

Broj 78

Travanj 2024.

# **Inflacija i kamatne stope: nova stvarnost 2024.**

*HUB Analize izrađuje Arhivanalitika. Izneseni stavovi su stavovi autora i ne predstavljaju stavove HUB-a ili članica HUB-a.*

## Sažetak

Analiza prikazuje dva ekonomska scenarija u europodručju za 2024. godinu i početak 2025. U prvom scenariju *prolaska kroz ušicu igle*, gospodarstvo europodručja će se polako odmicati od ruba recesije uz smirivanje inflacije oko inflacijskog cilja od 2%. To bi približno do kraja 2024. moglo dovesti do smanjenja kamatne stope na prekonoćne depozite za 0,5 postotnih bodova, što znači njihov pad s 4,0% na 3,5%. Kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja ESB-a past će za 35 baznih bodova više zbog primjene novog operativnog okvira za vođenje monetarne politike od rujna 2024. U tom scenariju zasad se neće otvoriti pitanja odgovornosti ESB-a zbog pretjerano restriktivne monetarne politike u prethodnom ciklusu povećanja kamatnih stopa.

U drugom scenariju nastavit će se ljuljanje gospodarstva europodručja, posebno Njemačke, na rubu recesije. ESB će konstantno revidirati svoje inflacijske prognoze prema dolje, a pritisak na smanjenje kamatnih stopa bit će izraženiji. U tom slučaju, smanjenje kamatne stope na prekonoćne depozite do 3% oko kraja ove godine neće predstavljati iznenađenje. Otvorit će se i pitanje odgovornosti ESB-a zbog pretjerano restriktivne monetarne politike u drugoj polovini 2022. i 2023., što će vjerojatno uključiti i raspravu o tome je li tehnika ciljanja inflacije od 2% u srednjem roku najbolje rješenje. U širem političkom smislu, s vremenom bi se moglo otvoriti i pitanje kopiranja FED-ova dualnog mandata europodručju s ciljem istovremenog postizanja niske inflacije i pune zaposlenosti.

Dualni mandat ESB-a mogao bi doprinijeti ujednačavanju mehanizma monetarne transmisije. Prethodni ciklus rasta kamatnih stopa potvrdio je koliko je transmisijski mehanizam fragmentiran duž nacionalnih granica. To se u protekle dvije godine najbržega rasta temeljnih kamatnih stopa u povijesti europodručja vidjelo kroz veoma različite nacionalne brzine prijenosa promjena kamatnih stopa na depozite i kredite. Nasuprot tome, prijenos na obvezničke prinose bio je ujednačen zbog većeg stupnja tržišne integracije i uloge državnih obveznica u monetarnim operacijama Eurosustava.

Hrvatska je imala jedan od najnižih koeficijenata prijenosa u europodručju za gotovo sve vrste kamatnih stopa, osim za prinose državnih obveznica. Ova je pojava prvi puta prikazana u HUB Analizi broj 76 iz travnja 2023., a sada je potvrđena analizom kamatnih stopa do početka 2024. kada su kamatne stope tržišta depozita i kredita već pokazale tendenciju stabilizacije na kraju ciklusa rasta.

Sada vrlo vjerojatno počinje ciklus pada kamatnih stopa. Postavlja se pitanje hoće li spor kamatni prijenos značiti inerciju kamatnih stopa u Hrvatskoj jednom kada ESB započne smanjivati kamatne stope? Nema razloga za očekivanje da bi se brzina kamatnog prijenosa mogla odjednom promijeniti. Odgovor je stoga vjerojatno potvrđan; spor prijenos će se nastaviti. Tome može pogodovati i snažna potražnja za kreditima u Hrvatskoj, koja je povezana sa znatno bržim gospodarskim rastom nego u europodručju koji će se po svemu sudeći nastaviti.

## Uvod

Rast opće razine cijena je u drugoj polovini 2023. i početkom 2024. znatno usporen no godišnje stope inflacije i dalje se kreću iznad službenog inflacijskog cilja od 2%. Potkraj 2023. američka središnja banka najavila je kraj rasta kamatnih stopa na dostignutoj razini između 5,25 i 5,50%. FED je usto naznačio i vjerojatno skoro smanjenje kamatnih stopa ne bi li pospješio željeni scenarij *mekog prizemljenja* inflacije bez recesije. Potom je početkom 2024. odustao od sličnih najava u svjetlu nastavka gospodarskoga rasta i inercije inflacije na razini iznad 3% na godinu, da bi potom, u ožujku 2024., očekivanja početka smanjenja kamatnih stopa bila obnovljena „...u nekom trenutku u toku 2024. godine.“, ali uz značajnu rezervu zbog nastavka inflacijske inercije. Retorika Europske središnje banke (ESB) u početku je bila *opreznija*. Moguće prvo smanjenje kamatnih stopa u lipnju 2024. prvo je diskretno spominjano, no od ožujka i travnja najave su eksplicitne jer je europsko gospodarstvo u znatno lošijem stanju od američkog: spor gospodarski rast nastavljen je na jugu gdje je Hrvatska sa stopom rasta od 2,8% 2023. imala drugi najbrži rast u EU iza Malte (5,6%), dok sjever i srednja Europa zapinju u plitkoj recesiji. Njemačka je zabilježila pad BDP-a za 0,3% 2023. povukavši za sobom u minus devet zemalja članica EU i šest članica europodručja (Austriju, Luksemburg, tri baltičke države i Finsku, a izvan europodručja još i Švedsku, Češku i Mađarsku). Irska je jedanaesta članica EU i osma članica europodručja koja je bila u recesiji 2023. (-3,0%). Nizozemska je stagnirala (0,1%). Belgija je bila jedina razvijena država članica europodručja na sjeveru koja je imala rast BDP-a vrijedan spomena (1,3%). Tome treba pribrojiti i spor rast u Sloveniji i Slovačkoj (1,6% odnosno 1,1%). U skladu s ljujanjem na rubu opće recesije, harmonizirani indeks potrošačkih cijena u europodručju je od ljeta 2023. do veljače 2024. stagnirao uz blagi deflacijski pritisak. Unatoč tome, znakovi smirivanja inflacije i ekonomske stagnacije ili plitke recesije nisu bili dovoljno uvjerljivi da ESB ranije i odlučnije najavi promjenu monetarne politike.

Zemlje na jugu EU imale su nižu prosječnu stopu inflacije 2023. od zemalja na sjeveru i u srednjoj Europi. Prosjek je bio ispod 6%. S druge strane, Njemačka je uz plitku recesiju zabilježila prosječnu inflaciju od 6,0%, a Austrija 7,7%. U drugim recesijom pogođenim zemljama stope inflacije bile su i veće. Niža inflacija na jugu gdje je ostvaren kakav-takav gospodarski rast, upućuje na dominaciju troškovnih faktora (negativni šokovi ponude) u netom završenom inflacijskom ciklusu. Ti šokovi su uglavnom bili povezani s energentima. U zemljama koje su zabilježile plitku recesiju dogodio se jači prijenos troškovne komponente inflacije iz 2022. na prvu polovinu 2023. godine, što je ugušilo gospodarski rast.<sup>1</sup> Nakon toga je veza između stagnacije

---

<sup>1</sup> Ovaj je učinak bio još više izražen na istoku EU izvan europodručja gdje su četiri zemlje koje su zadržale vlastite valute zabilježile snažniji troškovni udar, rast valutnog rizika i dvoznamenkaste stope inflacije (Češka 12%, Mađarska 17%, Poljska 10,9%, te Rumunjska 9,7%). To se dogodilo iako su tamošnje središnje banke počele zaoštravati monetarnu politiku 2021., oko godinu dana prije ESB-a koji je s podizanjem kamatnih stopa počeo u

gospodarskoga rasta i cijena postala vidljivija (Slika 1): troškovna komponenta inflacije gubila je snagu tokom 2023., a relativne su cijene stabilizirane. Tako je šestomjesečna inflacija u europodručju za razdoblje kolovoz 2023. – siječanj 2024. iznosila svega 0,4% na godišnjoj razini, a u deset zemalja članica - među kojima je i Hrvatska - zabilježen je prvi osjetniji deflacijski pritisak nakon 2020. Ipak, u ožujku je obnovljen blagi inflacijski pritisak zbog rasta svjetske cijene sirove nafte i derivata početkom 2024.

Unatoč ljujanju europodručja na rubu recesije i stabilizaciji cijena nakon ljeta 2023., ESB se nije odvažio na ranije smanjenje kamatnih stopa, što se sada najavljuje za lipanj 2024.

Recesijski scenarij koji je 2023. pogodio dio članica europodručja najavili smo u [HUB Analizi 74 koja je izašla u svibnju 2022.](#), dva mjeseca prije nego što će Europska središnja banka započeti najbrži ciklus rasta kamatnih stopa u svojoj 25-godišnjoj povijesti. U toj analizi je zapisano: *Ako centralni bankari u europodručju zanemare rezultat koji ukazuje na zasad ograničen doprinos agregatne potražnje inflaciji, uz i dalje snažan utjecaj cijena energenata i posljedičnih varijacija relativnih cijena, te zbog toga prerano ili prejako podignu kamatne stope, gospodarski rast bi mogao biti nepotrebno usporen...* (Šonje, 2022: str. 2). Nakon što je ovo predviđanje ostvareno, na sastanku Upravnog vijeća ESB-a 7. ožujka 2024. predstavljene su [revidirane ekonomske prognoze stručnih službi](#) koje upućuju na anemičan gospodarski oporavak europodručja po stopi od 0,6% u 2024. godini. To je jedva malo više od 0,4%, koliko je ostvareno 2023. Očekivani rast se uglavnom može zahvaliti slabijem rastu u Italiji, Francuskoj i Španjolskoj. Inflacijske prognoze također su revidirane prema dolje, na 2,3% 2024., 2,0% 2025. i 1,9% 2026., što je znatno ispod ranijih prognoza.

Slika 1 pokazuje da su se plitka recesija i stagnacija cijena pojavile u trećoj od tri faze inflacijskog ciklusa 2021.-2023. U prvoj fazi (2021.), naglo pandemijsko otvaranje nakon lockdowna 2020. izazvalo je brz povratak agregatne potražnje prema trendu prije pandemije.<sup>2</sup> To je dovelo do pucanja lanaca nabave i uzrokovalo inflaciju. U prvoj

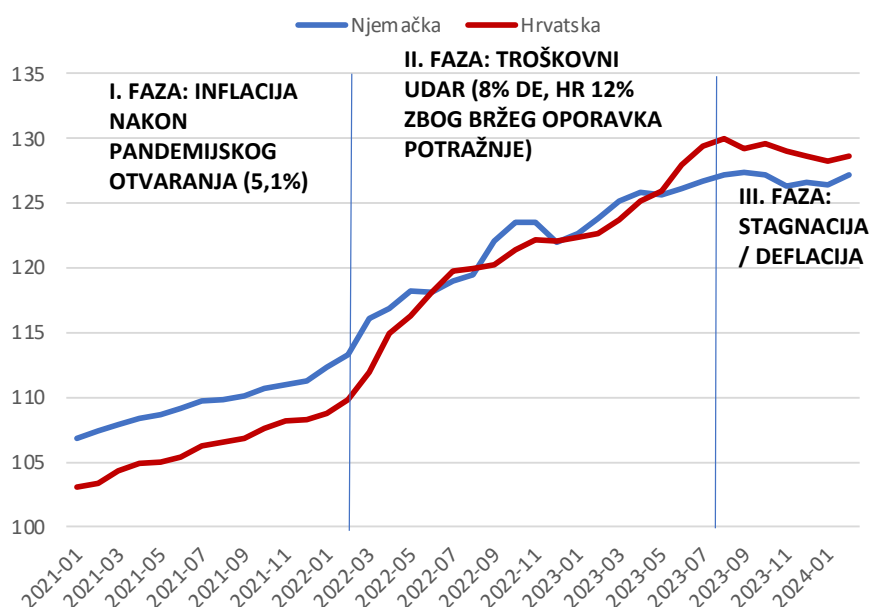
---

srpnju 2022. [ESB-ova analiza inflacijskih odstupanja u srednjoj i istočnoj Europi](#) navodi sljedeće strukturne razloge takvih odstupanja (Falagiarda, 2024): (a) veća izloženost manjih država na istoku rizicima pucanja globalnih lanaca nabave, (b) veća energetska intenzivnost (manja energetska efikasnost) proizvodnji, što ujedno znači i veću izloženost gospodarstva šokovima cijena energenata, (c) veća uvozna izloženost ruskim energentima, i (d) veći udjel hrane, energije i prijevoza u potrošačkim košaricama na nižim razinama dohotka, čije su cijene bile neposredno izložene troškovnim udarima. Isticanje strukturnih troškovnih uzroka visoke inflacije koji su povezani s energentima i cijenama koje najbrže reagiraju na promjene cijena energenata (npr. cijene hrane) implicitno ukazuje na sekundarnu važnost monetarnih uzroka inflacije koji bi mogli biti povezani s viškom agregatne potražnje. Uostalom, pandemijski fiskalni deficiti bili su mnogo niži, a oporavak agregatne potražnje i BDP-a nakon pandemijske recesije mnogo sporiji u europodručju nego u SAD-u. Te činjenice su dugo u toku 2021. i početkom 2022. zadržale Upravno vijeće ESB-a u uvjerenju da je inflacija prolazna.

<sup>2</sup> Ovdje nije bitno je li se agregatna potražnja brzo vratila na raniji trend (nije), koliko je bitna sama brzina – intenzitet oporavka u kratkom vremenskom razdoblju. I uz samo djelomičan povratak prema ranijem trendu, brzina oporavka je bila nikad ranije zabilježena. Jer, nikada ranije neka slična stop-go politika brzog zatvaranja pa otvaranja društvenih tokova nije bila primijenjena. Lockdown eksperiment je pokazao da gospodarski input-output tokovi teže pucanju i relativno sporoj ponovnoj koordinaciji ako se naglo prekinu. Određeni stupanj inercije je opće svojstvo ekonomskih tokova.

fazi, godišnji tempo rasta cijena iznosio je oko 5%. Kreatori monetarne politike tada su ispravno zaključili da je ta inflacija prolazna jer u značajnoj mjeri kompenzira stagnaciju ili pad cijena iz prethodne pandemijske recesije, a može trajati samo dok se lanci nabave ne normaliziraju. Nije imalo smisla zaoštriti monetarnu politiku u uvjetima kada je oporavak od *lockdowna* još trajao. Također, u prvoj fazi nije bilo značajne razlike između inflacije u Hrvatskoj i Njemačkoj i općenito među državama članicama europodručja. Međutim, u drugoj fazi (2022. – sredina 2023.) došlo je do ubrzanja inflacije zbog energetskog troškovnog udara nakon ruskog napada na Ukrajinu. U toj su se fazi pojavile i značajne razlike u stopama inflacije među državama članicama europodručja. To se vidi na Slici 1 u vidu 50% veće stope inflacije u Hrvatskoj nego u Njemačkoj. Odnos crvene i plave linije na Slici 1 pokazuje da je inflacijsko sustizanje i prestizanje imalo sezonska obilježja: hrvatska crvena linija osjetno je brže rasla u razdobljima od travnja do srpnja 2022. i 2023. To se u najvećoj mjeri može objasniti snažnijim pritiscima na cijene hotela, restorana i hrane od strane potražnje koja se u Hrvatskoj brže oporavljala nego u europodručju.

**Slika 1. Indeks cijena HICP, 2015.=100  
2021:01 - 2024:02**



Izvor: Eurostat

U drugoj fazi su i troškovni (eng. *cost-push*) i potražni (eng. *demand-pull*) čimbenici inflacije različito djelovali u pojedinim državama članicama,<sup>3</sup> što je izazvalo disperziju

<sup>3</sup> Različite zemlje su različitim intenzitetom i instrumentima (subvencijama, transferima ili direktnim intervencijama u cijene) djelovale na cijene, što je djelovalo povrh razlika koje proizlaze iz različitih struktura potrošačkih košarica koje su uzrokovale višu ukupnu inflaciju u slabije razvijenim državama članicama poput Hrvatske, gdje je udjel izdataka za hranu, prijevoz i energente veći nego u razvijenim zemljama.

stopa rasta i inflacije u 2023. godini. To je ESB-u otežalo tumačenje i predviđanje inflacijskog procesa. Ipak, nakon što su troškovni čimbenici inflacije u trećoj fazi oslabili, cijene su se ponovo počele kretati usklađeno.<sup>4</sup>

Slična divergentna kretanja, ali iz drugih razloga, pojavila su se kod kamatnih stopa. Problem je ilustriran usporedbom kamatnih stopa središnjih banaka i prosječnih kamatnih stopa na kredite poduzećima (Slika 2).<sup>5</sup> Na toj slici prvo treba primijetiti da ESB u pogledu politike kamata slijedi FED na vremenskoj distanci od nekoliko mjeseci, kao da nastoji spriječiti prevelike razlike u temeljnim kamatnim stopama na dolar i euro. Toj temi ćemo se vratiti u prvom dijelu analize. Drugo, treba primijetiti da su kamatne stope za poduzeća u Njemačkoj reagirale prema gore čim je FED prvi podigao kamatne stope na proljeće 2022. Bilo je to četiri mjeseca prije ESB-a, koji je prvi potez kamata prema gore povukao u srpnju iste godine. Podizanje kamatnih stopa FED-a proizvelo je učinak anticipacije rasta temeljnih kamatnih stopa ESB-a kod njemačkih kreditora. Nakon toga, rast temeljnih kamatnih stopa ESB-a (+450 bps, baznih bodova) gotovo se u potpunosti prenio na rast troškova posudbi za poduzeća u Njemačkoj (+406 bps od 2021:12 do 2024:01, što za Njemačku daje faktor kamatnog prijenosa od 90,2% (=406/450-1) u protekle dvije godine. Ipak, u zadnjih nekoliko mjeseci vidljiva je stabilizacija troškova posudbi za poduzeća koja je nastupila od studenog 2023., dakle dva mjeseca nakon što je ESB zaustavio zadnji ciklus povećanja kamatnih stopa u rujnu 2023. Treće, trošak posudbi za poduzeća u Hrvatskoj u odnosu na kraj 2021. rastao je za svega tri postotna boda, što za Hrvatsku daje niži faktor kamatnog prijenosa od 66,7% (300/450-1). Veći trošak posudbi za

Rast kamatnih stopa je zaustavljen, a kamatni prijenos je u Hrvatskoj bio sporiji nego u europodručju u cjelini. Pitanje je hoće li se spor prijenos nastaviti kada započne ciklus smanjenja kamatnih stopa.

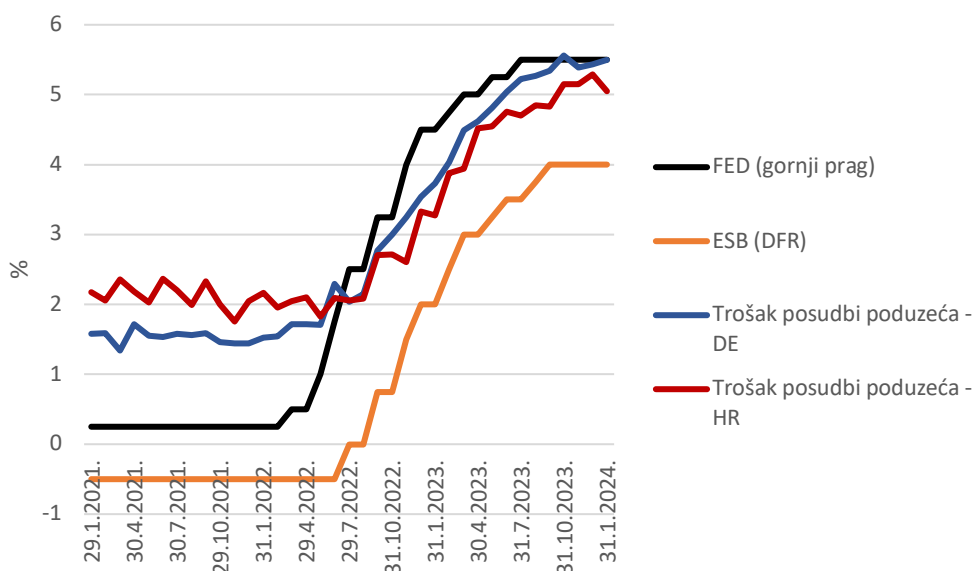
---

<sup>4</sup> Ovo ne treba tumačiti kao prognozu da će se usklađeno kretanje nastaviti. Razlike u tempu oporavka i promjenama strukture agregatne potražnje i dalje mogu uzrokovati varijacije nacionalnih stopa inflacije među državama članicama. Međutim, treba očekivati da će takve specifične varijacije biti manje u 2024. nego u 2022. i 2023. godini.

<sup>5</sup> Eng. *cost of borrowing for non financial enterprises*. Prosječni trošak posudbi odnosi se na novoodobrene kredite i računa se kao vagani prosjek. Međutim, u statistici Europske središnje banke prikazan je trošak posudbi samo od siječnja 2023. otkako se Hrvatska pridružila europodručju. Zbog toga smo statistički približno rekonstruirali trošak posudbi (prosječnu kamatnu stopu na novoodobrene kredite poduzećima) za prethodno promatrano razdoblje, tj. 2021. i 2022. godinu. U statistici HNB-a (Tablica G3) raspoložive su prosječne kamatne stope prema tri skupine vrijednosti kredita: do 250 tisuća eura, od 250 tisuća do milijun i preko milijun eura. Prikazani su i iznosi novoodobrenih kredita iz kojih su konstruirani ponderi prosječnih kamatnih stopa za tri skupine kredita. Međutim, trošak posudbi ESB-a uz to u izračun uključuje i ponderiranu prosječnu kamatnu stopu na revolving kredite, prekoračenja po transakcijskom računu te potraživanja i kredite po kreditnim karticama. Radi se o vrlo kratkoročnim kreditima čiji bi ponder novoodobrenih kredita pridao nerazmjerni značaj ovoj vrsti kamatnih stopa. Zbog toga metodološka uputa ESB-a (eng. [Manual on MFI interest rate statistics](#), str. 155-156) predviđa korekciju pondera sukladno udjelu revolving kredita, prekoračenja i kreditnih kartica u stanjima odobrenih kredita poduzećima. Kako taj podatak nije raspoloživ u statistici HNB-a udjel (ponder) je izračunat iz podatka za siječanj 2023. kao endogena varijabla uz poznati trošak posudbi iz statistike ESB-a (3,27%) i poznati vagani prosjek za tri vrste kredita poduzećima iz statistike HNB-a (3,38%). Tako izračunat ponder od 30% primijenjen je na cijelo promatrano razdoblje. Izračun sadrži statističku pogrešku u mjeri u kojoj je udjel revolving kredita, prekoračenja i kreditnih kartica u stanjima kredita poduzećima varirao u toku 2021. i 2022. godine, no ta pogreška nije statistički značajna i ne utječe na zaključke.

poduzeća u Hrvatskoj nego u Njemačkoj prije najnovijeg ciklusa rasta kamatnih stopa u međuvremenu je postao niži. Pri tome se i u Hrvatskoj od studenog 2023. primjećuje stabilizacija (polaganje) ranijeg trenda rasta kamatnih stopa. O tome će biti više riječi u drugom dijelu analize.

**Slika 2. Kamatne stope središnjih banaka i trošak posudbi za poduzeća u Njemačkoj i Hrvatskoj 2021:01 - 2024:01**



\*DFR – kamatna stopa na prekonoćne depozite (eng. deposit facility rate)

Izvor: ESB, HNB, vlastiti izračuni

Dvije uvodne teme koje su sažeto prikazane na slikama 1 i 2 prevode se u dva ključna pitanja kojima se bavi ova analiza:

1. *Kada očekivati početak smanjenja kamatnih stopa ESB-a i koliko bi se one mogle smanjiti, te je li ESB pogriješio i potaknuo plitku recesiju u većemu dijelu europodručja time što je kamatne stope previše povećao i predugo držao na previsokoj razini, što je izazvalo stagnaciju ili pad cijena i gospodarske aktivnosti u značajnom dijelu europodručja, osobito na sjeveru i u srednjoj Europi?*
2. *Premda je od početka ciklusa rasta kamatnih stopa vidljivo da je kamatni prijenos u Hrvatskoj usporen, što doprinosi konvergenciji kamatnih stopa na kredite u Hrvatskoj prema prosječnim razinama kamatnih stopa u europodručju, pitanje je hoće li se takva situacija nastaviti? Ili možemo očekivati da će specifične lokalne okolnosti poput natprosječnog gospodarskog rasta i oporavka potražnje za kreditima kroz dulje vremensko razdoblje podržati aktualnu visinu kamatnih stopa?*

## I. Monetarna politika i inflacija

U trenutku dovršetka ove analize kreatori monetarne politike komuniciraju da su eurske kamatne stope relativno visoke, ali pravdaju to teorijom koja kaže da bi ESB u slučaju preuranjenog spuštanja kamatnih stopa izgubio kontrolu nad cijenama. U tom slučaju, konačna konvergencija prema ciljanoj razini inflacije od 2% na godinu navodno se ne bi dogodila. Štoviše, to bi moglo dovesti do još većeg naknadnog povećanja kamatnih stopa i duboke recesije ([Lane, 2024](#)).

ESB je do sada smatrao da su rizici inflacije veći od rizika recesije. Takav stav jednim dijelom proizlazi iz mandata. U europodručju cilj je samo niska inflacija, u SAD-u i niska inflacija i maksimalna zaposlenost.

Stanje tržišta rada naizgled podupire takav stav. Stopa nezaposlenosti u europodručju održava se na povijesnom minimumu od oko 6,5%. Od četvrtog tromjesečja 2022. do istog tromjesečja 2023. broj zaposlenih u europodručju povećan je za 1,2%, što je oko tri puta brže od stope rasta BDP-a – i što predstavlja veoma neobičan odnos dviju stopa. I stopa zaposlenosti je na povijesnom maksimumu. Na napetome tržištu rada i dalje su prisutni pritisci na rast plaća, što obećava gospodarski oporavak zbog rasta realnih dohodaka i realne potrošnje kućanstava u uvjetima smirivanja inflacije. To bi se moglo dogoditi i bez omekšavanja monetarne politike, tako barem glasi službeni stav ESB-a koji ponavlja upozorenje da je stanje tržišta rada takvo da bi ugradnja inflacijskih očekivanja u ugovore o plaćama mogla vratiti umjereno visoku i rigidnu inflaciju. Prema tome, ESB već neko vrijeme odašilje uvjerenje da su rizici recesije u europodručju manji od rizika preuranjenog spuštanja kamatnih stopa.<sup>6</sup>

### Razlike između SAD-a i europodručja: mandati središnjih banaka i njihove primjene

SAD ima povijesno iskustvo s preuranjenim spuštanjem kamatnih stopa koje se dogodilo u vrijeme borbe protiv visoke inflacije početkom 1980.-ih. Bez obzira na to, i bez obzira na bolje stanje gospodarstva koje je raslo po stopi od 2,5% u 2023. godini (i uz veću inflaciju nego u europodručju),<sup>7</sup> FED ostavlja dojam o manjim unutarnjim dvojbama u usporedbi s ESB-om u pogledu predstojećeg smanjenja kamatnih stopa. Već su prošlogodišnje najave mogućeg smanjenja kamatnih stopa u SAD-u govorile o tome da je FED aktivniji od ESB-a (u obje strane s kamatnim stopama, i prema gore i prema dolje, a vidjet ćemo u nastavku teksta i u pogledu kvantitativnog popuštanja i

ESB cilja nisku inflaciju od 2% u srednjem roku, FED cilja 2% u prosjeku u duljem vremenskom razdoblju. Iako su obje definicije donekle neodređene, FED-ov prostor diskrecije je veći.

<sup>6</sup> Iz ESB-a se moglo čuti i o „sindromu zadnje milje“ - neprovjerenoj, štoviše ranije nepoznatoj teoriji prema kojoj je inflaciju lakše spustiti s 8 na 4% nego s 4 na 2% ([Schnabel, 2023](#)). Razloga za to bi moglo biti nekoliko, no podaci i analize zasad ne omogućuju preciznu identifikaciju uzroka koji bi mogli objasniti takvo ponašanje inflacije (ponašanje, koje recentni podaci opovrgavaju). Ovaj „argument“ spominjemo u fusnoti jer nije jasno postoji li uopće takav „sindrom“.

<sup>7</sup> Prema podacima za veljaču 2023., harmonizirani indeks cijena potrošača u europodručju bio je 2,6% veći nego u prosincu 2022., dok je istovjetan podatak za SAD iznosio 3,2%.)



stezanja). Najave govore da je FED zabrinutiji od ESB-a zbog trendova ekonomske aktivnosti, te brže i transparentnije otvara raspravu o mogućem smanjenju kamatnih stopa iako podaci o cijenama u SAD-u ne pokazuju uvjerljivu konvergenciju prema godišnjoj stopi inflacije od 2%; naprotiv, rizici inflacijske inercije i pritiska previsoke agregatne potražnje trenutačno su veći u SAD-u nego u europodručju.

Manji američki strah od inflacije može se objasniti razlikama u mandatima – ciljevima monetarne politike. Dok ESB ima jednoznačno definiran cilj koji je usredotočen na postizanje niske inflacije od 2%, FED-ov je mandat dvojan: cilja punu zaposlenost i nisku inflaciju od 2%. To je razlog zbog kojeg FED jasnije komunicira težnju *mekom prizemljenju* – svođenju inflacije na 2% bez recesije. [Prema revidiranom tumačenju FED-ova mandata iz 2021. \(uz dodatke iz 2022.\), Odbor](#) (Federal Open Market Committee, FOMC, tijelo FED-a koje odlučuje o monetarnoj politici) ... *procjenjuje da dugoročna inflacijska očekivanja koja su čvrsto ukorijenjena na 2% potiču stabilnost cijena i umjerene dugoročne kamatne stope, što osnažuje sposobnost Odbora da pogoduje maksimalnoj zaposlenosti kada nastupe značajni ekonomski poremećaji. Kako bi usidrio dugoročna inflacijska očekivanja na ciljanoj razini, Odbor teži postizanju stope inflacije od 2% u prosjeku u duljem vremenskom razdoblju. Prema tome prosuđuje da će odgovarajuća monetarna politika nakon razdoblja u kojemu je inflacija dugo iznosila manje od 2% kroz neko vrijeme vjerojatno dozvoliti inflaciju blago iznad praga od 2%.* FED-u ovakvo fleksibilno tumačenje mandata ostavlja manevarski prostor za spuštanje kamatnih stopa prije nego što bilo koji inflacijski pokazatelj potvrdi da je dostignut prag od 2%.

ESB pak cilja stopu inflacije od 2% u srednjem roku (dakle, ne u prosjeku i ne „u duljem vremenskom razdoblju“, nego u srednjem roku – promjena definicije uvedena je u srpnju 2021.). Praksa je u protekle tri godine pokazala praktični aspekt nove definicije: Upravno vijeće se rukovodi rezultatima srednjoročnih prognostičkih modela prosječnih stopa inflacije za tekuću i dvije godine unaprijed. Imamo li u vidu najnoviju srednjoročnu prognozu koja je objavljena 7. ožujka 2024. (inflacija od 2% tek 2025. i 1,9% 2026.), kao i već spomenuto napeto stanje tržišta rada, shvaćamo zašto je ESB lakše nego FED okretao glavu od zabrinjavajućih podataka o kretanju BDP-a širom europodručja.

Ovisnost odluka o monetarnoj politici o srednjoročnim ekonometrijskim prognozama inflacije je dvosjekli mač. Pouzdanost makroekonomskih prognoza na srednji rok od 2 do 3 godine općenito je veoma slaba ili bolje rečeno nikakva. Svijet se brzo mijenja i u njemu, gotovo u pravilu i u duljim vremenskim razdobljima, presudno utječu vanjski šokovi – nepredviđeni događaji koji izviru iz tehnoloških, (geo)političkih, ratnih, energetskih, a vidjeli smo 2020. i javnozdravstvenih sfera. Vanjski šokovi uzrokuju nepredviđene fluktuacije gospodarske aktivnosti i inflacije koja često znatno odstupa od ranijih prognoza. Tako je od 2021. do polovine 2023. inflacija

ESB se oslanja na srednjoročne ekonometrijske prognoze inflacije što je problematično zbog dominantnih učinaka vanjskih šokova i strukturnih promjena u srednjem roku.

sustavno prestizala ranije prognoze ESB-a. ESB je zbog toga morao stalno i snažno revidirati ranije prognoze prema gore, što je ugrozilo percepciju vjerodostojnosti središnje banke.

Predznak tih revizija promijenio se od polovine 2023.: dovoljno je usporediti zadnje prognoze inflacije za 2024. i 2025. (2,3% i 2,0%) s onima iz rujna 2023. (3,2% i 2,1%). Osim što je smanjenje prognoze za ovu godinu za 0,9 postotnih bodova u šest mjeseci veoma veliko („očišćano“ je 28% prognoze iz prošloga rujna iako u međuvremenu nije bilo značajnih vanjskih šokova), izgledi su da će se očekivana inflacija u nadolazećim inflacijskim prognozama ove godine spuštati dalje prema dolje.<sup>8</sup> Takve revizije prognoza u kratkom roku umanjuju vjerodostojnost stručnih kapaciteta u središnjoj banci kako u očima njihovih glavnih korisnika (članova Upravnoga vijeća ESB-a) tako i u očima javnosti koja iz daljine procjenjuje stručnost i društvene koristi institucija Eurosustava.<sup>9</sup>

### Vanjski šokovi umanjuju pouzdanost prognoza i otvaraju pitanje smisla ciljanja 2%

Problemu definicije inflacijskog cilja i ulozi srednjoročnih prognoza vratit ćemo se u nastavku nakon što razmotrimo ulogu vanjskih šokova koji svaku srednjoročnu prognozu za razdoblje od 2 do 3 godine čine do te mjere nepouzdanom da se ona samo slučajno može pokazati (približno) točnom. Podsjetimo, revizije definicija inflacijskih ciljeva u SAD-u i europodručju bile su iznuđene pandemijskim inflacijskim šokom. Složenost uzročnika inflacije prijetila je urušavanjem vjerodostojnosti vodećih središnjih banaka jer su inflacijski mandati FED-a i ESB-a bili usredotočeni na inflaciju od 2% (u slučaju ESB-a *do* 2% prema staroj definiciji koja je vrijedila do sredine 2021.). Svaki prijelaz toga praga mogao se tumačiti kao neuspjeh i poziv na odgovornost središnjih banaka, kao da samo potezi središnjih banaka utječu na cijene, umjesto isticanja odgovornosti političkih aktera koji su reakcijama na pandemiju i fiskalnom ekspanzijom izazvali inflaciju. Iako se i prije *lockdowna* 2020. i posljedičnog efekta otonca nakon popuštanja epidemioloških mjera znalo da rigidni inflacijski mandati ne uzimaju u obzir da monetarna politika ni u mirnijim društvenim okolnostima nema brz i jednoznačan učinak na opću razinu cijena, negativni šokovi ponude potaknuti zatvaranjem-otvaranjem 2020. i 2021. i skokom cijena energenata 2022. ubrzali su fleksibilizaciju inflacijskih mandata središnjih banaka. I dok je FED fleksibilizaciju proveo na opisan način kojim je proširen manevarski prostor monetarne politike u

---

<sup>8</sup> Uz uvjet da se aktualni trend rasta cijene nafte ne nastavi i ne izazove novi troškovni potisak. Naime, cijena nafte Brent se krajem prošle i na samom početku ove godine kretala između 75 i 80 dolara za barel, da bi u ožujku probila prag od 85 dolara.

<sup>9</sup> Svjesni ovog problema, u ESB-u pri javnoj komunikaciji pribjegavaju korištenju koncepta ovisnosti o podacima (eng. data-dependency) kojim se pokušava otvoriti određeni diskrecijski prostor za vođenje politike i tumačenje odluka u uvjetima rizika i neizvjesnosti odnosno objektivnih prognostičkih ograničenja. Međutim, koncept ovisnosti o podacima samo pojačava dojam nesigurnosti i nesnalaženja jer je i izlišan i nejasan. Izlišan je utoliko što je svaka monetarna politika po definiciji ovisna o podacima.

okviru otprije fleksibilnog mandata, ESB se uhvatio u tehnokratsku zamku oslanjanja na srednjoročne inflacijske prognoze koje se samo slučajno mogu ostvariti u idealnome svijetu u kojemu nema vanjskih šokova.

Pored pandemije i njezinih ekonomskih posljedica, među važne vanjske šokove treba ubrojiti učinak rata u Ukrajini i širi geopolitički kontekst globalne fragmentacije. Pojam globalne fragmentacije afirmiran je početkom ovog desetljeća iako počeci te pojave sežu do Velike recesije 2008./09. i prvog mandata predsjednika Trumpa (2017.-2020.). Nakon što je rast svjetske razmjene roba u postotku BDP-a zaustavljen na dosad maksimalnih 51% 2008.,<sup>10</sup> Donald Trump je započeo trgovački rat s Kinom i za dulje vrijeme maknuo sa stola Transatlantsko trgovinsko i investicijsko partnerstvo (eng. Transatlantic Trade and Investment Partnership, TTIP - sporazum o slobodnoj trgovini između SAD-a, Kanade, Meksika i EU/EEA). Pandemija, širenje nepovjerenja između Zapada i Kine, te izbijanje ratova u Ukrajini 2022. i na Bliskom istoku 2023. stvorili su novu sliku svijeta u kojemu se očekuju reducirane ekonomske interakcije između velikih blokova SAD-a, EU-a i Kine. Svaki blok se počinje ponašati kao velik i zatvoren sustav sklon protekcionizmu koji izvore rasta ne pronalazi u širenju međunarodne razmjene čiji rizici rastu. Blokovi se orijentiraju na unutarnje izvore rasta u okviru ograničenih zona geopolitičke sigurnosti. Snaga svakoga bloka zavisi o unutarnjoj organizaciji, efikasnosti i sposobnosti za nošenje s demografskim izazovima. Monetarna politika je jedan od važnijih ekonomsko-političkih alata za poboljšanje unutarnje organizacije i povećanje institucionalne i gospodarske efikasnosti. Stoga će se u europodručju, uz već otvoreno pitanje tehničke primjene ciljane inflacije od 2% na godinu u srednjem roku, prije ili kasnije vjerojatno otvoriti pitanje uvođenja dvojnog mandata – ciljanja inflacije i pune zaposlenosti po uzoru na SAD.<sup>11</sup>

Vanjski šokovima se pridružila globalna fragmentacija kao dodatni čimbenik koji otežava postizanje ciljane inflacije od 2%.

S obje strane Atlantika (u SAD-u glasnije) postavlja se pitanje je li stari inflacijski cilj od 2% dobro prilagođen novoj geopolitičkoj stvarnosti. Naime, ako nema daljnjeg širenja međunarodne razmjene koja osigurava sve jeftinija industrijska dobra iz uvoza onda treba očekivati slabljenje dezinflacijskih pritisaka koji su u eri globalizacije omogućili lako postizanje ciljane inflacije do 2% i u razdobljima monetarne ekspanzije.<sup>12</sup> Skraćivanje lanaca nabave i uspostava proizvodnji na bližim, sigurnijim, ali i skupljim lokacijama mogli bi podići strukturnu komponentu optimalne inflacije

---

<sup>10</sup> Svjetska banka, [World Development Indicators](#).

<sup>11</sup> Ne spominjemo trojni mandat koji uključuje i FED-ovu referencu na umjerene dugoročne kamatne stope, jer je Eurosustav s kvantitativnim popuštanjem (izravni definitivni otkupi državnih obveznica) implicitno uveo elemente tog cilja, što je i pojačano kasnijim (2022.) instrumentom za zaštitu monetarne transmisije (eng. [transmission protection instrument, TPI](#)). Cilj TPI je omogućiti izvanredne otkupe državnih obveznica pojedinih država članica europodručja neovisno od kapitalnog ključa u slučaju *neopravdanih i neurednih tržišnih poremećaja koji ozbiljno remete ujednačenu transmisiju monetarne politike u europodručju*.

<sup>12</sup> Od 2014. do 2020. inflacija je u europodručju bila niža od 1% u četiri godine, a najveća godišnja stopa inflacije zabilježena je 2018.: 1,8%.

iznad 2% na godinu. Na isti način, barem u kratkom roku, mogla bi djelovati strukturna ograničenja tržišta rada na kojima nedostaje radnika što stvara pritiske na rast plaća i cijena. S druge strane, starenje stanovništva može proizvesti trajne dezinflacijske pritiske kroz strukturno smanjenje agregatne potražnje kao što je bio slučaj u Japanu u proteklih 30 godina.

Kada se podvuče crta, stara doktrina o optimalnoj godišnjoj inflaciji od 2% (Okvir 1) nailazi na nekoliko izazova koji će u narednim godinama zasigurno iznjedrili mnoštvo analiza i javnih debata o ciljanoj inflaciji čije ishode u ovom trenutku nije moguće predvidjeti.

### **Okvir 1. Kako je određena optimalna godišnja inflacija od 2%?**

Eksplisitno ciljanje inflacije (eng. *inflation targeting*) uvedeno je na Novom Zelandu 1989. Cilj od 2% određen je ekspertnom metodom, bez sofisticiranih ekonometrijskih podloga. Uspjeh u smanjenju inflacije sa 7,6% 1989. na 2,0% 1991. postupno je doveo do širenja monetarnog režima ciljanja inflacije od 2% godišnje, osobito nakon što su Kanada i Ujedinjena Kraljevina kopirale novozelandski model 1990-ih ([Messeri, 2023](#)). Naizgled nema razloga zašto se inflacija od 1% ili 3% na godinu ne bi mogla smatrati „niskom“ kao i 2%. Povijesno gledano, to ne bi bila novost. Naime, u razdoblju kada FED još nije bio eksplicite postavio koncept niske inflacije u vidu javno poznate brojke (to se dogodilo tek 2012.), naknadnim iščitavanjem zapisnika sa sjednica FOMC-a utvrđeno je da je u vrijeme predsjednika FED-a Volckera (1979.-1987.) ciljana inflacija iznosila 1% na godinu. U Greenspanovo vrijeme (1987.-2006.) prag je podignut na 1,5%. Kasnije, pod utjecajem Janet Yellen i Bena Bernankea koji su se plašili deflacije, cilj je prvo podignut interno, a zatim je i javno formaliziran na 2%. U ESB-u je ključnu ulogu u određivanju definicije prvotnog inflacijskog cilja „do 2%“ imao njemački član prvog Izvršnog odbora, glavni ekonomist Otmar Issing. Njegov intelektualni *background* simbolizirao je nasljeđe Bundesbank – njemačke središnje banke koja je pružala inflacijsko sidro Europskom monetarnom sustavu od 1978. godine upravo zahvaljujući relativno niskoj inflaciji u veoma uspješnom njemačkom gospodarstvu. Njemačko „gospodarsko čudo“ jednim se dijelom pripisivalo i za ono doba relativno niskoj inflaciji: prosječna godišnja stopa u Njemačkoj je od 1978. do 1998. iznosila 2,9%, odnosno 2,2% ako se računa za kraće razdoblje od 1984. do 1998. To je bila uvjerljivo najniža dugoročna stopa inflacije među razvijenim zemljama. Naposljetku, za razumijevanje afirmacije stope inflacije od 2% bitan je i izvještaj komisije američkog Senata koju je vodio profesor Michael Boskin (1996.). Boskinova komisija je pokazala pristranost službenih statističkih mjera inflacije koje precjenjuju stvarnu inflaciju za više od 1% jer nedovoljno precizno mjere učinke inovacija (novih proizvoda) i tehnološkog napretka ([Gordon, 2006](#)). Zbog toga se 2% nameće kao „sigurna oklada“: dovoljno je niska da spriječi buđenje inflacijskih očekivanja i dovoljno je visoka da otkloni opasnost od stvarne deflacije zbog pogreške mjerenja opće razine cijena.

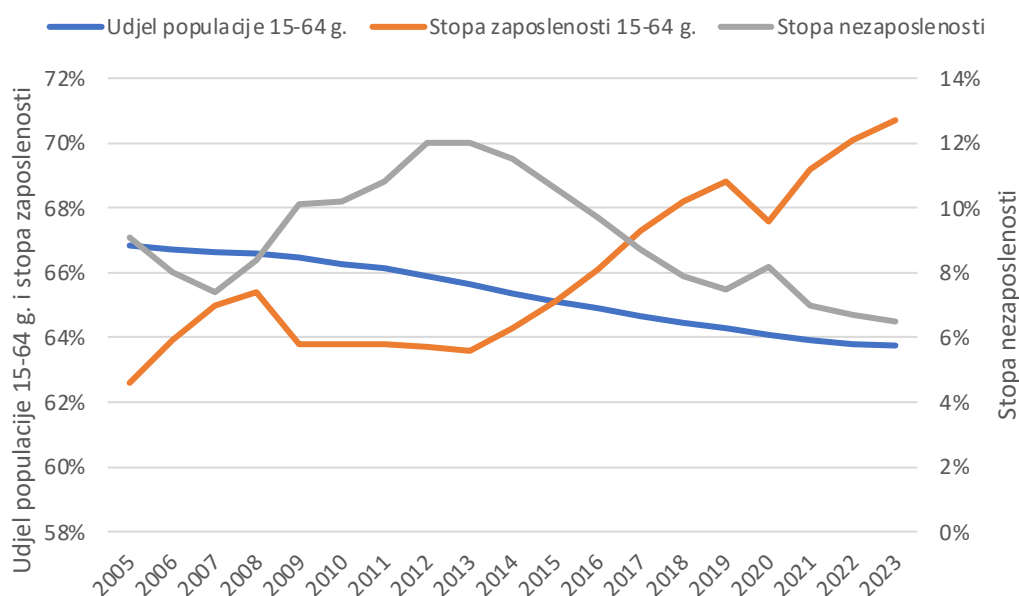
### **Tržište rada i monetarna politika**

Tržište rada i demografske promjene nalaze se u središtu aktualnih dvojbi o monetarnoj politici. U uvjetima strukturnog rasta stope zaposlenosti i pada stope nezaposlenosti zbog pada udjela radnosposobnog stanovništva u ukupnom stanovništvu (Slika 3) teško je procijeniti prirodnu stopu nezaposlenosti uz koju inflacija neće rasti (eng. NAIRU – *non accelerating inflation rate of unemployment*). Međutim, kada se strukturnim promjenama na tržištu rada pridoda pretjerano rigidna monetarna politika koja je doktrinu naslijedila iz razdoblja prije nego što su nastupile spomenute strukturne promjene tržišta rada, neodredivost prirodne

Strukturne promjene na tržištu rada otežavaju procjenu karaktera i učinaka monetarne politike.

stope može biti endogena – može proizaći iz pretjerane anti-inflacijske ortodoksije središnje banke čija monetarna politika ne dopušta dovoljne varijacije stopa inflacije i nezaposlenosti iz kojih bi se mogla identificirati stvarna NAIRU. [Gagnon i Sarsebayev \(2022\)](#) zbog toga (i zbog testiranja mogućeg ciljanja inflacije iznad 2%) preporučuju središnjim bankama hrabrije eksperimentiranje s monetarnom politikom, za što je potreban fleksibilan mandat poput FED-ova. Čini se da današnji FED, barem prema najavama, prešutno slijedi taj savjet jer je sklon spuštanju kamatnih stopa prije nego što se podaci potvrde inflacijski cilj od 2%. To nas vraća pitanju da li bi se ESB danas ponašao drugačije (bi li imao veću sklonost relaksaciji monetarne politike u ovom trenutku) da ima dvojni mandat za punu zaposlenost i nisku inflaciju kakav ima FED?

**Slika 3. Dugoročni trendovi tržišta rada u europodručju 2005.-2023.**



Izvor: Eurostat

Evolucija monetarnih institucija sugerira da iznimni događaji koji pokažu da neko rješenje u praksi funkcionira pokreću institucionalne promjene. Iskustvo je snažniji pokretač promjena od analiza, kao što je pokazala povijesna epizoda afirmacije ciljanja inflacije od 2% (Okvir 1). U tom kontekstu postavlja se pitanje je li iskustvo s visokom inflacijom i povijesno snažnom monetarnom restrikcijom radi suzbijanja inflacije u ovome desetljeću dovoljno upečatljivo (i traumatično) da uskoro pokrene institucionalne promjene u europodručju?

Nezaposlenost u europodručju samo je naizgled niska i nepromijenjena. Zemlje u plitkoj recesiji počele su bilježiti osjetan rast stopa nezaposlenosti.

Zasad je teško očekivati ozbiljniju raspravu o promjeni cilja inflacije od 2% na godinu dok su inflacijski ožiljci iz 2022. i 2023. još uvijek svježi, a dokazi o tome da bi neka druga ciljana stopa inflacije bolje služila društvu zasad slabi ili nikakvi. Međutim, eventualni neuspjeh ESB-a u izbjegavanju recesije ili dulje trajanje razdoblja stagnacije ili veoma niske stope gospodarskoga rasta u europodručju mogli bi otvoriti druga dva pitanja: prvo, ono koje je već spomenuto, o mogućem dualnom mandatu ESB-a po uzoru na FED, i drugo, o praktičnoj primjeni cilja od 2% u srednjem roku na neki drugi način umjesto putem srednjoročnih prognoza inflacije čija je pouzdanost upitna.

Ako se u sljedećih godinu dana potvrde ESB-ove prognoze inflacije iznad 2% za 2024. bez približavanja deflacijske opasnosti, rasta nezaposlenosti i uz postupan oporavak ekonomske aktivnosti, onda ne treba očekivati promjene institucionalnog okvira monetarne politike u europodručju. Zaključak će glasiti da je ESB provukao gospodarstvo kroz ušicu igle suzbivši inflaciju bez pada u ozbiljniju recesiju. Međutim, ako će sljedeće revizije inflacijskih prognoza ESB-a u lipnju i rujnu 2024. značiti daljnji pad očekivane inflacije za 2024. godinu, te ako će se revizija prognoza odvijati u ambijentu deflacije ili stagnacije cijena uz negativan trend gospodarske aktivnosti, ESB bi se u drugoj polovini ove godine i početkom 2025. mogao naći ne samo pod pritiskom da znatno smanji kamatne stope, nego i pod pritiskom da preispita metodologiju donošenja odluka koja je ustanovljena nakon uvođenja nove definicije inflacijskog cilja 2021.<sup>13</sup>

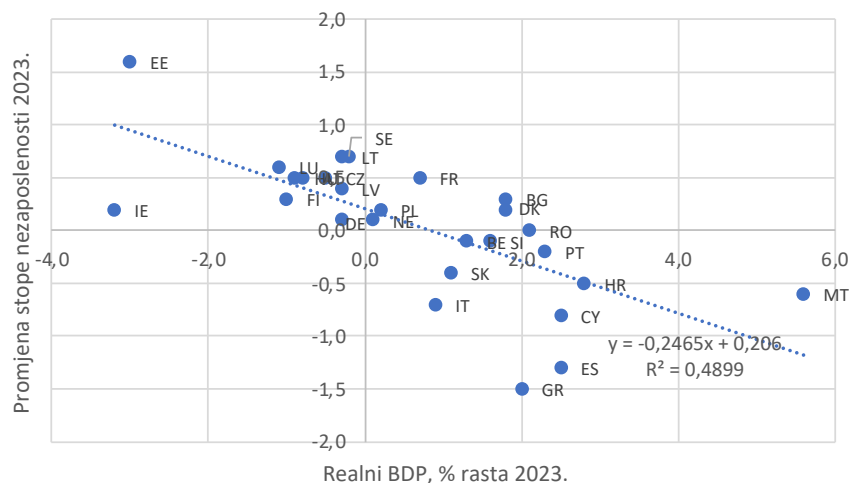
Koliko je prijetnja drugog ishoda ozbiljna? Aktualno napeto stanje na tržištu rada štiti ESB od glasnijih kritika, međutim, pregled gospodarskih kretanja po zemljama članicama pokazuje da je slabljenje tržišta rada započelo 2023. u zemljama u kojima je nestao gospodarski rast. Slika 4 pokazuje da relativno dobre statistike tržišta rada potječu iz tri zemlje koje su imale gospodarski rast i osjetno smanjenje ranije visokih stopa nezaposlenosti u toku 2023.: iz Italije, koja je od prosinca 2022. do prosinca 2023. smanjila stopu nezaposlenosti sa 7,9% na 7,2%, Španjolske, koja je stopu smanjila s 13,0% na 11,7%, i Grčke, gdje je stopa nezaposlenosti smanjena s 11,9% na 10,4%. U tim zemljama živi 117 milijuna ljudi ili trećina stanovništva europodručja, a doprinos rasta zaposlenosti u ove tri države u toku 2023. (rast zaposlenih za 1,2 milijuna) rastu zaposlenosti u europodručju iznosio je 58,5%. Rast broja zaposlenih u europodručju bez Italije, Španjolske i Grčke od četvrtog tromjesečja 2022. do četvrtog tromjesečja 2023. iznosio bi 0,7% umjesto 1,2% (Druge relativno uspješne zemlje juga europodručja nisu vrijedne spomena u ovom kontekstu jer imaju mali broj stanovnika - Cipar, Malta i Hrvatska).

Nastavak rasta zaposlenosti nerazmjerno je koncentriran u Italiji, Španjolskoj i Grčkoj.

---

<sup>13</sup> Priprema za ex-post fazu analiza i preispitivanja u ESB-u je već započela. Glavni ekonomist i član Izvršnog odbora ESB-a [Philip R. Lane \(2024\)](#) u ožujku je objavio ekstenzivan i vrlo informativan rad o monetarnoj politici u razdoblju 2021.-2023. u kojem zaključuje kako *nije vjerojatno da bi manje promjene tajminga odluka o kamatnim stopama u drugačijim scenarijima imale značajan utjecaj na ishode inflacije.*

Slika 4. Rast i nezaposlenost\* 2023.



\*Promjena mjesečne stope nezaposlenosti od prosinca 2022. do prosinca 2023. Promjena broja zaposlenih koja se spominje u tekstu je od zadnjeg kvartala 2022. do zadnjeg kvartala 2023.

Izvor: Eurostat

Nadalje, rast ukupnog broja zaposlenih u europodručju stvara samo privid udaljenosti od recesijske opasnosti. Taj rast, očito neprirodan u uvjetima gospodarske stagnacije, dobrim je dijelom kompenzacija za smanjeni radni angažman zaposlenih. Naime, prosječan broj radnih sati pao je za oko 0,5 postotnih bodova u toku 2023. u europodručju.<sup>14</sup> Smanjenje intenziteta rada objašnjava zašto broj zaposlenih raste brže od realnog BDP-a te objašnjava kako je moguće da izostanak gospodarskoga rasta u gotovo polovini od ukupnoga broja zemalja članica europodručja nije izazvao rast nezaposlenosti koji bi kreatore politike naveo na relaksaciju monetarne politike.<sup>15</sup>

Razlozi smanjenja intenziteta rada brojni su i uglavnom strukturni, ali i slabo istraženi jer su do najvećega izražaja došli u relativno kratkom vremenskom razdoblju od 2020. naovamo. U početku su pripisivani specifičnom trenutku pandemijskog zatvaranja, a ne dugoročnim promjenama među kojima se ističe trajno povećan angažman žena na tržištu rada ([Arce i dr., 2023](#)):<sup>16</sup> udjel žena koje rade u razdoblju majčinstva i u zrejoj životnoj dobi znatno je povećan proteklih godina. U kratkom razdoblju od trećeg

Rast zaposlenosti povezan je i s padom intenziteta rada, što znači da produktivnost po radniku u europodručju stagnira ili pada bez naznake da bi se trend uskoro mogao promijeniti.

<sup>14</sup> Izvor: Eurostat.

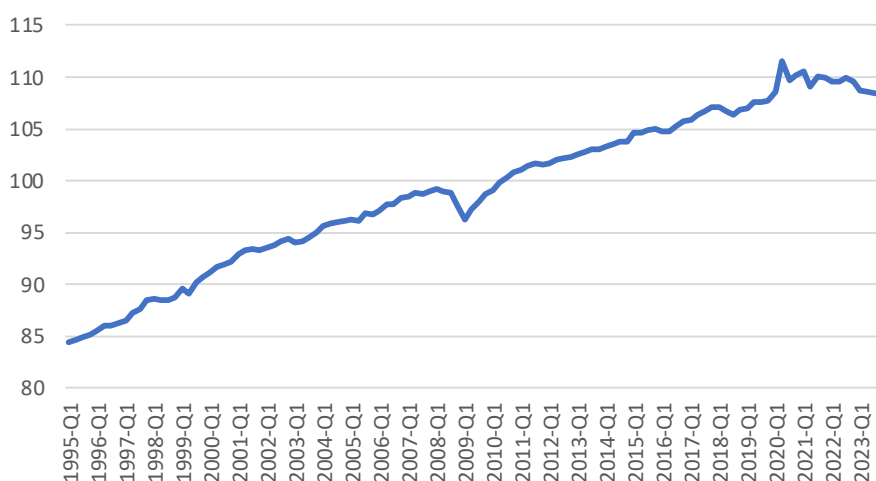
<sup>15</sup> O mogućnosti recesije bez osjetnog rasta nezaposlenosti vidjeti u: [Šonje \(2023\)](#).

<sup>16</sup> Kako precizna kvantitativna dekompozicija učinaka pojedinih čimbenika ne postoji, ne možemo zaključiti da je povećani radni angažman mlađih i starijih žena glavno ili dominantno objašnjenje smanjenja prosječnog intenziteta radnog angažmana. Na trend mogu utjecati promjene preferencija radnika (izbor između rada odnosno dohotka i dokolice), promjene regulative (postupno ujednačavanje dobi za mirovinu za žene s onom za muškarce, kao u Hrvatskoj; državne subvencije za zadržavanje radnika uz smanjeni radni angažman, kao u vrijeme

tromjesečja 2022. do trećeg tromjesečja 2023. stopa zaposlenosti u europodručju narasla je 0,3 postotna boda za muškarce i za čak 0,8 postotnih bodova za žene. Najveća povećanja stopa zaposlenosti žena zabilježena su na Cipru i Malti (3,0 i 2,4 postotna boda), u Irskoj (2,2 boda unatoč recesiji), Španjolskoj (1,9 bodova), Poljskoj (1,6), Hrvatskoj (1,5), Italiji i Portugalu (po 1,3) i Grčkoj (1,2). Tek jedan dio ove promjene može se objasniti oporavkom turizma 2023. u kojem masovno rade žene; veći dio treba pripisati revoluciji radnog angažmana žena na jugu Europe. Ta socijalna revolucija vjerojatno ima dugoročan karakter i jednim dijelom se može povezati sa širenjem digitalne tehnologije i fleksibilnijim radnim angažmanima koji omogućuju rad od kuće u uslužnom sektoru.

Radi se o strukturnoj pojavi koja dovodi do radno-intenzivnog rasta bez rasta produktivnosti. Slika 5 pokazuje da produktivnost rada mjerena po satu u europodručju u ovome desetljeću više ne raste. Ova činjenica, u sprezi s opisanim strukturnim promjenama na tržištu rada navodi na alternativno tumačenje aktualnog gospodarskog stanja u europodručju koje glasi: *Prirodna stopa nezaposlenosti u europodručju danas je osjetno niža nego pred samo nekoliko godina i niža je od aktualnog povijesnog minimuma koji se kreće oko 6,5%; stoga je monetarna politika pretjerano restriktivna, što se nakon prolaska troškovnog inflacijskog udara počinje potvrđivati kroz stagnaciju ili pad cijena i pad gospodarske aktivnosti u većem broju država članica europodručja.*

**Slika 5. Indeks realne produktivnosti rada u europodručju, 2010.=200**



Izvor: Eurostat

pandemijskog zatvaranja), povećani radni angažman starijih radnika na nepuno radno vrijeme, te povećana sklonost poslodavaca da zadrže radnike iako ih ne trebaju u punom radnom vremenu zbog rasta transakcijskih troškova i rizika otpuštanja i ponovnog zapošljavanja (fenomen štednje radne snage, eng. *labour hoarding*).



Osim problematiziranja prirodne stope nezaposlenosti, alternativni opis trenutačnog ekonomskog stanja europodručja ima utjecaj i na tumačenje promjena stopa nezaposlenosti u toku 2023. godine. Naime, u pozadini ESB-ove anti-inflacijske ortodoksije leži uvjerenje da se napeto stanje tržišta rada odnosi i na Njemačku gdje je unatoč padu BDP-a 2023. broj zaposlenih povećan za 0,5% od zadnjeg tromjesečja 2022. do zadnjeg tromjesečja 2023., dok je stopa nezaposlenosti (od prosinca do prosinca) porasla svega s 3,0 na 3,1%. Takva promjena stope nezaposlenosti bila je preslaba da bi se u Njemačkoj afirmirao stav da je monetarna politika u europodručju možda pretjerano restriktivna. Međutim, zaposlenost na bazi sati rada u Njemačkoj je zapravo u toku 2023. pala za 0,2%. Da se prosječni sati rada nisu mijenjali i da se 0,2% zaposlenih preselilo među nezaposlene, porast stope nezaposlenosti ne bi iznosio 0,1 nego 0,3 postotna boda. Pitanje je bi li se kreatori politike prema tom podatku odnosili jednako benevolentno.

Statistički podaci su samo jedan od brojnih ulaznih parametara za donošenje odluka o monetarnoj politici. Ulogu igraju i uvjerenja, teorijsko obrazovanje i nacionalne tradicije iz kojih dolaze donositelji odluka - članovi Upravnoga vijeća ESB-a. Stoga važnu odrednicu dugog trajanja „jastrebskog“ stava ESB-a unatoč smirivanju inflacije treba tražiti u činjenici da stagnacija i plitka recesija trenutačno pogađaju sjever europodručja, a taj sjever, na tragu tradicije Bundesbanke (i vezanja sjevernih zemalja uz njezinu monetarnu politiku), baštini nasljeđe monetarnog konzervativizma i anti-inflacijske ortodoksije. U „sjevernu skupinu“ članova Upravnog vijeća uklopio se i guverner HNB-a.<sup>17</sup>

Naposljetku, trenutačna anti-inflacijska ortodoksija ESB-a jednim se dijelom može shvatiti i s obzirom na to da je inflacijski šok 2021. - 2023. bio najjači šok te vrste od nastanka eura 1.1.1999. Ljudima je potrebno određeno vrijeme da se oporave od nedavnog šoka bilo koje vrste; još dugo nakon prolaska opasnosti „pušu na hladno“. Stoga možemo iscrtati dva moguća scenarija neposredne budućnosti.

U sretnom scenariju, smirivanje inflacije i nastavak napetosti na tržištu rada na vrijeme će dovesti do gospodarskog oporavka zbog rasta realnih dohodaka i osobne potrošnje; gospodarstva europodručja stići će se prilagoditi strukturno zaoštrenoј monetarnoj politici. U tom scenariju, koji možemo nazvati i *scenarijem prolaska kroz ušicu igle*, rasprava o eventualnim pogreškama monetarne politike imat će skolastičku narav i neće voditi ka značajnim zaključcima. Svaki će racionalni sudionik rasprave zaključiti da mjesec-dva ovamo ili onamo u pogledu *tajminga* odluka o kamatnim stopama, i/ili 25-50 bps gore ili

Još uvijek postoji opasnost da je europodručje ušlo u razdoblje dugoročne stagnacije produktivnosti, što bi prije ili kasnije moglo izazvati promjene šireg okvira za makroekonomsko upravljanje.

---

<sup>17</sup> [Prema klasifikaciji Econstreama](#), vodeći jastrebovi među guvernerima dolaze iz Austrije, Njemačke i Belgije, a hrvatski guverner je smješten među obične jastrebove u skupini s guvernerima Nizozemske, Slovačke, Slovenije, Latvije, Estonije, Litve i Luksemburga.

dolje u pogledu promjena kamatnih stopa, ne bi promijenilo širu sliku utjecaja monetarne politike na cijene i BDP.

S druge strane, u nesretnom scenariju, 2023. godina mogla bi se pokazati kao godina početka duljeg razdoblja stagnacije BDP-a i produktivnosti - svojevrsne puzeće recesije ili depresije u europodručju koja je barem jednim dijelom izazvana pretjeranom monetarnom restrikcijom. U tom scenariju s vremenom će se iskristalizirati razmjeri eventualne pogreške ESB-a. To će, kao što je ranije objašnjeno, vjerojatno voditi prema nekoj vrsti promjene monetarnog režima. Mala promjena monetarnog režima uključivala bi promjenu dosadašnje prakse primjene ciljanja 2% u srednjem roku bez promjene cilja, ali uz promjenu tehnike (Eurosustav tu praksu može samostalno promijeniti), a velika bi promjena uključivala uvođenje dvojnog mandata po uzoru na FED, za što je potrebna promjena Ugovora o funkcioniranju EU, tj. njegova članka 127. Vrijeme će pokazati.<sup>18</sup>

### Odnos monetarne i fiskalne politike

Ako će se naknadno pokazati da je monetarna politika ESB-a u toku 2023. i početkom 2024. bila pretjerano restriktivna, svejedno će biti teško braniti hipotezu da je monetarna politika bila isključiv ili dominantan krivac za stagnaciju ili recesiju. Makroekonomske trendove nije moguće tumačiti bez osvrta na odnos monetarne i fiskalne politike. A taj odnos je specifičan zbog različitih fiskalnih trendova u pojedinim državama članicama (jer EMU nije i fiskalna unija). Naime, gospodarski rast trenutačno uspijevaju ostvariti samo države u kojima je na djelu snažna fiskalna ekspanzija - Francuska, Italija, Malta, Španjolska i Hrvatska,<sup>19</sup> zatim države koje uživaju snažnu potporu EU transfera čiji su razmjeri znatno povećani u odnosu na prethodne godine (Grčka, Italija, Hrvatska, Portugal, uglavnom kroz program *Next Generation EU*, NGEU), a rast imaju i države koje nisu bile ozbiljno pogođene energetsom krizom i troškovnim udarima te imaju povoljne specifične faktore rasta kao što su oporavak turizma ili snažan priljev stanovništva (Malta, Cipar). U svakom slučaju, europska solidarnost u vidu međudržavnih transfera koji kroz NGEU pojačano teku od sjevera prema jugu<sup>20</sup> preokrenula je povijesnu sliku formiranu od nastanka eura naovamo;

Brži gospodarski rast na jugu u odnosu na sjever europodručja objašnjava se prije svega fiskalnom ekspanzijom koja je u značajnoj mjeri financirana europskim transferima, što nije održiv model rasta.

<sup>18</sup> Može se spekulirati i o prijelaznom scenariju u ovoj godini. U tom scenariju će prijenos rasta cijene nafte iz prvog tromjesečja ove godine (novi troškovni šok) nakratko unijeti rigidnost u stopu inflaciju što će zavarati ESB i navesti ga na odgodu smanjenja kamatnih stopa. No, taj scenarij nije održiv jer bi se pritisak na smanjenje kamatnih stopa zbog pogoršanja stanja tržišta rada svejedno manifestirao u drugoj polovini godine i početkom 2025.

<sup>19</sup> Europska komisija je u Jesenskoj prognozi 2023. objavila procjene očekivanih strukturnih salda opće države u postotku BDP-a od -3,5% za Španjolsku, -4,4% za Francusku, -5,1% za Italiju, -4,0% za Maltu i -2,3% za Hrvatsku, dok je saldo za Njemačku svega -1,1%.

<sup>20</sup> Sam proračun EU – sedmogodišnji financijski okvir – u iznosu od 1,07 bilijuna eura u cijenama 2018. čini oko 8% BDP-a EU ili oko 1,1% BDP-a godišnje, što je razmjerno mali iznos za zajedničku fiskalnu politiku u kojoj najveću

ranije je naime bilo uobičajeno da je jug taj koji zaostaje zbog slabijih institucija i ekonomskih politika, a sjever prednjači i određuje tonalitet europskih pravila i politika. Aktualni preokret odnosa brzina gospodarskoga rasta na sjeveru i jugu ima kratkoročnu narav: nije održiv na dugi rok sve dok se zasniva na lokalnoj i širom europodručja neujednačenoj fiskalnoj ekspanziji i transferima sjever-jug u stagnantnom gospodarskom okružju. Kada bi se preokret zasnivao na kvalitetnim investicijama, inovacijama i rastu produktivnosti rada i kapitala na jugu uz nastavak gospodarskog rasta na sjeveru, bio bi održiv. Nasuprot tome, aktualni preokret u korist juga u uvjetima dugotrajne stagnacije na sjeveru brzo bi (za nekoliko godina) mogao doći do svoga političkoga kraja. Ponovo će se, i politički snažno, otvoriti pitanje mehanizama preraspodjele unutar europskih institucija na čemu poentira krajnja desnica na sjeveru Europe, koja je u usponu.<sup>21</sup> Iako se o ovoj se temi rijetko diskutira u kontekstu monetarne politike u smislu njezina mogućeg posrednog utjecaja na političke promjene, vrijedi komentirati nekoliko bitnih veza monetarne i fiskalne politike koje određuju monetarnu politiku i njezine učinke na gospodarstvo.

### 1. Fiskalna pravila (*Pakt o stabilnosti i rastu*) i odnos ESB-a prema fiskalnoj politici

Snažna fiskalna ekspanzija u nekoliko država članica na jugu europodručja započela je iznimnim intervencijama u godini zatvaranja 2020. Nastavljena je jednim dijelom zahvaljujući suspenziji fiskalnih pravila - aktivaciji takozvane *general escape clause* Pakta o stabilnosti i rastu koja je ponovo aktivirana tek 2024. godine. Fiskalna je ekspanzija nastavljena nakon prolaska opasnosti od pandemije zahvaljujući fiskalnim transferima (spomenutom NGEU). Djelovanje transfera posebno je snažno, jer zemljama sa značajnim strukturnim fiskalnim deficitima omogućava barem privremenu fiskalnu konsolidaciju. Hrvatska je upravo takav slučaj.

Tempo fiskalne konsolidacije po zemljama prikazan je na Slici 6 kroz kretanje primarnog salda proračuna opće države u postotku BDP-a. Treba primijetiti da neke zemlje sa značajnim strukturnim deficitima poput Hrvatske i Italije ujedno bilježe značajan pad primarnih fiskalnih deficita. Hrvatski primarni fiskalni saldo je 2022. i 2023. bio pozitivan (kao i u Grčkoj i Portugalu), što jednim dijelom odražava snagu fiskalnoga olakšanja koje je povezano s transferima europskih sredstava. S druge strane, Francuska provodi slabu fiskalnu konsolidaciju. S jedne strane razlog je što

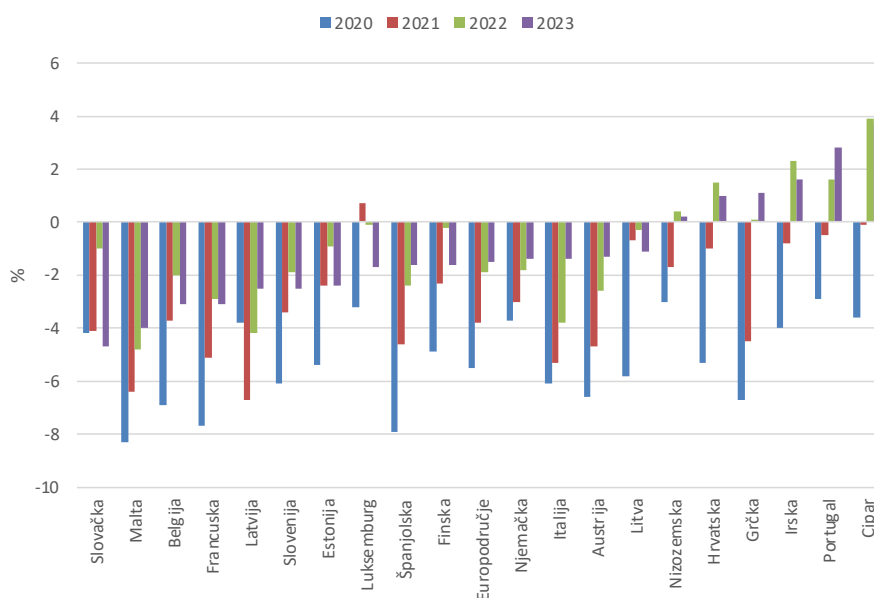
---

pojedinačnu stavku čine subvencije poljoprivredi. U toku pandemijske 2020. dogovoren je program Next Generation EU koji s proširenjima teži 807 milijardi eura ili 5,5% BDP-a EU 2021., bit će potrošen u kraćem razdoblju 2021.-2026. što u tim godinama dodaje do 1% BDP-a zajedničkog fiskalnog kapaciteta u prosjeku, no glavna mu je karakteristika korist za južnoeuropske zemlje u kojima ova sredstva (samo komponenta bespovratnih sredstava i jamstava) kao postotak godišnjeg BDP-a varira od oko 1% BDP-a u Italiji do oko 2% u Hrvatskoj i Grčkoj (Darvas, 2020).

<sup>21</sup> Desnica na jugu je zasad pragmatična i nesklona tjeranju desne politike u krajnost jer ne želi izgubiti koristi koje države juga imaju od europodručja i EU transfera. Zaokret od predizborne retorike do postizborne politike Braće Italije aktualne talijanske premijerke George Meloni govori u prilog tome.

Francuska neto doprinosi zajedničkom proračunu pa nema koristi od transfera,<sup>22</sup> a drugi je razlog namjerno zadržavanje fiskalne ekspanzije radi poticanja rasta.

Slika 6. Primarni saldo proračuna opće države u % BDP-a 2020.-2023.



Izvor: Europska komisija, AMECO

Nasuprot Francuskoj, Njemačka, Austrija, Litva, Nizozemska i Irska imaju značajne fiskalne konsolidacije usprkos recesijama ili stagnacijama 2023. (ili su se potonje dogodile upravo zbog osjetnih fiskalnih konsolidacija). Sama Njemačka ima fiskalno pravilo ugrađeno u Ustav koje prisiljava vladu na vođenje konzervativne fiskalne politike.<sup>23</sup> Prema tome, 2023. je obilježena istovremenim djelovanjem restriktivne fiskalne i monetarne politike, a negativan učinak takvog odnosa makroekonomskih politika na rast uspjele su izbjeći samo one zemlje koje uživaju značajne koristi od europskih fiskalnih transfera i/ili zemlje koje ne uživaju učinak transfera ali provode sporu fiskalnu prilagodbu poput Malte, Belgije i Francuske.

Fiskalne konsolidacije na sjeveru europodručja usporile su gospodarski rast, no ESB zbog toga nije relaksirao monetarnu politiku već je nastavio preporučati daljnju fiskalnu konsolidaciju. Fiskalne asimetrije su pojačale asimetrične učinke monetarne transmisije.

Prikazana asimetrija nacionalnih fiskalnih politika predstavlja glavno obilježje monetarne unije nakon prolaska zadnjeg inflacijskog vala. Unatoč tome, članovi Izvršnog odbora i Upravnog vijeća ESB-a u javnim su nastupima proteklih godina stalno pozivali na fiskalnu prilagodbu što znači da opisanu konstelaciju restriktivne

<sup>22</sup> Prema [Busch i dr. \(2023\)](#), njemački neto doprinosi zajedničkoj blagajni iznosio je 20 milijardi eura ili 0,5% BDP-a bez NGEU 2022. dok je francuski neto doprinos od 10 milijardi činio oko 0,4% BDP-a. Ovome treba dodati i gotovo 0,4% BDP-a njemačkog doprinosa za NGEU, dok je utjecaj NGEU na Francusku približno neutralan.

<sup>23</sup> Strukturni fiskalni deficit ne smije prijeći 0,35% BDP-a.

fiskalne i monetarne politike smatraju opravdanom. A kako su fiskalna pravila Pakta ponovo u primjeni od 2024. i kako je zbog toga izgledno da će se fiskalne prilagodbe nastaviti (dok nije izgledno kada će se i u kojoj mjeri gospodarstvo europodručja odnosno njemačko gospodarstvo oporaviti), postavlja se pitanje ne bi li u uvjetima plesa europodručja na rubu recesije ili dugotrajnije stagnacije bilo bolje relaksirati monetarnu politiku ako fiskalna neće tako skoro promijeniti svoj smjer (osobito u stožernoj zemlji europodručja, Njemačkoj, koja bi za značajniju promjenu fiskalnog smjera morala promijeniti Ustav)? Argument u prilog odgovoru *ne*, o fiskalnoj relaksaciji ne treba razmišljati, mogao bi biti povezan s reformom Pakta o stabilnosti i rastu (Okvir 2). Naime, aktualni prijedlog reforme Pakta najavljuje slabljenje fiskalnih pravila. Međutim, nije izgledno da će nova olabavljena fiskalna pravila tako skoro utjecati na promjenu generalnih obilježja fiskalne politike.<sup>24</sup> Vremenski udaljeno očekivanje promjene fiskalnog režima ne bi trebalo utjecati na odluke o monetarnoj politici u 2023. i 2024. godini. Stoga bi se argument u prilog odgovoru da, ili za relaksiranje fiskalne ili za relaksiranje monetarne politike, mogao pronaći u tezi da se jedino otpuštanjem jedne od ovih dviju politika može ubrzati rast nakon što je inflacija približno svedena do ciljane razine od 2%. Ipak, nedovoljna uvjerljivost tih 2% (preliminarni podatak za ožujak iznosio je 2,4%) ograničava odvažnost u relaksaciji jedne od dviju ključnih makroekonomskih politika. Strah je dodatno pojačan nakon što je rast svjetske cijene sirove nafte i derivata početkom 2024. ponovo zaprijetio prelijevanjem na širok spektar cijena u gospodarstvu.

---

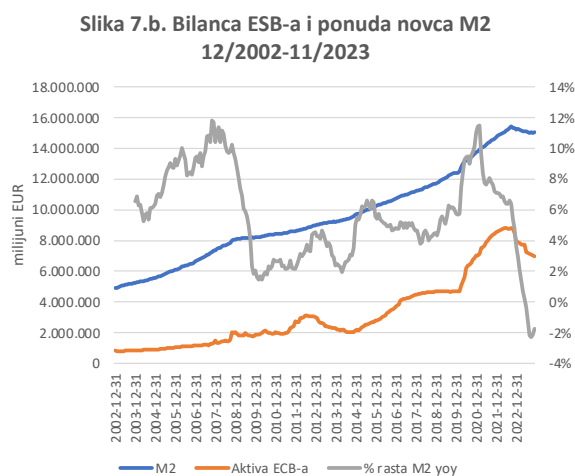
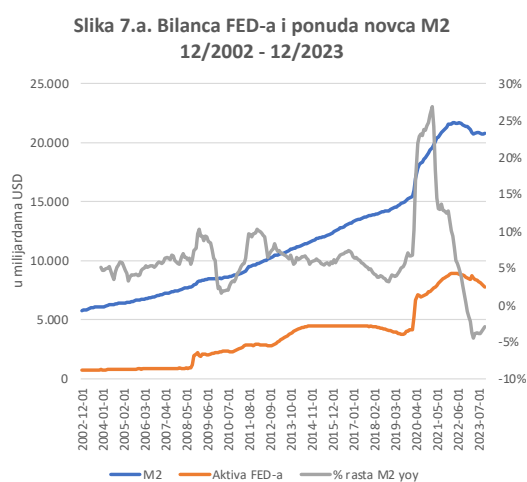
<sup>24</sup> Vijeće EU-a je postiglo dogovor o novim fiskalnim pravilima u prosincu 2023. U trenutku dovršetka ove analize regulativa je u Europskom parlamentu pa još ne možemo sa sigurnošću znati hoće li paket biti usvojen prije raspuštanja Parlamenta uoči europskih izbora 9. lipnja.

## Okvir 2. Reforma fiskalnih pravila EMU (SGP-a)

Pandemija odnosno *lockdown* 2020., veoma različite reakcije pojedinih nacionalnih gospodarstava u pogledu inflacije i rasta te iskustva s ranije nejednakim pridržavanjem fiskalnih pravila u pojedinim zemljama potaknuli su europske institucije na izradu prijedloga reformi Pakta o stabilnosti i rastu (Europski parlament, 2023). Operacionalizacija fiskalnih kriterija iz Maastrichta (ograničenje fiskalnog deficita na 3% BDP-a i javnog duga na 60% BDP-a) trebala bi doživjeti značajne promjene: (1.) svaka država članica će s Europskom komisijom bilateralno ugovarati četverogodišnji strukturni fiskalni plan koji treba zajamčiti poštivanje fiskalnih pravila, pri čemu će razdoblje fiskalne prilagodbe u slučaju probijanja limita deficita moći biti produženo na sedam godina radi ostavljanja prostora za financiranje reformi i javnih investicija. Godišnja fiskalna prilagodba u tom će slučaju morati iznositi minimalno 0,5% BDP-a dokle god je deficit iznad praga od 3% BDP-a, a analiza dinamičke održivosti javnog duga pokaže da je takav tempo prilagodbe nužan (ukida se ranije pravilo da se omjer javnog duga i BDP-a mora svake godine smanjiti za najmanje 1/20 razlike između početne razine i ciljanih 60%); (2.) prethodno znači da se procedura prekomjernog deficita (EDP) neće automatski aktivirati u slučaju prekoračenja limita javnog duga; aktivirat će se samo ako strukturni fiskalni plan pokaže neodrživu dugoročnu fiskalnu stazu zbog prekoračenja limita deficita. Takvo prekoračenje neće automatski aktivirati proceduru prekomjernog deficita ako analiza održivosti javnog duga pokaže da je moguća prilagodba strukturnog deficita po stopi od 0,4% BDP-a u četiri godine odnosno po stopi od 0,25% u sedam godina ako država članica provodi reforme i program javnih investicija. Međutim, ako potrebna prilagodba iznosi 0,5% BDP-a ili više na godinu, EDP će biti aktiviran; (3.) Komisija će svakoj državi članici izdati *tehničku informaciju* (svojevrsan osvrt koji će proizaći iz analize dugoročne održivosti javnog duga), a u slučaju procjene da fiskalna staza nije održiva, Komisija će izdati *tehničku stazu* (*eng. technical trajectory*) – dokument s okvirom za fiskalnu prilagodbu; (4.) umjesto aktualnog praćenja ključnog parametra – strukturnog fiskalnog salda koji mjeri ukupan fiskalni saldo prilagođen za gospodarski ciklus i jednokratne primitke i izdatke – fiskalna prilagodba će se procjenjivati prema kretanju novog indikatora *nacionalno financiranih neto primarnih izdataka (NFNPI)*. Od ukupnih izdataka umanjениh za kamate i cikličke naknade za nezaposlene oduzimat će se i rashodi za EU programe u mjeri u kojoj su potpuno pokriveni izvorima financiranja iz EU proračuna; (5.) kao i do sada, predviđene su kazne za nepoštivanje prilagodbi u okviru EDP-a u visini od 0.05% BDP-a plativo svakih šest mjeseci u europski proračun do ukupnog limita kazni od 0.5% BDP-a, što predstavlja postupniju aktivaciju kazni u odnosu na sadašnje rješenje (koje nikada nije primijenjeno), i (6.) strukturni fiskalni planovi će u analizu fiskalne održivosti morati uključiti i niz dodatnih i dugoročnih informacija o temama kao što su utjecaj starenja stanovništva na mirovinski sustav, utjecaj izdanih državnih jamstava i nenaplaćenih potraživanja i sl. Politička filozofija koja stoji iza ovih izmjena uključuje bolje političko uravnoteženje njemačke tradicije fiskalnog konzervativizma i francuske tradicije fiskalnog intervencionizma (naročito nakon što se pokazalo da Francuska zadnjih godina postiže bolje gospodarske rezultate od Njemačke), te jačanje predanosti nacionalnih vlada fiskalnoj održivosti kroz oblikovanje vlastitih održivih fiskalnih programa (naročito nakon što se u prošlosti pokazalo da nametanje rigidnih fiskalnih pravila rezultira snažnim političkim otporima i konfliktima između europskih institucija i nacionalnih vlada, što pogoduje rastu nacionalnog populizma i fiskalne neodgovornosti). Iz eurofederalističke perspektive predložena se reforma može činiti kao slabljenje zajedničkih elemenata politike. Međutim, učinkovitost fiskalnih pravila zapravo bi se mogla povećati ako se u primjeni uspije ojačati nacionalna fiskalna odgovornost. Iz makroekonomske perspektive, eventualno slabljenje fiskalnih pravila i povećana sklonost fiskalnoj ekspanziji uvijek će nailaziti na ograničenja tržišne discipline u vidu rasta premije rizika u prinosima na državne obveznice, što predstavlja krajnji ograničavajući faktor fiskalne politike u monetarnoj uniji koja nema sva obilježja fiskalne unije.

## 2. Državne obveznice u portfelju Eurosustava: kvantitativno popuštanje i stezanje

Odnos monetarne i fiskalne politike u europodručju nije moguće sagledati bez sagledavanja utjecaja koje mehanizam monetarne transmisije ima na javni dug i prinose državnih obveznica. Monetarna doktrina kvantitativnog popuštanja kroz masivne otkupe vrijednosnih papira, prvenstveno državnih obveznica, inaugurirana je kao odgovor na Veliku recesiju 2008./09.<sup>25</sup> Iako je FED 2014. prestao s tom praksom, a ESB je sličnu neutralnu bilančnu politiku vodio od 2017. do početka pandemije uz potpuni prekid kvantitativnog popuštanja kroz obustavu programa otkupa vrijednosnica u toku 2019., politike kvantitativnog popuštanja reaktivirane su nakon pandemijskog zatvaranja u ožujku 2020. Nakon toga se dogodilo najbrže povećanje bilanci središnjih banaka u novijoj povijesti (Slika 7): od početka lockdowna u ožujku 2020. do vrhunca monetarne ekspanzije 2022. [bilanca ESB-a](#) povećana je s 4,7 na 8,8 bilijuna eura (87%), dok je [bilanca FED-a](#) zabilježila rast s 4,2 na 8,9 bilijuna dolara (112%). FED je politiku kvantitativnog popuštanja napustio u ožujku 2022., a ESB je isto učinio u studenome 2022.



Izvor: St. Louis FRED za SAD i aktivu ECB-a, ECB Data Portal za M2 u europodručju

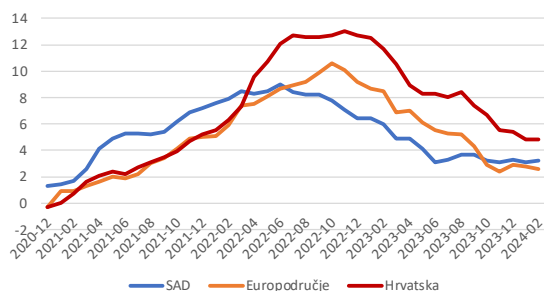
Prividna veza između rasta ponude novca M2 i inflacije pojavila se oko godinu dana nakon početka velike monetarne ekspanzije potaknute *lockdownom* (Slika 7). *Post hoc ergo propter hoc* logika navela je neke promatrače na zaključak da je inflacija i ovoga puta bila monetarni fenomen. Međutim, monetarna ekspanzija mjerena rastom ponude novca M2 s maksimumom godišnje stope rasta ispod 12% 2020. u europodručju bila je oko dva puta slabija od ekspanzije M2 u SAD-u gdje je stopa rasta M2 na vrhuncu 2020. prešla 25%. Unatoč tome, europodručje je zabilježilo viši

<sup>25</sup> FED je započeo s kvantitativnim popuštanjem još 2009. pod vodstvom Bena Bernankea, a ESB je slijedio FED od 2012. pod vodstvom predsjednika Izvršnog odbora Maria Draghia nakon njegovog slavnog govora poznatog po sintagmi „whatever it takes“ iz srpnja 2012.

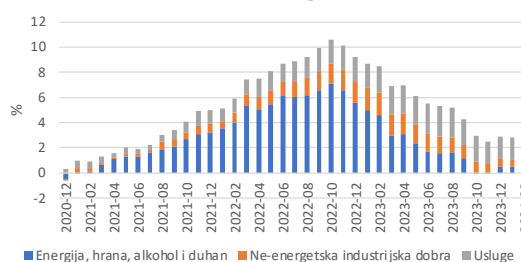
maksimum stope inflacije u prethodnom inflacijskom ciklusu od SAD-a (Slika 8). To upućuje na dominaciju troškovnih čimbenika u inflacijskom procesu u europodručju.

Monetarni šok u europodručju 2020.-2021. mjereno stopom rasta ponude novca M2 snagom nije dosegnuo visinu monetarnog šoka iz 2007. godine kada je inflacija ostala na bitno nižim razinama. Inflacijski maksimum bio je na 4,1% u srpnju 2008., dok je maksimum u zadnjem inflacijskom ciklusu bio na 10,6% u listopadu 2022. Razlike upućuju na to da inflacija u europodručju 2021.-2023. nije bila dominantno monetarni fenomen, ona je bila monetarno potpomognuta kroz olakšanje fiskalne ekspanzije. Vanjski troškovni šokovi i fiskalni čimbenici, a ne čimbenici koji djeluju preko monetarno induciranog viška agregatne potražnje pretežito su određivali tempo opće razine cijena 2021.-2023.<sup>26</sup> Na isti zaključak navodi strukturna dekompozicija inflacije koja prikazuje doprinos inflaciji koji su imale cijene energenata i hrane, a koje su se 2021.-2023. nalazile pod dominantnim utjecajem troškovnih šokova koji su dolazili sa svjetskog tržišta (Slika 9).<sup>27</sup> Tek razlike između Hrvatske i prosjeka europodručja upućuju na veći doprinos rasta agregatne potražnje u Hrvatskoj, gdje je stopa inflacije ustrajno za oko 2 postotna boda veća nego u europodručju.

Slika 8. Godišnje stope inflacije\* u SAD-u, europodručju i Hrvatskoj 2020:12-2024:02



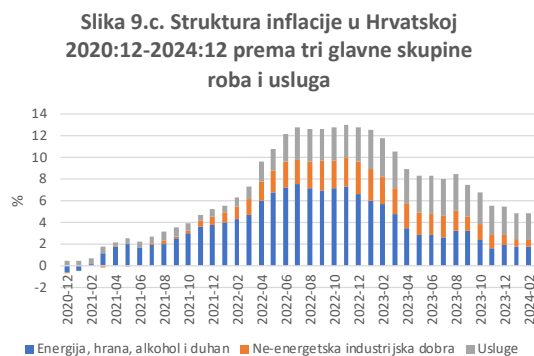
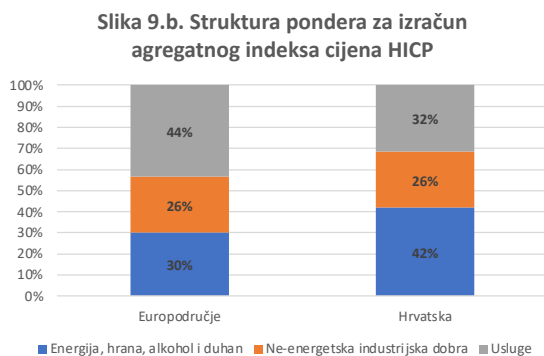
Slika 9.a. Struktura inflacije u europodručju 2021:12-2024:02 prema tri glavne skupine roba i usluga



<sup>26</sup> Puno viši maksimum stope rasta ponude novca u SAD-u treba promatrati u kontekstu (približno) dvostruko većeg fiskalnog deficita u SAD-u. Deficit je u četiri godine (2020.-2023.) iznosio u prosjeku 9,5% BDP-a u SAD-u i oko 5% u europodručju. Viškovi agregatne potražnje imali su veću ulogu u SAD-u nego u europodručju.

<sup>27</sup> Promatramo tri glavne skupine dobara i usluga: (1.) energija i hrana, (2.) ne-energetska industrijska dobra i (3.) usluge. Skupina (1) uključuje sve što ne uključuju skupine (2) i (3). Ponder skupine (1) izračunat kao rezidual. Slika 9.b. prikazuje različite pondere za europodručje i Hrvatsku: udjel ne-industrijskih roba u potrošačkim košaricama je jednak (26%), no razlika je u odnosima udjela usluga (32% u Hrvatskoj i 44% u europodručju) te energije, hrane, alkohola i duhana (30% u europodručju i 42% u Hrvatskoj). Slika prikazuje dominantan utjecaj skupine hrane i energije u inflaciji do maksimuma od oko 7% 2022. Zatim smirivanje inflacije u ovoj robnoj skupini objašnjava smirivanje ukupne inflacije u toku 2023. Prema tome, u europodručju se gotovo cjelokupan višak inflacije iznad 2% i dalje može objasniti vanjskim šokom svjetskih cijena energije i hrane. Inflacijski doprinos cijena usluga i ne-energetskih industrijskih dobara od rujna 2022. do rujna 2023. bio je ipak malo veći od 2% (kretao se između 3 i 4% na godišnjoj razini), međutim, ne može se sav višak iznad 2% pripisati utjecaju viška potražnje. Cijene su se i u skupinama ne-energetskih industrijskih potrošačkih dobara i usluga prilagođavale inicijalnim šokovima cijena energije i hrane (šokovima na strani ponude), no činile su to slabijim intenzitetom i uz dulje vremenske pomake. Blagi utjecaj viškova potražnje u europodručju ne možemo potpuno isključiti, međutim možemo zaključiti da je taj utjecaj bio skroman i vjerojatno ne bitno različit u odnosu na ranija „normalna“ inflacijska vremena. U Hrvatskoj je pak pozitivan inflacijski diferencijal bio uzrokovan bržim oporavkom agregatne potražnje i BDP-a.





*\*Korišten je harmonizirani indeks potrošačkih cijena (HICP) koji je u razdoblju smirivanja inflacije pokazivao za Hrvatsku u prosjeku 0,7 postotnih bodova višu godišnju stopu inflacije od domaćeg CPI. Izvor: Eurostat, FRED*

U takvim uvjetima od samih izravnih monetarnih učinaka kvantitativnog popuštanja pa stezanja monetarne politike puno je važnije analizirati neizravne učinke monetarnih operacija na tržišta državnih obveznica.

Radi se o politički teškoj temi jer je EMU utemeljena na načelu zabrane izravnog financiranja javnih tijela i poduzeća država članica, što se odnosi i na zabranu mjera koje javnim entitetima omogućuju povlašten pristup financijskim institucijama.<sup>28</sup> Iako monetarne operacije temeljem otkupa državnih vrijednosnica na sekundarnom tržištu nisu izravno financiranje vlada, strah od neizravnih učinaka monetarnih operacija definitivnim otkupima državnih obveznica (na slabljenje fiskalne odgovornosti i neizglasanu preraspodjelu među državama) pokrenuo je sudska preispitivanja monetarnih instrumenata ESB-a. No, nakon što se portfelj instrumenata Eurosustava od 2010. počeo širiti na trajne otkupe državnih obveznica, niti jedan pravni spor nije uspio zaustaviti ESB u korištenju instrumenata kvantitativnog popuštanja.

Otkupljene vrijednosnice u ukupnom iznosu od oko 5,1 bilijuna eura (35,3% BDP-a europodručja) do kraja 2023. činile su oko 64% aktive Eurosustava. Najveći dio činili su državni vrijednosni papiri akumulirani kroz program otkupa aktive (eng. asset purchase programme, APP) odnosno njegov najznačajniji dio – program otkupa od javnog sektora (eng. public sector purchase programme, PSPP). Doprinos ovih programa iznosio je oko 2,7 bilijuna eura. Važan doprinos dale su i obveznice akumulirane kroz hitan pandemijski program otkupa (eng. pandemic emergency purchase programme, PEPP) u iznosu od oko 1,7 bilijuna eura (ukupan limit – kvota tog programa iznosio je 1,85 bilijuna eura). Premda se spekuliralo o velikim distorzijama koje će ovi programi izazvati na tržištima obveznica (i o prikrivenim subvencijama u korist vlada čijih bi obveznica cijene pale puno više da nije bilo

<sup>28</sup> Čl. 123. Ugovora o funkcioniranju Europske unije, prema službenom prijevodu pročišćenog teksta Ugovora sa [stranica Hrvatskog sabora \(pristupljeno 13.3.2024.\)](#).

kvantitativnog popuštanja), prva su istraživanja pokazala relativno slabe učinke programa otkupa na premije rizika (*spreadove*) državnih obveznica.<sup>29</sup>

O tome da kvaliteta nacionalnih politika, osobito fiskalne politike, ima puno važniji učinak na obvezničke prinose od implicitnih monetarnih (kamatnih) preraspodjela unutar Eurosustava svjedoči i aktualni početak ciklusa kvantitativnog stezanja (reduciranja portfelja vrijednosnica u Eurosustavu) 2023. i 2024. godine.<sup>30</sup> Unatoč zlogukim najavama, varijacije obvezničkih prinosa među državama smanjene su i stabilizirane nakon početka kvantitativnog stezanja premda je prosječni obveznički prinos u europodručju rastao do jeseni 2023. (Slika 10.a.). Ne može se isključiti da je fleksibilno reinvestiranje dospjeća u portfelju PEPP-a doprinijelo smanjenju varijacija,<sup>31</sup> no ista se pojava može objasniti i (kakvom-takvom) konvergencijom nacionalnih fiskalnih politika koje su se u toku 2022. i 2023. kretale u smjeru smanjenja deficita (Slika 6). Teško je odrediti koliki je značaj očekivanja kvantitativnog stezanja i reaktiviranja fiskalnih limita Pakta o stabilnosti i rastu na fiskalne prilagodbe u pojedinim zemljama jer su i drugi čimbenici (na primjer, učinak inflacije na javne prihode, europski fiskalni transferi na jugu) olakšali prilagodbu proračuna 2022. i 2023. Hrvatska je najbolji primjer fiskalnog suficita koji se pojavio kada su svi faktori koji imaju pozitivan učinak na javne financije djeluju u isto vrijeme. No, zanimljiv zaključak nameće se iz usporedbe s varijacijama nacionalnih stopa inflacije (Slika 10.b.): puno veće varijacije nacionalnih stopa inflacije od varijacija obvezničkih prinosa upućuju na snažnije realne i nefinancijske nominalne (troškovne) šokove na cijene roba i usluga

---

<sup>29</sup> [Andrade i dr. \(2016\)](#) procijenili su raspon utjecaja između 27 i 64 baznih bodova na 10% BDP-a otkupa obveznica pojedine zemlje. Najveći otkupi su realizirani kod obveznica Španjolske i Italije (23% BDP-a) što, ako se primijeni gornji prag ocjene od 67 bps, daje ukupan (kumulativan) učinak kvantitativnog popuštanja od 147 bps. No, to je kumulativni učinak kroz dugi niz godina. Oko 57% obvezničkog portfelja Eurosustava akumulirano je do prosinca 2019. Znači da pretpostavljena linearna akumulacija od uvođenja APP-a 2015. do kraja 2022. (kroz 8 godina) kao razumna aproksimacija daje gornju procjenu godišnjeg efekta od  $(2,3/8) \times 67 = 19$  bps. Za zemlje poput Španjolske i Italije gdje se udjeli plaćenih kamata iz proračuna opće države u BDP-u kreću između 2,5% i 4,5%, 19 baznih bodova je ekvivalent implicitne monetarne subvencije između 0,5% i 0,9% BDP-a na godinu. To je maksimalna procjena. Međutim, koncept subvencije ovdje nije najsretnije odabran jer je riječ o monetarnoj subvenciji proračuna, ali ne i nacionalne ekonomije, jer manje isplaćene kamate znače manje kamatne prihode vladinih kreditora. Ova implicitna monetarna subvencija mogla bi biti društveno štetna samo ako bi utjecala na promjenu ponašanja vlade u smjeru neodgovorne fiskalne politike. Za sada o tako nečem nema dokaza. Naprotiv, 19 bps na godinu je mali učinak u usporedbi s učincima koje na *spreadove* imaju gospodarski rast, strukturne reforme i odgovorne fiskalne politike. Drugim riječima, vlade u europodručju ne zavise o monetarnoj politici ESB-a. To je važna vijest u svjetlu započetog kvantitativnog stezanja. Prosječna duracija državnih obveznica Italije i Španjolske u portfelju Eurosustava je 7-8 godina što znači da možemo pretpostaviti linearan proces redukcije portfelja kroz 7-8 godina tj. permanentan potisak na rast *spreadova* za oko 20 bps na godinu u najgorem slučaju. Ono što smo prije nazvali implicitnom monetarnom subvencijom sada postaje implicitni monetarni trošak i taj efekt je također mali u odnosu na ono što vlade same mogu napraviti dobrim politikama. Stiskanje *spreadova* usprkos početku kvantitativnog stezanja 2023. upravo svjedoči o tome da su nacionalne politike dominantne u odnosu na učinke implicitne preraspodjele kroz monetarnu politiku.

<sup>30</sup> U toku 2024. godine očekuje se smanjenje portfelja akumuliranog APP-om za oko 300 milijardi eura, uz ubrzanje stezanja u drugoj polovini godine kada će se portfelj PEPP-a smanjiti za oko 45 milijardi eura. Tempo stezanja će se ubrzati od 1.1.2025. kada reinvestiranje portfelja PEPP-a bude u potpunosti završeno.

<sup>31</sup> Fleksibilno reinvestiranje znači da Eurosustav ne poštuje striktno kapitalni ključ pri operacijama s državnim obveznicama država članica u kratkom roku ([Rahmouni-Rousseau i Schnabel, 2024](#)).

u odnosu na financijske šokove koji djeluju na obvezničke prinose: standardna devijacija nacionalnih stopa inflacije bila je puno veća u prosjeku i brže se mijenjala od standardne devijacije obvezničkih prinosa. Prema tome, razlike agregatne potražnje i BDP-a, različite brzine fiskalne konsolidacije i razlike u nacionalnim ekonomskim politikama puno su jače utjecale na varijacije nacionalnih stopa inflacije nego na varijacije prinosa na državne obveznice.



\*EA-19 – europodručje bez Hrvatske; Izvor: Eurostat, izračuni autora

Takav rezultat nije iznenađenje u monetarnoj uniji sa slabim elementima fiskalne unije. Usprkos ranijem kvantitativnom popuštanju, zajednička monetarna politika ima relativno slabe učinke na implicitnu preraspodjelu koja nastaje zbog monetarnih operacija državnim obveznicima. To znači da se transmisijski mehanizam monetarne politike u praksi susreće s brojnim nacionalnim specifičnostima koje ne djeluju na obvezničke prinose, ali djeluju na putu prijenosa monetarnih i kamatnih signala do cijena roba i usluga i ekonomske aktivnosti. Makroekonomskim rječnikom rečeno, asimetrični (nacionalni) šokovi ometaju ujednačenu transmisiju monetarne politike. Ti nacionalno specifični šokovi jednim su dijelom određeni različitim geografskim, razvojnim, strukturnim i drugim vanjskim okolnostima u pojedinim državama, dok su drugim dijelom određeni različitim nacionalnim ekonomskim politikama. Znači da zajedničke ekonomske institucije - od Eurosustava, preko jedinstvenog tržišta, bankovne unije, unije tržišta kapitala i Eurosemestra do Pakta o stabilnosti i rastu - mogu donekle osigurati konvergenciju uvjeta unutar europodručja, ali ni izbliza ne mogu proizvesti teritorijalnu ujednačenost institucionalnih i ekonomskih uvjeta koji bi osigurali da mehanizam monetarne transmisije funkcionira glatko kao što funkcionira unutar relativno homogenih država poput SAD-a.

Kreatori politika u Europskoj uniji rješenja za ovaj problem tražili su uglavnom kroz politički neprovedive prijedloge: jačanje federalnih elemenata kroz veći EU proračun i emisije EU-obveznica iz kojih će se financirati prošireni transferi, i koje će služiti kao temeljna nerizična imovina za monetarne operacije u portfelju Eurosustava. Problem

s takvim prijedlozima je što mogu biti kontraproduktivni ako provociraju negativne reakcije birača širom Unije. Birači u većini država članica naime pretpostavljaju nacionalno europskom, između ostaloga i zbog toga što sumnjaju u mogućnost kvalitetne demokratske kontrole središnjih institucija. Ne radi se samo o populizmu-nacionalizmu. Osjećaj distance moći i nedostatak informacija u sustavu koji obuhvaća 346 milijuna ljudi je prevelik. Usto, populistu su davno otkrili da mogu iskoristiti osjećaj distance moći („otuđena središta moći“, „elite“, „duboka država“), tako da potiču taj osjećaj i kada za to nema opravdanih razloga.

Jedno od mogućih rješenja koje do sada nije razmatrano u okviru političkoga *mainstreama* je reforma Europskog ugovora u pravcu dualnog mandata ESB-a (Eurosustava) za postizanje niske inflacije i pune zaposlenost po uzoru na FED. Dualni bi mandat potaknuo Eurosustav u pravcu boljeg razumijevanja strukturnih promjena na europskom tržištu rada u svjetlu starenja stanovništva i na ugradnju toga razumijevanja u procjenu prirodne stope nezaposlenosti o kojoj zavisi ocjena karaktera i adekvatnosti monetarne politike. Time bi se umanjila opasnost od strukturno pretjerano zaoštrene monetarne politike, ojačala njezina stabilizacijska funkcija, ujednačila monetarna transmisija i umanjili makroekonomski rizici europodručja. Manje varijacije gospodarske aktivnosti u vremenu i među državama članicama (kroz veću osjetljivost monetarne politike na kretanja proizvodnje i zaposlenosti) mogle bi ojačati zajedničke europske institucije. Time bi se stvorili i uvjeti za prekid s „tradicijom“ monetarne politike prema kojoj ESB slijedi FED s kamatnim stopama kako bi spriječio pretjeran pad vrijednosti eura. Autonomna monetarna politika europodručja dopustila bi širu fluktuaciju tečaja euro-dolar, a to ne bi bila prevelika šteta jer svjetske cijene sirovina i hrane ionako imaju puno veća kolebanja od tečaja EURUSD. Usto, raskošnije korištenje instrumenta kamatne stope moglo bi smanjiti potrebu za osloncem na kvantitativno popuštanje na koje se ionako u dijelu političke arene gleda s podozrenjem s obzirom na implicitnu preraspodjelu preko učinka na *spreadove* državnih obveznica (iako smo pokazali da taj učinak nije značajan i ne mijenja poticaje i ponašanja kreatora fiskalne politike). Već sada, u kontekstu predstojećeg smanjenja kamatnih stopa, možemo zamisliti hrabrije poteze u smjeru monetarne relaksacije (veće smanjenje kamata) koji bi bili praćeni hrabrijim potezima u segmentu kvantitativnog stezanja – na primjer, ranijom obustavom refinanciranja dospjeća u okviru PEPP-a i ambicioznijim planom smanjenja portfelja nego što je to najavljenih 7,5 milijardi eura na mjesec u drugoj polovini 2024.

Zaključno, u ovom trenutku, dok inflacija i rast još uvijek ne proizvode ozbiljnija negativna iznenađenja, treba očekivati prvo skromno smanjenje kamatnih stopa za 25 baznih bodova sredinom 2024, što bi moglo biti praćeno još jednim takvim smanjenjem prema kraju godine s ciljanim DFR od 3,5% u prosincu. Međutim, ako podaci o inflaciji u travnju i svibnju dodatno spuste lipanjsku inflacijsku prognozu ESB-a,<sup>32</sup> i ako od

---

<sup>32</sup> Kao što je ranije rečeno: uz uvjet da se ne nastavi aktualni trend rasta cijene nafte i derivata.

lipnja ove godine nadalje uslijedi mirno inflacijsko razdoblje uz razočaravajuće gospodarske informacije, naročito iz Njemačke, još uvijek je moguć DFR na razini od 3,0% u prosincu 2024. U tom slučaju, kreatori politike možda će početi promišljati o tome zašto je temeljna kamatna stopa uopće trebala rasti do 4% i je li ta razina kamatne stope nepotrebno naštetila gospodarstvu europodručja u toku 2023. i 2024. godine. Tema o dualnom mandatu mogla bi tako biti otvorena. U suprotnom, pričekat će neko drugo vrijeme.<sup>33</sup>

## 2. Kamatni prijenos

Prijenos mjera i signala monetarne politike na kamatne stope tržišta novca, depozita i kredita, u čemu bankovni sustav ima ključnu ulogu, važan je element mehanizma monetarne transmisije. Kamatni prijenos određuje ponudu i potražnju kredita, kao i makroekonomske veličine koje su krajnji cilj monetarne politike – inflaciju, ali i proizvodnju i zaposlenost koje, premda nisu formalno dio mandata ESB-a, ipak implicitno utječu na odluke Upravnoga vijeća. Nakon što smo u prvom dijelu analize pokazali kako različite fiskalne i ekonomske politike zemalja članica utječu na disperziju uvjeta za prijenos unutar europodručja koje je heterogena monetarna unija, ovom dijelu prikazujemo kako su različiti uvjeti prijenosa doveli do velikih razlika u brzini kamatnog prijenosa među državama članicama.

Europodručje je razmjerno mlada monetarna unija: nedavno je proslavljena dvadeset i peta godišnjica. Ne postoji povijesno iskustvo s brzim rastom kamatnih stopa kakav se dogodio 2022. i 2023. godine. Od zadnjeg razdoblja relativno brzog rasta kamatnih stopa (raniji maksimum bio je na 3,25%) prošlo je desetljeće i po. Stoga u europodručju nema relevantnih istraživanja prijenosa učinaka monetarne politike na tržišne kamatne stope i uvjete kreditiranja. Američko povijesno iskustvo je bogatije, no istraživanja ne pružaju jasne rezultate ([Dupor, 2023](#)): u SAD-u se smatra da je za prijenos punog efekta monetarnog zaoštavanja na gospodarstvo potrebno 12-18 mjeseci. Ako uzmemo sredinu od 15 mjeseci i podsjetimo se da je FED zastao s rastom kamatnih stopa u srpnju 2023., slijedi da bi se učinak monetarnog zaoštavanja mogao produljiti do druge polovine 2024. No, on je već dosad najvećim dijelom prenesen na financijska tržišta i gospodarstvo jer se veći dio učinka zaoštavanja ipak prenosi u prvim mjesecima kada snažno djeluje i učinak anticipacije daljnjeg rasta.<sup>34</sup>

---

<sup>33</sup> Treba imati u vidu da će u rujnu 2024. stupiti na snagu novi Operativni okvir ESB-a za vođenje monetarne politike koji će u svakom slučaju smanjiti kamatne stope na aktivnoj strani. [U dokumentu koji je na stranicama ESB-a objavljen 13. ožujka 2024.](#) najavljeno je smanjenje *spreada* između prekonoćne kamatne stope (eng. deposit facility rate, DFR) i kamatne stope na glavne operacije refinanciranja (eng. marginal refinancing operations, MRO) s aktualnih 50 na 15 bps. Cilj ove promjene je sužavanje koridora u kojem se kreću kamatne stope tržišta novca kako bi se osnažila transmisija monetarne politike.

<sup>34</sup> Glavna ekonomistica MMF-a Gita Gopinath smatra da je na prijelazu 2023. u 2024. već  $\frac{3}{4}$  efekta zaoštavanja preneseno na gospodarstvo u SAD-u, i nešto manje u europodručju ([Gopinath, 2024](#)).

Razumno je pretpostaviti da sličan zaključak vrijedi i za europodručje; bolje pretpostavke od te zasad nemamo.

Ova [analiza je nastavak HUB Analize broj 76 iz travnja 2023.](#) u kojoj je dokumentiran veoma spor kamatni prijenos u Hrvatskoj. Ta analiza je pokazala da je kamatni prijenos puno brži u državama čije su banke slabije likvidne i kapitalizirane jer u većoj mjeri ovise o financiranju putem tržišta novca (imaju veće omjere kredita i depozita).<sup>35</sup> Stoga se sporost kamatnog prijenosa u Hrvatskoj u prvoj fazi rasta kamatnih stopa mogla objasniti visokom likvidnošću i relativno niskim omjerom kredita i depozita, koji ukazuje na nisku ovisnost hrvatskih banaka o financiranju putem tržišta novca. Međutim, HUB Analiza broj 76 iz travnja 2023. još nije bila obuhvatila podatke za 2023. godinu kada su kamatne stope središnjih banaka došle do vrhunca. Zbog toga se prije toga vrhunca pred godinu dana moglo postaviti pitanje nije li rast kamatnih stopa u Hrvatskoj samo odgođen za neko vrijeme. Danas, sa zadnjim uključenim podacima za siječanj 2024. (Slika 2), znamo da je rast kamatnih stopa usporen ili stabiliziran nakon što je ESB u rujnu 2023. zaustavio ciklus rasta kamatnih stopa. Kako je cijeli dosadašnji ciklus rasta uglavnom iscrpio energiju prijenosa, možemo promatrati ukupan prijenos od kraja 2021. kada su se kamatne stope približno nalazile oko povijesnih minimuma, do početka 2024., odnosno do siječnja ove godine tj. četiri mjeseca nakon što je ESB zaustavio najnoviji ciklus povećanja kamatnih stopa.

To razdoblje je podijeljeno na podrazdoblje početka rasta kamatnih stopa od kraja 2021. do kraja 2022., i drugo podrazdoblje u kojemu su kamatne stope prvo doseglye približne vrhunce nakon čega je rast kamatnih stopa usporen ili zaustavljen (podrazdoblje od početka 2023. do početka 2024.). Analiza obuhvaća sedam vrsta prosječnih kamatnih stopa na novoodobrene depozite, kredite i tržišne prinose na dugoročne državne obveznice. Koeficijenti kamatnog prijenosa računaju se kao omjeri promjene prosječnih kamatnih stopa na odgovarajuću vrstu novoodobrenih depozita ili kredita (i na dugoročne državne obveznice) i promjene kamatnih stopa ESB-a (koje su se promijenile za +450 bps od kraja 2021. do početka 2024.). Savršen kamatni prijenos daje koeficijent odnosno omjer od 100%, no stvarni koeficijenti su uglavnom niži od 100%. U iznimnim slučajevima mogu biti i veći od 100%, osobito ako je razdoblje promatranja kraće. U kraćim razdobljima naime postoji mogućnost da se potisak rasta temeljnih kamatnih stopa iz prethodnog razdoblja prenese na tržišne kamatne stope u sljedećem razdoblju u kojem dolazi do zaustavljanja rasta temeljnih kamatnih stopa. Koeficijenti prijenosa mogu biti i negativni ako neka kamatna stopa odnosno prinos zabilježi pad u razdoblju u kojem su kamatne stope središnje banke rasle. Vidjet ćemo da je takav slučaj s obvezničkim prinosima. To se dogodilo zbog prethodnog učinka anticipacije rasta kamatnih stopa kada su koeficijenti bili iznad 100.

U Tablici 1 prikazana je usporedba brzina kamatnog prijenosa u Hrvatskoj s prosjekom europodručja. Koeficijenti kamatnog prijenosa za cijelo promatrano razdoblje i dalje su

---

<sup>35</sup> Analiza je pokazala i utjecaje nižeg reda važnosti kao što su troškovna efikasnost i profitabilnost banaka.

znatno niži u Hrvatskoj nego za prosjek europodručja, osim za državne obveznice. U ovom ciklusu rasta kamatnih stopa do izražaja su došle još tri zanimljive pravilnosti:

1. Iako su koeficijenti prijenosa za državne obveznice za čitavo razdoblje također niži od 100%, prijenos je koncentriran u prvom podrazdoblju (2022.) kada je bio veći od 100% zbog učinka anticipacije rasta kamatnih stopa ESB-a. Zbog toga su koeficijenti negativni u drugom podrazdoblju kada je nastupilo očekivanje zaustavljanja rasta kamatnih stopa. Prema tome, obveznički prinosi sadrže učinak anticipacije monetarne politike kakav uglavnom ne susrećemo kod drugih kamatnih stopa.
2. Prijenos je svuda snažniji kod depozita i kredita sektora poduzeća nego kod kamatnih stopa za sektor kućanstava, s time da je prijenos u Hrvatskoj bio slabiji nego u europodručju u cjelini. Učinak ukupno slabijeg prijenosa u Hrvatskoj koncentriran je u prvom podrazdoblju (2022.); u drugom je došlo do sustizanja prosječnih kamatnih stopa.<sup>36</sup>
3. Prijenos kamatnih stopa na depozite i kredite kućanstava također je bio sporiji u prvom nego u drugom podrazdoblju kada se pojavio i koeficijent iznad 100% kod kratkoročnih depozita kućanstava. Sporost je naročito bila izražena kod dugoročnih stambenih kredita, ali i kod kredita za ostale namjene prijenos je bio oko dva puta slabiji u Hrvatskoj nego u europodručju. Međutim, to nije karakteristika samo kamatnih stopa na kredite kućanstava jer je i koeficijent prijenosa za trošak posudbi za poduzeća u Hrvatskoj niži nego u europodručju.

*Tablica 1. Koeficijenti kamatnog prijenosa – Hrvatska i europodručje*

Vrsta kamatne stope	Koeficijent 2021:12-2024:01		Koeficijent 2021:12-2022:12		Koeficijent 2022:12-2024:01	
	△DFR 450 bps		△DFR 250 bps		△DFR 200 bps	
	RH	EA*	RH	EA*	RH	EA*
Trošak posudbi za poduzeća <sup>37</sup>	66,7%	86,0%	51,2%	82,4%	86,1%	90,5%
Stambeni krediti > 10 g.	25,8%	49,3%	0,4%	52,4%	57,5%	45,5%
Trošak posudbi za kućanstva za kredite za ostale namjene*	38,2%	71,3%	36,4%	85,6%	40,5%	53,5%
10-g. državna obveznica*	64,7%	60,0%	119,2%	108,8%	-3,5%	-1,0%
Kratkoročni depoziti poduzeća	75,1%	89,6%	33,2%	84,0%	127,5%	96,5%
Kratkoročni depoziti kućanstava	48,2%	68,2%	3,2%	48,8%	104,5%	92,0%
Dugoročni depoziti kućanstava	39,8%	56,7%	10%	52,4%	77,0%	62,0%

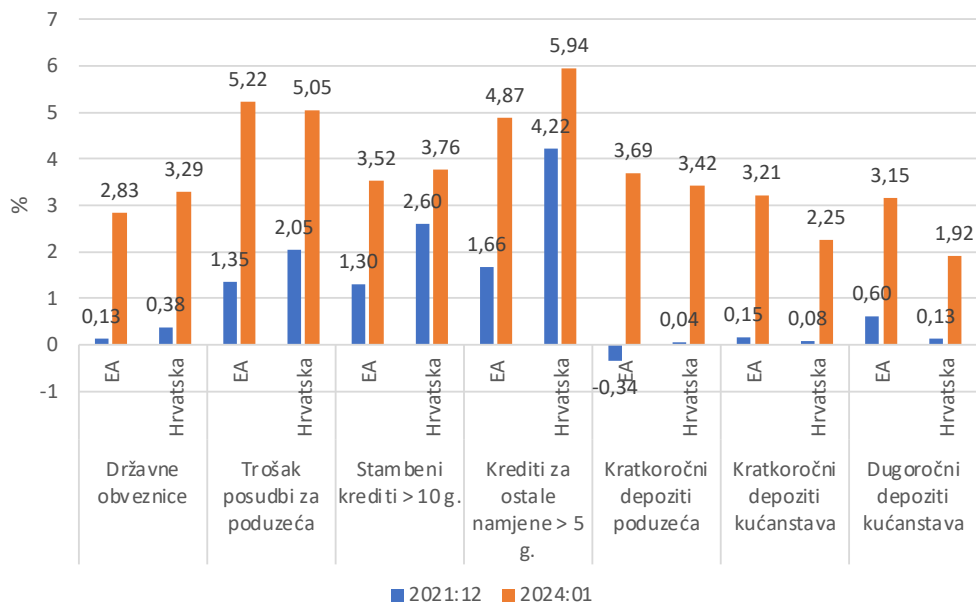
\*EA - prosjek europodručja iz statistike ESB-a (ECB Data Portal). Šifre tablica: trošak posudbi za poduzeća MIR.M.U2.B.A2I.AM.R.A.2240.EUR.N; stambeni krediti > 10 g. (kredit s rokom dospjeća odnosno razdobljem fiksiranja kamatne stope više od 10 godina) MIR.M.AT.B.A2C.P.R.A.2250.EUR.N; krediti za ostale namjene > 5 g. (kredit s rokom dospjeća odnosno razdobljem fiksiranja kamatne stope više od 5 godina) MIR.M.DE.B.A2D.J.R.A.2250.EUR.N; 10-godišnja državna obveznica, prinos, Eurostat, prinosi za mjerenje kriterija iz Maastrichta; kratkoročni depoziti poduzeća MIR.M.SI.B.L22.F.R.A.2240.EUR.N; kratkoročni depoziti stanovništva do 1 g. MIR.M.AT.B.L22.F.R.A.2250.EUR.N; dugoročni depoziti stanovništva s rokom dospjeća više od 2 g. MIR.M.AT.B.L22.H.R.A.2250.EUR.N

Izvor: ECB Data Portal, Eurostat

<sup>36</sup> Dugoročni depoziti poduzeća nisu prikazani jer poduzeća veoma rijetko oročavaju viškove novčanih sredstava na dugi rok pa te prosječne kamatne stope nisu reprezentativne.

<sup>37</sup> O konstrukciji troška posudbi za poduzeća za Hrvatsku vidjeti fusnotu 5.

**Slika 11. Prosječne kamatne stope 2021:12 i 2024:01**



Izvor: ESB (ECB Data Portal) i Eurostat

Ishod razlika u brzinama kamatnog prijenosa vidi se na Slici 11 koja prikazuje usporedbu prosječnih kamatnih stopa prije i poslije zadnjeg ciklusa rasta kamatnih stopa ESB-a. Upućuje na konvergenciju kamatnih stopa na kredite banaka u Hrvatskoj u okviru europodručja. No, to ne vrijedi za depozitne kamatne stope i državne obveznice. Prinosi na dugoročne državne obveznice više su udaljeni od prosjeka europodručja nego potkraj 2021. (razlika se povećala s 25 na 46 bps). Odnos se pak potpuno obrnuo kod prosječnog troška posudbi za poduzeća koji je prije bio veći u Hrvatskoj nego u europodručju, a sada je niži. Kod kamatnih stopa na kredite kućanstvima nije došlo do takvog preokreta, ali razlike u odnosu na prosjek europodručja znatno su smanjene: za stambene kredite s razdobljem fiksiranja kamatne stope iznad 10 godina razlika je smanjena sa 130 na 24 bps (jer je prosječna kamatna stopa u Hrvatskoj narasla s 2,60 na 3,76%, a u europodručju s 1,30 na 3,52%). Za kredite za ostale namjene s razdobljem fiksiranja kamatne stope iznad 5 godina razlika je smanjena s 256 na 107 bps jer je prosječna kamatna stopa u Hrvatskoj narasla s 4,22 na 5,94%, a u europodručju s 1,66 na 4,22% u cijelom promatranom razdoblju.

Dio sporijeg rasta kamatnih stopa na kredite u Hrvatskoj nego u europodručju može se objasniti blažim rastom depozitnih kamatnih stopa. Kamatne stope na kratkoročne depozite poduzeća u Hrvatskoj su potkraj 2021. bile 38 baznih bodova više od prosjeka europodručja, a početkom 2024. 27 baznih bodova niže; dakle, u ovoj kategoriji imamo obrat u suprotnome smjeru u odnosu na trošak posudbi za poduzeća. Kamatne stope na kratkoročne depozite kućanstava su potkraj 2021. bile samo 7 baznih bodova niže nego u europodručju, da bi početkom 2024. bile čak 96 baznih



bodova niže. Kamatne stope na dugoročne depozite kućanstava u Hrvatskoj su potkraj 2021. bile 47 baznih bodova niže nego u europodručju, dok se taj zaostatak do početka 2024. povećao na 123 bazna boda. Međutim, ne može se sav slabiji prijenos na kamatne stope na kredite pripisati slabijem prijenosu na kamatne stope na depozite. Zbog toga učinke na depozitnoj strani možemo promatrati odvojeno od učinaka intermedijacije koji uvjetuju promjene razlike (kamatnog spreada) između pasivnih i aktivnih kamatnih stopa banaka.

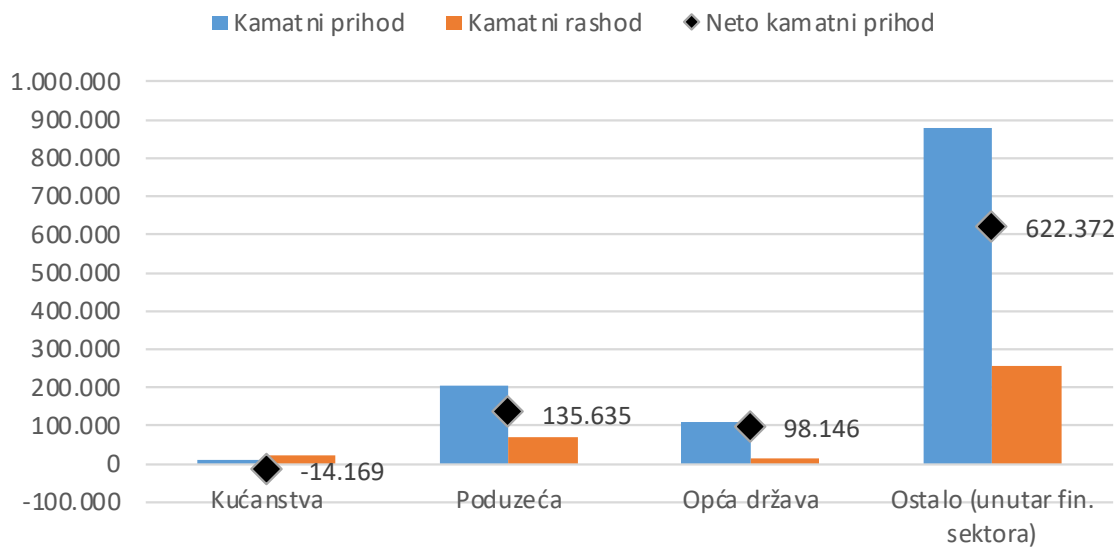
Općenito, kamatne stope na depozite slabije reagiraju ako je kamatna elastičnost potražnje za depozitima niska. To je razlog zbog kojeg su koeficijenti prijenosa kamatnih stopa gotovo svuda veći kod depozita poduzeća nego kod depozita kućanstava (uočite razliku koeficijenata u europodručju: 90% naspram 68%). Financijski menadžeri poduzeća u prosjeku su bolje financijski obrazovani od građana i imaju vještine koje omogućavaju bolje korištenje različitih prigoda za ulaganja novčanih viškova u usporedbi s građanima. Neki od njih znaju koristiti i prigode koje pružaju međunarodna financijska tržišta i fintech platforme. To čini korporativnu potražnju za depozitima elastičnijom na kamatne stope, a depozite mobilnijima.

Ipak, na prikazane razlike u koeficijentima prijenosa utjecali su i čimbenici na strani ponude depozita. Tamo gdje su banke kao u Hrvatskoj bile visoko likvidne i neovisne od veleprodajnog tržišta novca, pritisak na nuđenje viših kamatnih stopa na depozite bio je manji. Isti čimbenici su dodatno ublažili prijenos na kamatne stope na kredite čiji su koeficijenti prijenosa posvuda u prosjeku niži od koeficijenata prijenosa na kamatne stope na depozite. Naime, visokolikvidne banke su u proteklom ciklusu rasta kamatnih stopa mogle postići zahtijevani povrat na kapital kroz povećani kamatni prihod od držanja viškova likvidnosti kod drugih financijskih institucija, između ostalog i središnjih banaka članica Eurosustava, a ne dominantno kroz prijenos efekta rasta kamatnih stopa na kredite poduzećima i kućanstvima.<sup>38</sup> Slika 12 pokazuje da je 622 milijuna eura rasta neto kamatnog prihoda banaka u Hrvatskoj 2023. u odnosu na 2022. godinu (šro je 74% od ukupnog povećanja neto kamatnog prihoda) došlo od kratkoročnih plasmana viškova likvidnosti, u čemu se najveći dio od 470 milijuna odnosi na kamate na prekononočne depozite kod središnje banke. Tek manji dio rasta kamatnog prihoda odnosi se na depozitno-kreditne odnose banaka s poduzećima i državnim sektorom. Sektor kućanstava u 2023. godini bio je čak u plusu u odnosu s bankama u Hrvatskoj u smislu više primljenih (kamatni rashod za banke na Slici 12) nego plaćenih kamata (kamatni prihod) nego 2022.

---

<sup>38</sup> Ova činjenica može objasniti (slabu) negativnu vezu između povrata na kapital i brzine prijenosa kod nekih vrsta kamatnih stopa (HUB Analiza br. 74).

**Slika 12. Kamatni prihodi i rashodi po vrsti klijenata - sektora u 000 €, razlika 2023. - 2022.**

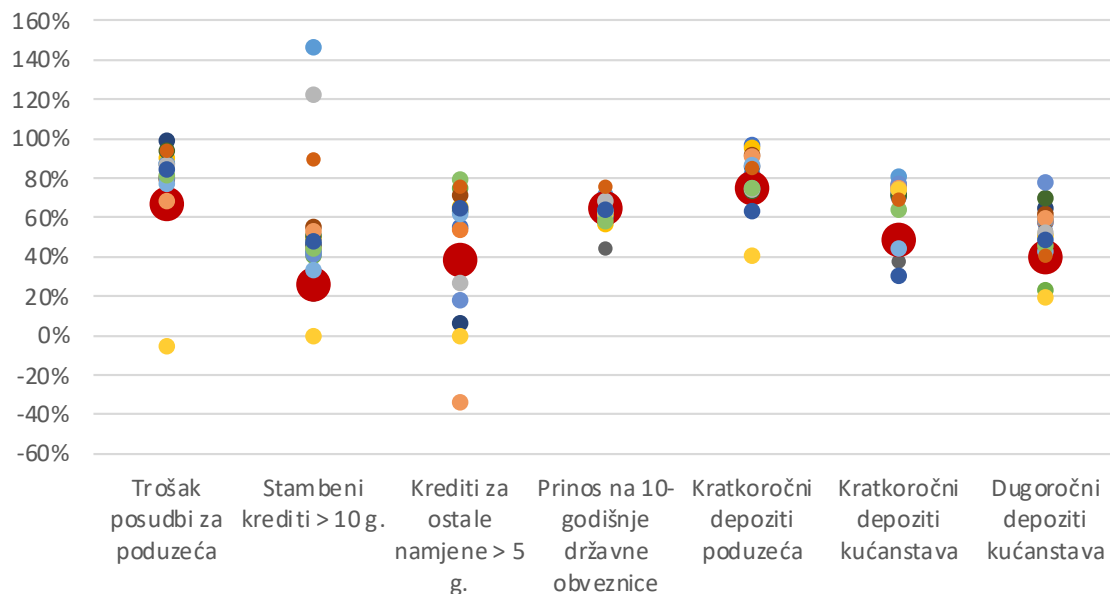


Izvor: HNB, vlastita obrada ([HUB Pregled 1/2024](#))

Pri tumačenju podataka iz Tablice 1 i sa Slike 11 treba imati na umu da su prosjeci europodručja pod dominantnim utjecajem kamatnih stopa u Njemačkoj i Francuskoj. Iz toga se ne vidi usporedba koeficijenata kamatnog prijenosa u Hrvatskoj s drugim sličnim zemljama (manjim, otvorenim i slabije razvijenim od prosjeka europodručja). Slika 13 pruža bolji uvid u položaj Hrvatske unutar distribucije koeficijenata kamatnog prijenosa za 20 država članica europodručja.<sup>39</sup> Hrvatska je pri samom dnu distribucije koeficijenata za troškove posudbi poduzeća i za kamatne stope na stambene kredite. Samo jedna zemlja (žuta točka – Malta) ima znatno niže koeficijente prijenosa od Hrvatske. Kod kredita za ostale namjene Hrvatska je bliže sredini distribucije, no i dalje je na sedmom mjestu odozdo prema brzini prijenosa. Prijenos na 10-godišnje obvezničke prinose izrazito je ujednačen, te ni Hrvatska ne odstupa iz ove sužene distribucije. Njezin uzak raspon govori o boljoj integraciji tržišta državnih obveznica od tržišta depozita i kredita. Ta činjenica je kombinirani rezultat Eurosemestra, fiskalnih pravila i, u manjoj mjeri, korištenja državnih obveznica kao kolaterala za monetarne operacije Eurosustava. Tržišta depozita su slabije integrirana od tržišta državnih obveznica (širi rasponi distribucija), ali u isto vrijeme i bolje integrirana (uži rasponi) od tržišta kredita kućanstvima koja se najviše fragmentirana. Tržište kredita za poduzeća očigledno je više integrirano od tržišta kredita kućanstvima, što se vidi iz užeg raspona koeficijenata prijenosa po zemljama. Hrvatski koeficijenti prijenosa na strani depozita također se smještaju bliže donjem repu distribucija po zemljama (Slika 13).

<sup>39</sup> Prikazani su koeficijenti za cijelo promatrano razdoblje.

**Slika 13. Položaj Hrvatske (uvećani crveni krug) u distribuciji koeficijenata prijenosa u europodručju**



Izvor: ESB, vlastiti izračun

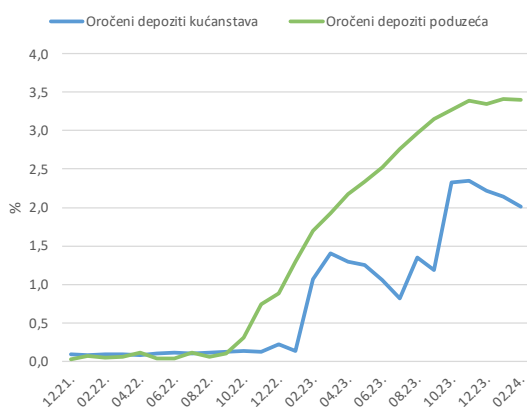
Prikazana raspršenost distribucija koeficijenata prijenosa na tržištu kredita nije rezultat samo različitih ponašanja banaka, već i različitih uvjeta (regulacije, inflacije, gospodarskog rasta, fiskalnih i općenito ekonomskih politika), što također upućuje na potrebu ujednačavanja transmisijskog procesa širom monetarne unije, čemu bi dvojni mandat ESB-a mogao dati svoj doprinos.

### Uloga regulative i inercije

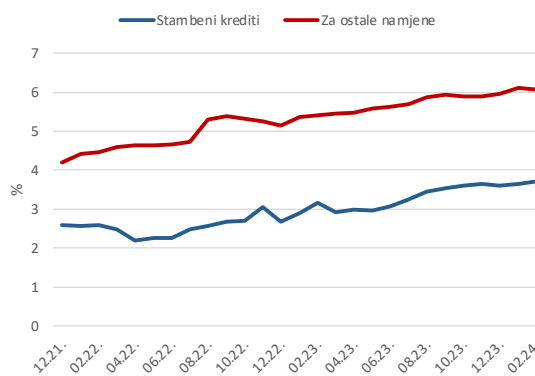
Zaključci o znatno sporijem kamatnom prijenosu u Hrvatskoj u toku prošlog ciklusa povećanja kamatnih stopa vjerojatno se neće mijenjati nakon što prođe i 2024. godina. Slika 2 jasno ukazuje na već prisutnu stabilizaciju troška posudbi za poduzeća, a slike 14 i 15 ukazuju da to nije izolirana pojava: sve vrste kamatnih stopa na novoodobrene depozite i kredite u Hrvatskoj pokazuju tendenciju stabilizacije proteklih mjeseci. Drugo je pitanje kako će se kamatne stope banaka ponašati nakon što započne najavljeni ciklus smanjenja temeljnih kamatnih stopa: kolike će biti vremenske odgode u prijenosu nakon smanjenja temeljnih kamatnih stopa središnje banke, i koliko će na tržišne kamatne stope utjecati potražnja za kreditima i depozitima koja će zavisiti o specifičnim nacionalnim okolnostima kao što je gospodarski rast. Naime, brži gospodarski rast od prosjeka europodručja mogao bi preko potražnje za kreditima utjecati na sporiji kamatni prijenos i u fazi pada temeljnih kamatnih stopa.

Takav je razvoj daleko od izvjesnog. Hrvatska je tek nedavno postala članicom europodručja pa se ponašanje njenog financijskog sustava u tom okviru tek profilira. U budućće ćemo trebati sofisticiranije ekonometrijske pristupe za odvojenu analizu učinaka na strani ponude i na strani potražnje za kreditima na kamatne stope kako bismo preciznije procijenili prijenos i pojedine uzroke njegove brzine.

Slika 14. Prosječne kamatne stope na nove depozite 2021:12-2024:2



Slika 15. Prosječne kamatne stope na nove stambene i kredite za ostale namjene 2021:12 - 2024:2

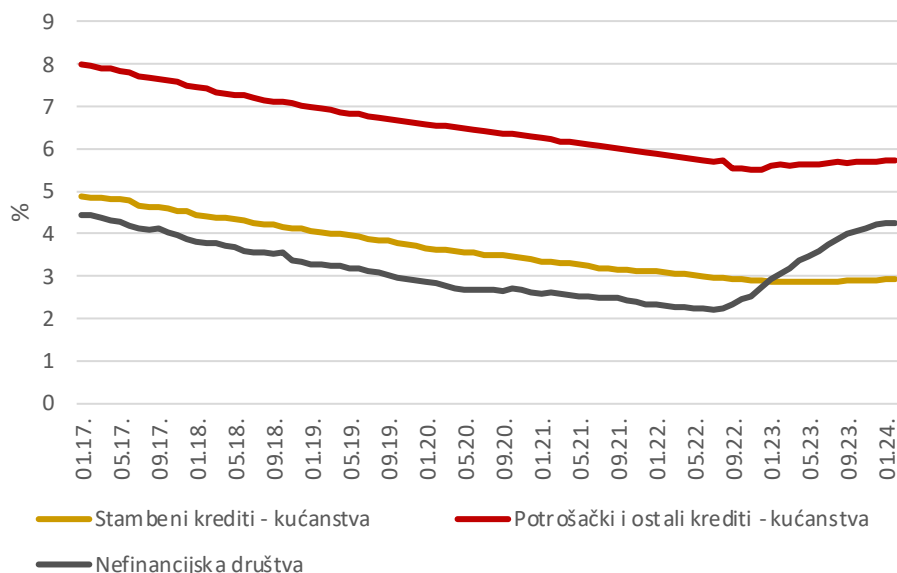


Izvor: HNB

Naposljetku, kada započne smanjenje kamatnih stopa središnjih banaka još neko vrijeme će trajati razdoblje prilagođavanja prosječnih kamatnih stopa računatih prema stanjima kredita i reguliranih kamatnih stopa. Tome su tri razloga.

Prvo, prosječne kamatne stope računane na temelju stanja kredita reagiraju sa zakašnjenjem u odnosu na veće kamatne stope računane na temelju novih ugovora koje brzo reagiraju na stanje na tržištu. S protekom vremena iz obračuna osnovice stanja kredita izlaze stariji krediti koji se otplaćuju i koji su bili odobreni uz niže kamatne stope, tako da veći ponder pri izračunu na bazi stanja dobivaju mlađi krediti koji su odobreni uz više kamatne stope. To se događa veoma postupno. Slika 16 pokazuje da proces prilagođavanja prosječnih kamatnih stopa na stambene kredite još nije ni započeo – tek je zaustavljen trend pada – dok se kod kamatnih stopa na potrošačke i ostale kredite jedva vidi prva naznaka povećanja prosjeka. U isto vrijeme, prosječne kamatne stope na kredite poduzećima (nefinancijskim društvima) računane na bazi stanja reagirale su gotovo istim intenzitetom kao i kamatne stope na novoodobrene kredite poduzećima. Kamatne stope na kredite poduzećima prirodno reagiraju brže jer je među kreditima poduzećima veći udjel kratkoročnih i kredita s promjenjivom kamatnom stopom koje su vezane uz eursku kamatnu stopu tržišta novca.

**Slika 16. Prosječne kamatne stope na bazi stanja kredita 2017:01 - 2024:02**



Izvor: HNB

Veliku inerciju prosjeka na bazi stanja kod kredita stanovništvu, osobito kod stambenih kredita, objašnjava i regulativa. To nas dovodi do drugog razloga spore prilagodbe prosječnih kamatnih stopa na stanja kredita kućanstvima: primjena temeljne nacionalne referentne stope (NRS). Naime, NRS nije referentna kamatna stopa tržišta novca nego se računa kao statistički prosjek (kamatnog troška financiranja domaćeg bankovnog sektora) i primjenjuje s vremenskim pomakom od nekoliko mjeseci ([HNB, 2023](#)). Utjecaj inercije inducirane NRS-om zavisi o ukupnoj zastupljenosti NRS-a u ugovorima o kreditima s promjenjivom kamatnom stopom i o vremenskoj dimenziji odabranih NRS-a (3, 6 ili 12 mjeseci). Prvi vremenski pomak nastaje zbog toga što se NRS za prethodno tromjesečje objavi u toku sljedećeg tromjesečja, što daje vremenski pomak od oko 3,5 mjeseca u odnosu na tržište depozita.<sup>40</sup> Drugim riječima, proći će minimalno 3,5 mjeseca od prve reakcije kamatnih stopa na tržištu depozita do ugradnje te reakcije u objavljeni NRS. No, to je tek početak priče o inercijama. Drugi vremenski pomak zavisi o ročnosti samog NRS-a, jer prosječni trošak 12-mjesečnih depozita reagira na stanje tržišta novca sporije od 3-mjesečnih. Treći vremenski pomak zavisi o proteku vremena od objave do primjene novog NRS-a.

Inercija zbog vremenskih pomaka u kraćim periodima ide na štetu dužnika u uvjetima pada kamatnih stopa tržišta novca (dulje se zadržavaju ranije veće kamatne stope), a u njihovu korist u uvjetima rasta (dulje se zadržavaju ranije niže kamatne stope).

<sup>40</sup> Oko 60 dana je period od završetka tromjesečja do objave za proteklo tromjesečje, no kako se tromjesečni podatak odnosi na razdoblje od -150 do -60 dana u odnosu na dan objave, sredina vremenskog zaostatka po ovoj osnovi je oko 105 dana.

Prema tome, inercija NRS-a sada radi u korist dužnika koji su odabrali kredite s promjenjivom kamatnom stopom na bazi NRS-a nakon što je kroz dulji raniji period pada kamatnih stopa radila na njihovu štetu. U dugom roku efekti sa suprotnim predznakom približno se poništavaju. Međutim, ti efekti su veoma različiti za pojedine dužnike ovisno o datumu sklapanja ugovora o kreditu i datumu otplate. Takvi spekulativni elementi uvijek su prisutni kod kredita s promjenjivom kamatnom stopom. Međutim, može se pokazati da su drugi elementi regulative potpuno istisnuli ovu vrstu kredita iz ponude.

Taj treći faktor inercije povezan je s regulativnim limitima za kamatne stope na novoodobrene potrošačke kredite (maksimalno dopuštene kamatne stope na kredite). Gornji limiti se izračunavaju na temelju podataka o prosječnim kamatnim stopama za stanja kredita (Okvir 3) čime se na ranije opisane inercijske faktore koji su ugrađeni u izračune prosjeka za stanja kredita nadograđuju dodatni inercijski faktori koji su povezani s administrativnom regulativom.

### **Okvir 3. Regulativni limiti za kamatne stope**

Članak 11.b. i 11.c. Zakona o potrošačkom kreditiranju i članak 25. Zakona o stambenom potrošačkom kreditiranju propisuju limite za promjenjive kamatne stope. Prosječnu ponderiranu kamatnu stopu za izračun maksimalno dopuštene kamatne stope HNB objavljuje 1.1. i 1.7. svake godine na temelju podatka o prosječnim kamatnim stopama za stanja kredita 60 dana prije dana objave. Prema tome, na ranije opisane inercijske faktore koji utječu na izračun prosječne kamatne stope na stanja kredita nadograđuje se regulativna inercija jer objava HNB-a vrijedi 181 dan, što unosi dodatnu inerciju u kamatne stope na novoodobrene kredite u trajanju između 60 i 241 (=181+60) dan, ovisno o datumu podizanja kredita unutar polugodišta. Kako bi predvidio mogućnost postupne prilagodbe kamatnih stopa na kredite u uvjetima rasta kamatnih stopa na depozite zakonodavac je dopustio da kamatna stopa na novoodobrene potrošačke kredite s promjenjivom kamatnom stopom bude za 50% veća od prosječne ponderirane kamatne stope koju objavi HNB. Kod stambenih kredita faktor dopuštenog uvećanja manji je i iznosi 1/3. Trenutačno maksimalno dopuštene kamatne stope su 3,73% za stambene kredite, što je niže od DFR ESB-a. Pored opisanih limita koji su već doveli do nestanka ponude stambenih kredita s varijabilnom kamatnom stopom u primjeni su i ukupni gornji limiti na sve vrste efektivnih kamatnih stopa za potrošačke kredite, što se odnosi i na trenutačno prevladavajuće ugovore s fiksnim kamatnim stopama u potrošačkom i stambenom potrošačkom kreditiranju. Prema članku 20.a. Zakona o potrošačkom kreditiranju zatezna kamatna stopa koja je propisana na razini kamatne stope ESB-a za glavne operacije refinanciranja (MRO = 4,5%) uvećano za 3 postotna boda trenutačno iznosi 7,5% i to je apsolutni gornji limit za efektivnu kamatnu stopu na stambene kredite. Maksimalno dopuštena (efektivna) kamatna stopa za ostale potrošačke kredite određena je na razini zatezne kamatne stope uvećano za 2 postotna boda što daje trenutačni limit od 9,5%. Time je posredno limitirana i razlika u premiji rizika između stambenih i ostalih potrošačkih kredita na maksimalnih 2 postotna boda.

Regulativni limiti u uvjetima rasta kamatnih stopa već su doveli do nestanka ponude kredita s varijabilnim kamatnim stopama – potakli su kreditiranje uz fiksne kamatne stope. To je, naizgled, povoljno za potrošače. I to je bilo tako u uvjetima kada su kamatne stope bile niske. Međutim, izostanak ponude kredita s varijabilnom kamatnom stopom može postati problem. S jedne strane, ulazak kreditora u periode

fiksiranja koji su previše dugotrajni da bi se u njima mogla pružiti zaštita od kamatnog rizika putem uobičajenih tržišnih instrumenata (kamatni swapovi) znači povećanje ukupnog rizika portfelja. S druge strane, izostanak ponude dugoročnih kredita s varijabilnom kamatnom stopom u razdoblju kada su fiksne kamatne stope povijesno gledano visoke znači nepotrebno „zaključavanje“ potrošača u visinama kamatnih stopa koje će u dugom roku u prosjeku na tržištu vjerojatno biti niže.

Problem bi se mogao ublažiti relaksacijom regulacije; na primjer, određivanjem referentnog prosjeka koji služi kao polazište za izračun limita na temelju prosječne ponderirane kamatne stope na novoodobrene kredite umjesto prosjeka na stanja kao što stoji u sadašnjem rješenju, i/ili skraćivanjem razdoblja važenja referentnog polazišta sa sadašnjih pola godine na tri mjeseca.

Također je upitno koliko apsolutni gornji limiti na efektivne kamatne stope (Okvir 3) imaju smisla. Naime, u dosadašnjem razdoblju rasta kamatnih stopa pokazalo se da tržišni odnosi ponude i potražnje (za kredite s fiksnom kamatnom stopom) učinkovito kontroliraju efektivne kamatne stope (trenutačno na stambene kredite iznose 4,07%, a na ostale potrošačke 6,63%). Konkurencija na strani ponude kredita i potražnja (ponašanje potrošača) zadržavaju efektivne kamatne stope oko 3 postotna boda ispod zakonom propisanih ukupnih limita za efektivne stope. Međutim, ti limiti su vezani uz kamatnu stopu MRO koja će uskoro početi padati. Ako bi pad bio nagao zbog recesije koja uvećava kreditne rizike, maksimalno dopuštene efektivne kamatne stope također bi naglo pale, što bi moglo dovesti do pojave „škara“ kamatnih stopa – pada gornjih regulativnih limita ispod ravnotežnih tržišnih kamatnih stopa koje još neko vrijeme mogu rasti zbog opisanih inercija i/ili budućeg rasta premija rizika.

S motrišta kamatnog prijenosa zaključno pitanje glasi jesu li opisane regulativne inercije uzrokovale sporiji kamatni prijenos u Hrvatskoj u usporedbi s europodručjem i mogu li one dodatno usporiti prijenos u predstojećem kamatnom ciklusu koji će vjerojatno započeti ove godine smanjenjem kamatnih stopa ESB-a.

Tezu da regulativne inercije nisu bile presudan faktor sporog kamatnog prijenosa u Hrvatskoj možemo braniti usporedbom s brzinom prijenosa kod drugih vrsta kamatnih stopa. Koeficijenti u Tablici 1 pokazuju vidno sporiji kamatni prijenos u Hrvatskoj u usporedbi s europodručjem kod kamatnih stopa na depozite i, najvažnije, kod troška posudbi za poduzeća koji nije predmetom regulativnih limita (Okvir 3). Utjecaj regulacije kamatnih stopa na kredite kućanstvima ne može se posve isključiti jer je razlika u brzini prijenosa u odnosu na europodručje izraženija kod kamatnih stopa na kredite stanovništvu nego kod kamatnih stopa na kredite poduzećima. Međutim, općenito spor prijenos u Hrvatskoj treba tumačiti sistemskim čimbenicima koji utječu na sve kamatne stope – i na one više i na one manje regulirane. Ti čimbenici su: (1.) nizak omjer kredita i depozita (izoliranost troškova financiranja banaka od tržišta novca), (2.) visoka likvidnost koja je dobrim dijelom bila povezana s priključenjem europodručju (i s time povezana mogućnost banaka da dostignu zahtijevane povrate

na kapital kroz nagli rast kamatnih prihoda u odnosu s Eurosustavom), i (3.) niska kamatna elastičnost potražnje za depozitima. Slijedom iste logike ne može se isključiti da će opisane inercije i općenito spor prijenos djelovati u suprotnom smjeru i zadržati kamatne stope razmjerno inertnima kada započne novi ciklus smanjenja kamatnih stopa u europodručju. Tome, zahvaljujući logici sreće u nesreći, može pogodovati i rast potražnje za kreditima koji je povezan sa znatno bržim gospodarskim rastom u Hrvatskoj nego u europodručju, koji će se po svemu sudeći nastaviti. Međutim, takav razvoj je daleko od izvjesnog scenarija. Tržišna integracija, prekogranična mobilnost depozitne osnovice, širenje financijske pismenosti, oplemenjivanje individualnih portfelja različitim klasama financijskih imovina (efekti supstitucije) i povećanje kamatne elastičnosti potražnje za depozitima mogu poput ljepila ujednačiti kamatne stope u Hrvatskoj i cijelome europodručju. Naravno, pitanje je vremena koje je potrebno za odvijanje tih procesa. Stoga za kraj vrijedi podsjetiti još jednom: Hrvatska je nedavno postala članicom europodručja pa se ponašanje njenog financijskog sustava u tom okviru tek profilira. Nemamo povijesna iskustva, ona su tek počela nastajati.



## Literatura

- Andrade, P. i dr. (2016.): The ECB's asset purchase programme: an early assessment. ECB Working Paper Series No. 1956.
- Arce, O. i dr. (2023.): More jobs but fewer working hours. The ECB Blog, 7. lipanj 2023.
- Busch, B. i dr. (2023.) Where does the money from the EU budget go? Net contributors and net recipients in the EU. IW-Report No. 48.
- Darvas, Z. (2020.) Next Generation EU payments accross countries and years. Bruegel Blog, 12. studeni 2020.
- Dupor, B. (2023.) Examining Long and Variable Lags in Monetary Policy. Regional Economist: Federal Reserve Bank St. Louis, 24. svibanj 2023.
- Econstream (2024.) ECB Governing Council. 1. travanj 2024.
- Europska središnja banka (2017.) Manual on MFI Interest Rate Statistics. Siječanj 2017.
- Europska središnja banka (2022.) Transmission Protection Instrument. Press Release, 21. srpanj 2022.
- Europska središnja banka (2024.) Monetary policy decisions. 7. ožujak 2024.
- Europska središnja banka (2024.) ECB announces changes to the operational framework for implementing monetary policy. Press Release, 13. ožujak 2024.
- Falagiarda, M. (2024.) Inflation in the eastern euro area: reasons and risks. The ECB Blog, 10. siječanj 2024.
- Federal Open Market Committee (2022.) Statement on Longer-Run Goals and Monetary Policy Strategy. Federal Reserve.
- Gagnon, J. E. i M. Sarsenbayev (2022.) 25 Years of Excess Unemployment in Advanced Economies: Lessons for Monetary Policy. Peterson Institute for International Economics, Working Paper 22-17.
- Gopintah, G. (2024.) US Economy Has Already Seen 75% of the Impact from the Fed's Rate Hikes. Davos WEF, 16. siječanj 2024.
- Gordon, R. J. (2006.) The Boskin Commission Report: A Retrospective One Decade Later. NBER Working Paper 12311.
- HNB (2023.) Metodologija izračuna nacionalne referentne stope.
- Lane, P. (2024.) Intervju za Corriere della Serra. 13. siječanj 2024.
- Lane, P. (2024.) The 2021-2022 inflation surges and monetary policy in the euro area. The ECB Blog, 11. ožujak 2024.
- Messeri, E. (2023.) Why the 2% inflation target? Michigan Journal of Economics, 4. rujna 2023.
- Rahmouni-Rousseau I. i I. Schnabel (2024.): The dynamics of PEPP reinvestments. The ECB Blog, 13. veljače 2024.

Schnabel, I. (2023.) The last mile. Govor na godišnjoj Homer James Memorial Lecture. 2. studeni 2023.

Šonje, V. (2022.) Inflacija, monetarna politika i gospodarski rast u europodručju u uvjetima serije vanjskih šokova. HUB Analiza 74, svibanj 2022.

Šonje, V. (2023.) Kamatni prijenos nakon najvećeg rasta kamatnih stopa u povijesti europodručja. HUB Analiza 76, travanj 2023.

Šonje, V. (2023.) Je li moguća recesija bez osjetnog rasta nezaposlenosti? Arhivanalitika Ekonomski lab, 25. kolovoz 2023.