnih institucija koje posluju u Hrvatskoj



Izvor: HNB (2023b)

Odgovor na pitanje što se toliko poboljšalo u poslovanju banaka da opravdava takav skok dobiti je prilično indikativan – ECB je povećao kamatne stope, što je u kombinaciji s ulaskom Hrvatske u europodručje osigurao rekordnu dobit. No, postoji li trošak navedene profitabilnosti i kome pripada? Ili još jednostavnije, tko poslovnim bankama u Hrvatskoj isplaćuje taj novac?

Odgovor na to pitanje činjenično znamo: najveći doprinos velikom skoku prihoda od kamata koji su ostvarile banke dala je upravo Hrvatska narodna banka, nacionalna središnja banka Eurosustava. Primjerice, HNB je Zagrebačkoj banci u prvom polugodištu isplatio iznos od 81 milijun eura. Prošle godine, pak, u istom polugodištu taj je iznos bio 0 eura, tj. 0 kuna. Budući da je HNB od početka godine članica Eurosustava, upravo su odluke Upravnog vijeća ECB-a (kojega je član i guverner HNB-a) dovele do toga da HNB poslovnim bankama u Hrvatskoj mora plaćati kamatu na likvidnost koju one drže neuporabljenu na svom računu kod HNB-a.

HNB je tako u srpnju 2023. bankama plaćao kamatnu stopu od 3,5% godišnje na viškove likvidnosti, dok je 2. kolovoza 2023. kamatna stopa porasla na 3,75% (ECB, 2023b).⁸ S obzirom na to da je u kolovozu 2022. kamatna stopa na viškove iznosila 0%⁹, potom početkom 2023. 2%, a od 22. ožujka 2023. 3%, jasan je uzlazni trend poskupljenja likvidnosti unutar europodručja (Tablica 1). Uzlazni trend kretanja kamatnih stopa, odnosno nastavak njihovog podizanja kroz 2023., također je bitan dio odgovora zašto je profitabilnost banaka na razini prvog polugodišta porasla snažnije u odnosu na rast profitabilnosti zabilježen u prvom tromjesečju.

Tablica 1. Pregled ECB-ovih odluka o podizanju referentnih kamatnih stopa (2016. – 2023.)

Godina	Datum odluke	DF	MRO	MLF
2016	16.3.	-0,40	0	0,25
2019	18.9.	-0,50	0	0,25
2022	27.7.	0	0,5	0,75
2022	14.9.	0,75	1,25	1,5
2022	2.11.	1,5	2	2,25
2022	21.12.	2	2,5	2,75
2023	8.2.	2,5	3	3,25

⁸ Stopa od 3,5% koju HNB plaća bankama, a koju određuje ECB, zove se kamatna stopa na novčani depozit, a popularniji je engleski naziv *deposit facility rate* (DFR).

⁹ Ovo je vrijedilo i u Hrvatskoj i u europodručju.

2023	22.3.	3	3,5	3,75
2023	10.5.	3,25	3,75	4
2023	21.6.	3,5	4	4,25
2023	2.8.	3,75	4,25	4,5

Izvor: ECB (2023b)

Napomena: DF predstavlja *Deposit Facility*, MRO *Main Refinancing Operations*, a MLF *Marginal Lending Facility*.

Hipotetski, kada bi kamatna stopa na novčani depozit ostala 3,5% kroz jednu godinu, i kada bi iznos depozita kreditnih institucija kod HNB-a (iznos rezervi) ostao 13,4 milijardi eura, kroz godinu dana bi bankarski sustav u Hrvatskoj uprihodio $0,035 \cdot 13,4 = 0,469$ milijardi, odnosno 469 milijuna eura¹⁰. Ovo najvećim dijelom objašnjava porast kamatnih rashoda koji HNB planira za 2023. (HNB, 2023c) – taj novac će HNB uplatiti poslovnim bankama jer im sukladno odlukama ECB-a mora plaćati kamatnu stopu na njihove pozamašne iznose rezervi.

Razmotrimo sada поближе slučaj najveće banke u Hrvatskoj. Kako stoji u njenim financijskim izvještajima, Zagrebačka banka (2023a) je ostvarila 108 milijuna eura dobiti nakon oporezivanja u prvom tromjesečju ove godine. Dobit je tako bila za 26 milijuna eura, odnosno visokih 31,7% veća u odnosu na prvo tromjesečje 2022. Usporedbe radi, dobit nakon oporezivanja je u prvom tromjesečju 2021. iznosila 55,3 milijuna eura, u prvom tromjesečju 2020. 58,9 milijuna eura, dok je u prvom kvartalu 2019. ona iznosila 71,7 milijuna eura. Drugo tromjesečje nastavilo se s izvrsnim rezultatima, a Zagrebačka banka (2023b) ostvarila je 217 milijuna eura dobiti nakon oporezivanja u prvom polugodištu ove godine. Dobit je tako bila za 96 milijuna eura veća u odnosu na prvo polugodište 2022., to jest porasla je visokih 79,3%¹¹. Odnosno, riječ je o rekordnom rastu dobiti u prvom polugodištu čak i kad se uzme u obzir inflacija.

Nadalje, poslovni prihodi su u prvom polugodištu 2023. iznosili 360 milijuna eura i bili su veći za 31,4% na godišnjoj razini. Od toga su prihodi od kamata iznosili 298 milijuna eura i porasli su s razine od 160 milijuna eura, odnosno za 138 milijuna eura ili čak 86,3% u usporedbi s istim razdobljem 2022. Detaljniji uvid u stavku „Prihod od kamata“ otkriva da nije riječ o tome da se taj skok prihoda temeljio na većim kamatama koje su plaćala kućanstva (pad s 85 na 84 milijuna eura na godišnjoj razini) i nefinancijska društva, odnosno poduzeća koja prodaju robu i nefinancijske usluge (porast s 45 na 61 milijun eura). Kućanstva i poduzeća zaslužna su za tek 15 milijuna od ovog porasta kamatnih prihoda od 160 milijuna eura (Zagrebačka banka, 2023b). Najveći je doprinos ovom porastu kamatnih prihoda dala upravo Hrvatska narodna banka, koja je u prvoj polovici 2023. Zagrebačkoj banci isplatila kamate u iznosu od 81 milijun eura. Ovaj je iznos plaćen Zagrebačkoj banci na temelju pozamašnih iznosa rezervi, odnosno centralnobankarske likvidnosti koju Zagrebačka banka ima na svom računu kod HNB-a.

Iz bilance Zagrebačke banke (2023a) se tako može se saznati da je stavka „Novčana potraživanja i obveze u središnjim bankama“¹² na kraju prvog polugodišta iznosila oko 5,8 milijardi eura. Treba napomenuti da ova stavka nije potpuno identična viškovima likvidnosti o kojima je prethodno bilo riječi u tekstu jer su banke dužne održavati minimalnu pričuvu, koja od ulaska u europodručje iznosi 1% na zadane obveze (HNB, 2023d). Stoga je jedan manji dio ovog iznosa bio deponiran kod HNB-a kao minimalna pričuva a ne u obliku viškova likvidnosti. No, distribucija ovog iznosa na viškove rezervi i

¹⁰ U ovom se primjeru ignorira da se od 20. rujna 2023. na minimalnu pričuvu više ne plaća kamatna stopa na novčani depozit, što umanjuje navedeni iznos, ali i da je kamatna stopa na novčani depozit podignuta na 3,75% od 2. kolovoza 2023., što ga povećava.

¹¹ Dobit nakon oporezivanja u prvom polugodištu 2021. iznosila je 93,8, u prvom polugodištu 2020. 84, a u istom razdoblju 2019. 167,5 milijuna eura.

¹² Usprkos riječi „obveze“, riječ je o potraživanjima Zagrebačke banke prema HNB-u, odnosno o novcu koji Zagrebačka banka drži na svojim računima kod HNB-a, uključujući i „obvezu“ u vidu obvezne pričuve. U bilanci Zagrebačke banke (2023b) za 31.12.2022. se analogna stavka zvala samo „Novčana sredstva u središnjim bankama“. U financijskim izvještajima nekih drugih banaka u RH kao što su PBZ (2023a) i Erste banka (2023a) riječ „obveze“ je izostavljena te se analogna stavka zove samo „Tekući računi kod HNB-a“ (PBZ), odnosno „Novčana sredstva kod središnjih banaka“ (Erste).

minimalnu pričuvu u kontekstu profitabilnosti bankarskog sektora nije bitna jer je HNB plaćao identičnu kamatnu stopu i na viškove rezervi i na sredstva deponirana u obliku minimalne pričuve. Iako HNB u trenutku pisanja rada plaća identičnu kamatnu stopu i na viškove likvidnosti i na minimalnu pričuvu, treba naglasiti da će se prema ECB-ovoj (2023c) odluci objavljenoj 27. srpnja 2023. na minimalnu pričuvu u budućnosti plaćati kamatna stopa od 0%, a ta izmjena stupa na snagu 20. rujna 2023.

S obzirom na to da se velik dio dobiti HNB-a uplaćuje u državni proračun Republike Hrvatske (HNB, 2023e), a svaka dodatna kuna rashoda koje snosi HNB vodi prema manjoj dobiti HNB-a, to automatski znači da bi se znatan dio (moguće i sav iznos) od navedenih 81 milijuna eura, u slučaju da novac nije plaćen Zagrebačkoj banci, uplatio u državni proračun. Zanimljivo je i da HNB (2023c) planira kamatne rashode u iznosu od 579,4 milijuna eura za 2023., dok su 2022. kamatni rashodi HNB-a iznosili značajno nižih 154 milijuna eura (HNB, 2023f). Drugim riječima, HNB za ovu godinu planira povećanje kamatnih rashoda od preko 400 milijuna eura¹³, a taj novac će, kako je vidljivo na primjeru Zagrebačke banke, velikim dijelom postati dio prihoda, a potom i dobiti domaćih poslovnih banaka.

No, Zagrebačka banka svakako nije jedina banka koja je ostvarila rekordnu dobit zahvaljujući skoku prihoda od kamata. Iako financijski izvještaji druge najveće banke u Hrvatskoj, Privredne banke Zagreb (PBZ), za prvo polugodište kao ni za prvo tromjesečje 2023. još nisu javno dostupni, Intesa (koje je PBZ članica) se na razini cijele grupacije pohvalila „rekordnim početkom“ godine nakon objave rezultata za prvo tromjesečje (PBZ, 2023b). Na razini prvog polugodišta grupacija je zabilježila porast neto dobiti na godišnjoj razini za vrlo visokih 80% (Intesa Sanpaolo, 2023). Slično vrijedi i u slučaju drugih banaka u Hrvatskoj.¹⁴

Osim prethodno navedenog pitanja što se promijenilo u poslovanju banaka u Hrvatskoj, moguće je postaviti i još jedno pitanje: što se nije promijenilo? Naime, nisu se promijenile, točnije banke nisu podigle pasivne kamatne stope na (oročenu) štednju. Usprkos tome što je ECB (a onda i HNB) u više navrata povećavao kamatnu stopu na novčani depozit, kamatna stopa na oročeni depozit građana, odnosno štednju, u najvećoj hrvatskoj banci (Zagrebačka banka, 2023c) je krajem srpnja iznosila samo 0,02%, isto kao i prije svih podizanja kamatnih stopa od strane ECB-a. Druga najveća banka u Hrvatskoj, PBZ (2023c), također je krajem srpnja nudila 0,02% godišnje građanima koji kod njih oroče svoj depozit. S druge strane, kamatne stope na oročene depozite su se u Njemačkoj krajem srpnja kretale između 2 i 3 posto, a neke banke su nudile i više od 3 posto godišnje (TheBanks, 2023). Najveća njemačka banka, Deutsche Bank, krajem srpnja građanima je nudila 3% godišnje ako kod njih oroče svoj depozit na razdoblje od 12 mjeseci (Deutsche Bank, 2023). Uz to, i Zagrebačka banka i PBZ su povećavale kamatne stope na kredite kako je ECB podizao kamatne stope, dok je povećanje kamatnih stopa na oročene depozite građana izostalo.

Ipak, treba spomenuti da su kamatne stope na oročene depozite u nekim hrvatskim bankama krenule sramežljivo rasti¹⁵. Međutim, to je i dalje daleko ispod temeljne cijene financiranja banaka, što je paradoks sam po sebi: banke (pogotovo velike banke) više ne trebaju nove depozite građana i poduzeća dok imaju rekordne viškove likvidnosti. Odnosno, banke će i dalje pokušavati privući tuđe depozite, ali ne kako bi omogućili vlastito temeljno poslovanje, već iz špekulativnih motiva (da privuku centralnobankarsku likvidnost koja će stajati kao prekonozni depozit kod HNB-a i nositi značajan prinos). Da bismo objasnili razlog tome, odnosno razlog našeg ponavljanja važnosti velikih banaka,

¹³ Treba uzeti u obzir i da je financijski plan za 2023. objavljen krajem siječnja 2023. Zamjenica guvernera HNB-a Sandra Švaljek je u intervjuu objavljenom 23. kolovoza 2023. (Nacional, 2023) izjavila da će HNB poslovnim bankama u 2023. platiti oko 460 milijuna eura, što znači da će porast kamatnih rashoda u 2023. biti veći od onoga što je HNB planirao početkom godine.

¹⁴ Od nešto manjih banaka, Hrvatska poštanska banka (HPB) je u prvom polugodištu 2023. u odnosu na isto razdoblje 2022. zabilježila porast neto prihoda od kamata s 33,8 na 55,3 milijuna eura te je to snažno doprinijelo da neto dobit poraste sa 7,7 na 42,4 milijuna eura. U financijskim izvještajima banke stoji da su za rast prihoda od kamata uvelike zaslužni kamatni prihodi koje banka ostvaruje od sredstava koja se drže na računu kod HNB-a (HPB, 2023).

¹⁵ Primjerice, Erste banka je tako građanima krajem srpnja nudila kamatnu stopu od 1% na rok oročenja od 12-24 mjeseca i 1,5% na oročenje dulje od 36 mjeseci (Erste bank, 2023b), a slično je najavio i PBZ na (isključivo) šestomjesečnu oročenu štednju s datumom početka oročenja 20. kolovoza 2023. (PBZ, 2023c).

osim akumuliranih viškova likvidnosti potrebna je još jedna dimenzija: raspodjela tržišnih udjela na domaćem bankovnom tržištu.

Prema podacima HNB-a (2023g), Herfindahl-Hirschmanov indeks (HHI) – koji se koristi za izračun koncentracije bankarskog tržišta s obzirom na ukupnu imovinu - iznosi 1670 prema zadnje dostupnim nekonsolidiranim revidiranim podacima (31. prosinca 2022. godine). Ovakav iznos označava srednju razinu koncentracije. Ipak, u hrvatskom bankovnom sustavu postoji dominacija tek nekolicine banaka u stranom vlasništvu. Udio imovine dvije najveće banke (Zagrebačke banke i Privredne banke Zagreb) u ukupnoj imovini kreditnih institucija iznosio je visokih 47,15% na dan 31.12.2022., dok je udio imovine pet najvećih banaka iznosio 83,52%, što predstavlja šesti najveći udio u cijeloj EU (ECB SDW, 2023c). Iz navedenog je jasno kako hrvatsko bankovno tržište ima izražene oligopolske karakteristike, s dominacijom dvije, odnosno pet domaćih podružnica stranih banaka, koje sasvim logično imaju leadersku ulogu u diktiranju trendova i uvjeta poslovanja na nevelikom tržištu poput hrvatskoga.

No, iz dosadašnjeg argumentiranja je također jasno kako veći tržišni udio za sobom povlači i veći iznos viškova likvidnosti u aktivi banaka. A s podizanjem kamatnih stopa na viškove likvidnosti sasvim logično raste i profitabilnost velikih banaka, odnosno manjak motivacije da istodobno podižu pasivne kamatne stope.

Kako bi se prikazala konkretna distribucija rezervi u hrvatskom bankarskom sustavu i prihodi koje će banke ostvariti u 2023. na osnovi kamatnih stopa koje im plaća HNB, u tablici 2 je prikazana simulacija tih kretanja za 2023.

Tablica 2 - Simulacija prihoda od kamata koje će HNB isplatiti poslovnim bankama

Naziv kreditne institucije	Novčana potraživanja i obveze u središnjim bankama (rezerve) 31.12.2022., milijuni eura	Udio u distribuciji rezervi (%)	Projekcija prihoda od kamata koje HNB plaća u 2023., milijuni eura	Dobit prije poreza 2022., milijuni eura	Omjer prihoda od kamata koje plaća HNB i dobiti prije poreza iz 2022.	Depoziti 31.12.2022., milijuni eura	Udio u ukupnim depozitima kreditnih institucija (tržišni udio), 31.12.2022. (%)
Addiko Bank	466,0	2,4%	10,52	8,0	132,3%	1847,3	2,9%
Agram banka	93,0	0,5%	2,10	7,4	28,3%	501,5	0,8%
Banka Kovanica	11,5	0,1%	0,26	*	*	184,6	0,3%
Croatia banka	28,0	0,1%	0,63	2,2	28,2%	220,6	0,3%
Erste&Steiermärkische Bank	2874,9	15,0%	64,87	171,9	37,7%	11688,9	18,2%
Hrvatska poštanska banka	1179,0	6,2%	26,60	21,0	126,5%	4152,7	6,5%
Imex banka	22,9	0,1%	0,52	1,5	33,6%	142,4	0,2%
Istarska kreditna banka Umag	222,2	1,2%	5,01	6,7	74,4%	643,2	1,0%
J&T banka	28,5	0,1%	0,64	0,4**	161,4%**	73,1	0,1%
Karlovačka banka	126,0	0,7%	2,84	7,2	39,5%	398,0	0,6%
KentBank	120,1	0,6%	2,71	5,2	52,4%	469,2	0,7%
Nova hrvatska banka	127,5	0,7%	2,88	5,6**	51,2%**	1066,0	1,7%
OTP banka	1180,8	6,2%	26,64	119,1	22,4%	6516,4	10,1%
Partner banka	35,0	0,2%	0,79	1,8	44,7%	245,2	0,4%
Podravska banka	128,3	0,7%	2,89	2,1	135,5%	520,0	0,8%
Privredna banka Zagreb	4677,8	24,5%	105,54	221,4	47,7%	13437,4	20,9%
Raiffeisenbank Austria	1593,3	8,3%	35,95	44,1	81,6%	5237,3	8,1%
Samoborska banka	47,7	0,2%	1,08	1,3***	85,5%***	78,6	0,1%
Slatinska banka	38,2	0,2%	0,86	1,2	73,9%	187,3	0,3%
Zagrebačka banka	6128,4	32,0%	138,27	281,6	49,1%	16720,6	26,0%

*podatak nije javno dostupan, **podatak iz 2021. jer je 2022. zabilježen gubitak, ***dobit nakon poreza.

Izvor: Financijski izvještaji banaka za 2022. godinu, HNB (2023h), izračun autora

Zbog toga što velik broj banaka do sredine kolovoza 2023. nije javno objavio niti jedan financijski izvještaj za 2023., simulacija je napravljena koristeći podatke iz bilanci sastavljenih na datum 31. prosinca 2022. Distribucija rezervi među bankama se zasigurno mijenjala kroz 2023. i nastavit će se mijenjati do kraja godine, stoga zbog nedostatka podataka ovaj izračun ne može biti potpuno točan. No, ako se uzme u obzir da se između kraja 2021. i kraja 2022. distribucija rezervi u bankarskom sektoru nije značajno promijenila¹⁶, pretpostavka da je kroz 2023. distribucija rezervi bila stabilna i jednaka onoj s kraja 2022. nije neopravdana i ne bi smjela dovesti do pogrešaka u osnovnim zaključcima. Izračun prati kretanje kamatnih stopa ECB-a, odnosno činjenicu da je HNB postepeno kroz 2023. bankama plaćao sve veću i veću kamatnu stopu. Svi detalji i pretpostavke iza ove simulacije detaljno su opisani u Dodatku 1. Ukupan iznos kamata koje HNB plaća bankama u ovoj simulaciji iznosi 431,6 milijuna eura, što je nešto niže od iznosa od 460 milijuna eura koji je zamjenica guvernera iznijela u javnost 23. kolovoza (Nacional, 2023).

Sada već ima smisla direktno postaviti pitanje - je li u najboljem interesu hrvatske ekonomije da sav taj novac o kojem je riječ, oko 460 milijuna eura samo za 2023. godinu, postane dio dobiti poslovnih banaka putem transfera iz javnog sektora (HNB-a)? Ovaj novac, podrazumijeva se, vjerojatno neće biti iskorišten za investicije ili transfere u hrvatsku ekonomiju, a s obzirom na trendove, niti za nova zapošljavanja od strane banaka. Kako je hrvatski bankarski sektor najvećim dijelom u inozemnom vlasništvu, to znači da bi značajan dio dobiti mogao završiti u obliku dividende u inozemstvu.

Uzevši u obzir sve navedeno, analizirani fenomen istodobne restriktivne monetarne politike i rastućih profita poslovnih banaka čini se neoptimalan iz perspektive ekonomske politike. Cilj povećanja kamatnih stopa od strane središnjih banaka nije regulirati profitabilnost bankarskog sektora, već dati doprinos u snižavanju inflacije kroz poticanje veće štednje (odnosno, kroz demotivaciju potrošnje i investicija). Ali rast profitabilnosti i jest vidljiv upravo zato što je jedan dio kamatnog kanala dosad¹⁷ u potpunosti izostao kod dvije najveće banke u Hrvatskoj. Napominjemo da su dvije najveće banke u RH zajedno držale 46,9% svih depozita u bankama krajem 2022. (HNB, 2023h). A budući da velike banke sada nemaju potrebu aktivno privlačiti tuđu štednju iz nužde (niti naročito brzo reagirati na konkurenciju s obzirom na tržišne udjele), takav trend predstavlja raskid klasičnog obrasca transmisije monetarne politike na ekonomiju, čime se istovremeno otvara potencijalni prostor nositeljima ekonomske politike za moguću intervenciju.

Drugačije, moguće je argumentirati da je upravo narušavanje klasičnih obrazaca transmisije monetarne politike omogućilo visoku profitabilnost banaka u Hrvatskoj nakon ulaska u europodručje. U normalnim vremenima (oskudice centralnobankarskih rezervi), viša kamatna stopa bi direktno značila viši trošak financiranja banaka, a samim time i agresivnije podizanje pasivnih kamatnih stopa radi privlačenja štednje deponenata. Naime, u sustavu oskudnih rezervi idealna situacija svake banke je biti u suficitu naspram ostatka monetarnog sustava, odnosno biti vjerovnik na međubankovnom tržištu centralnobankarske likvidnosti. Ovo je bitno istaknuti ne radi same štednje deponenata (koja se nalazi u pasivi poslovnih banaka), već zato što s njom u paru ide i finalna namira tako prikupljene veće obveze za banke. A finalna namira se obavlja u formi *legal tendera*, dakle centralnobankarskih rezervi.

No, u sustavu obilnih rezervi banke posjeduju tolike količine viškova likvidnosti da je gotovo nestala potreba za međusobnom tržišnom namirom. To je pogotovo vrijedilo u situaciji izrazito niskih kamatnih stopa. Podrazumijeva se, profitabilnost banaka s jedne strane i niže kamatne stope na štednju s druge strane nisu jedine nuspojave u uvjetima obilnih rezervi. Ono što je još relevantno u kontekstu ovog rada, a vjerojatno i najbitnije s obzirom na krajnji cilj središnje banke, jest činjenica da demotiviranje štednje kroz niske pasivne kamatne stope nema antiinflatoran učinak.

Dakle, kamatni kanal vrlo jasno ne funkcionira na simetričan način, što znači da transmisija restriktivne monetarne politike nije u potpunosti antiinflatornog karaktera. Pritom, inflacija u Hrvatskoj se postepeno smanjuje, ali još uvijek je na visokim i iznadprosječnim razinama za europodručje, konkretno

¹⁶ Iznimke postoje, na primjer Erste banka je povećala svoj udio u ukupnim rezervama s 11,3 na 15,0% (HNB, 2023h, 2023i).

¹⁷ S promjenom kod PBZ-a od 20. kolovoza 2023.

7,3% (srpanj 2023.) prema posljednjim procijenjenim podacima Državnog zavoda za statistiku (DZS, 2023). To također znači da u inflatornom razdoblju štediše naročito jasno ispadaju gubitnici, s obzirom na to da banke imaju rast neto kamatnog prihoda, dužnici (kućanstva) imaju značajan dio duga s fiksnom kamatnom stopom (HNB, 2023j), a štediše eksplicitne gubitke zbog kumulativne inflacije i niskih (tj. negativnih realnih) prinosa na štednju.

Zbog svega navedenog, s pravom se može tumačiti da povećanje kamatnih stopa ECB-a u Hrvatskoj trenutno predstavlja transfer sredstava, odnosno subvenciju javnog prema privatnom sektoru stranog vlasništva. Primjedba bi mogla biti valjana da su banke u Hrvatskoj također iskusile negativne kamatne stope u prošlosti kao ostatak europodručja, no to nije bio slučaj. Stoga ova subvencija, umjesto da djeluje u antiinflatornom smjeru, za ishod ima demotivaciju štednje, odnosno nejednake ishode između monetarnog i nemonetarnog sektora. Ponavljamo, vjerojatnost da sredstva koja HNB transferira bankama u skoroj budućnosti predstavljaju odljev kapitala iz zemlje smatramo visokom.

4. Mogućnosti intervencije nositelja ekonomske politike

Moguće je postaviti pitanje je li ECB morao nužno odlučiti da HNB, kao i sve ostale središnje banke koje su dio Eurosustava, mora poslovnim bankama plaćati kamatu na viškove likvidnosti? Ukratko, ne, nije morao. Plaćanje kamate na pasivna sredstva iznad obvezne pričuve – ili takozvana renumeracija viškova - ne postoji oduvijek niti se smatra konvencionalnim ili općeprihvaćenim instrumentom¹⁸. Štoviše, sve do Velike financijske krize na snazi je bio sustav oskudnih rezervi, tako da je logično da mjere vezane uz strukturni višak nisu bile u operativnoj upotrebi.

Stopa renumeracije bi se administrativnom odlukom mogla dakako ukinuti. Možda se može ipak argumentirati u smjeri pravednosti ili simetrije: mnoge banke su godinama plaćale blago negativnu kamatnu stopu (do -0,5%) na svoje viškove, možda je pravedno da sada imaju pozitivne povrate? S druge strane, argument pravednosti gubi na snazi kad se uzme cjelokupni kontekst u obzir, a taj je da su upravo banke najveći krivci za cjelokupnu promjenu monetarne arhitekture i rekordne monetarne intervencije koje su, opet, najviše pogodovala upravo njima. Uz to, kao što je već napomenuto, banke u Hrvatskoj nikada nisu plaćale negativnu kamatnu stopu na svoje viškove, a sada profitiraju od rasta te kamatne stope.

Pritom dvije najveće hrvatske banke još nisu značajnije povećale kamatne stope na štednju jer – nisu morale. To im omogućava niska razina konkurencije na domaćem bankovnom tržištu, odnosno veliki tržišni udio najvećih banaka na oligopolskom tržištu. Za očekivati je ipak da će s vremenom i pasivne kamate krenuti snažnije prema gore, a istovremeno će rasti i kamate na kreditne plasmane. Drugim riječima, moguće je kako je analizirani fenomen tranzitoran, ovisno o distribuciji likvidnosti. Manje banke ili one sklonije riziku mogu postati lideri u podizanju pasivnih kamatnih stopa, no isto tako mogu i upasti u probleme kako se ekonomska aktivnost bude usporavala, a vrijednost aktive smanjivala. U međuvremenu, transfer ili subvencija o kojoj je bila riječ - traje. Dakle, mogućnosti za ekonomsku politiku sežu od pasivnog promatranja do trenutne intervencije.

Diljem europodručja uvode se ili se razmatra uvođenje izvanrednih poreza na izvanredni profit banaka uslijed podizanja cijene centralnobankarske likvidnosti (vidjeti, npr. Financial Times, 2023). U Hrvatskoj, pak, razmatra se djelomična supstitucija banaka u financiranju kratkoročnog državnog duga (trezorskih zapisa) koji bi se ponudio građanima (N1, 2023).

Indikativno je da je inicijalna reakcija došla od strane fiskalne, a ne monetarne vlasti. Središnje banke su u neistraženom teritoriju restriktivne monetarne politike u sustavu obilnih rezervi. Također, odluke se naposljetku donose u Frankfurtu, ali su mogućnosti relevantne za hrvatsku ekonomiju pa ih navodimo. Dakle, ono što je u sferi mogućnosti monetarne intervencije u kratkom roku uključuje sljedeće: a) ukinuti ili djelomično ukinuti renumeraciju centralnobankarskih rezervi, b) povećati stopu

¹⁸ Primjerice, u SAD-u je renumeraciju Sustav federalnih rezervi uveo tek 2008. godine u jeku Velike financijske krize (Federal Reserve Board, 2008).

obvezne pričuve koja je izuzeta od renumeracije, c) napustiti princip simetrije i uvesti prag diskriminacije između velikih i manjih monetarnih institucija.¹⁹

Svaka od ovih mogućnosti dolazi s potencijalnim većim ili manjim izazovima, odnosno problemima. Ukidanje renumeracije zaustavilo bi transfer sredstava od središnjih prema poslovnim bankama, ali bi vrlo vjerojatno uzrokovalo i značajne poremećaje na novčanom tržištu. Drugim riječima, donja granica koridora kamatnih stopa bi divergirala od stope koju određuju središnje banke, unoseći volatilitet i manjak kontrole u ključnom mediju transmisije monetarne politike. S druge strane, djelomična meka mjera moguća je kroz ukidanje renumeracije na obvezne pričuve, kao što je ECB već najavio učiniti (ECB, 2023b)²⁰. No, obvezna pričuva je danas artefakt i u većini velikih ekonomija je na simboličnim razinama ili ne postoji.

Iz toga slijedi druga mogućnost, a to je upravo povećati stopu obvezne pričuve, uz uvjet da se na obveznu pričuvu ne primjenjuje renumeracija. Naravno, ne s nekadašnjom argumentacijom oko multiplikacije primarnog novca visoke snage, već s eksplicitnim prepoznavanjem da centralnobankarska likvidnost ne može izaći iz pasive središnjih, odnosno aktive poslovnih banaka u optjecaj kroz kreditne plasmane. Pa ako već agregatni viškovi stoje na računima kod središnje banke, dio njih bi se mogao izuzeti od kamatnog prihoda. Suprotan argument mogao bi biti da bi podizanje stope obvezne pričuve još više učinilo banke inertnima u transmisiji monetarne politike na pasivne kamatne stope. Ako je sve veći dio likvidnosti bez prinosa, banke imaju manje razloga natjecati se u privlačenju depozita nemonetarnih agenata, što zapravo znači u privlačenju centralnobankarske likvidnosti (ova argumentacija vrijedi i kod prvog slučaja). Ne treba smetnuti s uma da cilj monetarnih vlasti ne bi smio biti direktno smanjenje profitabilnosti banaka, već učinkovitija transmisija monetarne politike.

Potrebno je također istaknuti kako se ne radi samo o postotcima koji su sada veći, već o značajnim apsolutnim transferima iz javnog sektora u privatni s obzirom na veliku bazu viškova. A u slučaju malih otvorenih ekonomija unutar europodručja (poput hrvatske ekonomije), možebitno se radi i o velikom odljevu kapitala iz zemlje. Pritom, ovi transferi i odljevi nisu tek jednokratna pojava, već ovisno o daljnjim mjerama ekonomske politike i uvjetima na tržištu mogu imati prolongirani učinak.

U tom smjeru, treća mogućnost je uvesti asimetriju između većih i manjih banaka, s pragom koji bi radio diskriminaciju banaka koje posjeduju vrlo visoke viškove likvidnosti. Ovo bi bila najkontroverznija mjera s obzirom na to da se temelji na selektivnom diskriminacijskom efektu, međutim ne bi bila presedan u kontekstu europodručja. ECB je 2019. godine uveo tzv. slojeve na viškove likvidnosti radi učinkovitije transmisije monetarne politike (ECB, 2019). Radilo se o uspostavljanju dva sloja na način da dio likvidnosti bude izuzet od negativne kamatne stope. Ono o čemu se zaista radilo jest pokušaj regulacije sve većih TARGET2 neravnoteža (vidjeti, npr., Sinn, 2020).

U svakom slučaju, diskriminacija je bila uspostavljena s obzirom na geografski položaj centralnobankarske likvidnosti unutar europodručja. Tamo gdje je bilo više likvidnosti, na snazi je bila manje povoljna kamatna stopa. Stoga su banke racionalno počele premještati svoje viškove gdje je ECB i naumio. Slična analogija može vrijediti i u ovom konkretnom slučaju, budući da se opet radi o neoptimalnoj transmisiji monetarne politike. Štoviše, iz našeg kuta čini se kako nijedna intervencija nije optimalna, ali nije optimalna ni trenutna situacija. A zajednički nazivnik je upravo monetarni režim strukturnog viška likvidnosti. Dok su razine viškova na trenutno usporedivim razinama, teško je očekivati da će se transmisija monetarne politike odvijati kao u sustavu oskudnih rezervi.

¹⁹ U dužem roku mogućnost uvijek ostaje i agresivnija prodaja/dospijeće postojeće imovine u aktivi Eurosustava s ciljem smanjenja viškova likvidnosti u pasivi.

²⁰ Kako je prethodno napomenuto, prema ECB-ovoj (2023c) odluci objavljenoj 27. srpnja 2023. na minimalnu pričuvu u budućnosti će se plaćati kamatna stopa od 0%, a ta izmjena stupa na snagu 20. rujna 2023.

5. Zaključak

Provođenje restriktivne monetarne politike u sustavu u kojem postoji strukturni višak likvidnosti, što je karakteristika i ostatka europodručja i Hrvatske, funkcionira na fundamentalno drugačiji način u usporedbi s vremenima kada viškova likvidnosti nije bilo. U monetarnom režimu strukturnog viška likvidnosti, odnosno sustavu obilnih rezervi, posuđivanje od središnje banke postaje suvišno za većinu banaka. Samim time, i kamatna stopa po kojoj poslovne banke tu likvidnost mogu posuditi od središnje postaje suvišna u navedenom kontekstu. Relevantna kamatna stopa za transmisiju monetarne politike posljedično je postala kamatna stopa na novčani depozit, tj. kamatna stopa koju središnja banka plaća na viškove koji se nalaze na računima poslovnih banaka kod središnje.

Ova je promjena do sada imala barem dvije velike posljedice za hrvatsku ekonomiju i monetarni sustav. Prva je vezana uz suboptimalnost funkcioniranja monetarnog transmisijskog mehanizma i borbe protiv inflacije. Činjenica da centralnobankarska likvidnost (rezerve) više nije oskudna omogućila je poslovnim bankama spor tempo podizanja kamatnih stopa na oročenu štednju građana. Dvije najveće poslovne banke, Zagrebačka banka i Privredna banka Zagreb, su krajem 2022. držale 46,9% svih depozita u bankama, a ta velika oligopolska moć omogućila im je da kamatne stope na štednju građana drže praktički na nuli veći dio 2023. Suboptimalnost monetarne transmisije ovdje proizlazi iz izostanka kanala povećanja štednje i smanjenja osobne potrošnje kućanstava do kojeg dovodi porast kamatnih stopa na štednju. U skladu s makroekonomskom teorijom, to znači da se određeni postotak povišenih stopa inflacije u Hrvatskoj, koje su u prosjeku veće nego u eurozoni, može pripisati upravo nefunkcioniranju ovog kanala. Drugim riječima, izostanak povećanja pasivnih kamatnih stopa doprinio je problemu inflacije, kao i padu vrijednosti štednje građana.

Druga posljedica, direktno povezana s prvom, je plaćanje velikih iznosa kamata poslovnim bankama od strane HNB-a na njihove viškove likvidnosti. Prema posljednjim javno iznesenim projekcijama, HNB će bankama 2023. isplatiti oko 460 milijuna eura. S obzirom na okolnosti, plaćanje ovih kamata može se shvatiti kao javna subvencija banaka, odnosno privatnog sektora stranog vlasništva. Pritom, ocjenjujemo da postoji velika vjerojatnost transfera ovih sredstava u inozemstvo u obliku isplaćene dobiti. Stoga, teško je argumentirati kako je spomenuta subvencija u općem interesu hrvatske ekonomije.

Zbog toga što odlučivanje o isplatama tolikih iznosa kamata nakon uvođenja eura više nije u nadležnosti HNB-a, a što bi trebalo dodati na popis troškova zamjene kune eurom, glavni način na koji se iz perspektive domaće ekonomske politike ovaj transfer može spriječiti je reakcija fiskalne vlasti. Na razini eurozone smatramo da mogućnost monetarne intervencije s ciljem adresiranja ovog problema u kratkom roku uključuje tri mogućnosti: potpuno ili djelomično ukidanje renumeracije centralnobankarskih rezervi, povećanje stope obvezne pričuve bez renumeracije te uvođenje praga diskriminacije između većih i manjih monetarnih institucija. U dugom roku, mogućnost uvijek ostaje agresivnija prodaja, odnosno dospjeće postojeće imovine u aktivi Eurosustava, s ciljem smanjenja viškova likvidnosti u pasivi.

Dodatak 1 – Simulacija iznosa kamata koje HNB plaća poslovnim bankama kroz 2023.

Radi toga što HNB ne objavljuje javno podatke o distribuciji rezervi na razini pojedinačnih banaka, a financijski izvještaji za prvo tromjesečje i prvo polugodište 2023. za velik broj banaka u trenutku pisanja teksta nisu bili javno objavljeni, simulacija je napravljena uz pretpostavku da je distribucija rezervi kroz cijelu 2023. identična onoj na datum 31.12.2022. Distribucija na datum 31.12.2022. izračunata je korištenjem stavke „Novčana potraživanja i obveze u središnjim bankama“, a riječ je o podacima koje je HNB (2023h) objavio u sklopu tablice SV8 „Financijski izvještaji kreditnih institucija, na dan 31. prosinca 2022. (revidirani)“. Za svaku banku izračunat je njen udio u ukupnoj vrijednosti stavke „Novčana potraživanja i obveze u središnjim bankama“ (zbroj vrijednosti za sve kreditne institucije) i taj se udio (ta distribucija) koristio za cijelu 2023. Kao iznosi rezervi na koje se plaća kamata korišteni su podaci iz bilance HNB-a (2023a), stavka „Depoziti kreditnih institucija“. Za svaki je mjesec korišten

podatak za kraj tog mjeseca, odnosno podatak za posljednji dan u tom mjesecu dostupan u bilanci. Zbog toga što je u trenutku pisanja ovog teksta posljednji dostupan podatak bio o depozitima kreditnih institucija (rezervama) na kraju lipnja 2023., taj je iznos korišten kao procjena iznosa rezervi za svaki mjesec u drugoj polovici godine.

Kamatna stopa na novčani depozit preuzeta je od ECB-a (2023b), a posljednja dostupna kamatna stopa koja se primjenjuje od 2. kolovoza (3,75% godišnje) koristila se kao procjena kamatne stope do kraja 2023. Odnosno, pretpostavka je da će kamatna stopa na novčani depozit ostati nepromijenjena do kraja 2023. S obzirom na trenutno stanje i projekcije vezane uz inflaciju u europodručju, ako dođe do novih promjena kamatnih stopa u ostatku godine one gotovo sigurno neće biti velike, stoga ova pretpostavka ne ugrožava temeljne zaključke koji proizlaze iz ove simulacije. Iako su ove pretpostavke dijelom ograničavajuće, autori smatraju da niti jedna od njih ne može ozbiljno ugroziti osnovne zaključke simulacije u odnosu na zaključke koji bi se donijeli na temelju stvarnih (javno nedostupnih) podataka.

Kako je kamatna stopa na novčani depozit izražena u godišnjim terminima iako je riječ o prekončnoj (dnevnoj) kamatnoj stopi, obračun kamatne stope na razini jednog dana napravljen je sukladno formuli:

$$(1 + \text{prekončna kamatna stopa})^{365} = 1 + \text{kamatna stopa na novčani depozit}$$

Iz koje se prekončna kamatna stopa, odnosno kamatna stopa koja se plaća na rezerve kod središnje banke nakon jednog dana može izračunati kao:

$$\text{Prekončna kamatna stopa} = \sqrt[365]{(1 + \text{kamatna stopa na novčani depozit})} - 1$$

Popis literature

BIS (2023). Central bank policy rates. Dostupno na: <https://www.bis.org/statistics/cbpol.htm>

Benigno, P. i Nistico, S. (2020). The Economics of Helicopter Money. *CEPR Discussion Paper No. DP14555*

Blanchard, O., Erceg, C.J. i Lindé, J. (2016). Jump Starting the Euro Area Recovery: Would a Rise in Core Fiscal Spending Help the Periphery?, *NBER Macroeconomics Annual*, Volume 31

Blinder, A S (2016). *Fiscal Policy Reconsidered*. The Hamilton Project. The Hamilton Project Policy Proposal 2016-05.

Borio, C., Lombardi, M., Yetman, J. i Zakrajšek, E. (2023). The two-regime view of inflation. *BIS Papers* No. 133, ožujak 2023.

Caballero, R., Farhi, E., Gourinchas, P.O. (2017). The Safe Assets Shortage Conundrum, *Journal of Economic Perspectives*, 31, No. 3 , 29-46

Deutsche Bank (2023). Sparen und Anlegen. 3 % p.a.* Zinsen mit FestzinsSparen für 12 Monate. Dostupno na: https://www.deutsche-bank.de/pk/sparen-und-anlegen/sparen/festzinssparen.html?kid=e.0600.05.37&s_id=1195336214X20551C47209002D (pristupano 31.7.2023.)

DZS (2023). Državni zavod za statistiku. Podaci dostupni na: <https://podaci.dzs.hr/> [pristupano 23.8.2023.]

EBA (2023). EU/EEA banking sector shows rising profitability, but asset quality and profitability related risks are looming. Dostupno na: <https://www.eba.europa.eu/eueea-banking-sector-shows-rising-profitability-asset-quality-and-profitability-related-risks-are>

ECB (2019). ECB introduces two-tier system for remunerating excess liquidity holdings. Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2019/html/ecb.pr190912_2~a0b47cd62a.en.html

ECB (2023a). Liquidity conditions and monetary policy operations from 27 July to 1 November 2022. Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/focus/2023/html/ecb.ebbox202208_06~f5b2196964.en.html

ECB (2023b). Key ECB interest rates. Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html

ECB (2023c). ECB adjusts remuneration of minimum reserves. Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2023/html/ecb.pr230727~7206e9aa48.en.html>

ECB SDW (2023a). ECB's Statistical Data Warehouse. Baze podataka dostupne na: <https://sdw.ecb.europa.eu/>

ECB SDW (2023b). Statistical Data Warehouse. Deposits. Dostupno na: <https://sdw.ecb.europa.eu/browse.do?node=9691394> (pristupano 20.8.2023.)

ECB SDW (2023c). Statistical Data Warehouse. Banking Structural Financial Indicators. Dostupno na: <https://sdw.ecb.europa.eu/browseSelection.do?type=series&q=SSI.A.%3f.122C.S10.X.A1.Z0Z.Z&node=SEARCHRESULTS> (pristupano 20.8.2023.)

Eggertsson, G. B., Woodford, M. (2003). The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy, *Brookings Papers on Economic Activity*, Vol 34, Issue 1, str. 139-235

Erste bank (2023a). Financijska izvješća i obavijesti. Dostupno na: <https://www.erstebank.hr/hr/o-nama/financijska-izvjesca/2022>

Erste bank (2023b). Standardna štednja. Dostupno na: <https://www.erstebank.hr/hr/gradjanstvo/stednja-i-investicije/stednja/standardna-stednja> (pristupano 31.7.2023.)

Federal Reserve Board (2008). "Press Release" (October 6). Dostupno na: <https://www.federalreserve.gov/monetarypolicy/20081006a.htm>

Financial Times (2023). Italy joins wave of windfall taxes on banks across Europe. Dostupno na: <https://www.ft.com/content/a1fb90a5-46e4-4a16-acc9-a1d8ebbd3c7>

Fitch (2023). Large European Banks Quarterly Credit Tracker – July 2023. Dostupno na: <https://www.fitchratings.com/research/banks/large-european-banks-quarterly-credit-tracker-july-2023-07-07-2023>

Gali, J. (2020). The Effects of a Money-Financed Fiscal Stimulus. *Journal of Monetary Economics*, Volume 115, November 2020, Pages 1-19

HNB (2023a). Bilanca HNB-a. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/sredisnja-banka-hnb/bilanca-hnb-a> (pristupano 1.8.2023.)

HNB (2023b). Pokazatelji poslovanja kreditnih institucija. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druga-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/bankovna-supervizija/pokazatelji-poslovanja-kreditnih-institucija>

HNB (2023c). Planovi za 2023. Financijski plan Hrvatske narodne banke za 2023. (sažetak). Dostupno na: <https://www.hnb.hr/o-nama/poslovanje/planovi>

HNB (2023d). Minimalne pričuve. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/provodjenje-monetarne-politike/minimalne-pricuve>

HNB (2023e). Kako se raspodjeljuje dobit Hrvatske narodne banke? Dostupno na: <https://www.hnb.hr/-/kako-se-raspodjeljuje-dobit-hrvatske-narodne-banke>

HNB (2023f). Godišnje izvješće za 2022. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/-/godisnje-izvjesce-2022>

- HNB (2023g). Pokazatelji 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>
- HNB (2023h). Tablica SV8 Financijski izvještaji kreditnih institucija, na dan 31. prosinca 2022. (revidirani). Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/sve-tablice-po-datumu-objave>
- HNB (2023i). Tablica SV8 Financijski izvještaji kreditnih institucija, na dan 31. prosinca 2021. (revidirani). Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/sve-tablice-po-datumu-objave>
- HNB (2023j). Kamatne stope. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope?fbclid=IwAR0R9kIkDCh1eckylPOBF55f0LtgBgWhVeeLOgsjoaXg6-X9CGwnHxrSDyQ>
- HPB (2023). Nerevidirani financijski izvještaji za razdoblje 1. 1. – 30. 6. 2023. Dostupno na: <https://www.hpb.hr/hr/financijska-izvjesca-i-ostale-informacije-za-investitore/322>
- Ihrig, J., Weinbach, G.C., Wolla, S.A. (2021). Teaching the Linkage Between Banks and the Fed: R.I.P. Money Multiplier. Federal Reserve Bank of St. Louis, Econ Primer: September 2021
- Intesa Sanpaolo (2023). First half 2023 results: highlights. Dostupno na: <https://group.intesasanpaolo.com/en/newsroom/news/all-news/2023/highlights-1h23-results>
- Logan, L. i Bindseil, U. (2019). Large central bank balance sheets and market functioning. Report prepared by a Study Group chaired by Lorie Logan (Federal Reserve Bank of New York) and Ulrich Bindseil (European Central Bank), Markets Committee, BIS
- N1 (2023). Trezorci: Država odbila pohlepne banke, kolike će kamate ponuditi građanima?. Dostupno na: <https://n1info.hr/biznis/trezorci-drzava-odbila-pohlepne-banke-kolike-ce-kamate-ponuditi-gradanima/> [pristupano 24.8.2023.]
- Nacional (2023). GOST KOLUMNIST: SANDRA ŠVALJEK: Cijena borbe protiv inflacije: neprihvatljiva ili neizbježna? Dostupno na: <https://www.nacional.hr/gost-kolumnist-sandra-svaljek-cijena-borbe-protiv-inflacije-neprihvatljiva-ili-neizbježna/>
- PBZ (2023a). Financijska izvješća 2022. Dostupno na: <https://www.pbz.hr/gradjani/financial-reports/2022.html>
- PBZ (2023b). Intesa Sanpaolo: rezultati za 1. tromjesečje 2023. Dostupno na: https://www.pbz.hr/gradjani/press/priopcenja-i-novosti/isp_rezultati-q1-2023.html
- PBZ (2023c). Oročena štednja. Dostupno na: <https://www.pbz.hr/gradjani/orocena-stednja.html> (pristupano 31.7.2023. i 23.8.2023.)
- PBZ (2023d). Oročena štednja
- Rich, R. (2013). The Great Recession. Dostupno na: <https://www.federalreservehistory.org/essays/great-recession-of-200709>
- Rossi, S. (2023). The banking crisis of Credit Suisse: origins, consequences, and reform proposals. *Investigacion Economica* 82(325):21-36
- Sheard, P. (2013). Repeat After Me: Banks Cannot And Do Not "Lend Out" Reserves. S&P Economic Research, August 2013
- Sentence, A. (2009). Monetary Policy and the Current Recession. Speech given at the Institute of Economic Affairs' 26th Annual State of the Economy Conference, 24 February 2009, Bank of England. Dostupno na: <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/speech/2009/monetary-policy-and-the-current-recession.pdf>

- Sinn, H. W. (2020). *The Economics of Target Balances: From Lehman to Corona*, Palgrave Macmillan
- Summers, L.H. (2014). US Economic Prospects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound, *Business Economics*, 49 (2): 65–73.
- Sumner, S. (2002). Some Observations on the Return of the Liquidity Trap, *Cato Journal*. Vol. 21, No. 3, Winter 2002
- TheBanks (2023). Compare Time Deposit Accounts in Germany. Dostupno na: <https://thebanks.eu/compare-banking-products/time-deposit-accounts/Germany> (pristupano 31.7.2023.)
- U.S. Bureau of Labor Statistics (2018). Great Recession, great recovery? Trends from the Current Population Survey. Dostupno na: <https://www.bls.gov/opub/mlr/2018/article/great-recession-great-recovery.htm>
- Vujeva, K. (2022). Monetarna politika Hrvatske narodne banke za vrijeme hrvatske kune kao službene valute. *Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu*, Vol. 20 No. 2, 2022
- Wolla, S.A. (2019). A New Frontier: Monetary Policy with Ample Reserves. Page One Economics, Federal Reserve Bank of St. Louis, May 2019
- Zagrebačka banka (2023a). Financijski izvještaji. Zagrebačka banka nerevidirani financijski rezultat Q1 2023. Dostupno na: <https://www.zaba.hr/home/o-nama/investitori/financijski-izvjestaji/> (pristupano 31.7.2023.)
- Zagrebačka banka (2023b). Financijski izvještaji. Zagrebačka banka nerevidirani financijski rezultat Q2 2023. Dostupno na: <https://www.zaba.hr/home/o-nama/investitori/financijski-izvjestaji/> (pristupano 31.7.2023.)
- Zagrebačka banka (2023b). Financijski izvještaji. Godišnje izvješće 2022. Dostupno na: <https://www.zaba.hr/home/o-nama/investitori/financijski-izvjestaji-arhiva/2022>
- Zagrebačka banka (2023c). Oročenja. Dostupno na: <https://www.zaba.hr/home/stednja-i-ulaganja/orocenja?idR=249&atr541=35.625&atr542=EUR&atr543=1&atr544=48&pr1=637> (pristupano 31.7.2023.)