

# Utjecaj aktivnih kamatnih stopa na investicije u Hrvatskoj 2000.-2019. godine

---

Družinić, Nina

Professional thesis / Završni specijalistički

2021

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University North / Sveučilište Sjever**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:122:547295>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-03-11**



Repository / Repozitorij:

[University North Digital Repository](#)





**Sveučilište Sjever**

**Specijalistički poslijediplomski rad**

**Utjecaj aktivnih kamatnih stopa na investicije  
u Hrvatskoj u periodu 2000.-2019.g.**

**Nina Družinić, mag. oec.**

**Varaždin, studeni 2021. godine**



**Sveučilište Sjever**

**Odjel za ekonomiju**

**Poslijediplomski specijalistički studij Poduzetništvo i EU fondovi**

**Specijalistički poslijediplomski rad**

**Utjecaj aktivnih kamatnih stopa na investicije  
u Hrvatskoj u periodu 2000.-2019.g.**

**Student**

Nina Družinić, mag. oec.

**Mentor**

Izv.prof.dr.sc. Ante Rončević

**Varaždin, studeni, 2021. godina.**

## **Sažetak**

Ovaj rad bavi se analizom kretanja nekoliko varijabli: kamatnih stopa na kredite, volumena kredita poduzeća i stambenih kredita te investicija što se u konačnici stavlja u kontekst kretanja BDP-a. Unatoč činjenici da su izvori financiranja i kamatne stope na kredite poduzećima te stambene kredite građanstvu važan faktor koji utječe na investicije, a preko investicija i na BDP, uslijed neefikasnosti kamatnog transmisijskog mehanizma u Hrvatskoj iste nisu kanal putem kojeg akteri monetarne politike aktivno utječu na gospodarstvo. Zbog toga se može zaključiti da je u Hrvatskoj kamatna stopa tek sporedni faktor kod donošenja odluka o investicijama. Kreditiranje nije primarni izvor financiranja investicija, iako je dostupnost kredita neosporno vrlo važna za daljnji razvoj i gospodarski rast. Može se očekivati da će po pristupanju Hrvatske EMU kamatne stope općenito, a između ostalog i kamatne stope na kredite postati znatno važniji kanal upravljanja makroekonomskim varijablama, pa tako i samim investicijama.

**KLJUČNE RIJEČI:** kamatne stope, krediti, transmisijski mehanizam, bruto investicije u fiksni kapital, BDP, RH

## **Abstract**

This paper deals with the analysis of the movement of several variables: interest rates and the volume of corporate and housing loans and investments, which is ultimately placed in the context of GDP trends. Despite the fact that the sources of financing and interest rates on corporate loans and housing loans to households are important factor which influences on investments, and through investments influences the GDP, due to the inefficiency of the interest rate transmission mechanism in Croatia, they are not a channel through which monetary policy actors actively influence economy. Therefore, it can be concluded that in Croatia the interest rate is only a secondary factor in making decisions about investments. Lending is not a primary source of investment financing, although availability of getting a loan is undeniably very important for further development and economic growth. It can be expected that after Croatia enters in EMU, interest rates in general, and among other things interest rates on loans, will become a much more important channel for managing macroeconomics variables, including investments.

**KEYWORDS:** interest rates, loans, transmission mechanism, gross fixed capital formation, GDP, RH

## Sadržaj

1.	Uvod .....	8
1.1.	Predmet rada.....	9
1.2.	Cilj rada, metode istraživanja i istraživačke hipoteze .....	10
1.3.	Struktura istraživačkog rada .....	10
2.	Teorijski pregled veze između kamatnih stopa i investicija .....	12
2.1.	Pojmovno određenje investicija .....	12
2.1.1.	Važnost investicija u realizaciji gospodarskog rasta .....	16
2.2.	Kamatne stope .....	20
2.3.	Monetarna politika .....	22
2.3.1.	Ciljevi monetarne politike .....	22
2.3.2.	Transmisijski mehanizam kamatnih stopa .....	25
3.	Kretanje kamatnih stopa HNB-a i ECB-a u periodu 2000.-2019.g. ....	32
3.1.	Kretanje kamatnih stopa ECB-a u periodu 2000.-2019.g. ....	32
3.2.	Kretanje kamatnih stopa HNB-a i kamatnih stopa na hrvatskom međubankovnom tržištu u periodu 2000.-2019.g. ....	39
4.	Kretanje aktivnih kamatnih stopa u Hrvatskoj u periodu 2000.-2019.g. ...	52
4.1.	Kamatne stope na kredite poduzećima u Hrvatskoj u periodu 2000.-2019.g.	52
4.1.1.	Analiza aktivnih kamatnih stopa poduzećima u Hrvatskoj u periodu 2011.-2019.g. s obzirom na valutu .....	60
4.1.2.	Analiza kamatnih stopa na kredite poduzeća u Hrvatskoj u periodu 2011.-2019.g. s obzirom na ročnost i namjenu .....	70
4.2.	Kamatne stope na stambene kredite u Hrvatskoj u periodu 2000.-2019.g.	73
4.3.	Zaključna razmatranja vezana za kamatne stope u Hrvatskoj u periodu 2000.-2019.g. ....	83
5.	Investicije u Hrvatskoj u periodu 2000.-2019.g. ....	88

5.1.	Bruto investicije u fiksni kapital u Hrvatskoj u periodu 2000.-2019.g.	88
5.2.	Kreditni kao izvor financiranja investicija u Hrvatskoj u periodu 2012.-2018.g.	104
5.3.	Zaključna razmatranja o utjecaju kamatnih stopa na investicije .....	114
6.	Zaključak.....	117
	Popis literature.....	120
	Popis tablica .....	125
	Popis slika .....	127
	Popis grafova.....	128
	Životopis studenta.....	131

## **Popis korištenih kratica**

BDP - Bruto domaći proizvod

DMFI - druge monetarne financijske institucije

DZS - Državni zavod za statistiku

ECB - Europska centralna banka

EMU - Europska monetarna unija

EONIA - Euro OverNight Index Average

EU - Europska unija

EURIBOR - Euro Interbank Offered Rate

€STR – Euro short - term rate

HICP – Harmonizirani indeks potrošačkih cijena

HNB - Hrvatska narodna banka

NPUSK - Neprofitne ustanove koje služe kućanstvima

RH – Republika Hrvatska

ROIC - Return on invested capital – povrat na uloženi kapital



# 1. Uvod

Iz razgovora s poduzetnicima i hrvatskim građanima može se steći dojam kako kamatne stope i uvjeti odobrenja kredita predstavljaju značajnu stavku kod donošenja odluke o tome hoće li ući u određenu investiciju ili primjerice podići stambeni kredit. Znajući kako su kamate stope na kredite na hrvatskom tržištu nešto više u odnosu na kamatne stope kod razvijenih zemalja EU, može se zaključiti da je upravo „visoka“ kamatna stopa na kredite često kočnica zbog koje poduzeća i građani odlučuju ne podići kredit i ne investirati. Ekonomska teorija ističe kamatnu stopu kao jedan od glavnih faktora koji utječu na investicije, a koje su pak preduvjet gospodarskom rastu. Investicije povećavaju opće blagostanje gospodarstva te imaju pozitivne dugoročne efekte na povećanje konkurentnosti gospodarstva. Kako se spomenuta kamatna stopa na kredite za financiranje investicija stavlja u kontekst jednog od glavnih faktora kod donošenja odluke o ulasku u investiciju, postavlja se pitanje ograničavaju li „visoke“ kamatne stope investicije i posljedično tome sam gospodarski rast. Investicije i kamatne stope predmet su istraživanja brojnih autora. Pad kamatnih stopa ima značajne pozitivne efekte na rast investicija što pak ima pozitivne efekte na rast gospodarstva, odnosno BDP-a.

Unatrag desetak godina na hrvatskom je tržištu došlo do značajnog smanjenja kamatnih stopa, kako na depozite, tako i na kredite. No, nije razvidno je li smanjenje kamatnih stopa na kredite značajnije potaknulo kreditnu aktivnost banaka u segmentu kreditiranja investicijskih ulaganja, odnosno povećalo potražnju za kreditima od strane poduzeća koja investiraju. Iako posljednjih godina hrvatsko gospodarstvo bilježi rast, postavlja se pitanje u kojoj je mjeri i je li uopće pad kamatnih stopa istome doprinio.

Ovaj se rad bavi analizom spomenute tematike kretanja kamatnih stopa na kredite za financiranje investicija te volumena odobrenih investicijskih kredita i njihovog značaja u realizaciji samih investicija mjerenih primarno bruto investicijama u fiksni kapital na primjeru Hrvatske za period 2000.-2019.g. Pojašnjava se i valorizira utjecaj koji kamatne stope na kredite za financiranje investicija imaju na volumene novoodobrenih investicijskih kredita, uključujući i stambene kredite. Nadalje, valorizira se važnost investicijskih kredita u financiranju bruto investicija u fiksni kapital i investicija poduzeća u dugotrajnu imovinu. Naposljetku, prikazuje se važnost bruto investicija u fiksni kapital kao sastavnice BDP-a.

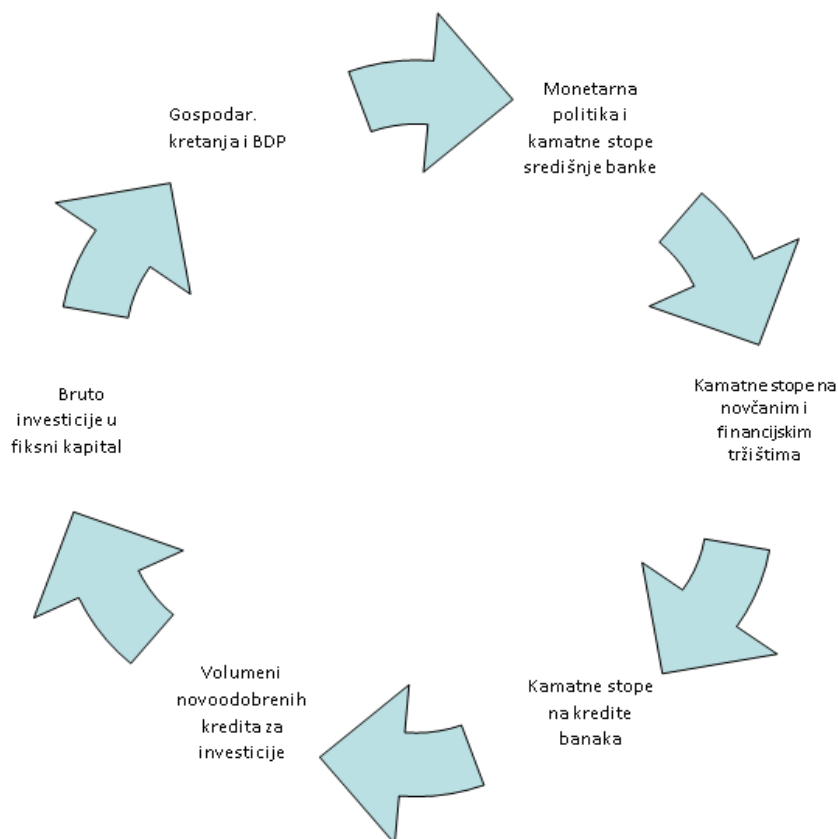
Između Hrvatske i EU postoje značajne različitosti u samom načinu vođenja monetarne politike zbog čega se daje kratka usporedba analiziranih podataka za Hrvatsku i podataka za EU, a kako bi se dobio širi kontekst.

## 1.1. Predmet rada

Predmet istraživanja ovog rada jest kretanje nekoliko različitih varijabli te njihova međusobna veza. Varijable su sljedeće: kamatne stope na kredite poduzeća (posebice investicijske kredite), kamatne stope na stambene kredite građana, bruto investicije u fiksni kapital, investicije poduzeća u novu dugotrajnu imovinu i bruto domaći proizvod.

Prikazuje se kretanje spomenutih varijabli u Hrvatskoj u periodu 2000.g. – 2019.g. Također, analizirani podaci kratko se uspoređuju s dostupnim podacima za EU. Pojašnjava se transmisijski mehanizam kamatnih stopa s konkretnim utjecajem na varijablu investicija u Hrvatskoj. Drugim riječima, teorijski se pojašnjava i vrijednosno prikazuje sljedeći kanal kretanja varijabli prikazan na slici 1.

Slika 1. Kanal kretanja varijabli koje će se analizirati u ovom radu



Izvor: izrada autora

## 1.2. Cilj rada, metode istraživanja i istraživačke hipoteze

Ovim radom nastoji se doprinijeti shvaćanju utjecaja koji kamatne stope na kredite poduzeća i stambene kredite imaju na kretanje investicija u Hrvatskoj te preko navedene varijable na sam BDP odnosno gospodarsku aktivnost. Sve to čini se kako bi se dobio širi kontekst i kako bi se valorizirao mogući utjecaj i međuovisnost promatranih varijabli.

U radu se koristi dostupna znanstvena i stručna literatura na temu kamatnih stopa, transmisije kretanja kamatnih stopa i općenito monetarne transmisije na realno tržište te investiranja i gospodarskog rasta. Također se koriste dostupni izvori središnjih banaka, prvenstveno Hrvatske narodne banke i Europske centralne banke kao relevantnih donositelja odluka iz spektra monetarne politike i iz područja kamatnih stopa. Analiziraju se serije dostupnih podataka za period 2000.-2019.g., ovisno o dostupnosti pojedinih proučavanih podataka.

Nastavno na prethodno spomenutu problematiku istraživanja i predmet analize, moguće je specificirati sljedeće tri istraživačke hipoteze koje se obrađuju u ovom radu:

- **H1:** Krediti predstavljaju važan izvor financiranja investicija u Hrvatskoj u promatranom razdoblju 2000.-2019.g.
- **H2:** Pad kamatnih stopa na kredite poduzeća i stambene kredite građana imao je značajan utjecaj na porast kredita poduzećima i stambenih kredita građanima u Hrvatskoj u promatranom razdoblju 2000.-2019.g.
- **H3:** Pad kamatnih stopa na kredite poduzeća i stambene kredite građana koji služe za financiranje investicija značajno je doprinio porastu investicija u Hrvatskoj u promatranom razdoblju 2000.-2019.g.

## 1.3. Struktura istraživačkog rada

Rad je podijeljen je u šest poglavlja.

Prvo poglavlje, uvod, pojašnjava samu temu, odnosno predmet istraživanja, postavljene hipoteze i ciljeve te željeni doprinos istraživanja, kao i metode i podatke koji se u radu analiziraju i koriste.

Drugo poglavlje bavi se teorijom investicija, kamatnih stopa i utjecaja kamatnih stopa na investicije i gospodarstvo, odnosno pojašnjava transmisijski mehanizam kamatnih stopa.

Treće poglavlje daje pregled osnovnih instrumenata monetarne politike Europske centralne banke i Hrvatske narodne banke te pojašnjava na koji način iste utječu na kamatne stope. Daje pregled kretanja osnovnih kamatnih stopa koje obračunavaju ECB i HNB te referentnih kamatnih stopa na europskom i hrvatskom novčanom tržištu u periodu 2000.-2019.g.

Četvrto poglavlje analizira kretanje kamatnih stopa i volumena kredita poduzećima i stambenih kredita građanima u Hrvatskoj u periodu 2000.-2019.g.

Peto poglavlje analizira važnost investicija u ukupnom BDP-u, kao i važnost kredita kao izvora financiranja investicija u Hrvatskoj u razdoblju 2000.-2019.g.

U šestom, posljednjem poglavlju daje se zaključak istraživanja, a nakon čega se navode korišteni izvori, literatura, kao i popis korištenih slika, grafikona i tablica u radu.

## 2. Teorijski pregled veze između kamatnih stopa i investicija

Ovo poglavlje pojmovno definira i pojašnjava osnovne pojmove koji se analiziraju nadalje u radu: investicije, BDP i gospodarski rast te kamatne stope. Pojmovno određenje i pojašnjenje pojmova nužno je za daljnje razumijevanje njihovih međusobnih uzročno-posljedičnih veza. Pojašnjava osnovne ciljeve monetarne politike i transmisijski mehanizam kamatnih stopa.

### 2.1. Pojmovno određenje investicija

Postoji velik broj definicija investicija, a njihovo značenje ovisi i o kontekstu u kojem se upotrebljava. Za potrebe ovog rada istaknut će se neke od definicija i pojašnjenja investicija.

Samuelson i Nordhaus pojašnjavaju investicije: „Investicije, odnosno ulaganja predstavljaju ekonomsku aktivnost koja žrtvuje potrošnju danas radi povećanja proizvodnje u budućnosti. Investicije uključuju opipljivi kapital, poput zgrada, i neopipljiva ulaganja poput obrazovanja.“<sup>1</sup>

Prema Veselici najšire rečeno investicija jest dio realnog nacionalnog dohotka koji se ne potroši u razdoblju u kojem je proizveden, već se upotrebljava za „proizvodnju dobara na zaobilaznim putevima“. Drugim riječima, onaj dio koji se dugoročno angažira u proizvodnji.<sup>2</sup>

Prema Primorac Ž.: „investicije su kontinuirani proces transformacije društvene /novčane/ akumulacije u fiksnu imovinu.“<sup>3</sup>

Prema Blanchardu „Investicije su zbroj nestambenih investicija (kupovina novih tvornica ili novih strojeva od strane poduzeća) i stambenih investicija (kupovina kuća i stanova od strane pojedinaca).“<sup>4</sup>

---

<sup>1</sup> Samuelson, P.A., Nordhaus W.D. (2007). *Ekonomija*. MATE d.o.o., Zagreb [str. 736]

<sup>2</sup> Veselica V. (2002). *Kamatna i profitna stopa*. Economic review, Vol.53 No.7-8. [str. 606]

<sup>3</sup> Primorac Ž. (2014). *Investicije kao pokretač rasta i izlaska iz recesije*. Ekonomija/Economic, 21 (1) [str. 70]

<sup>4</sup> Blanchard O. (2011). *Makroekonomija*. MATE d.o.o., Zagreb [str. 78]

S druge strane, kao što je prethodno spomenuto – investicije imaju različito značenje ovisno o kontekstu u kojem se upotrebljavaju. Tako primjerice u financijskom rječniku „ulaganje“ ili „investiranje“ podrazumijeva kupnju vrijednosnog papira, kao što su dionice ili obveznice.

Važan pojam koji se vezuje uz investicije jest i kapital. Ovisno o kontekstu, valja razlikovati ova dva pojma. Samuelson objašnjava kapital (ili kapitalna dobra) kao ona trajna proizvedena dobra koja se ponovno rabe kao proizvodne sirovine u daljnjoj proizvodnji.<sup>5</sup> Karakterizira ih to što traju dugi rok (neka traju nekoliko godina, a neka traju stoljeće ili više). Tri glavne kategorije kapitalnih dobara jesu:

- Zgrade – proizvodni i skladišni pogoni, upravne zgrade, stambene kuće i dr.;
- Oprema – proizvodne linije, strojevi, pomoćni strojevi, računalna oprema, automobili i sl.;
- Zalihe ulaznih i izlaznih veličina.

Poduzeće ili pojedinac mogu odlučiti investirati u kapitalna dobra, ali i u nekapitalna dobra, odnosno u neopipljiva dobra. Primjerice, mogu odlučiti investirati u obrazovanje, imidž, brand i sl. Samim time vidljivo je da je pojam investicije širi od pojma kapitala, odnosno kapitalnog dobra. Ipak, za potrebe analize kretanja investicija u ovom radu koristit će se primarno kategorija bruto investicija u fiksni kapital (kao sastavnica BDP-a).

Pojam kapital osim „kapitalnog dobra“ često se u financijama koristi i kao mjera uloženog novca ili drugog oblika dobra koje je angažirano odnosno investirano u određeni projekt ili poduzeće.

Pri donošenju odluke o tome u što će neko poduzeće investirati, postoji velik broj faktora koje valja uzeti u obzir. Neki od faktora koji utječu na donošenje odluka o investicijama jesu:

- Troškovi investicija (između ostalog kamatne stope na izvore sredstava ili kredite kojima se financiraju investicije),
- Prihodi od investicija, odnosno po umanjenju za troškove gleda se neto dobit od investicije kao krajnja zarada,
- Porezi (stabilnost fiskalne politike) i inflacija (stabilnost cijena) koji utječu na realne varijable troškova, prihoda i dobiti,

---

<sup>5</sup> Samuelson P.A., Nordhaus W.D. (2007). *Ekonomija*. MATE d.o.o., Zagreb [str. 267]

- Očekivanja o budućim kretanjima na tržištu i gospodarstvu te
- Ostali faktori.

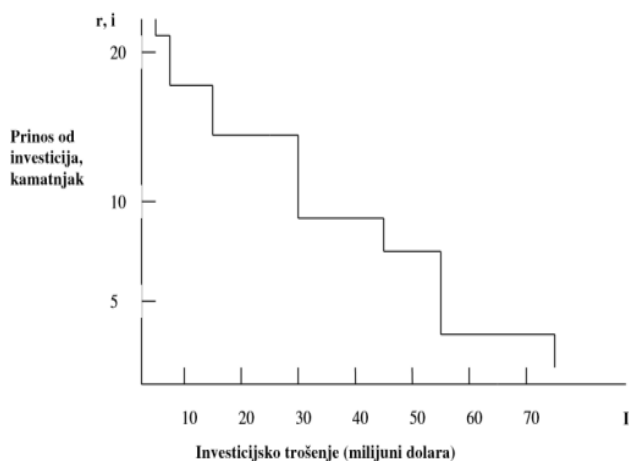
Važne odrednice investicija prema tome jesu:

- prihodi od investicija
- troškovi investicija (u troškove spada i kamatna stopa na zajmove tj. kredite iz kojih se investicije financiraju) te
- očekivanja glede budućih kretanja.

Za izračun isplativosti investicija najčešće korištena mjera jest stopa povrata na kapital. Stopa povrata na kapital jest godišnji neto kapital (prihod od kapitala – trošak kapitala) na jednu novčanu jedinicu uloženog kapitala.<sup>6</sup> Moguće je osim ovog pokazatelja koristiti i druge pokazatelje, kao što je npr. ROIC (return on invested capital), a koji predstavlja povrat na uloženi / investirani kapital. Također, moguće je koristiti i druge mjere, odnosno pokazatelje.

Ključni faktor u određivanju rentabilnosti investicija predstavlja odnos između kamatnjaka i ulaganja (investicija). „Klasična teorija investicije predstavlja kao padajuću funkciju kamatnjaka.“<sup>7</sup> Isto je prikazano na slici 2.

Slika 2. Krivulja potražnje za investicijama



Izvor: Samuelson P.A.; Nordaus W.D. (2007.). *Ekonomija*. MATE d.o.o., Zagreb [str. 449]

<sup>6</sup> Samuelson P.A.; Nordhaus W.D. (2007). *Ekonomija*. MATE d.o.o., Zagreb [str. 268]

<sup>7</sup> Babić M. (2003). *Makroekonomija*. MATE d.o.o., Zagreb [str. 280]

Matematički to prikazujemo formulom iz koje je vidljivo da su investicije funkcija kamatne stope u kojoj „I“ predstavlja investicije, a „r“ kamatnu stopu. Formula je prikazana na sljedeći način:

$$I = f(r): dI/dr < 0^8$$

Kao metode za odabir investicija najčešće se koriste metoda sadašnje vrijednosti i metoda granične efikasnosti kapitala tj. interna stopa rentabilnosti:

- Metoda sadašnje vrijednosti uspoređuje sadašnju vrijednost toka svih budućih prinosa od investicijskog projekta s troškovima istog. Poslovni subjekti će investirati u osnovna sredstva samo ukoliko im takvo ulaganje rezultira višim prinosima od ulaganja u bezrizične obveznice. Odluke o investiranju donose se nakon što se usporede prinosi od investicijskog projekta koji su diskontirani na sadašnju vrijednost i prinosi od obveznica.
- Model granične efikasnosti kapitala ili interna stopa rentabilnosti definira se kao kamatnjak uz koji bi sadašnja vrijednost neto dohotka bila jednaka nuli. Samo projekti čija je interna stopa rentabilnosti veća od tržišnog kamatnjaka podrazumijevaju se isplativim za ulaganje. U tom je slučaju godišnja dobit veća od otplate anuiteta. Projekti sa većom sadašnjom vrijednošću očekivanih prinosa ujedno imaju i veću internu stopu rentabilnosti koja je obrnuto proporcionalna veličini novih investicija.

Kako predmet analize ovog rada nije prihodovna komponenta investicija, već utjecaj njene vrlo važne troškovne komponente – kamatne stope na investicijski zajam / kredit u financiranju investicija, ne daje se detaljnija razrada mjera i pokazatelja koji se koriste za praćenje profitabilnosti i isplativosti investicija. Isključivanje iz analize stope povrata na kapital u dugom roku može se smatrati opravdanim. Određena istraživanja tvrde da je stopa povrata na kapital u dugom roku stabilna zbog čega se može promatrati kao konstanta. Primjerice, empirijska istraživanja povrata na kapital u SAD-u za drugu polovicu 20. stoljeća pokazala su da u dugom roku stopa povrata na kapital u SAD-u (mjerena stopom dobiti na korporativni kapital) nije opadala i da se zadnja 3 desetljeća 20.

---

<sup>8</sup> Babić M. (2003). *Makroekonomija*. MATE d.o.o., Zagreb [str. 280]



stoljeća kretala na razini od 8%.<sup>9</sup> Samuelson objašnjava primjer SAD-a: „Stope povrata na kapital zadržale su se na visokoj razini jer su inovacije i tehnološke promjene stvorile nove profitabilne mogućnosti jednako brzo kao što su ih prošla ulaganja poništavala.“<sup>10</sup> Ovaj rad stoga primarno analizira utjecaj promjene kamatnih stopa na kredite poduzeća i kućanstava kao troškovnu komponentu donošenja odluke o investicijama i posljedično - utjecaj istog na volumene novih odobrenih kredita.

### **2.1.1. Važnost investicija u realizaciji gospodarskog rasta**

Investicije imaju vrlo važne efekte na ekonomiju te se javljaju i na strani varijable koja utječe na gospodarski rast i na strani posljedice tj. rezultata gospodarskog rasta. Investicije su jedna od komponenti agregatne potražnje (ako se smanje investicije smanjuje se i agregatna potražnja). Promjene u agregatnoj potražnji utječu na proizvodnju. Ako se smanji agregatna potražnja smanjuje se i proizvodnja i zaposlenost. Povećanje investicija utječe na rast nacionalnog proizvoda. Rast agregatne potražnje utječe na rast proizvodnje i zaposlenosti te u srednjem i dugom roku potiče ekonomski, odnosno gospodarski rast. Investicije djeluju na rast prihoda poduzeća, osiguravaju održavanje ili rast proizvodnih ili uslužnih kapaciteta kao preduvjet daljnjeg razvoja i rasta.

Važnost i doprinos koji kategorija investicija ima za neko gospodarstvo ocjenjuje se promatrajući primarno bruto domaći proizvod, kao najčešće korištenu makroekonomsku varijablu kojom se prikazuje cjelokupna gospodarska aktivnost promatrane države.

„U makroekonomskim analizama uobičajeno se primjenjuje tradicionalni pristup izračuna doprinosa pojedinih sastavnica finalne potražnje. Takav pristup proizlazi iz definicije bruto domaćeg proizvoda kao sume osobne i državne potrošnje, investicija i izvoza umanjenog za uvoz.“<sup>11</sup>

Potrošna tj. rashodovna strana BDP-a može se stoga prikazati sljedećom formulom:

$$BDP = C + I + G + X - IM$$

U navedenoj formuli kratice predstavljaju sljedeće stavke:

C - osobna potrošnja

---

<sup>9</sup> Samuelson P.A., Nordhaus W.D. (2007). *Ekonomija*. MATE d.o.o., Zagreb [str.277]

<sup>10</sup> Samuelson P.A., Nordhaus W.D. (2007). *Ekonomija*. MATE d.o.o., Zagreb [str. 274]

<sup>11</sup> Mikulić D. (2019). *Metodološke osnove za dekompoziciju bruto domaćeg proizvoda na sastavnice finalne potražnje i primjena na hrvatsko gospodarstvo*. Ekonomski pregled, vol. 70, br. 3 [str. 452]

I - investicije tj. bruto investicije u fiksni kapital

G – državna potrošnja i

X – IM razlika između izvoza (X) i uvoza (IM).<sup>12</sup>

Kao što i sama formula pokazuje, investicije (bruto investicije u fiksni kapital) su važna stavka BDP-a, a kretanje investicija ima direktan utjecaj na BDP. Ukoliko se investicije smanje, smanjit će se i BDP, a ukoliko se investicije povećaju, povećat će se i BDP. Važnost investicija kao komponente BDP-a u Hrvatskoj razmatra se kasnije u ovom radu.

Klasična ekonomska teorija stavlja investicije u funkciju ekonomskog i gospodarskog rasta. „Stopa gospodarskog rasta ovisi o veličini investicija, tj. o dijelu BDP-a koji se investira i o strukturi investicija.“<sup>13</sup> Brojni autori na različitim podacima analiziraju važnost investicija u gospodarskom rastu. Njihov je doprinos neosporiv, varijacije se odnose samo na važnost doprinosa koji investicije imaju u pojedinoj zemlji i gospodarstvu, ovisno o karakteristikama samog gospodarstva. „Ukupna produktivnost faktora rasta zajedno s fizičkim i ljudskim kapitalom predstavlja elementarne čimbenike razlika između razina životnog standarda (BDP-a per capita) među zemljama i predstavlja osnovne (doduše široke) ciljeve djelovanja za nosioce ekonomske politike u slučaju kada se životni standard želi unaprijediti.“<sup>14</sup> Velik je broj faktora koji uz investicije imaju efekte na gospodarski rast, najčešće mjeren BDP-om i BDP-om per capita.

Prema Paul A. Samuelson i William D. Nordhaus čimbenici gospodarskog rasta jesu:

- ljudski resursi
- prirodni resursi
- kapital
- tehnološke promjene i inovacije.<sup>15</sup>

---

<sup>12</sup> Blanchard O. (2011). *Makroekonomija*, MATE d.o.o., Zagreb [str. 45]

<sup>13</sup> Jurčić, Lj., Čeh Časni A. (2020). *Struktura investicija i gospodarski rast*. *Ekonomija/Economics*, 25, 1 [str. 139]

<sup>14</sup> Tica, J., Grgurev, I. (2014). *Relativna važnost faktora rasta u Republici Hrvatskoj*, EFZG working paper series (02) [str. 4]

<sup>15</sup> Samuelson P.A., Nordhaus W.D. (2007). *Ekonomija*, MATE d.o.o., Zagreb [str. 558]

Različite ekonomske teorije i teorije rasta pridaju različitu važnost pojedinačnim faktorima gospodarskog rasta pa primjerice neke daju prevlast investicijama u fiksni kapital, neke ljudskom faktoru, neke obrazovanju itd. Ekonomski i gospodarski rast ovisi također o trenutnom položaju u kojem se gospodarstvo nalazi i prethodno akumuliranom kapitalu u najširem smislu riječi, kao i o prethodno realiziranim investicijama. Tako je sasvim normalno da različita gospodarstva uz iste investicije neće rasti istim intenzitetom i da će krajnji efekt na gospodarski rast biti različit. Također, postavlja se pitanje koja je to struktura, odnosno kategorija investicija koja doprinosi najviše gospodarskom rastu. S jedne strane dio ekonomskih teoretičara zagovara pristup po kojem su investicije upravo u fiksni kapital ne samo najvažniji nego i jedini čimbenik gospodarskog rasta. S druge strane zagovara se pristup, a što smatra i velik broj suvremenih ekonomista, da su investicije u fiksni kapital od sekundarne važnosti u samom procesu gospodarskog rasta. Kao mnogo značajnije čimbenike koji doprinose gospodarskom rastu ističu druge faktore poput ljudskih resursa, obrazovanja i inovacija.

Hrvatska je prepoznala investicije kao izrazito važan faktor svog gospodarskog rasta. Isto se ogleda i u činjenici da je usvojila određeni institucionalni i zakonski okvir unutar kojeg daljnji razvoj gospodarstva temelji upravo na novim investicijama kao preduvjetu daljnjeg gospodarskog rasta. U Hrvatskoj je od 2015.g. na snazi Zakon o poticanju ulaganja, a kojim je uspostavljen pravni okvir za realizaciju investicijskih projekata s ciljem poticanja gospodarskog rasta i njegova uključivanja u tokove međunarodne razmjene kao i za jačanje investicijske i konkurentske sposobnosti hrvatskoga poduzetništva.

Što se tiče gospodarskog rasta Hrvatske koji je povijesno realiziran, različiti autori na temelju provedenih analiza također ističu različite faktore koji su doprinijeli gospodarskom rastu. Primjerice, Tica J. i Grgurev I. spominju uz same investicije odnosno fizički kapital i produktivnost faktora rasta te ljudski kapital kao vrlo bitne faktore u realizaciji gospodarskog rasta.<sup>16</sup>

Autori Moore i Vamvakidis u svojem su radu također analizirali utjecaj pojedinih faktora na gospodarski rast u Hrvatskoj. Zaključak do kojeg su došli jest da je gospodarski rast u Hrvatskoj u razdoblju 1996.-2009.g. primarno bio određen odnosno uvjetovan

---

<sup>16</sup> Tica, J. i Grgurev, I. (2014). *Relativna važnost faktora rasta u Republici Hrvatskoj*, EFZG working paper series (02) [str. 6]

akumulacijom kapitala, dok je utjecaj produktivnosti i utjecaj rada na gospodarski rast bio znatno niži.<sup>17</sup>

Autori Burda i Severgnini u svome su istraživanju računali doprinose proizvodnih faktora za razdoblje od 1998. do 2003. za više zemalja Europe, između ostalog i za Hrvatsku. Prosječna stopa gospodarskog rasta u Hrvatskoj u periodu 1994.-2005.g. iznosila je 4,3%. Zaključak do kojeg su došli jest da je u Hrvatskoj u spomenutom periodu najvažniji faktor ekonomskog rasta bio tehnološki napredak, a kao drugi najvažniji faktor navode akumulaciju kapitala.<sup>18</sup>

Darius i Mahieu su na temelju analize gospodarskog rasta u Hrvatskoj za razdoblje 2000.-2011.g. ocijenili da su najveći doprinosi gospodarskom rastu imale upravo zalihe kapitala, dok je doprinos kategorije rada bio vrlo nizak.<sup>19</sup>

Neovisno o konkretnoj valorizaciji doprinosa svake pojedine stavke, neosporno je da upravo fizički kapital, odnosno investicije u fiksni kapital imaju vrlo važnu ulogu u gospodarskom rastu.

„Važnost investicija ogleda se u njihovom izravnom utjecaju na povećanje akumulacije kapitala koji je ključni faktor gospodarskog rasta.“<sup>20</sup> „Uz investicije se uvijek povezuje i transfer znanja pa je uloga institucija za pozitivnu inovacijsku klimu vrlo bitna. Naime, niska razina inovacijske aktivnosti djeluje ograničavajuće na primjenjivost transferiranog znanja.“<sup>21</sup>

„Osim što bitno utječu na dinamiku ekonomskih aktivnosti, investiranjem se dobivaju novi infrastrukturni i poslovni objekti, proizvodni kapaciteti, modernizira se

---

<sup>17</sup> Moore, D., Vamvakidis, A. (2008). *Economic growth in Croatia: potetial and constraints*. Financial theory and practice, Vol. 32 No. 1

<sup>18</sup> Burda, M.C., Severgnini, B. (2009). *TFP growth in old and new Europe*. Economic risk SFB 649

<sup>19</sup> Darius, R., Mahieu, G. (2012). *Republic of Croatia: selected issues*. Internationa monetary fund [str. 4]

<sup>20</sup> Marić, Z., Maletić, I., i Rukelj, D. (2011). *Analiza agregatnih investicija i perspektiva njihova kretanja u Hrvatskoj s posebnim naglaskom na mogućnosti korištenja europskih fondova*. Ekonomski pregled, 62 (1-2) [str. 3]

<sup>21</sup> Buterin, V. (2015). *Institucionalna promjena - čimbenik privlačenja investicija u zemljama tranzicije*. Praktični menadžment, Vol. 6, br. 1 [str. 37]

oprema i postrojenja, unaprjeđuje tehnološki razvoj, osiguravaju nova zapošljavanja, stvaraju uvjeti za povećavanje izvoza i ostvaruju drugi efekti.“<sup>22</sup>

Važnost investicija i inovacija prepoznata je i na razini Europske unije koja je inovacije i ulaganja postavila u središnje stupove programa EU-a za gospodarski rast i stvaranje novih radnih mjesta, a u sklopu strategija pametne specijalizacije. Nakon izlaska iz gospodarske i financijske krize jedan od prioriteta EU-a postao je vraćanje ulaganja na razinu prije krize.<sup>23</sup>

## 2.2. Kamatne stope

Kamatne stope i njihov utjecaj na gospodarstvo jedan su od naširoko istraživanih fenomena koji je predmet znanstvenog istraživanja u cijelom svijetu. Kamatne stope izrazito su važne u formiranju mnogih odluka, a između ostalog i u formiranju investicijskih odluka. Za početak je poželjno kratko definirati kamatne stope.

Kao što navodi I. Fisher: „Istina je da kamatna stopa nije uski fenomen koji se primjenjuje samo na poneke poslovne ugovore, već prožima sve gospodarske odnose. To je veza koja povezuje čovjeka s budućnošću i prema kojoj on donosi sve svoje dalekosežne odluke. Ona ulazi u cijenu vrijednosnica, zemlje i kapitalnih dobara općenito, kao i u rentu, nadnice i vrijednost svih „međudjelovanja“. Znatno utječe na raspodjelu bogatstva. Ukratko, o njezinoj preciznoj prilagodbi ovise pravedni uvjeti svih razmjera i raspodjela.“<sup>24</sup>

Najjednostavnija definicija pojašnjava kamatne stope kao cijenu novca. Kada ljudi štede, oni očekuju zaradu. Ta se zarada mjeri kamatnom stopom. Kamatna stopa predstavlja godišnji prinos na uložena sredstva štednje, depozita itd., odnosno prinos na jedinicu uloženog novca. „Kamatna je stopa definirana kao naknada koju dobiva vlasnik štednje za odgođenu potrošnju. Drugim riječima, tržišna kamatna stopa svojim kretanjem

---

<sup>22</sup> Primorac Ž. (2014). *Investicije kao pokretač rasta i izlaska iz recesije*, Ekonomija/Economic, 21 (1) [str 70.]

<sup>23</sup> Jurlin, K., Samardžija, V. i Basarac Sertić, M. (2018). *Konkurentnost, pametna specijalizacija i investicije u novim državama članicama EU-a i Hrvatskoj*. Institut za razvoj i međunarodne odnose – IRMO, Zagreb [str. 13]

<sup>24</sup> Samuelson P.A., Nordhaus W.D. (2007). *Ekonomija*. MATE d.o.o., Zagreb [str. 274-275]

uravnotežuje štednju i investicije, odnosno sklonost štednji i investicijama. Prema tome, štednja i investicije prilagođavaju se promjenama kamatnih stopa.<sup>25</sup>

Postoji mnogo mogućih podjela i vrsta kamatnih stopa, kao što su primjerice:

- Kratkoročne i dugoročne kamatne stope
- Fiksne i varijabilne kamatne stope
- Nominalne i realne kamatne stope
- Aktivne i pasivne kamatne stope itd.

Nominalna kamatna stopa predstavlja povrat u određenoj valuti na jednu jedinicu te valute. Realna kamatna stopa predstavlja nominalnu kamatnu stopu umanjenu za inflaciju čime se postiže realniji prikaz vrijednosti kamatne stope (u smislu prinosa na jedinicu novca).

Pasivne kamatne stope predstavljaju kamatne stope koje banke ili drugi depozitari obračunavaju na primljena sredstva depozita, štednje itd. Aktivne kamatne stope predstavljaju kamatne stope koje banke ili druge kreditne institucije naplaćuju na odobrene kredite svojim komitentima.

Veselica navodi da kamatne stope imaju veliko značenje i da se manipulacijom kamatnim stopama utječe na globalna ekonomska kretanja (makrookruženja), na izbor investicijskih projekata, na financijski položaj gospodarstvenih jedinica. Kamatne stope preko tržišta novca i kapitala omogućuju koncentraciju i usmjeravanje štednje u profitabilne investicije – ona povezuje štednju i ulaganje tj. investiciju. Kamatna stopa kao povezujuća sila raznolikih interesa daje cjenovne signale uzajmljivačima, posuđivačima, štedišama i investitorima. Veselica također navodi da visoka kamatna stopa općenito generira veći volumen štednje i stimulira posuđivanje fondova. Niske kamatne stope, s druge strane, slabe tijekove štednje i reduciraju posuđivačke aktivnosti. Istovremeno, visoke kamatne stope reduciraju volumen posuđivanja i kapitalnog investiranja, a niske kamatne stope stimuliraju uzajmljivanje i investicijsku potrošnju.<sup>26</sup>

Kamatna stopa ima važne funkcije u ekonomiji, a one bi se mogle sustavno iznijeti kao sljedeće:

---

<sup>25</sup> Družić, G., Santini, G., (2003). *Odnos kamatne i neto profitne stope*. Zbornik radova. Pristup strategiji ekonomskog razvoja Hrvatske, RIFIN d.o.o. [str. 4]

<sup>26</sup> Veselica V., (2002). *Kamatna i profitna stopa*. *Economic Review*; Vol.53 No.7-8. [str. 610]

- pomaganje da tekuća štednja teče prema investicijama radi ostvarenja ekonomskog rasta;
- osiguranje ponude kredita, odnosno posuđujućih fondova za investicijske projekte koji će odbaciti najveću očekivanu stopu profita (dobit);
- uravnoteženje ponude i potražnje novca;
- važan je instrument monetarne politike preko kojeg se utječe na volumen štednje i investicija.

Suyuan i Khurshid navode da promjene kamatnih stopa mogu utjecati na sve makroekonomske varijable kao što su BDP, razina cijena, razina zaposlenosti, međunarodna bilanca, stopa rasta gospodarstva itd.<sup>27</sup>

„Kamatama se pridaje veliki značaj zbog toga što one u modernoj organiziranoj tržišnoj privredi, u kojoj postoji razvijeno tržište novca i kapitala, reguliraju novčani i kreditni volumen, a time i u velikom dijelu konjunktura kretanja. Moglo bi se kazati da manipulacija kamatne stope, uz ostale instrumente moderne kreditne i monetarne politike, uključujući tu i fiskalnu politiku, a posebno open market policy, postaje glavni regulator kupovne snage novca i konjunktura, a time i cijelog privrednog života.“<sup>28</sup>

## **2.3. Monetarna politika**

### **2.3.1. Ciljevi monetarne politike**

U cilju povezivanja pojmova kamatnih stopa i investicija te pojašnjenju utjecaja kamatnih stopa na investicije i općenito gospodarstvo, potrebno se dotaknuti monetarne politike i monetarne transmisije.

Cilj svake zemlje, a time i njezine sveukupne politike jest ostvariti ekonomski rast i blagostanje. U sklopu tog najšire definiranog i izrečenog cilja djeluju različite politike od kojih su najznačajnije fiskalna i monetarna politika. Monetarna politika kao jedan od bitnih aktera u donošenju odluka i utjecaju na gospodarstvo ima vrlo važnu funkciju. U većini razvijenih zemalja glavni cilj monetarne politike jest stabilnost cijena, odnosno stabilna i niska inflacija. Odabir stabilne inflacije kao primarnog cilja za koji se opredjeljuje većina

---

<sup>27</sup> Suyuan, L., Khurshid, A. (2015). *The effect of interest rate on investment, Empirical evidence of Jiangsu Province*. China Journal of international studies, China [str. 81]

<sup>28</sup> Veselica V., (2002). *Kamatna i profitna stopa*. Economic Review; Vol.53 No.7-8. [str. 605]

zemalja leži u činjenici da je upravo stabilnost cijena preduvjet u donošenju kvalitetnih odluka o potrošnji, štednji, investicijama, kreditiranju itd. U uvjetima nestabilnih cijena akteri na tržištima nisu u mogućnosti donijeti odluke, a posebice nisu u mogućnosti donijeti odluke koje imaju dugoročne efekte. U uvjetima nestabilnih cijena ne mogu očekivati određenu vrijednost novca, kao ni dobara u budućnosti. Očekivanja o stabilnosti cijena ugrađena su u svako važnije donošenje odluke na tržištu. „Mehanizam cijena bitno utječe i na mehanizam primarne raspodjele i djelovanja objektivnih tržišnih zakonitosti i na mehanizam sekundarne raspodjele, a to drugim riječima znači da cijene djeluju i direktno i indirektno na proizvodnju, na raspodjelu i na potrošnju.“<sup>29</sup> Zbog toga je za bilo kakvo donošenje odluke najbitnija upravo stabilna inflacija. „U uvjetima stabilnih cijena smanjuje se vjerojatnost da će se kućanstva i poduzeća svojim resursima koristiti u svrhu zaštite od inflacije umjesto da ih usmjere u proizvodnju. To može utjecati na destimuliranje investicija u produktivnije sektore, može potaknuti odljev kapitala te naposljetku kočiti gospodarski rast. Osim toga, visoka i promjenjiva inflacija povećava nesigurnost i neizvjesnost pred onim što donosi budućnost, što još više iskrivljuje vrijednosne prosudbe i utječe na očekivanja koja mogu bitno ugroziti pravilno donošenje ekonomskih i investicijskih odluka. Nadalje, niska i stabilna inflacija pridonosi smanjenju premije na inflacijski rizik ugrađene u kamatne stope (to je zapravo nadoknada koju vjerovnici zahtijevaju od dužnika da bi se osigurali od rizika gubitka vrijednosti njihove imovine). Manja premija na rizik od inflacije pridonosi smanjenju realnih kamatnih stopa te tako potiče investicije.“<sup>30</sup>

Uz navedeni osnovni inflacijski cilj (niska i stabilna inflacija), neke zemlje imaju i sporedne ciljeve, a što dodatno pojašnjavaju Ivanov i Lovrinović: „Složenost sustava provođenja monetarne politike očituje se u korištenju intermedijarnih ciljeva i instrumenata kojima se djeluje na ostvarivanje krajnjih ciljeva, što je najčešće stabilnost cijena, a u širem smislu može uključiti visoku zaposlenost, ekonomski rast i financijsku stabilnost. Krajnji ciljevi monetarne politike su javno objavljeni i definirani zakonskom regulativom koja određuje odgovornost središnje banke. Nasuprot tome intermedijarni ciljevi mogu, ali i ne moraju biti javno objavljeni. Intermedijarni ciljevi se ugrađuju u strategiju vođenja monetarne politike zato što su više osjetljivi na instrumente monetarne politike, služe za

---

<sup>29</sup> Veselica V., (2002). *Kamatna i profitna stopa*. Economic Review; Vol.53 No.7-8. [str. 605]

<sup>30</sup> Hrvatska Narodna Banka (HNB). *Ciljevi monetarne politike*, preuzeto 01.06.2020. s <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/ciljevi>



povećanje djelotvornosti monetarne politike u ostvarivanju krajnjih ciljeva (stabilnosti cijena ili visoke zaposlenosti), a mogu se koristiti i u svrhu provjere 'zbivaju li se promjene u novčanom sustavu u smjeru ostvarenja krajnjeg cilja/ciljeva'.<sup>31</sup>

Hoće li kreatori monetarne politike odabrati vođenje monetarne politike uz objavljivanje i intermedijarnih ciljeva, kao i sam odabir nominalnih sidra monetarne politike ovisi o velikom broju faktora zemlje o čijoj se politici radi. „Javno iskazivanje intermedijarnih ciljeva posebno dolazi do izražaja kod monetarnih strategija koje se oslanjaju na korištenje eksplicitnih nominalnih sidra, kao nominalnih varijabla kojima se sidre inflacijska očekivanja javnosti i promoviraju niske stope inflacije. Navedeno uključuje monetarne strategije ciljanja monetarnih agregata, ciljanja kratkoročnog nominalnog kamatnjaka, ciljanja deviznog tečaja, ciljanja inflacije, a u teorijskom smislu također i ciljanja razine nominalnog BDP-a (kroz kombinaciju utjecaja na cijene i realni output). Alternativno središnje banke mogu koristiti monetarnu strategiju bez eksplicitnog nominalnog sidra, u smislu da ne koriste jednu službeno objavljenu varijablu preko koje sidre inflacijska očekivanja javnosti i održavaju stabilnost cijena, nego koriste veći broj informativnih i intermedijarnih varijabla koje predstavljaju implicitna nominalna sidra te ne obvezuju središnje banke na dosljednu strategiju vođenja monetarne politike. Monetarna strategija bez korištenja eksplicitnog nominalnog sidra zastupljena je u praksi Sustava federalnih rezervi, Europske središnje banke, Banke Japana itd., što redom uključuje središnje banke velikih gospodarstva koja imaju određena obilježja samodovoljnosti i obrambene mehanizme zaštite od eksternih šokova, zbog kojih su drugačije ovisna o globalnim tokovima te zbog kojih se na parcijalnim segmentima svjetskog tržišta javljaju u ulozi 'kreatora svjetskih cijena i kamatnjaka' te se bitno razlikuju od malih i otvorenih zemalja koje se javljaju u ulozi 'preuzimatelja svjetskih cijena i kamatnjaka'.<sup>32</sup>

---

<sup>31</sup> Lovrinović, I., Ivanov M. (2009). *Monetarna politika*, RRiF, Zagreb [str. 1]

<sup>32</sup> Ivanov, M. (2012). *Izbor strategije i ograničenja monetarne politike u malim i otvorenim gospodarstvima*. Ekonomski fakultet sveučilišta u Zagrebu, Zagreb [str. 1-2]

### 2.3.2. Transmisijski mehanizam kamatnih stopa

Monetarni prijenos je sustav funkcionalno povezanih varijabli koji objašnjava međusobne utjecaje promjene iznosa ponude novca (novčane mase) i potražnje za novcem na nemonetarne i realne varijable.<sup>33</sup>

Postoji nekoliko različitih mehanizama monetarne politike putem kojih se ostvaruje prijenos monetarnih kretanja i monetarne politike na realni sektor. Prema Žigman. A i Lovrinčević Ž. mehanizmi monetarnog prijenosa su sljedeći:<sup>34</sup>

1. Djelovanje kamatnom stopom
2. Djelovanje kroz cijenu ostale aktive (tečaj, cijena vrijednosnica, cijene stanova i zemljišta)
3. Kreditni kanal.

Vizek M. navodi da se monetarni kanal ostvaruje putem sljedećih kanala:<sup>35</sup>

- direktni monetarni prijenos,
- kanal tečaja i
- kanal kamatne stope.

Kamatne stope kao kanal transmisije utjecaja monetarne politike na realni sektor primjenjuju se u većini razvijenih zemalja. Slučaj je to u Europskoj uniji, odnosno EMU, kao i u SAD-u. Očituje se na način da promjene kamatnih stopa centralne banke dovode do promjena kratkoročnih kamatnih stopa na novčanom i financijskom tržištu. Imajući u vidu inflatorna očekivanja, nominalna kratkoročna kamatna stopa djeluje na realnu kratkoročnu kamatnu stopu. Trenutne i očekivane realne kratkoročne kamatne stope utječu na dugoročne realne kamatne stope. Dugoročne realne kamatne stope utječu na obujam i strukturu potrošnje, a posebno na sklonost ka štednji i investicijama ekonomskih subjekata.

---

<sup>33</sup> Vizek, M. (2006). *Ekonometrijska analiza kanala monetarnog prijenosa u Hrvatskoj*. Privredna kretanja i ekonomska politika, 16(109) [str. 30]

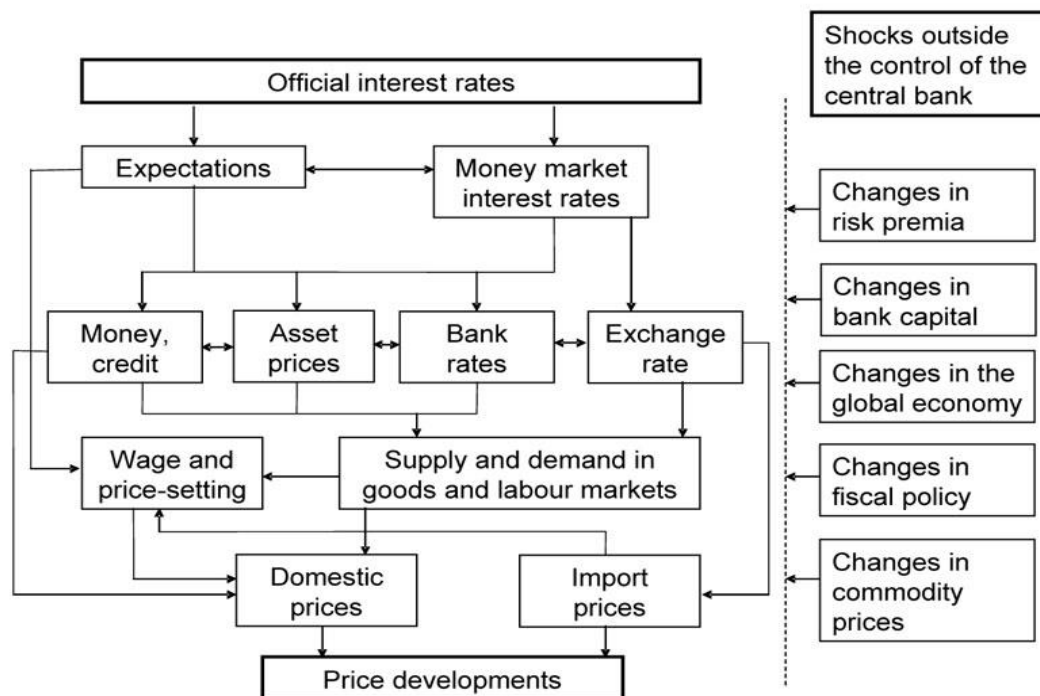
<sup>34</sup> Žigman, A., i Lovrinčević, Ž. (2005). *Monetarna politika ciljane inflacije i transmisijski mehanizam - iskustva za Hrvatsku*. Ekonomski pregled, 56 (7-8) [str. 446-448]

<sup>35</sup> Vizek, M. (2006). *Ekonometrijska analiza kanala monetarnog prijenosa u Hrvatskoj*. Privredna kretanja i ekonomska politika, 16 (109) [str. 47]

„Kamatni kanal monetarnog prijenosa je u literaturi najstariji poznati transmisijski mehanizam monetarne politike koji je još predstavljao osnovicu kejnzejijanskog ISLM makroekonomskog modela. Djeluje na poznati način, i to tako da ekspanzivna monetarna politika dovodi do pada realnih kamatnih stopa koje snižavaju troškove kapitala i dovode do rasta investicija i outputa. Premda je izvorno Keynes govorio o značenju odluka o investicijama, tijekom godina jednako značajan transmisijski mehanizam kamatne stope uočen je u potražnji kućanstava za trajnim dobrima i investicijama kućanstava. Taj mehanizam karakterizira naglasak na realnoj, a ne nominalnoj kamatnoj stopi i na dugoročnoj kamatnoj stopi, a ne na kratkoročnoj.“<sup>36</sup>

Kamatni transmisijski mehanizam prijenosa na realno tržište odvija se kroz veći broj različitih varijabli. U nastavku se detaljnije opisuje transmisijski mehanizam kamatnih stopa, a isti je prikazan i na slici 3.

Slika 3. Transmisijski mehanizam kamatnih stopa



Izvor: European Central Bank, Transmission mechanism of monetary policy preuzeto 01.05.2020. sa <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>

<sup>36</sup> Žigman, A., i Lovrinčević, Ž. (2005). *Monetarna politika ciljane inflacije i transmisijski mehanizam - iskustva za Hrvatsku*. Ekonomski pregled, 56 (7-8) [str. 447]

Centralne banke osiguravaju kreditna sredstva, odnosno likvidnost bankarskom sustavu i za isto naplaćuju određene kamatne stope. Zahvaljujući svome monopolističkom položaju u primarnoj emisiji novca, centralne banke imaju slobodu donošenja odluka o kamatnim stopama koje naplaćuju za kredite i/ili depozite banaka. Promjene u kamatnim stopama koje određuje središnja banka direktno utječu na kamatne stope na novčanom tržištu, a indirektno na kamatne stope koje banke i druge financijske institucije naplaćuju na kredite i/ili depozite svojim klijentima. Očekivanja glede budućih službenih kamatnih stopa koje naplaćuje centralna banka imaju utjecaj na formiranje srednjoročnih i dugoročnih kamatnih stopa. Drugim riječima, dugoročne kamatne stope ovise o očekivanjima glede budućih kratkoročnih kamatnih stopa. Monetarna politika također utječe na očekivanja o budućoj inflaciji i razini cijena u budućnosti što se također odražava na visinu dugoročnih kamatnih stopa. Utjecaj uvjeta financiranja u ekonomiji i tržišna očekivanja koja su posljedica monetarne politike također mogu utjecati na prilagodbe i promjene u cijenama imovine (cijene instrumenata na burzi) i na tečaj. Promjene u tečaju (vrijednosti valute) mogu direktno utjecati na inflaciju, ali isto tako mogu imati efekte na inflaciju i kroz druge kanale.

Promjene kamatnih stopa imaju utjecaj na donošenje odluka o štednji i investiranju koje vrše poduzeća i građanstvo. Na primjer, uz pretpostavku da je ostalo nepromijenjeno, više kamatne stope smanjuju privlačnost kredita za financiranje potrošnje ili investicija. Dodatno, potrošnja i investicije su također pod utjecajem promjena u cijenama imovine – ako cijena stroja, zemljišta, nekretnine ili nekog drugog predmeta investicije poraste, moguće je da će isto utjecati na odgađanje investicije i sl. Cijene imovine također su važne u smislu kolaterala koji poduzeća ili građani obično trebaju dati banci kao instrument osiguranja kod odobrenja kredita pa promjene u cijenama imovine mogu olakšati ili otežati mogućnosti ishođenja kredita. Na primjer, kako raste vrijednost nekretnine koja je u vlasništvu nekog poduzeća, ono postaje „bogatije“ i može odabrati povećati svoju potrošnju. Isto tako, ako vrijednost imovine poduzeća pada, ono može odabrati smanjiti svoju potrošnju ili prolongirati odluku o investiranju. Cijene imovine također imaju utjecaj na agregatnu potražnju preko vrijednosti imovine pod zalogom koja omogućava tražiteljima kredita da im se odobre veći iznosi kredita ili da im se korigiraju tj. poboljšaju uvjeti kredita zbog više razine kolateraliziranosti.

Više kamatne stope mogu negativno utjecati na volumene odobrenih kredita koje banke i druge financijske institucije odobravaju jer više kamatne stope impliciraju više

iznose otplate kredita koje tražitelji vraćaju ugovorenom dinamikom. Više kamatne stope smanjuju otplatni potencijal tražitelja kredita zbog čega se kreditori mogu odlučiti smanjiti ili ne odobriti određene volumene kredita. Sve to može utjecati na smanjenje potrošnje od strane domaćinstava i poduzeća. Promjene u potrošnji i investicijama imaju direktni utjecaj na potražnju za robom i uslugama u odnosu na domaću proizvodnju, odnosno drugim riječima imaju direktni utjecaj na BDP.

Utjecaj kamatnih stopa očituje se i na ponašanje banaka. Uslijed rasta kamatnih stopa raste trošak po kojem se banke zadužuju što u konačnici ima utjecaj na kamatne stope po kreditima koje banke odobravaju svojim korisnicima, kao i na same volumene kredita. Kamatne stope po kojima se banke zadužuju direktno utječu i na dostupnost likvidnih sredstava kojima one raspolažu za daljnje financiranje svojih korisnika. Na taj način kamatne stope utječu i na volumene i na cijenu kredita koje banke odobravaju. Važnost utjecaja kamatnih stopa na ponašanje banaka posebno se očituje u uvjetima financijskih kriza kada je pogođena likvidnost banaka. Uz navedene efekte promjene kamatnih stopa na volumene i cijenu kredita banaka, potrebno je sagledati i činjenicu da banke u uvjetima financijskih i gospodarskih kriza često nisu spremne preuzeti rizike unatoč mogućim višim zaradama na kamatnim stopama. Suprotno tome, niske kamatne stope dovode do više vrijednosti imovine, a time i vrijednosti kolaterala, a što uz prisustvo vjerovanja da je povećanje vrijednosti imovine održivo vodi do toga da su banke spremne preuzeti veće rizike kod odobrenja kredita, odnosno raste ponuda kredita.

Rast kamatnih stopa podrazumijeva porast troškova investicija što direktno utječe na niži očekivani prinos (dobit) od investicije, a zbog čega dolazi do smanjenja potražnje za investicijama od strane investitora (poduzeća i građana).<sup>37</sup>

Velik broj autora ističe upravo kamatne stope kao najvažniju determinantu koja utječe na investicije. Primjerice, M. Bader i A.I. Malawi spominju da su realne kamatne stope jedna od glavnih determinanti investicija. Istraživanje koje su spomenuti autori napravili za Jordan pokazalo je da rast realne kamatne stope za 1% utječe na smanjenje investicija u Jordanu (mjenjenih kroz GFCF – gross fixed capital formation) za čak 44%.<sup>38</sup>

---

<sup>37</sup> Suyuan, L., i Khurshid, A., (2015). The effect of interest rate on investment, Empirical evidence of Jiangsu Province, China. *Journal of international studies, China* [str. 81]

<sup>38</sup> Bader M., Malawi A. (2010). *The Impact of Interest Rate on Investment in Jordan: A Cointegration Analysis*. *Journal of King Abdulaziz University-Economics and Administration* [str.199]

Utjecaj kamatnih stopa na gospodarstvo pojašnjava i Veselica. Snižene kamate kod određenog stadija cijena povećavaju maržu dobitaka kod starih i novih investicija. Poznato je da je profit, odnosno dobitak, osnovna pokretačka snaga u kapitalističkom privrednom životu. Tako nastaje spirala kretanja, jer povećanje dobiti povećava potražnju kredita za nove investicije, raste cijena kao posljedica proširenja kredita, pa to također sa svoje strane podiže dobitke koji opet prouzrokuju novu potražnju kredita. To se nastavlja sve dok ne dođe do prijeloma u krivulji cijena. Značaj kamata ogleda se i u tome, što one stimuliraju ili slabe proizvodnju proizvodnih ili potrošnih dobara, a to se reflektira na opseg potrošnje investicija u privredi. Postoje generalne ocjene da smanjivanje kamata dovodi do ekspanzije kredita, a deflacionistička do kontrakcije novčanog i kreditnog volumena.<sup>39</sup>

Kada ponuda ušteđenih realnih dobara sasvim pokriva potražnju dobara za investicijske svrhe, na tržištu se formiraju kamate koje se nazivaju “naravnim” ili “realnim” kamatama. U tom su slučaju uštede jednake investicijama. U tom modelu čitav privredni mehanizam postoji u ravnoteži. Čim se novčane i realne kamate ne pokrivaju, stupa u djelovanje tzv. kumulativni proces koji se ogleda u tome da se nastala ravnoteža odstrani. Čim banke spuste kamate ispod realnih, potiče se aktivnost za novim investicijama, koje za duže vrijeme odbacuju zarade. Niža kamatna stopa omogućuje veći stupanj rentiranja investicija koje se inače ne bi mogle u kratkome roku amortizirati. Bitna je struktura proizvodnje proizvodnih i potrošnih dobara i obično dolazi do transfera proizvodnih faktora iz proizvodnje potrošnih u proizvodnju proizvodnih sredstava ili realnog kapitala. Volumen kredita povećava se zbog padanja novčanih kamata, a to omogućuje slobodne dispozicije kapitalom, pa poduzetnici na tržištu traže proizvodna, ali i potrošna dobra. Rastu cijene, a to ograničava potrošnju onih primalaca redovitih dohodaka i onih poduzetnika čiji prihod ne može kupiti dosadašnju količinu dobara. To je, zapravo, fenomen prisilne štednje. Na tom je modelu odnosa ravnoteže i neravnoteže novčanih i naravnih kamata kupovna snaga novca u funkciji razvitka konjunktura.<sup>40</sup>

Visina i kretanje kamatnih stopa na tržištu imaju direktni utjecaj na štednju i na investicije tj. ulaganja te utječu i na potražnju i na ponudu spomenutih varijabli. S obzirom na značajne iznose financijskih sredstava koja se ulažu tj. investiraju u kapitalna dobra, poduzeća ili građani nerijetko uz vlastita financijska sredstva koriste i tuđa financijska

---

<sup>39</sup> Veselica, V. (2002). *Kamatna i profitna stopa*. Economic review, Vol.53 No.7-8. [str. 606]

<sup>40</sup> Veselica, V. (2002), *Kamatna i profitna stopa*. Economic review, Vol.53 No.7-8. [str. 606]

sredstva, odnosno zadužuju se. Prilikom zaduživanja na tuđa sredstva plaćaju određenu kamatu koja predstavlja trošak investicije. Ovaj se rad prvenstveno bavi analizom kamatnih stopa koje banke i druge financijske institucije obračunavaju poduzećima i građanima kod kreditiranja investicija poduzeća i stambenih kredita građanima. Drugim riječima, bavi se aktivnim kamatnim stopama na kredite u funkciji financiranja investicija.

Specifičnosti hrvatskog tržišta onemogućavaju značajnije korištenje kamatnog kanala u Hrvatskoj kao transmisijskog mehanizma monetarne politike. Analiza transmisijskih mehanizama monetarne politike u Hrvatskoj bila je predmet razmatranja većeg broja istraživanja provedenih posebice tijekom i nakon financijske krize kada je uloga i značaj monetarne politike u održavanju stabilnosti financijskog sustava bila u posebnom interesu i fokusu. Provedena istraživanja ukazivala su na nefunkcionalnost kamatnog kanala u hrvatskom gospodarstvu, a što se dodatno razmatra u nastavku ovog rada.

Autor Vizek M. proveo je 2006.g. istraživanje kompletnog monetarnog prijenosa u Hrvatskoj. Dobiveni rezultati ukazivali su na činjenicu da je monetarna politika Republike Hrvatske u tranzicijskom razdoblju značajno utjecala na realni sektor regulacijom novčane mase i deviznog tečaja. Provedeno istraživanje pokazalo je da monetarna politika u Republici Hrvatskoj ne utječe na realnu ekonomsku aktivnost kroz kanal kamatne stope. Istraživanje je provedeno prije ulaska Hrvatske u Europsku uniju pa autor ističe da bi do promjene moglo doći nakon ulaska Hrvatske u Europsku uniju, odnosno EMU. Budući da se u Europskoj uniji monetarni prijenos na realni sektor uglavnom odvija putem kamatnih stopa, pokazana bi kratkoročna neelastičnost gospodarstva na promjene kamatnih stopa utvrđena u provedenom istraživanju mogla predstavljati problem prilikom ulaska Hrvatske u Europsku monetarnu uniju. Autori ističu kako bi hrvatska ekonomija mogla ili ne reagirati na europske kamatne stope ili bi monetarni prijenos kanalom kamatne stope mogao biti nesimetričan. Međutim, jednom kad se Hrvatska pridruži EMU-u, visoka bi euroizacija hrvatskog gospodarstva mogla pomoći uspostavljanju kamatnog kanala.<sup>41</sup>

Autori Lang i Krznar su 2004. proveli analizu transmisijskih kanala monetarne politike u Hrvatskoj i utvrdili da je najznačajniji kanal monetarne politike u Hrvatskoj

---

<sup>41</sup> Vizek, M. (2006). *Ekonometrijska analiza kanala monetarnog prijenosa u Hrvatskoj*. Privredna kretanja i ekonomska politika, 16(109), str. 28-61

tečajni kanal. S druge strane, nisu pronašli dokaze da kanal bankarskih kredita kao mehanizam prijenosa monetarne politike funkcionira na primjeru Hrvatske.<sup>42</sup>

Tkalec i Vizek su u svome istraživanju 2009.g. utvrdili da kamatna stopa ima utjecaj na svega nekoliko industrijskih grana u Hrvatskoj i da je utjecaj na iste slab.<sup>43</sup>

Unatoč činjenici da je Hrvatska članica Europske unije i da je utjecaj monetarne politike ECB značajnije prisutan u Hrvatskoj nego što je to bio prije pristupanja Hrvatske EU, jasno je da se do trenutka pristupanja Hrvatske EMU i uvođenju eura sam mehanizam provođenja monetarne politike nije i ne može značajnije promijeniti. Primjena kamatne stope kao glavnog mehanizma i kanala provođenja monetarne politike u Hrvatskoj postat će moguć tek po pristupanju Hrvatske EMU i napuštanju potrebe održavanja stabilnog deviznog tečaja kune prema euru koji je trenutno glavni kanal monetarne transmisije. Ipak, neovisno o utvrđenoj neučinkovitosti ili nedovoljnoj učinkovitosti kamatnog kanala monetarne transmisije, zanimljivo je za promotriti kamatne stope kao čimbenik koji barem u određenoj mjeri ima efekte na realno tržište.

---

<sup>42</sup> Lang, M., Krznar, I. (2004). *Transmission Mechanism of Monetary Policy in Croatia*. U: The 10th Dubrovnik Economic Conference

<sup>43</sup> Tkalec, M., i Vizek, M. (2009). *Utjecaj makroekonomskih politika na prerađivačku industriju u Hrvatskoj*. Privredna kretanja i ekonomska politika, 19 (121) [str. 93]



### **3. Kretanje kamatnih stopa HNB-a i ECB-a u periodu 2000.-2019.g.**

Ovo poglavlje daje pregled osnovnih instrumenata monetarne politike u EU i RH, kao i pregled kretanja kamatnih stopa na koje ECB i HNB imaju direktni utjecaj, u periodu 2000.-2019.g. Uz navedeno, analiziraju se referentne kamatne stope na hrvatskom i europskom novčanom tržištu. Kretanje kamatnih stopa stavlja se u kontekst kretanja BDP-a kako bi se donijeli određeni zaključci.

#### **3.1. Kretanje kamatnih stopa ECB-a u periodu 2000.-2019.g.**

Primarni cilj monetarne politike ECB je održavanje stabilne inflacije. Stabilnost cijena podrazumijeva rast godišnje stope HICP (harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena) za euro područje ispod, ali blizu 2% u srednjem roku. Europska centralna banka (ECB) provodi svoju monetarnu politiku primarno kroz upravljanje kratkoročnim kamatnim stopama na novčanom tržištu. Drugim riječima, primarni kanal prijenosa monetarne politike na realnu ekonomiju i gospodarska kretanja jest kamatni kanal. Kamatne stope na koje ECB direktno utječe jesu kamatne stope koje određuje primjenom svojih instrumenata:

- Kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja,
- Kamatna stopa na prekonoćni novčani depozit koji banke deponiraju u ECB i
- Kamatna stopa na instrument granične posudbe (na prekonoćne kredite koje ECB odobrava bankama).

Kroz direktni utjecaj na navedene kamatne stope ECB utječe na referentne kamatne stope na novčanom tržištu, a to su prvenstveno:

- EONIA (Euro OverNight Index Average) - prosječna kamatna stopa na prekonoćne zajmove na međubankarskom tržištu i
- EURIBOR (Euro Interbank Offered Rate) - prosječna kamatna stopa na međubankarskom tržištu tj. kamatna stope po kojoj banke međusobno daju kredite i depozite na novčanom tržištu.

Kretanje referentnih kratkoročnih kamatnih stopa na novčanom tržištu utječe na visinu dugoročnih kamatnih stopa i na financijska tržišta. Dugoročne kamatne stope kombinacija

su kratkoročnih kamatnih stopa i očekivanja glede budućih kamatnjaka. Slika 4. detaljnije pojašnjava europske referentne kamatne stope koje se najčešće upotrebljavaju.

Slika 4. Europske referentne kamatne stope

**Europske referentne kamatne stope koje se trenutačno najčešće upotrebljavaju**

**EONIA** To je trenutačna prekonoćna referentna kamatna stopa za euro. Radna skupina privatnog sektora za nerizične kamatne stope preporučila je da tržišni sudionici od 2. listopada 2019. postupno zamijene EONIA-u novom eurskom kratkoročnom kamatnom stopom (€STR). EONIA-u izračunava ESB u ime Europskog instituta za tržišta novca (EMMI) koji je neprofitna organizacija sa sjedištem u Bruxellesu. Obično se izračunava kao ponderirani prosjek kamatnih stopa na prekonoćne neosigurane međubankovne kredite. EMMI je najavio da će se, nakon što €STR bude dostupan i do 3. siječnja 2022., EONIA izračunavati kao €STR uvećan za razliku, kako bi se tržištu omogućilo dovoljno vremena za prelazak na €STR.

**EURIBOR** EURIBOR je referentna kamatna stopa na neosiguranom tržištu koja se izračunava za nekoliko dospijeća (jedan tjedan, jedan mjesec, tri mjeseca, šest i dvanaest mjeseci). Njome upravlja Europski institut za tržišta novca (EMMI). Kako bi se referentna kamatna stopa uskladila s uredbom EU-a o referentnim vrijednostima, EMMI je pojasnio definiciju EURIBOR-a kao stope po kojoj banke u EU-u i u članicama Europskog udruženja slobodne trgovine (EFTA) mogu pribaviti sredstva na neosiguranom međubankovnom tržištu. EMMI isto tako postupno provodi novu metodologiju izračuna za EURIBOR, tzv. »hibridnu metodologiju«. U toj metodi izračuna upotrebljavaju se stvarne transakcije što je više moguće, no primjenjuje se i stručna prosudba za slučajeve gdje stvarne transakcije nisu dostupne.

Izvor: European Central Bank, Što su referentne kamatne stope, zašto su važne i zašto se provodi reforma? Preuzeto 01.05.2020. s [https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/benchmark\\_rates\\_qa.hr.html](https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/benchmark_rates_qa.hr.html)

Europska centralna banka je 2017.g. odlučila razviti eursku kratkoročnu kamatnu stopu (€STR – Euro short - term rate), novu referentnu kamatnu stopu koja je dostupna od listopada 2019.g., kako bi djelovala kao zaštitni mehanizam ako privatni sektor ne uspije održati svoju prekonoćnu referentnu kamatnu stopu EONIA-u.<sup>44</sup>

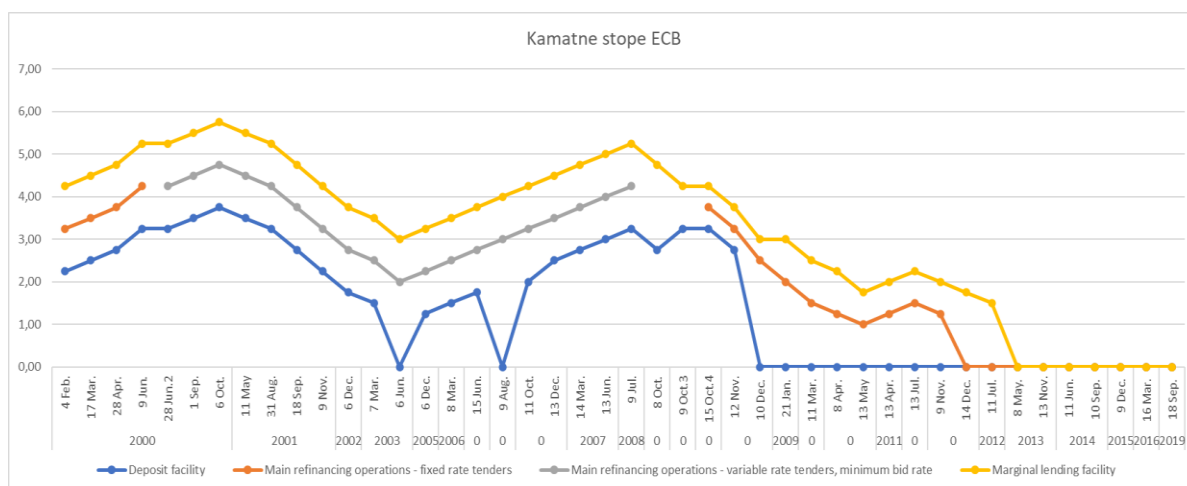
Grafikon 1. prikazuje kretanje kamatnih stopa koje su pod direktnom ingerencijom ECB u periodu 2000.g. - 2019.g. Vidljivo je da u periodu od 2000.g. pa do sredine 2003.g. kamatne stope i na prekonoćne depozite ECB i na prekonoćne kredite bankama (instrument granične posudbe), kao i na glavne operacije refinanciranja opadaju. U periodu 2003.g. – 2008.g. vidljiv je rast kamatnih stopa ECB-a, a nakon čega kamatne stope ECB-a ponovno

---

<sup>44</sup> European Central Bank, Što su referentne kamatne stope, zašto su važne i zašto se provodi reforma? Preuzeto 01.05.2020. s [https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/benchmark\\_rates\\_qa.hr.html](https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/benchmark_rates_qa.hr.html)

padaju sve do 2012.g. i 2013.g. Nakon spomenute 2013.g. kamratne stope dosežu povijesno niske razine, odnosno dosežu vrijednost 0.

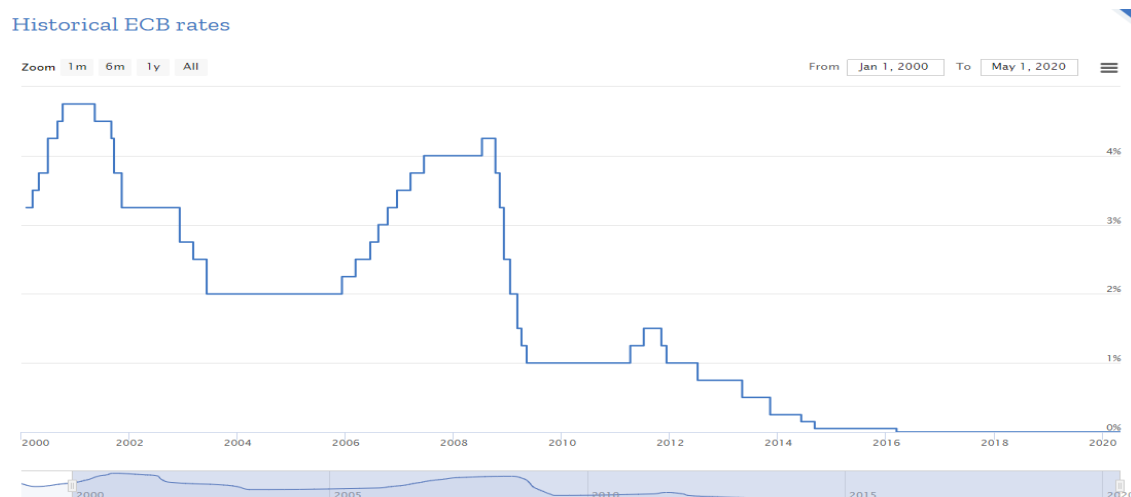
Grafikon 1. Kretanje kamratnih stopa ECB u periodu 2000.-2019.g.



Izvor: izrada autora prema European Central Bank, *Key ECB interest rates*, preuzeto 01.05.2020. sa [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_ecb\\_interest\\_rates/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html)

S obzirom da je ECB kombinirala fiksne i varijabilne kamratne stope kod glavnih operacija refinanciranja (obje prikazane na prethodnom grafikonu), radi točnijeg prikaza dana je slika 5. Kretanje kamratnih stopa ECB na glavne operacije refinanciranja u periodu 2000.g. – 2020.g.

Slika 5. Kretanje kamratnih stopa ECB na glavne operacije refinanciranja u periodu 2000.-2020.g.



Izvor: EURIBOR rates, ECB refinancing or minimum bid rate, preuzeto 01.05.2020. s <https://www.euribor-rates.eu/en/ecb-refinancing-rate/>

Kamatne stope Europske centralne banke imaju sljedeći trend kretanja:

- Pad kamratnih stopa u periodu 2001.g. - 2003.g.

- Rast kamatnih stopa u periodu 2003.g. - 2008.g.
- Konstantni pad kamatnih stopa u periodu od 2008.g. nadalje, s time da je najznačajnije smanjenje kamatnih stopa realizirano upravo u drugoj polovici 2008.g. i tijekom 2009.g.

Pad kamatnih stopa 2008. i 2009.g. od strane ECB reakcija je monetarne politike ECB na gospodarsku i financijsku krizu, a u cilju ublažavanja recesije, pokretanja gospodarstva i očuvanja financijske stabilnosti sustava.

Kretanje kamatnih stopa ECB na instrumente granične posudbe (prekonoćne kredite) i kamatnih stopa na glavne operacije refinanciranja praćeno je identičnim trendom kretanja referentnih kamatnih stopa na europskom tržištu do kojeg dolazi kao odgovor na promjene u kamatnim stopama koje obračunava ECB. Isti trend prikazuje i kretanje EONIA-e u periodu 2000.g.-2020.g. prikazano na Slici 6.

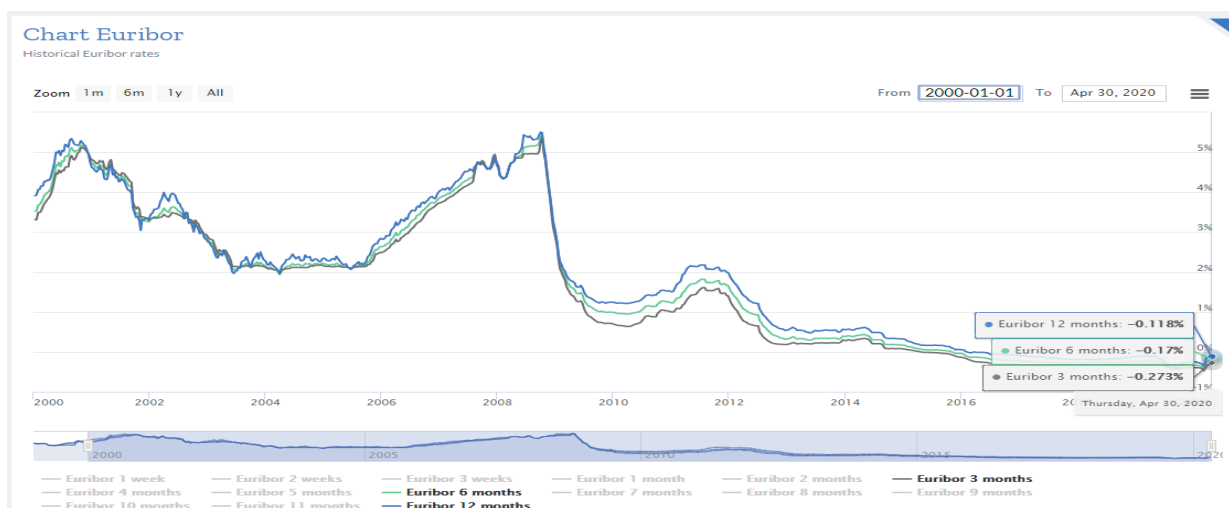
Slika 6. Kretanje EONIA-e u periodu 2000.-2020.g.



Izvor: EURIBOR rates, Eonia, preuzeto 01.05.2020. s <https://www.euribor-rates.eu/en/eonia/>

Porast kamatne stope u periodu 2003.-2008.g. te pad kamatnih stopa od 2008.g. nadalje kao posljedica monetarne politike koja relaksira likvidnost financijskog sustava vidljiv je i na Slici 7. koja prikazuje kretanja EURIBOR-a i to za: 3M EURIBOR (plavo), 6M EURIBOR (zeleno) i 12M EURIBOR (sivo). Vidljivo je također da prikazane kamatne stope EURIBOR-a od 2015.g. imaju negativne vrijednosti na razini između 0 i -0,50%.

Slika 7. Kretanje EURIBOR-a u periodu 2000.-2020.g.



Izvor: EURIBOR rates, Chart with the historical EURIBOR rates, preuzeto 01.05.2020. s <https://www.euribor-rates.eu/en/euribor-charts/>

Radi se o povijesno niskim razinama kamatnih stopa koje su zadržale vrlo niske ili negativne vrijednosti unatrag petogodišnjeg razdoblja, a koje je istovremeno praćeno gospodarskim rastom i rastom BDP-a u Europskoj uniji. No, ECB odlučila je kamatne stope zadržati na niskim razinama u cilju zadržavanja stabilnosti financijskog sustava. Tako je unatoč rastu BDP-a kamatna stopa zadržana na vrlo niskim razinama.

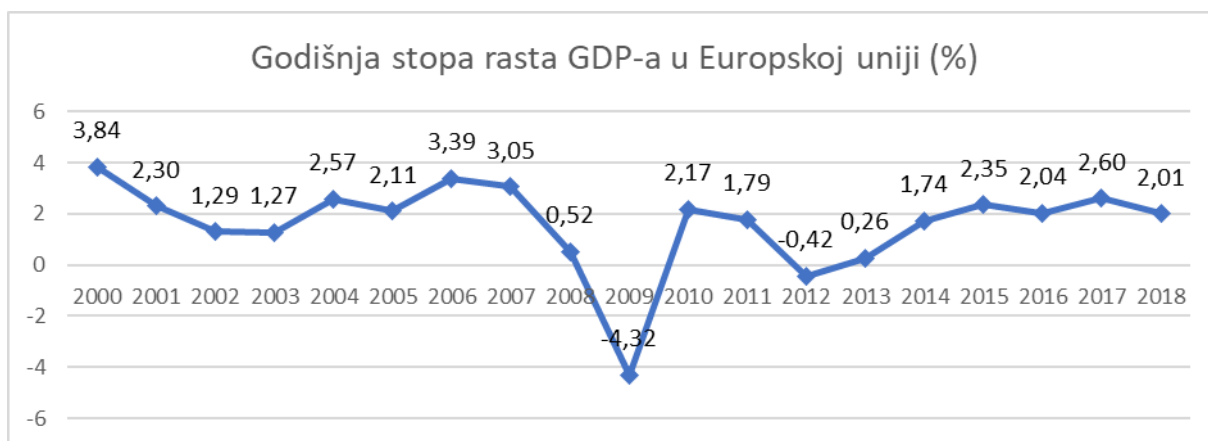
Kretanje kamatnih stopa ECB-a i kamatnih stopa na europskom novčanom tržištu valja staviti u kontekst kretanja BDP-a upravo iz razloga jer je ECB kroz korekcije kamatnih stopa pokušala direktno utjecati na gospodarstvo i neutralizirati gospodarski i financijski šok koji se desio na svjetskoj razini 2007. i 2008.g. Zbog toga se u nastavku daje kratak pregled BDP-a Europske unije zbirno, kao i za područje euro zone, no ne ulazeći u detalje o BDP-u pojedinih članica (s obzirom na velika odstupanja među članicama pojedinačno).

Kretanje BDP-a u Europskoj uniji odnosno u euro zoni može se vrlo lako povezati sa kretanjem kamatnih stopa (imajući u vidu da je kretanje kamatnih stopa reakcija ECB na situaciju u gospodarstvu). U uvjetima rasta gospodarstva, odnosno u uvjetima ekspanzije u periodu 2003.g. – 2008.g. kamatne stope ECB imale su tendenciju rasta. Po nastupanju financijske i gospodarske krize 2007. i 2008.g., ECB u cilju održavanja visoke likvidnosti i stabilnosti financijskog sustava, a isto tako ublažavanja gospodarske krize kreće s politikom niskih kamatnih stopa koje upravo od sredine 2008.g. nadalje padaju. Zanimljivo je ipak primijetiti da je unatoč gospodarskom oporavku i rastu BDP-a EU nakon 2009.g.,

ECB zadržala izrazito niske kamatne stope koje su od 2012. i 2013.g. dosegle nulte ili negativne vrijednosti.

Europska unija, ne ulazeći u detalje vrijednosti i kretanja BDP-a pojedinačno po zemlji članici, bilježila je pad godišnje stope rasta BDP-a 2007. i 2008.g. te negativnu stopu rasta BDP-a 2009.g. kada je ista iznosila -4,3%. No, već 2010.g. godišnja stopa rasta BDP-a iznosila je 2,17%. 2011.g. BDP Europske unije bilježio je stopu rasta od 1,79%, iako je 2012.g. ponovno zabilježen negativan rast BDP-a od -0,42%. U narednom periodu od 2013.g. nadalje Europska unija bilježi blagi rast i pozitivne stope rasta BDP-a, a što je vidljivo i na Grafikonu 2.

Grafikon 2. Kretanje godišnje stope rasta BDP-a u Europskoj uniji u razdoblju 2000.g. – 2019.g.



Izvor: izrada autora na temelju The world bank, GDP growth (annual %) – European Union, preuzeto 29.04.2020.g. s <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2018&locations=EU&start=2000>

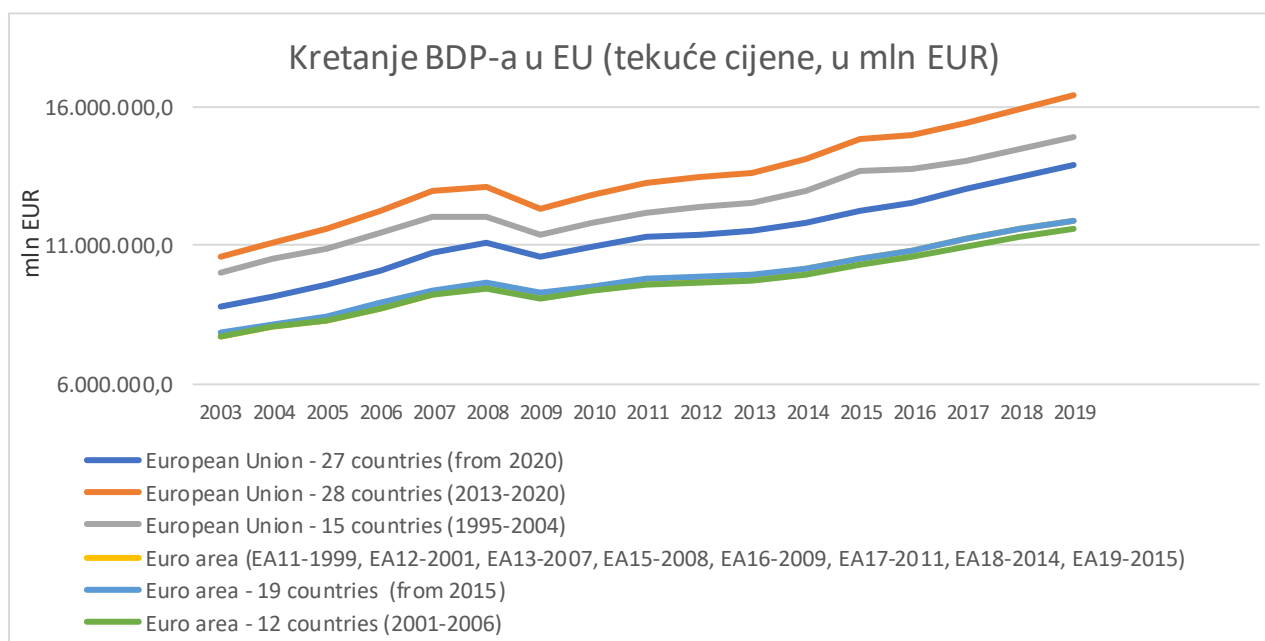
Iz kretanja stope rasta BDP-a u Europskoj uniji može se izdvojiti nekoliko razdoblja kako bi se kretanje BDP-a stavilo u vezu sa kretanjem kamatnih stopa:

- Blago usporavanje gospodarstva u periodu 2000. – 2003.g. praćeno blagim smanjenjem stope rasta BDP-a, a koje je istovremeno praćeno padom kamatnih stopa ECB kao i referentnih kamatnih stopa na europskom novčanom tržištu
- Rast gospodarstva od 2003.g. do 2007.g. koji je praćen blagim povećanjem godišnje stope rasta BDP-a u EU, a istovremeno praćen rastom kamatnih stopa ECB i referentnih kamatnih stopa na europskom
- Razdoblje gospodarske i financijske krize 2008.-2012.g. gdje je negativna stopa rasta BDP-a ostvarena 2009. i 2012.g., a koje je praćeno značajnim smanjenjem kamatnih stopa od strane ECB i referentnih kamatnih stopa na europskom tržištu

- Postepeno jačanje gospodarske aktivnosti u periodu od 2013.g. do 2019.g. u kojem godišnja stopa rasta BDP-a ima blage pozitivne vrijednosti, a koje je istovremeno praćeno dodatnim smanjenjem kamatnih stopa koje su se 2013.g. i nadalje približile i/ili spustile ispod vrijednosti 0 unatoč ostvarenom gospodarskom rastu.

Grafikon 3. prikazuje kretanje BDP-a u Europskoj uniji, odnosno euro zoni u periodu od 2003.g. do 2019.g. u volumenima, u mln eur (tekuće cijene). Iz istog je vidljiv kontinuirani rast BDP-a izraženog u tekućim cijenama u periodu nakon završetka gospodarske krize, odnosno posebno nakon 2012.g.

Grafikon 3. Kretanje BDP-a u EU u periodu 2003.g. – 2019.g. (tekuće cijene, u mln EUR)



Izvor: izrada autora prema Eurostat, Gross domestic product at market prices, skinuto 29.04.2020. sa <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/product/page/TEC00001>

Na temelju međusobne usporedbe podataka o kretanju BDP-a u Europskoj uniji i glavnih referentnih kamatnih stopa na europskom tržištu zanimljivo je uočiti da oporavak gospodarske aktivnosti i porast BDP-a od 2013.g. nadalje nije bio popraćen rastom kamatnih stopa. Naime, iako je euro područje finalno s 2012.g. izašlo iz recesije, odnosno od 2013.g. nadalje kontinuirano ostvarivalo pozitivne stope rasta BDP-a, negativni efekti posljednje gospodarske i financijske svjetske krize i dalje su dijelom bili prisutni. Mogli su se uočiti u dijelu prilagodbe bankarskog sustava kao i kod visoke nezaposlenosti što je i dalje negativno utjecalo na europsko gospodarstvo. U cilju održavanja i ostvarenja svog primarnog cilja – niske i stabilne inflacije na razini nešto nižoj od 2% ECB odlučila je

zadržati kamatne stope na niskim razinama zbog čega su 2013.g. kamate ECB-a na operacije na otvorenom tržištu dodatno smanjene.

Likvidnost financijskih tržišta izrazito je bitna za pravilno funkcioniranje monetarnog transmisijskog mehanizma. Uzimajući u obzir da se utjecaj ECB-a na realnu ekonomiju postiže putem kamatnog kanala, prema mišljenju nekih autora transmisijski mehanizam kamatne stope ECB-a tijekom kriznog razdoblja je zakazao. U toj su situaciji priopćenja ECB-a imala važnu ulogu u usmjeravanju financijskih tržišta, a zadržavanje kamatnih stopa na vrlo niskim razinama bilo je neophodno zbog utjecaja na očekivanja tržišta u dugom roku, neovisno o kasnijem oporavku gospodarske aktivnosti i porastu BDP-a. „Kamatne stope na tržištu novca europodručja bile su vrlo kolebljive u cijelom prvom polugodištu 2013. Kamatne stope na tržištu novca, posebno one koje se odnose na dulje rokove unutar ročne strukture, znatno su porasle sredinom 2013. zbog promjenjivih očekivanja glede buduće monetarne politike i prelijevanja utjecaja kretanja izvan europodručja. Radi čvršćeg povezivanja tržišnih očekivanja u vezi s kamatnim stopama i razina predviđenih izgledima za stabilnost cijena u srednjoročnom razdoblju, Upravno vijeće u srpnju je iznijelo smjernice buduće monetarne politike, u kojima je objavilo da očekuje da će ključne kamatne stope ECB-a biti na sadašnjim ili nižim razinama u duljem razdoblju. Ta je poruka potvrđena u preostalom dijelu godine, posebno u doba smanjivanja kamatne stope u studenome 2013.g.“<sup>45</sup> Tako se, u cilju očuvanja stabilnosti cijena i u cilju zadržavanja pozitivnih očekivanja glede gospodarskih kretanja za područje Europske unije ECB odlučila za zadržavanje povijesno niskih kamatnih stopa, a koja traje i danas.

### **3.2. Kretanje kamatnih stopa HNB-a i kamatnih stopa na hrvatskom međubankovnom tržištu u periodu 2000.-2019.g.**

Osnovni cilj Hrvatske narodne banke jest održavanje stabilnosti cijena, odnosno niska i stabilna inflacija. Prosječna godišnja stopa inflacije u Hrvatskoj u razdoblju od 2000. do 2015. godine iznosila je 2,5% a na temelju čega se može utvrditi da HNB uspješno održava inflaciju na niskoj i stabilnoj razini i uspješno ispunjava svoj primarni cilj. Uz navedeni osnovni cilj HNB eksplicitno definira i sekundarne ciljeve monetarne politike. To su:

---

<sup>45</sup> European Central Bank. *Godišnje izvješće 2013.* preuzeto 01.05.2020. s <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2012hr.pdf>



- ostvarivanje uravnoteženoga i održivoga gospodarskog rasta
- postizanje visoke razine zaposlenosti i
- održavanje stabilnosti financijskog sustava u zemlji.

Hrvatska narodna banka odabrala je stabilnost tečaja kune prema euru kao nominalno sidro monetarne politike. Održavanjem stabilnosti tečaja kune prema euru HNB posredno utječe na svoj temeljni cilj, a to je stabilnost cijena. S obzirom na visoku euroiziranost hrvatskoga bankovnog sustava, odnosno hrvatskog gospodarstva općenito, ne čudi što je upravo stabilnost tečaja alat kojim HNB ostvaruje svoj cilj. Na taj način održava i financijsku stabilnost, što sve skupa osigurava makroekonomsku stabilnost zemlje i očuvanje realne vrijednosti novčanih sredstava svih sektora gospodarstva.<sup>46</sup>

Odabir nominalnog tečaja kune kao sidra monetarne politike HNB-a posljedica je brojnih faktora prisutnih u hrvatskom gospodarstvu, no prvenstveno posljedica je velike ovisnosti hrvatskog gospodarstva o kretanju tečaja kune prema euru i visokoj euroiziranosti hrvatskog gospodarskog sustava. To je ujedno i razlog zašto upotreba kamatnih stopa kao osnovnog instrumenta za održavanje stabilnosti cijena i niske te stabilne inflacije u Hrvatskoj nije opcija, kao što je to primjerice u Europskoj uniji ili SAD-u, a što je detaljnije pojašnjeno i u 1. poglavlju. „Naime, u maloj otvorenoj ekonomiji kakva je Hrvatska, s visokom stopom euroizacije, međunarodni tokovi kapitala izrazito utječu na kretanje tečaja, pa bi nestabilnost tečaja u postojećim ugovornim odnosima nepovoljno utjecala na makroekonomsku stabilnost zemlje.“<sup>47</sup>

Osnovni instrument kojim se HNB služi u ostvarenju svojih ciljeva, no primarno cilja stabilnosti cijena, jesu devizne intervencije, a koje provodi putem „povremenih deviznih aukcija“. Na „povremenim deviznim aukcijama“ HNB kupuje ili prodaje devize bankama.

Instrumenti monetarne politike kojima se koristi HNB jesu:

- Operacije na otvorenom tržištu,
- Obvezna pričuva,
- Stalno raspoložive mogućnosti i

---

<sup>46</sup> Hrvatska Narodna Banka (HNB), *Okvir monetarne politike*, preuzeto 02.05.2020.g. s <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/okvir-monetarne-politike>

<sup>47</sup> Hrvatska Narodna Banka (HNB), *Instrumenti monetarne politike*, preuzeto 29.04.2020. g. s <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti>

- Ostali instrumenti i mjere.

Instrumentima monetarne politike Hrvatska narodna banka povećava (emitira) ili smanjuje (sterilizira) likvidnost. Povećavanje likvidnosti provodi se kupnjom imovine ili odobravanjem kredita, dok se smanjenje likvidnosti postiže upotrebom obvezne pričuve, odnosno prodajom imovine ili izdavanjem vrijednosnih papira HNB-a. Krediti koje odobrava HNB osigurani su financijskim instrumentima (kolateral) kao što su dužnički vrijednosni papiri, a lista prihvatljivoga kolaterala unaprijed se objavljuje. Protustranke u operacijama na otvorenom tržištu i stalno raspoloživim mogućnostima mogu biti samo kreditne institucije koje su obveznici obvezne pričuve. Ostali instrumenti i mjere primjenjuju se na iste protustranke.<sup>48</sup>

Operacije na otvorenom tržištu koje su uspostavljene u Hrvatskoj 2005.g. imale su između ostalog i zadatak da na novčanom tržištu ustanove referentnu kamatnu stopu koja bi ublažila dotadašnju značajnu varijabilnost kamatnih stopa i stvorila preduvjete za funkcioniranje kanala kamatne stope. Instrumenti monetarne politike HNB-a služe kako bi se, kroz utjecaj na likvidnost i kreditnu aktivnost banaka, a kroz reguliranje količine novca u optjecaju, ostvario učinak na tečaj kune prema euru. Kroz navedene instrumente i mjere monetarna politika implicitno utječe na formiranje kamatnih stopa na tržištu. Kamatna stopa u Hrvatskoj prvenstveno ovisi o kamatnoj stopi na europskom tržištu, upravo iz razloga jer je domaća valuta – HRK vezana za europsku valutu – EUR u uvjetima već spomenute visoke euroizacije hrvatskog gospodarstva.

Kamatne stope na koje direktno utječe HNB jesu kamatne stope koje se formiraju u transakcijama banaka sa HNB-om, a to su operacije na otvorenom tržištu.

Operacije na otvorenom tržištu mogu se provoditi kao:

1. povratne (engl. reverse) operacije, odnosno transakcije s unaprijed definiranim rokom dospijeca, kao što su odobravanje kredita bankama ili repo transakcije, kod kojih se istodobno dogovara transakcija kupnje (prodaje) imovine na tekući datum i transakcija povratne prodaje (kupnje) iste imovine na unaprijed utvrđeni budući datum. U slučaju repo transakcija razlika između kupovne i prodajne cijene čini

---

<sup>48</sup> Hrvatska Narodna Banka (HNB), *Instrumenti monetarne politike*, preuzeto 29.04.2020. g. s <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti>

cijenu korištenja novčanih sredstava u razdoblju trajanja operacije, koja se u većini slučajeva iskazuje u obliku nominalne kamatne stope (kao što je to pri odobravanju kredita) i utječe na kretanje ostalih kamatnih stopa na tržištu.

2. konačne (engl. outright) operacije, što znači da se dogovara transakcija kupnje (prodaje) imovine bez obveze povratne prodaje (kupnje), odnosno transakcija je konačna nakon namire u prvom koraku. U tom slučaju kamatna stopa se ne ugovara, ali se na nju utječe količinom kupljene (prodane) imovine.

S obzirom na učestalost i namjenu operacije na otvorenom tržištu mogu biti:

- redovite, što znači da je njihova učestalost unaprijed određena i poznata
- operacije fine prilagodbe, što znači da se rabe po potrebi
- strukturne, što znači da se rabe u situacijama kada je potrebno djelovanje zbog strukturnih promjena u likvidnosti.<sup>49</sup>

„Operacije na otvorenom tržištu podrazumijevaju kupnju i prodaju određene imovine na financijskom tržištu kao što su vrijednosni papiri, devize i dr. Pomoću operacije na otvorenom tržištu utječe se na likvidnost bankovnog sustava i kretanje kamatnih stopa na novčanom tržištu na način da HNB kontrolira cijenu i količinu ponude primarnog novca. Utjecaj na likvidnost i kamatnu stopu očituje se kroz aktivnosti kupnje imovine od banaka ili odobravanja kredita bankama i u ovom slučaju rezultat je povećanje likvidnosti i pad kamatnih stopa na tržištu. Obratno, prodaja imovine bankama i primljeni depoziti od banaka djelovat će na smanjenje likvidnosti i rast kamatnih stopa. Operacijama na otvorenom tržištu HNB također utječe na kreditni potencijal poslovnih banka.“<sup>50</sup>

U nastavku je pregled povratnih operacija HNB-a od 2005.g. do danas prikazan na grafikonu 4., a koji prikazuje volumene prihvaćenih ponuda na aukcijama HNB-a (plavi stupci), kao i kamatne stope: granična kamatna stopa (sivo), vagana kamatna stopa kao prosjek primljenih ponuda najnižih i najviših kamatnih stopa na aukciji (narančasto) i fiksnih kamatnih stopa (žuto). Od studenog 2008.g. povratne operacije zaključuju se

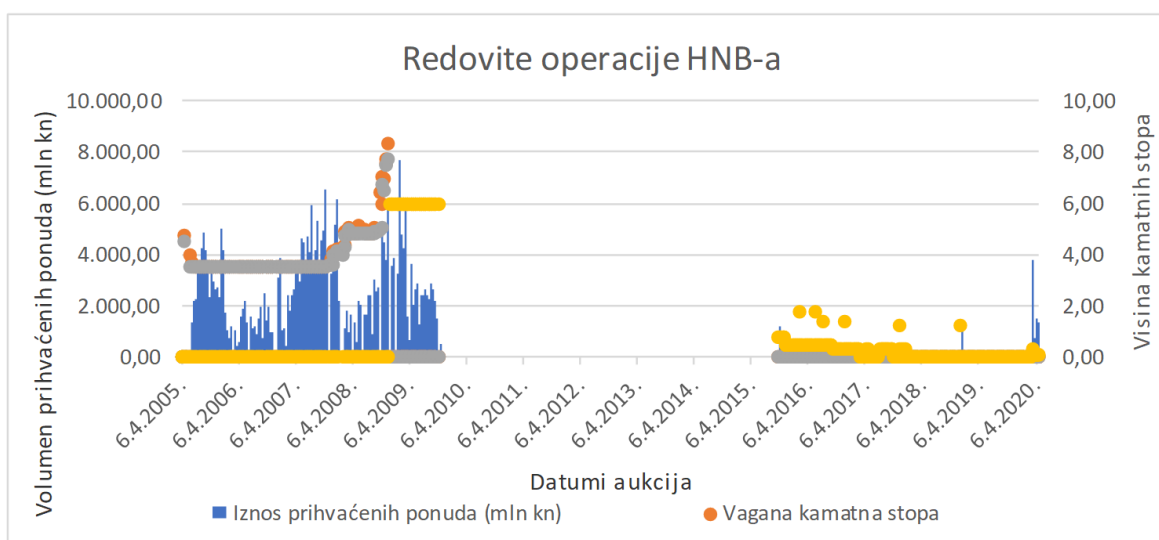
---

<sup>49</sup> Hrvatska Narodna Banka (HNB), *Operacije na otvorenom tržištu – povratne operacije Hrvatske narodne banke*, preuzeto 02.05.2020.g s <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/operacije-na-otvorenom-trzistu>

<sup>50</sup> Hrvatska Narodna Banka (HNB), *Instrumenti monetarne politike*, preuzeto 29.04.2020. g. s <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti>

isključivo uz fiksne kamatne stope. Do rujna 2017.g. HNB je obavljao isključivo obratne repo operacije, a od rujna 2017.g. nadalje umjesto repo transakcija HNB bankama odobrava kredite uz financijsko osiguranje. Iz grafikona 4. se jasno vidi da je u vrijeme financijske i gospodarske krize i HNB u cilju održavanja likvidnosti financijskog i bankarskog sustava oslobađao likvidnost te su volumeni odobrenih repo transakcija na aukcijama HNB-a značajni. Kamatne stope u promatranom periodu kretale su se na razinama od 3% (2005.-2008.) do 8,5% (kraj 2008.g.). U periodu od listopada 2009.g. do rujna 2015.g. nije bilo ugovorenih novih volumena s osnove obrnutih repo poslova. 2016.g. bila je nešto aktivnija te je na redovnim aukcijama HNB-a kroz obratne repo transakcije odobreno ukupno 8.973,9 mln kn, uz prosječnu fiksnu kamatnu stopu od 0,52%. 2017.g. odobreno je 2.070 mln kn kroz obratne repo operacije i kredite uz financijsko osiguranje, a uz fiksnu kamatnu stopu od 0,30%, osim jedne aukcije održane 7.11.2017.g. na kojoj je odobreno 730 mln kn uz fiksnu kamatnu stopu od 1,20%. 2018.g. svega jedna aukcija održana 11.12.2018.g. rezultirala je volumenom od 1.397 mln kn kredita uz fiksnu kamatnu stopu od 1,20%. Nadalje, do ožujka 2020.g. nije bilo realiziranih kredita kroz redovne aukcije HNB-a.

Grafikon 4. Kretanje kamatnih stopa i volumena povratnih operacija - ugovorenih obrtnih repo transakcija i kredita uz financijsko osiguranje na aukcijama HNB-a u razdoblju 2005.-2020.g.



Izvor: izrada autora prema HNB, Operacije na otvorenom tržištu, skinuto 02.05.2020.g. sa <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/operacije-na-otvorenom-trzistu>

Analizirajući učestalost korištenja operacija na otvorenom tržištu kroz godišnja izvješća HNB-a, može se zaključiti da su od 2005. do 2009. godine obratne repo operacije bile najvažniji instrument povećavanja likvidnosti financijskog sustava. Strukturnih

operacija i operacija fine prilagodbe nije bilo u 2005., ali operacije fine prilagodbe su korištene u 2006. U 2009. nisu korištene strukturne operacije. Tijekom 2010., zbog visoke likvidnosti bankovnog sustava, redovite operacije, operacije fine prilagodbe i strukturne operacije nisu korištene jer je ponuda likvidnosti bila veća nego njezina potražnja pa nije bilo potrebe za operacijama na otvorenom tržištu. Također, u 2011. i 2012. nisu bile prisutne operacije na otvorenom tržištu kao ni u 2013. kada je visoka razina likvidnosti bila posljedica procesa smanjivanja stope obvezne pričuve započetog nakon financijske krize u Hrvatskoj 2008. godine kada je prekinuta uspješnost održavanja financijske stabilnosti. U 2014.g. izvršena je jedna konačna operacija, dok je u 2015. godini provedena obratna repo aukcija. Tijekom 2016. su provedene četiri strukturne repo operacije pomoću kojih se ostvarila kunska likvidnosti. Operacije na otvorenom tržištu postaju aktivne kad je potrebno ukloniti negativne učinke, kad se pojavi potreba za povećanjem odnosno smanjenjem likvidnosti te kad je neophodno stabilizirati kamatne stope, a naglasak je na prekonoćnim kamatnim stopama.<sup>51</sup>

HNB primarno utječe na likvidnost financijskog i bankarskog sektora, a tek se sekundarno likvidnost bankarskog sektora i cijene po kojima se banke zadužuju kod HNB-a prelijevaju na novčano tržište što se analizira u nastavku rada.

Tablica 1. prikazuje kretanje prosjeka vaganih mjesečnih prosječnih kamatnih stopa ostvarenih u izravnoj međusobnoj trgovini depozitima kreditnih institucija u izvještajnom mjesecu (a koji ne uključuju izravnu i repo trgovinu vrijednosnim papirima niti transakcije s drugim pravnim i fizičkim osobama). Godišnji prosjeci izračunati su kao jednostavni prosjeci vaganih mjesečnih prosjeka. Kamatne stope detaljnije su podijeljene prema roku dospijea. U stupcu 3 – O/N (prekonoćno dospijea), to jest odobrenje sredstava obavlja se na dan zaključivanja transakcije, a povrat sredstava sljedećega radnog dana. U stupcu 4 nalazi se T/N (“TOM/NEXT”), to jest odobrenje sredstava obavlja se prvi radni dan nakon dana zaključivanja transakcije, a povrat sredstava sljedećega radnog dana. Stupac 5 prikazuje S/N (“SPOT/NEXT”), to jest odobrenje sredstava obavlja se drugi radni dan nakon dana zaključivanja transakcije, a povrat sredstava sljedećega radnog dana, dok stupac 6 prikazuje dospijea do opoziva. U stupcu 7 nalazi se dospijea 2 do 6 dana, zatim u sljedećim stupcima: 1 tjedan, 2 tjedna, 1 mjesec te 3 mjeseca.

---

<sup>51</sup> Hrvatska Narodna Banka (HNB), *Godišnje izvješće 2017.*, preuzeto 15.05.2020. g.

Čak i letimičan pregled tablice ukazuje na rast kamatnih stopa ostvarenih u izravnoj međusobnoj trgovini depozitima kreditnih institucija u periodu gospodarske krize te posebno 2007., 2008. i 2009.g., uz daljnje značajno smanjenje kamatnih stopa tek od 2010.g. koje su u 2010.g. pale i za 7 postotnih poena u odnosu na 2009.g. Već iz navedene konstatacije vidljiv je određeni vremenski odmak u prelijevanju kretanja kamatnih stopa na novčanom tržištu, u odnosu na europsko tržište gdje su glavne korekcije kamatnih stopa uočene već krajem 2008.g. i posebice tijekom 2009.g.

Tablica 1. Kamatne stope ostvarene u trgovini depozitima na međubankovnom tržištu u Hrvatskoj u periodu 2003.-2019.g.

<b>Godina</b>	<b>O/N</b>	<b>T/N</b>	<b>S/N</b>	<b>Do opoziva</b>	<b>2 – 6 dana</b>	<b>1 tj.</b>	<b>2 tj.</b>	<b>1 mj.</b>	<b>3 mj.</b>
<b>1</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>	<b>11</b>
2003.	3,12	3,35	2,80	3,39	3,42	3,58	3,76	4,14	4,91
2004.	4,98	4,94	4,67	5,66	4,85	5,37	5,82	5,88	6,35
2005.	2,97	4,45	4,91	4,27	3,52	3,69	4,20	4,57	5,33
2006.	2,36	2,37	2,30	2,82	2,31	2,77	2,68	3,36	3,81
2007.	4,97	5,30	4,91	4,00	5,45	5,51	5,59	5,87	5,86
2008.	5,86	5,64	4,79	–	5,22	6,59	6,50	6,88	7,38
2009.	7,22	6,97	6,30	6,50	7,76	7,79	8,53	8,98	9,31
2010.	0,89	1,23	1,25	–	1,16	1,23	1,82	1,74	2,92
2011.	0,86	0,98	1,92	–	0,89	1,22	1,46	2,25	3,31
2012.	1,09	1,67	1,37	–	1,09	1,38	2,20	1,75	3,79
2013.	0,37	0,33	1,00	–	0,73	1,01	0,63	1,02	2,36
2014.	0,34	0,36	0,83	–	0,48	0,54	0,57	0,79	0,95
2015.	0,44	1,19	–	–	0,47	0,68	0,85	0,81	1,17
2016.	0,33	0,60	–	–	0,34	0,32	0,46	–	0,81
2017.	0,10	–	–	–	0,10	0,04	0,13	–	–
2018.	0,11	–	–	–	0,14	0,06	0,00	0,00	0,29
2019.	0,03	–	–	–	0,40	0,33	0,45	0,00	–

Izvor: HNB, Novčano tržište, Tablica G7a: Kamatne stope ostvarene u trgovini depozitima na međubankovnom tržištu, skinuto 28.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/novcano-trziste>

Tablica 2. daje pregled kamatnih stopa kotiranih na međubankovnom tržištu (ZIBOR). Iskazani su jednostavni godišnji prosjeci prosječnih mjesečnih vrijednosti kamatnog indeksa ZIBOR. Indeksi ZIBOR (engl. Zagreb Interbank Offered Rates) jedinstvene su referentne kamatne stope na hrvatskom međubankovnom tržištu. Službeni izračun ZIBOR-a prema dospijecima temelji se na izračunu prosječnih vrijednosti kamatnih stopa osam najvećih hrvatskih banaka kotiranih na Reutersovu sustavu točno u 11.00 sati svakoga radnog dana. Kamatne stope detaljnije su podijeljene prema roku dospijeca:

- stupac 2 – O/N (prekonočno dospijeće) - odobrenje sredstava obavlja se na dan zaključivanja transakcije, povrat sredstava sljedećega radnog dana,
- stupac 3 – T/N (“TOM/NEXT”) - odobrenje sredstava obavlja se prvi radni dan nakon dana zaključivanja transakcije, povrat sredstava sljedećega radnog dana
- stupac 4 – S/N (“SPOT/NEXT”) - odobrenje sredstava obavlja se drugi radni dan nakon dana zaključivanja transakcije, povrat sredstava sljedećega radnog dana
- u sljedećim stupcima: tjedan dana, 2 tjedna, 1 mjesec, 3 mjeseca, 6 mjeseci, 9 mjeseci te 12 mjeseci.

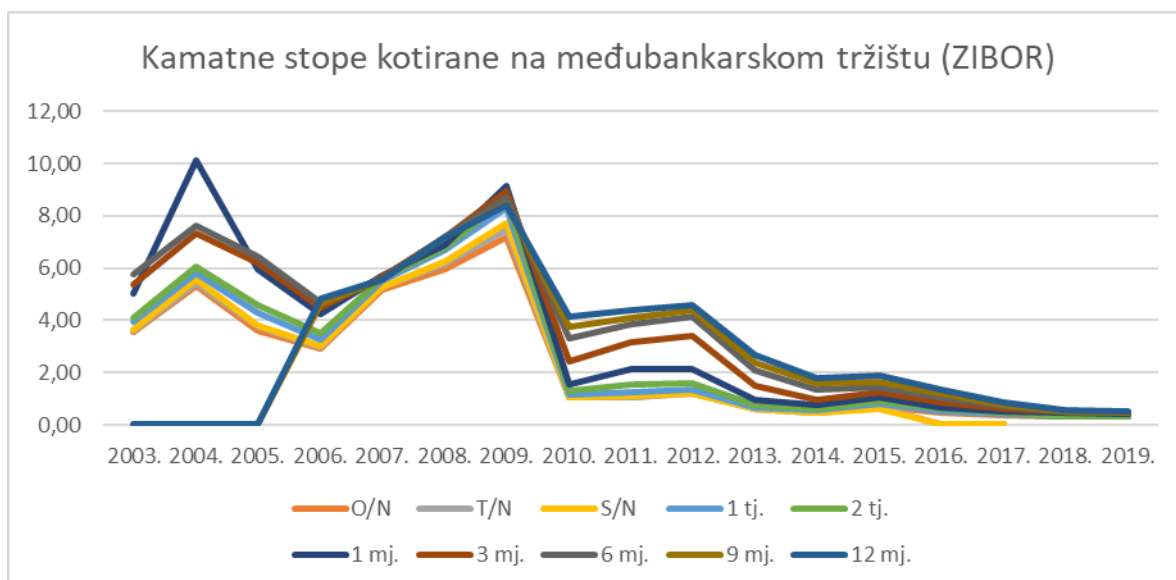
Tablica 2. Kamatne stope na međubankovnom tržištu (ZIBOR) u periodu 2003.-2019.g.

	O/N	T/N	S/N	1 tj.	2 tj.	1 mj.	3 mj.	6 mj.	9 mj.	12 mj.
2003.	3,55	3,59	3,63	3,94	4,11	5,03	5,37	5,77	–	–
2004.	5,31	5,42	5,56	5,79	6,04	10,11	7,33	7,61	–	–
2005.	3,62	3,74	3,79	4,30	4,59	5,98	6,21	6,45	–	–
2006.	2,90	2,96	3,00	3,28	3,52	4,24	4,49	4,67	4,66	4,82
2007.	5,18	5,28	5,27	5,50	5,61	5,73	5,66	5,58	5,55	5,59
2008.	5,96	6,15	6,23	6,72	6,80	6,88	7,17	7,19	7,18	7,20
2009.	7,16	7,49	7,72	8,33	8,63	9,15	8,96	8,68	8,48	8,41
2010.	1,04	1,05	1,05	1,17	1,31	1,57	2,44	3,32	3,74	4,12
2011.	1,03	1,06	1,09	1,27	1,53	2,11	3,15	3,84	4,12	4,39
2012.	1,23	1,21	1,20	1,37	1,58	2,12	3,42	4,14	4,37	4,58
2013.	0,59	0,60	0,60	0,67	0,75	0,94	1,50	2,10	2,40	2,66
2014.	0,47	0,47	0,47	0,58	0,63	0,75	0,97	1,32	1,57	1,81
2015.	0,70	0,66	0,61	0,82	0,90	1,05	1,23	1,43	1,65	1,88
2016.	0,48	–	–	0,53	0,59	0,68	0,86	1,03	1,20	1,37
2017.	0,37	–	–	0,42	0,47	0,52	0,60	0,69	0,75	0,84
2018.	0,31	–	–	0,32	0,34	0,44	0,50	0,51	0,52	0,54
2019.	0,29	–	–	0,30	0,32	0,39	0,46	0,47	0,48	0,51

Izvor: HNB, Novčano tržište, Tablica G7b: Kamatne stope kotirane na međubankarskom tržištu (ZIBOR), skinuto 28.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/novcano-trziste>

Kretanje ZIBOR-a prikazano je i na grafikonu 5.

Grafikon 5. Kamatne stope kotirane na međubankarskom tržištu (ZIBOR)



Izvor: Izrada autora prema HNB, Novčano tržište, Tablica G7b: Kamatne stope kotirane na međubankarskom tržištu (ZIBOR), skinuto 28.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/novcano-trziste>

ZIBOR kao referentna kamatna stopa na hrvatskom novčanom tržištu bilježi pad kamatnih stopa tek u 2010.g. u odnosu na 2009.g. Tako je upravo 2010.g. zabilježen najveći pad kamatnih stopa. Isto se ponovno može usporediti sa kretanjem EONIA-e što je prethodno prikazano na slici 4. Vidljivo je da su referentne kamatne stope na europskom tržištu korigirane prema dolje nešto ranije u odnosu na kamatne stope na hrvatskom međubankarskom tržištu te u odnosu na promatrani ZIBOR. Isto upućuje na određeni vremenski odmak u kretanju kamatnih stopa na hrvatskom u odnosu na europsko tržište koje je znatno brže reagiralo na korekcije kamatnih stopa učinjene od strane svoje centralne banke. Vrijednosti ZIBOR-a od 2016.g. padaju na razinu ispod 1%, a što je detaljnije vidljivo u prethodno prikazanoj tablici 2.

Još jedna referentna kamatna stopa za hrvatsko novčano tržište jest i NRS, odnosno nacionalna referentna kamatna stopa, a koja predstavlja stopu prosječnih troškova izvora sredstava hrvatskoga bankovnog sektora (banaka i štednih banaka), s obzirom na određeno proteklo razdoblje (3, 6 ili 12 mjeseci), vrstu izvora (depoziti fizičkih osoba, depoziti pravnih osoba iz nefinancijskog sektora, svi ostali izvori sredstava banaka) i relevantnu valutu (HRK, EUR, USD, CHF). Prema obuhvatu sredstava razlikuju se sljedeće tri vrste NRS-a:



1. NRS1 – NRS za sredstva fizičkih osoba (izračunava se za valute HRK i EUR)
2. NRS2 – NRS za sredstva fizičkih osoba i pravnih osoba iz nefinancijskog sektora (izračunava se za valute HRK i EUR)
3. NRS3 – NRS za sva sredstva primljena od svih fizičkih i pravnih osoba, uključujući i one iz financijskog sektora (izračunava se za valute HRK, EUR, CHF i USD).

U nastavku slika 8. prikazuje kretanje 3M NRS-a u periodu 2012.g. – 2019.g. za koji su dostupni podaci, a za sve 3 vrste NRS-a. Vidljivo je da je u promatranom periodu prisutan pad NRS-a što korespondira sa prethodno utvrđenom dinamikom kretanja kamatne stope te ukazuje na pad prosječnih troškova izvora financiranja hrvatskog bankovnog sustava, što u konačnici ista i predstavlja.

Slika 8. Kretanje NRS-a u periodu 2012.-2019.g.

3M_NRS								
Nacionalna referentna stopa prosječnog troška financiranja bankarskog sektora (NRS) – 3 mjeseca								
Obuhvat	HRK			EUR			CHF	USD
	Fizičke osobe	Fizičke osobe i nefinancijski sektori	Sve fizičke i pravne osobe	Fizičke osobe	Fizičke osobe i nefinancijski sektori	Sve fizičke i pravne osobe	Sve fizičke i pravne osobe	Sve fizičke i pravne osobe
Tromjesečje	3M NRS1	3M NRS2	3M NRS3	3M NRS1	3M NRS2	3M NRS3	3M NRS3	3M NRS3
2012./III.	2,43%	2,09%	2,82%	3,25%	3,14%	3,02%	2,42%	1,99%
2012./IV.	2,41%	2,03%	2,66%	3,21%	3,07%	2,83%	2,34%	2,74%
<b>2013./I.</b>	2,53%	2,05%	2,46%	3,25%	3,17%	2,95%	2,33%	2,04%
2013./II.	2,37%	1,86%	2,13%	3,07%	2,97%	2,78%	2,22%	1,93%
2013./III.	2,11%	1,65%	2,14%	3,00%	2,86%	2,72%	2,25%	1,90%
2013./IV.	1,90%	1,48%	1,93%	2,84%	2,72%	2,59%	2,26%	1,83%
<b>2014./I.</b>	2,06%	1,58%	1,85%	2,70%	2,58%	2,51%	2,13%	1,74%
2014./II.	1,86%	1,43%	1,67%	2,61%	2,50%	2,47%	2,09%	1,67%
2014./III.	1,78%	1,36%	1,63%	2,52%	2,37%	2,40%	2,14%	1,73%
2014./IV.	1,66%	1,27%	1,55%	2,42%	2,25%	2,28%	2,07%	1,62%
<b>2015./I.</b>	1,69%	1,26%	1,49%	2,29%	2,13%	2,17%	2,00%	1,58%
2015./II.	1,49%	1,12%	1,35%	2,21%	2,05%	2,07%	1,74%	1,38%
2015./III.	1,45%	1,07%	1,29%	2,06%	1,88%	1,94%	1,64%	1,33%
2015./IV.	1,40%	1,04%	1,33%	1,91%	1,73%	1,84%	2,13%	2,23%
<b>2016./I.</b>	1,34%	0,99%	1,18%	1,75%	1,60%	1,74%	0,56%	1,03%
2016./II.	1,22%	0,90%	1,11%	1,58%	1,43%	1,58%	0,69%	0,97%
2016./III.	1,08%	0,79%	0,92%	1,40%	1,24%	1,39%	0,47%	0,82%
2016./IV.	0,96%	0,71%	0,86%	1,23%	1,09%	1,32%	0,55%	0,81%
<b>2017./I.</b>	0,84%	0,62%	0,74%	1,04%	0,93%	1,12%	0,18%	0,63%
2017./II.	0,76%	0,55%	0,66%	0,91%	0,82%	0,99%	0,16%	0,53%
2017./III.	0,66%	0,48%	0,59%	0,78%	0,69%	0,84%	0,17%	0,51%
2017./IV.	0,64%	0,46%	0,55%	0,66%	0,59%	0,75%	0,26%	0,47%
<b>2018./I.</b>	0,59%	0,43%	0,48%	0,56%	0,49%	0,67%	0,09%	0,47%
2018./II.	0,54%	0,38%	0,43%	0,47%	0,42%	0,58%	0,08%	0,49%
2018./III.	0,50%	0,34%	0,39%	0,42%	0,37%	0,51%	0,08%	0,43%
2018./IV.	0,43%	0,30%	0,35%	0,36%	0,31%	0,47%	0,08%	0,48%
<b>2019./I.</b>	0,39%	0,27%	0,32%	0,31%	0,28%	0,40%	0,06%	0,43%
2019./II.	0,33%	0,24%	0,29%	0,27%	0,24%	0,37%	0,06%	0,48%
2019./III.	0,28%	0,20%	0,25%	0,23%	0,21%	0,33%	0,04%	0,39%
2019./IV.	0,24%	0,17%	0,22%	0,20%	0,18%	0,31%	0,05%	0,33%

Izvor: Hrvatska udruga banaka, Nacionalna referentna stopa prosječnog troška financiranja bankarskog sektora, preuzeto 16.05.2020. g. s <https://www.hub.hr/sites/default/files/inline-files/NRS-2019-4q-objava.pdf>

Za jasnije razumijevanje tematike i kretanja kamatnih stopa potrebno je isto povezati sa gospodarskom aktivnošću zbog čega se kratko prikazuje gospodarski ciklus i kretanje BDP-a u Hrvatskoj u periodu 2000.g. – 2019.g. Hrvatska je mala zemlja sa izrazito otvorenim gospodarstvom koje uvelike ovisi o inozemnim tržištima. Kretanja pojedinih makroekonomskih varijabli su pod jakim utjecajem kretanja na inozemnom, a

posebice na europskom tržištu kao glavnom vanjskotrgovinskom partneru. Financijska kriza koja je sredinom 2007.g. zadesila SAD, a nakon toga se prelila na europsko tržište u 2008.g., s većim ili manjim efektima i vremenskim odmakom proširila se na cijeli svijet. Posredstvom financijske krize i usporavanja gospodarstva u Europi, financijska i gospodarska kriza prelila se i na Hrvatsku. Ako se promotri kretanje BDP-a (nominalno, postotna godišnja promjena BDP-a i BDP per capita) kao osnovnih mjera za praćenje gospodarske aktivnosti, vidljivo je da je Hrvatska od 2000.g. do 2019.g. značajno povećala svoj BDP. BDP Hrvatske je sa 23.497 mln EUR u 2000.g. povećan na 53.969 mln EUR u 2019.g., odnosno porastao je za 1,82 puta, a što je vidljivo i iz tablice 3. BDP per capita kao mjera praćenja blagostanja gospodarstva također pokazuje značajan rast u istom razdoblju i to za čak 2,49 puta s obzirom da je BDP per capita porastao sa 5.309 EUR po stanovniku u 2000.g. na 13.270 EUR po stanovniku u 2019.g.

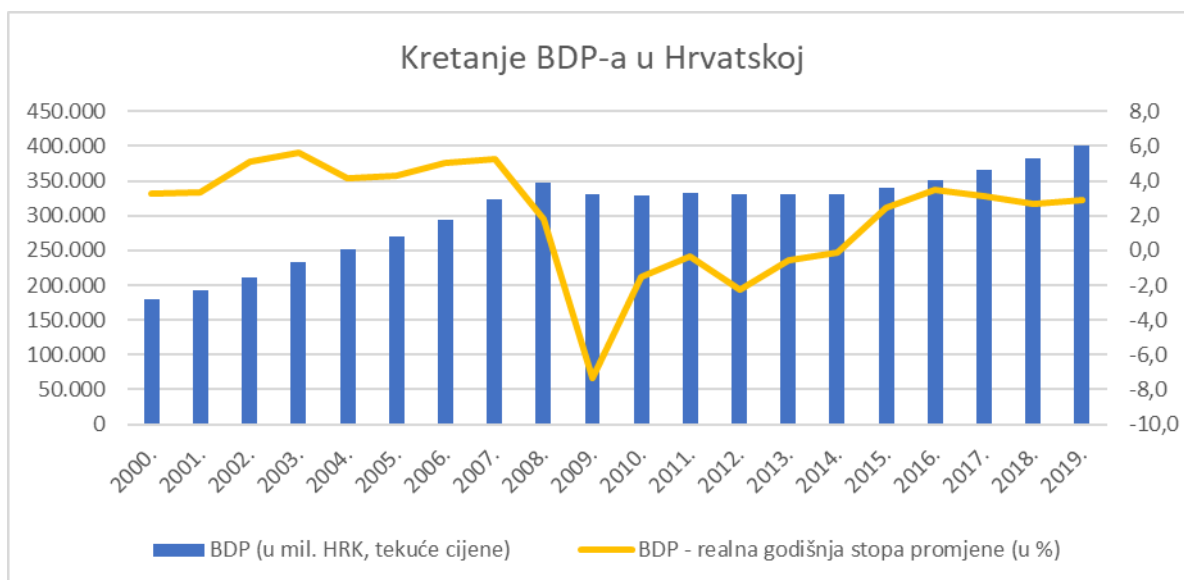
Tablica 3. Kretanje BDP-a, BDP-a per capita i realne godišnje stope promjene BDP-a u Hrvatskoj u periodu 2000.g.-2019.g.

<b>Ekonomski indikatori</b>	<b>2000.</b>	<b>2001.</b>	<b>2002.</b>	<b>2003.</b>	<b>2004.</b>	<b>2005.</b>	<b>2006.</b>	<b>2007.</b>	<b>2008.</b>	<b>2009.</b>
BDP (u mil. HRK, tekuće cijene) <sup>b</sup>	179.371	193.354	211.085	232.573	250.993	270.015	294.445	322.791	346.735	330.771
BDP (u mil. EUR, tekuće cijene)	23.497	25.881	28.498	30.746	33.485	36.488	40.209	44.001	48.003	45.067
BDP po stanovniku (u EUR)	5.309	6.011	6.619	7.141	7.768	8.461	9.322	10.204	11.138	10.474
BDP - realna godišnja stopa promjene (u %)	3,3	3,3	5,1	5,6	4,2	4,3	5,0	5,3	1,8	-7,4
	<b>2010.</b>	<b>2011.</b>	<b>2012.</b>	<b>2013.</b>	<b>2014.</b>	<b>2015.</b>	<b>2016.</b>	<b>2017.</b>	<b>2018.</b>	<b>2019.</b>
BDP (u mil. HRK, tekuće cijene) <sup>b</sup>	328.824	333.215	330.509	331.209	331.343	339.696	351.169	366.426	382.965	400.102
BDP (u mil. EUR, tekuće cijene)	45.130	44.822	43.966	43.732	43.426	44.640	46.640	49.118	51.654	53.969
BDP po stanovniku (u EUR)	10.520	10.472	10.301	10.275	10.247	10.619	11.174	11.907	12.632	13.270
BDP - realna godišnja stopa promjene (u %)	-1,5	-0,3	-2,2	-0,5	-0,1	2,4	3,5	3,1	2,7	2,9

Izvor: izrada autora na temelju HNB, Glavni makroekonomski indikatori, preuzeto 29.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/glavni-makroekonomski-indikatori>

Ako se promotre realna godišnja stopa promjene BDP-a kao glavni pokazatelj kretanja gospodarske aktivnosti, vidljivo je slabljenje gospodarske aktivnosti u 2008.g. kada je realna godišnja stopa promjene BDP-a iznosila 1,8% u odnosu na 5,3% godinu ranije. U narednom periodu od čak pet godina, u razdoblju 2009.g. – 2014.g. Hrvatska je bilježila negativne stope rasta BDP-a, a što prikazuje i Grafikon 6. Istovremeno, EU (barem na zbirnoj razini) bilježila je negativnu stopu rasta BDP-a samo u 2009.g. (-4,32%) i 2012.g. (-0,42%), dok je u svim ostalim godinama stopa rasta BDP-a EU bila pozitivna. Iako su različite zemlje EU bile jače ili slabije pogođene krizom, ako se Hrvatska usporedi s prosjekom EU svakako se može zaključiti da je Hrvatska bila intenzivnije pogođena gospodarskom krizom te da je kriza imala jače efekte na gospodarski rast Hrvatske u odnosu na EU zbirno.

Grafikon 6. Kretanje BDP-a u Hrvatskoj u periodu od 2000.g. do 2019.g.



Izvor: izrada autora na temelju HNB, Glavni makroekonomski indikatori, preuzeto 29.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/glavni-makroekonomski-indikatori>

Usporedbom kretanja kamatnih stopa HNB-a kao i osnovne referentne kamatne stope na hrvatskom novčanom tržištu sa kretanjem BDP-a, moguće je uočiti određene zanimljivosti. U periodu 2000.g. – 2007.g. Hrvatska bilježi rast stope BDP-a. Istovremeno, kamatne stope HNB-a na operacije na otvorenom tržištu u periodu 2004.g. - 2006.g. padaju, no već u 2007.g. imaju tendenciju rasta. Isti trend imaju i kamatne stope na novčanom tržištu (ZIBOR). 2008.g. Hrvatska bilježi usporavanje gospodarstva, a u periodu 2009. – 2014.g. Hrvatska bilježi negativne stope rasta BDP-a, odnosno ovo je razdoblje recesije. Istovremeno, u periodu usporavanja gospodarstva 2008.g. i recesije 2009.g. kamatne stope HNB-a na operacijama na otvorenom tržištu, kao i kamatne stope na novčanom tržištu su rastle. Zanimljivo je za utvrditi da su i kamatne stope u otvorenim operacijama HNB-a, kao i kamatne stope ostvarene u trgovini depozitima na međubankovnom tržištu u Hrvatskoj i ZIBOR u cijelom promatranom razdoblju 2003.-2019.g. ostvarile svoje najviše vrijednosti upravo u 2009.g. To je godina kada je i na hrvatskom tržištu gospodarska i financijska kriza već itekako bila zamjetna, no neovisno o istome kamatne stope bilježe vrlo visoke vrijednosti. Smanjenje kamatnih stopa uslijedilo je tek krajem 2009.g., odnosno primarno tek u 2010.g. kada su spomenute referentne kamatne stope ponegdje i prepolovljene u odnosu na prijašnje vrijednosti. Može se uočiti da je smanjenje kamatnih stopa od strane HNB-a uslijedilo nešto kasnije u odnosu na ECB koja je kamatne stope značajno smanjila već godinu ranije. Kamatne stope u Hrvatskoj u

prvoj polovici 2009.g. još su uvijek bile u porastu u odnosu na godinu ranije. Reakcija monetarne politike u segmentu smanjenja kamatnih stopa HNB-a i posljedično kretanje referentnih kamatnih stopa na hrvatskom novčanom tržištu nastupilo je s određenim vremenskim odmakom u odnosu na Europsku centralnu banku. U periodu nakon gospodarske krize tj. u periodu 2015.g. - 2019.g. Hrvatska bilježi rast gospodarstva, a kamatne stope istovremeno padaju uz približavanje vrlo niskim razinama, a što je također karakteristično i za Europsku uniju.

## **4. Kretanje aktivnih kamatnih stopa u Hrvatskoj u periodu 2000.-2019.g.**

Poglavlje 4. prikazuje kretanje kamatnih stopa na kredite poduzećima. Isti se promatraju zbirno, ovisno o ročnosti, valuti i namjeni kreditiranja kako bi se dobio detaljniji dojam i pregled „prelijevanja“ kamatnih stopa s novčanog tržišta na kamatne stope koje obračunavaju banke svojim komitentima. Zbog razlika u metodologiji praćenja kamatnih stopa od strane HNB-a, promatrani period analize kamatnih stopa poduzećima 2000.-2019.g. se dijeli na dvije vremenske serije:

- Razdoblje od 2000.g. do 2014.g. za koje se prikazuje kretanje kamatnih stopa i volumena kredita poduzećima s obzirom na valutu i ročnost
- Razdoblje od 2012. ili 2014.g. do 2019.g. za koje se prikazuje kretanje kamatnih stopa i volumena kredita poduzećima s obzirom na namjenu.

Nadalje se prikazuje kretanje volumena kredita i kamatnih stopa na stambene kredite građanima. Na kraju poglavlja donose se zaključci vezani za kretanje spomenutih aktivnih kamatnih stopa u Hrvatskoj u periodu 2000.-2019.g.

### **4.1. Kamatne stope na kredite poduzećima u Hrvatskoj u periodu 2000.-2019.g.**

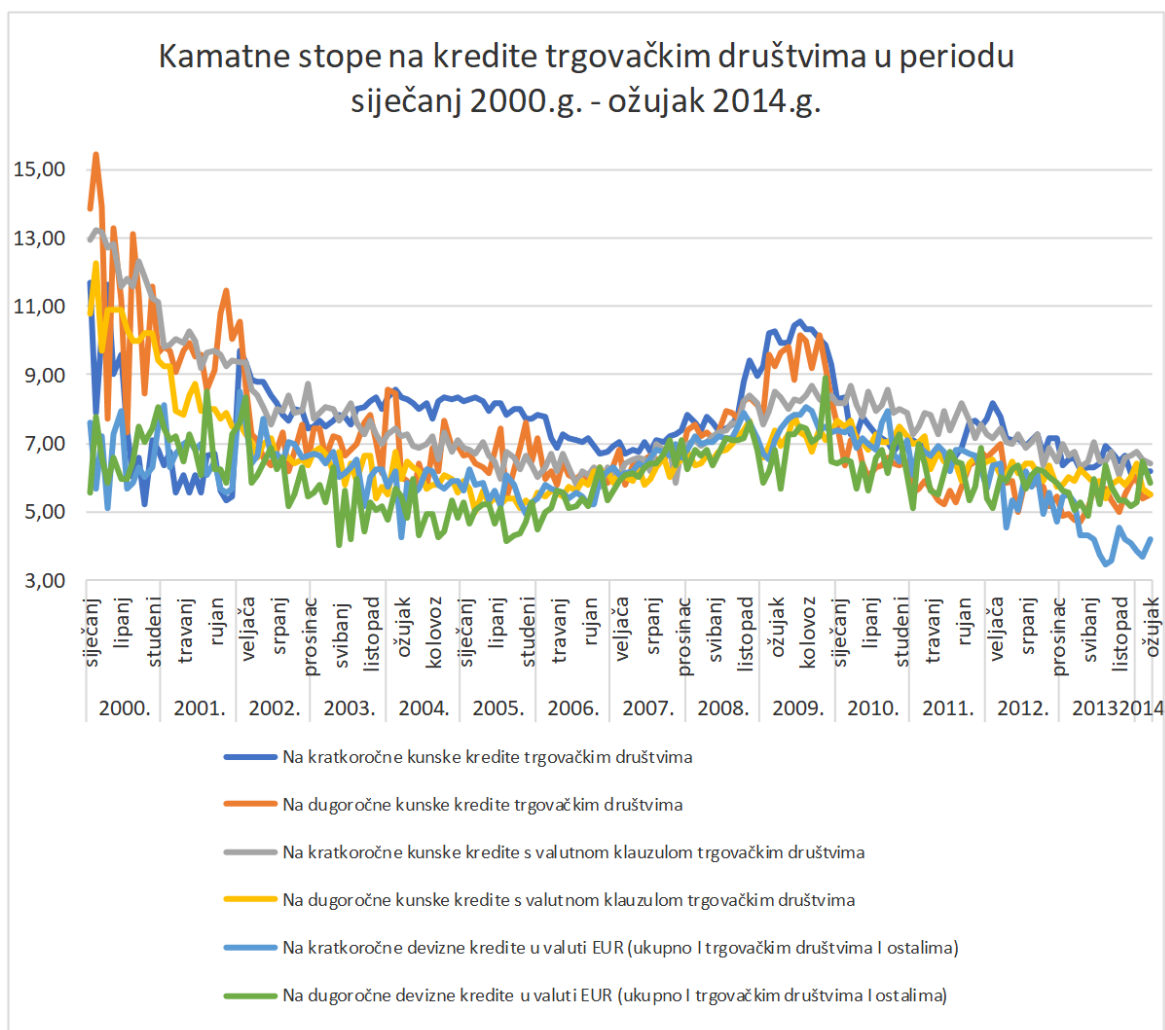
Grafikon 7. daje prikaz kretanja kamatnih stopa (mjesečne vagane prosječne kamatne stope na godišnjoj razini) koje su druge monetarne financijske institucije (DMFI) obračunavale na distribuirane kredite poduzećima u periodu od siječnja 2000.g. do ožujka 2014.g., s obzirom na dva kriterija:

- ročnost: kratkoročni i dugoročni krediti te
- valutu kredita: kunski krediti, kunski krediti uz valutnu klauzulu i devizni krediti.

Trend kretanja kamatnih stopa poduzećima prati kretanje kamatnih stopa centralne banke i referentnih kamatnih stopa na novčanom tržištu koje su prikazane u prethodnom poglavlju. Period 2000. – 2006.g. praćen je generalno padom kamatnih stopa na kredite poduzećima. Period 2000.g. - 2003.g. bilježi najveće promjene, odnosno smanjenje vrijednosti kamatnih stopa. Primjerice, u siječnju 2000.g. prosječna kamatna stopa na kratkoročne kunske kredite poduzećima iznosila je 11,72%, a na dugoročne kunske kredite 13,83%. U siječnju 2003.g. kamatne stope na kratkoročne kunske kredite smanjene su u

odnosu na siječanj 2000.g. na 7,49%, odnosno za čak 4,23 postotna poena što predstavlja značajno smanjenje kamatnih stopa.

Grafikon 7. Kamatne stope na kredite trgovačkim društvima u periodu siječanj 2000.g. – ožujak 2014.g.



Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablice kretanja kamatnih stopa (tablice G1-G4), Stara nacionalna metodologija, skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/arhiva/stara-nacionalna-metodologija>

Ukoliko se detaljnije želi promotriti koliko su u promatranom periodu doista korigirane kamatne stope, valja promotriti tablicu 4. Ako se promotre prosjeci u posljednjem stupcu (grubi izračun prosjeka na temelju prikazanih mjesečnih vaganih prosjeka kamatnih stopa na godišnjoj razini), realiziran je pad sa 10,41% u 2000.g. na 5,72% u 2014.g. što predstavlja korekciju za gotovo ½ u odnosu na inicijalnu vrijednost kamatne stope iz 2000.g. i isto predstavlja značajno smanjenje. Period 2004.g. - 2006.g. bilježi stagnaciju ili vrlo blagi pad kamatnih stopa, što je ujedno period kada su kamatne stope ECB i kamatne stope na europskom tržištu bile u padu. Zanimljivo je za promotriti da su kamatne stope tokom 2007., 2008., 2009. i 2010.g. bile u blagom porastu. Isto valja

staviti u kontekst kretanja na tržištu. Navedeni period predstavlja godine recesije u Hrvatskoj. Istovremeno, ECB je već u drugoj polovici 2008.g. i posebice početkom 2009.g. reagirala značajnim smanjenjem kamatnih stope koje su se posljedično prelile na referentne kamatne stope na europskom tržištu. EURIBOR i EONIA bilježile su najznačajnije smanjenje svojih vrijednosti upravo u 2009.g. Istovremeno, HNB je korigirao kamatne stope u svojim redovitim operacijama u 2009.g., no referentna kamatna stopa na hrvatskom tržištu ZIBOR značajnije je smanjena tek 2010.g., dok je 2009.g. još uvijek bila u porastu u odnosu na godinu ranije. Iz navedenog je vidljivo da su kamatne stope koje DMFI obračunavaju na kredite poduzećima pratile kretanje referentnih stopa na hrvatskom tržištu. S obzirom na navedeno može se zaključiti da je prijenos kretanja kamatnih stopa koje obračunava HNB u svojim redovnim operacijama prelišen na krajnjeg korisnika (poduzeće koje podiže kredit) sa određenim vremenskim odmakom što može ići u prilog tezi da transmisijski mehanizam kamatnih stopa u Hrvatskoj ne funkcionira zadovoljavajuće.

Tablica 4. Kamatne stope na kredite poduzećima, prema ročnosti i valuti u periodu 2000.-2014.g.

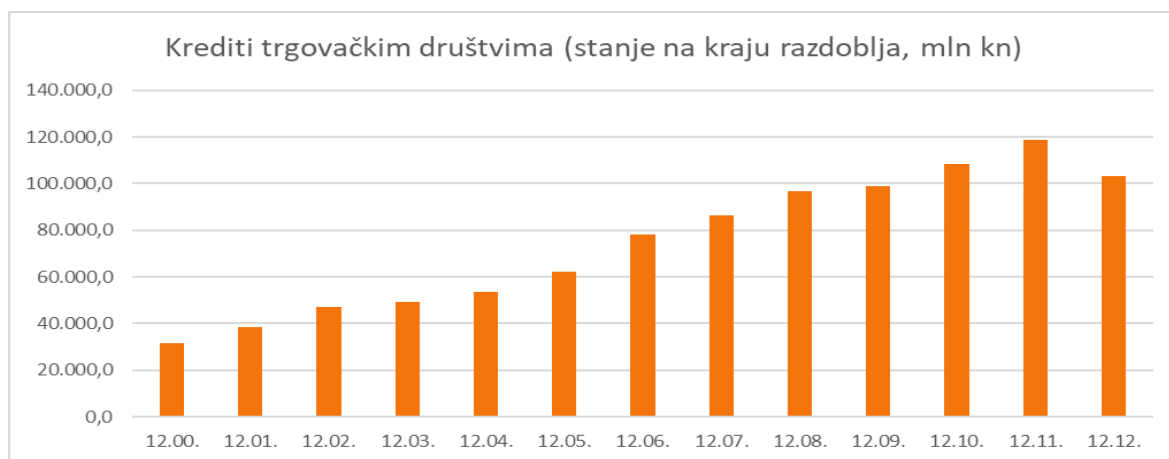
		Kratkoročni kunski krediti	Dugoročni kunski kreditni	Kratkoroč ni krediti uz valutnu klauzulu	Dugoročni kreditni uz valutnu klauzulu	Kratkoroč ni devizni kreditni (EUR)	Dugoročni devizni kreditni (EUR)	Ukupno prosjeak
2000.	siječanj	11,72	13,83	12,94	10,78	7,62	5,57	10,41
2001.	siječanj	6,37	9,81	9,83	9,26	8,14	7,42	8,47
2002.	siječanj	9,69	10,57	9,36	7,54	8,53	7,61	8,88
2003.	siječanj	7,49	7,43	7,74	6,73	6,70	5,59	6,95
2004.	siječanj	8,33	8,57	7,24	5,51	5,71	4,77	6,69
2005.	siječanj	8,21	6,63	6,86	5,91	5,63	5,29	6,42
2006.	siječanj	7,86	7,14	6,01	5,54	5,37	4,51	6,07
2007.	siječanj	6,92	6,35	6,11	5,84	6,31	5,64	6,20
2008.	siječanj	7,81	7,40	7,01	6,75	6,83	6,23	7,01
2009.	siječanj	9,24	7,84	7,54	6,61	6,69	5,84	7,29
2010.	siječanj	8,31	7,55	8,19	7,68	7,37	6,40	7,58
2011.	siječanj	7,08	5,58	7,28	7,00	6,05	5,10	6,35
2012.	siječanj	7,72	6,61	7,29	6,45	5,68	5,42	6,53
2013.	siječanj	6,35	4,87	6,99	5,77	5,43	5,60	5,84
2014.	siječanj	5,97	6,00	6,77	6,43	3,85	5,29	5,72

Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablice kretanja kamatnih stopa (tablice G1-G4), Stara nacionalna metodologija, skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/arhiva/stara-nacionalna-metodologija>

Kretanje kamatnih stopa na kredite poduzećima valja staviti u vezu sa kretanjem volumena odobrenih kredita. Grafikon 8. prikazuje stanje kredita odobrenih od strane DMFI poduzećima tj. nefinancijskim društvima na kraju svake godine (na datum 31.12.) kroz promatrani period od 2000.g. do 2012.g. Vidljivo je da kroz cijelo promatrano

razdoblje, osim u posljednjoj 2012.g. stanja kredita DMFI poduzećima imaju tendenciju rasta iako je 2009.g. ostvaren najskromniji rast što je svakako moguće povezati sa financijskom i gospodarskom krizom. Ista je utjecala i na banke, odnosno DMFI kao odobravatelje kredita na način da postrože uvjete financiranja i opreznije odobravaju krediti poduzećima. S druge strane, utjecala je i na poduzeća koja se javljaju u ulozi korisnika kredita i koja su opreznije donosila odluke o podizanju kredita. Također, zanimljivo je za promotriti upravo 2010.g. koja je prva godina gospodarske krize u kojoj su značajno smanjene kamatne stope na kredite poduzećima. U 2010.g. stanje odobrenih kredita poduzećima poraslo je u odnosu na godinu ranije. Isto je vidljivo i 2011.g., kada su kamatne stope na kredite poduzećima bile u opadanju. Ipak, 2012.g. odskače od prethodne dvije promatrane godine jer unatoč smanjenju kamatnih stopa stanje kredita poduzećima na kraju godine je u opadanju u odnosu na 2011.g. Gospodarska situacija u 2012.g. tek je nastavak gospodarskih kretanja i recesije koja je u Hrvatskoj potrajala od 2008.g. Istovremeno je monetarna politika bila relaksirajuća i kamatne stope bile su u opadanju,. Stoga se pad volumena kredita (stanje na kraju godine) realiziran 2012.g. ne može pripisati mjerama monetarne politike koja je vođena 2012.g. i u prethodnim godinama. Navedeno dijelom opovrgava dio hipoteze 2 postavljene u uvodnom dijelu rada koja tvrdi da je pad kamatnih stopa na kredite poduzećima imao značajan utjecaj na porast istih.

Grafikon 8. Krediti trgovačkim društvima (stanje na kraju razdoblja, mln kn) u periodu 2000.g. – 2012.g.



Izvor: izrada autora prema HNB, Tablica D5: Distribucija kredita banaka po institucionalnim sektorima, Stara nacionalna metodologija, skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/arhiva/stara-nacionalna-metodologija>

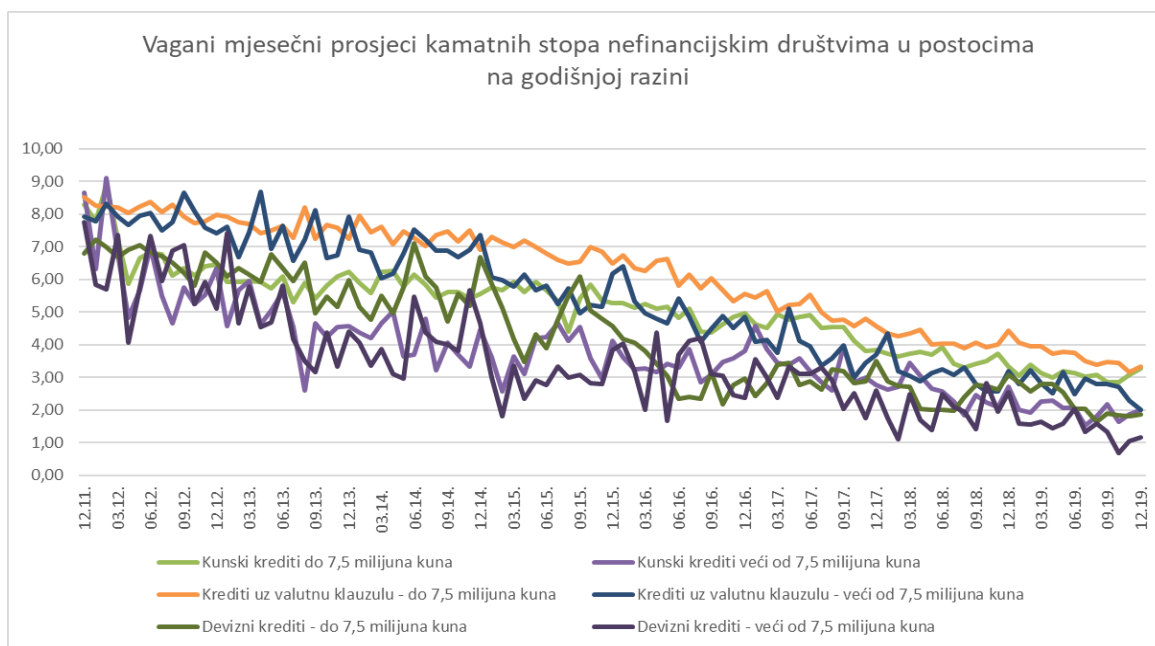
Ako promotrimo cijelo razdoblje od 2000.g. do 2012.g. prikazano na grafikonu 8., vidljivo je da je stanje odobrenih kredita poduzećima od strane DMFI nominalno značajno povećano. 2000.g. stanje kredita DMFI poduzećima iznosilo je 31.312 mln kn, dok je



krajem 2012.g. isto iznosilo 103.347 mln što znači da je kroz promatrano razdoblje povećano gotovo 3,3 puta.

Nadalje slijedi pregled kamatnih stopa i volumena kredita za vremensku seriju podataka 2012.g.-2019.g. s obzirom na nešto drugačiju metodologiju praćenja u odnosu na prethodno razdoblje. Grafikon 9. prikazuje kretanje kamatnih stopa DMFI poduzećima u periodu od prosinca 2011.g. do kraja 2019.g. Točnije, promatraju se vagani mjesečni prosjeci kamatnih stopa nefinancijskim društvima u postocima na godišnjoj razini. Unatoč činjenici da kamatne stope ovisno o valuti (kunski krediti vs. krediti uz valutnu klauzulu i devizni krediti) i visini kredita (manji ili veći od 7,5 mln kn) osciliraju tijekom godine, neosporiv je generalni trend pada kamatnih stopa koje DMFI obračunavaju poduzećima u cijelom promatranom periodu od kraja 2011.g. do kraja 2019.g.

Grafikon 9. Vagani mjesečni prosjeci kamatnih stopa nefinancijskim društvima u postocima na godišnjoj razini



Izvor: izrada autora prema HNB, Tablica G4: Efektivne kamatne stope kreditnih institucija za odabrane kredite (novi poslovi), skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

Isto valja staviti u kontekst kretanja na europskom i hrvatskom tržištu. Monetarna politika u periodu 2011.g. nadalje je u funkciji održavanja stabilnosti financijskog i gospodarskog sustava kroz smanjenje i održavanje povijesno niskih kamatnih stopa. U spomenutom periodu, referentne kamatne stope na hrvatskom tržištu također su u opadanju te kamatne stope koje obračunavaju DMFI poduzećima reflektiraju kretanje referentnih kamatnih stopa, odnosno bilježe konstantni pad iz godine u godinu. Kako bi se ocijenilo

postoji li utjecaj promatranog pada kamatnih stopa na volumene kredita poduzećima, poželjno je promotriti tablicu 5. Kada se volumeni novih kredita poduzećima promotre zbirno (novi poslovi u mln kn), a što prikazuje tablica 5., vidljivo je da u periodu od 2012.g. do 2014.g. novi odobreni krediti poduzećima opadaju. Realizirani pad novih kredita poduzećima ostvaren je u godinama kada je Hrvatska ponovno bilježila pozitivne stope rasta BDP-a te kada je oporavak gospodarstva već bio razvidan. Također, u promatranim godinama monetarna politika i dalje je bila ekspanzivna i podupirala je jačanje kreditne aktivnosti banka. S obzirom da isto u segmentu kreditiranja poduzeća tijekom 2013.g. i 2014.g. nije realizirano, može se zaključiti da poduzeća nisu reagirala značajno na kamatne stope koje obračunavaju banke tj. DMFI kod njihova kreditiranja. Godine 2015.g. i 2016.g. bilježe blagi rast novih volumena odobrenih kredita poduzećima (što je posljedica blago pojačane investicijske aktivnosti, ali i refinanciranja postojećih kredita vezanih uz valutnu klauzulu švicarski franak, što će se detaljnije pojasniti kasnije). U 2017.g. volumeni novih odobrenih kredita poduzećima ponovno opadaju, a 2018.g. i 2019.g. bilježe prvi značajniji rast. Najviši zabilježeni iznosi novih volumena odobrenih kredita poduzećima unutar promatrane vremenske serije 2012.-2019.g. zabilježeni su upravo u 2012.g. kada su iznosili 118 mlrd kn. Sljedeća godina sa najvišim iznosima odobrenih kredita poduzećima je 2019.g. sa 114 mlrd kn novih odobrenih kredita poduzećima.

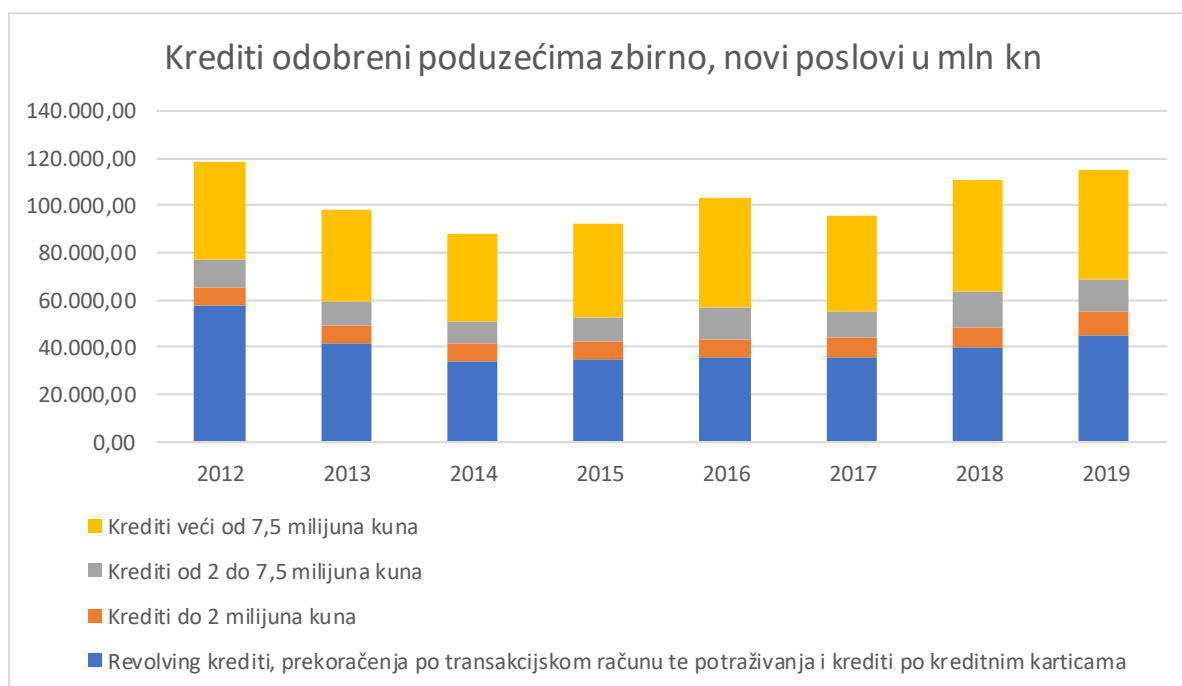
Tablica 5. Volumeni odobrenih novih kredita poduzećima – nefinancijskim trgovačkim društvima od strane drugih monetarnih financijskih institucija u razdoblju 2012.g. – 2019.g.

Kreditni poduzećima, novi poslovi, mln kn	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Revolving krediti, prekoračenja po transakcij skom računu te potraživanja i kreditni po kreditnim karticama	57.137,77	41.520,29	34.265,75	34.569,60	35.443,80	35.973,60	39.937,89	44.634,03
Kreditni do 2 milijuna kuna	8.131,62	7.934,26	7.013,26	7.634,03	7.677,69	7.832,71	8.538,07	10.118,46
Kreditni od 2 do 7,5 milijuna kuna	11.612,78	10.091,18	9.751,87	10.179,45	13.234,16	11.585,93	14.626,20	13.988,07
Kreditni veći od 7,5 milijuna kuna	41.609,89	38.470,03	37.122,34	39.965,08	46.615,92	40.059,17	47.512,34	46.204,57
Ukupno	118.492,06	98.015,76	88.153,22	92.348,17	102.971,57	95.451,41	110.614,51	114.945,13

Izvor: izrada autora prema HNB, Tablica G4: Efektivne kamatne stope kreditnih institucija za odabrane kredite (novi poslovi), skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

Kretanje novih odobrenih volumena kredita od strane DMFI nefinancijskim poduzećima vidljivo je na grafikonu 10. koji prikazuje pad ukupnih volumena novih kredita poduzećima u godinama 2013.g., 2014. i 2017.g.

Grafikon 10. Krediti odobreni poduzećima (novi poslovi, mln kn)



Izvor: izrada autora prema HNB, Tablica G4: Efektivne kamatne stope kreditnih institucija za odabrane kredite (novi poslovi), skinuto 24.10.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

S obzirom da je u periodu od 2013.g. nadalje Hrvatska bilježila pozitivne stope rasta BDP-a, a kamatne stope bile su u opadanju, dok istovremeno volumeni novih odobrenih kredita poduzećima nisu porasli u odnosu na prethodno razdoblje, može se zaključiti da su efekti utjecaja kamatnih stopa na volumene kredita izostali. **Drugim riječima, pad kamatnih stopa na kredite poduzećima nije rezultirao povećanjem volumena novih odobrenih kredita poduzećima. Isto opovrgava dio hipoteze 2 postavljene u početnom dijelu rada koja tvrdi da je pad kamatnih stopa na kredite poduzećima imao značajan utjecaj na porast kredita poduzećima u promatranom periodu.**

Nadalje je interesantno promotriti ukupna stanja kredita od strane DMFI-a poduzećima na kraju godine, a za cijeli period 2000.-2019.g., vidljiva na grafikonu 11. Može se uočiti da stanja kredita poduzećima generalno rastu u periodu 2000.g. do 2011.g., a padaju u cijelom periodu od 2011.g. nadalje. Ako se isto poveže sa kretanjem kamatnih stopa na kredite poduzećima i prethodno prikazanim gospodarskim ciklusom, može se utvrditi da kretanje kamatnih stopa nije imalo značajniji utjecaj na povećanje volumena kredita.

Grafikon 11. Stanja kredita na kraju razdoblja odobrenih od strane DMFI-a poduzećima u periodu 2000.g. – 2019.g.



Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablica D5: Distribucija kredita drugih monetarnih finansijskih institucija po institucionalnim sektorima, skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/konsolidirana-bilanca-dmfi>

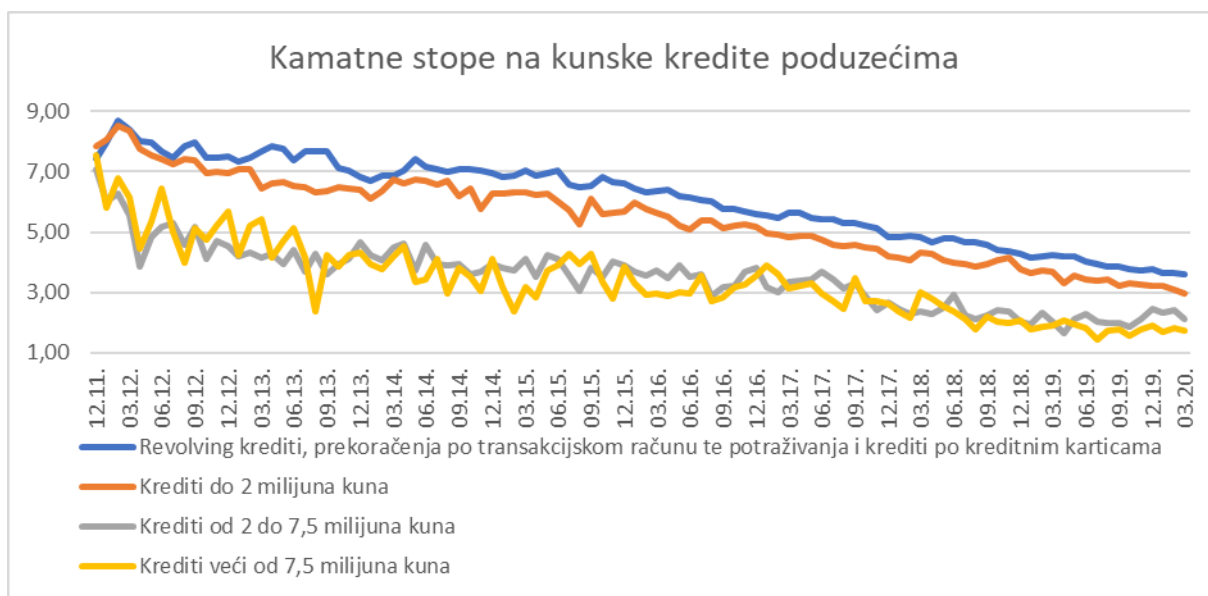
U periodu od 2000.g. do 2006.g. kada su kamatne stope na kredite poduzećima bile značajno više i kada su volumeni novih kredita poduzećima rasli, došlo je i do porasta ukupnih odobrenih kredita poduzećima na kraju godine. Isto je realizirano u godinama blage stagnacije (2001.-2003.) i rasta gospodarske aktivnosti (2004.-2007.). Unatoč gospodarskoj krizi od 2008.g., zanimljivo je za promotriti da su kamatne stope na kredite poduzećima smanjene tek 2010.g. te da stanja kredita na kraju godine rastu tokom cijelog perioda 2008.-2011.g. Stanja odobrenih kredita poduzećima rastu i tijekom 2010.g. i tijekom 2011.g., a unatoč činjenici da su kamatne stope na kredite poduzećima značajno smanjene (ponegdje i prepolovljene u odnosu na godinu ranije) upravo u 2010.g. Pad stanja kredita poduzećima vidljiv je tek od 2012.g. nadalje, kroz cijeli period do 2019.g. Valja još jednom istaknuti da je Hrvatska od 2013.g. nadalje ostvarivala pozitivne stope rasta BDP-a, a kamatne stope na kredite poduzećima su u spomenutom razdoblju bile u opadanju. Ipak, isto nije rezultiralo rastom kredita poduzećima (stanja kredita na kraju godine su u cijelom tom razdoblju u opadanju). **Sve navedeno opovrgava dio hipoteze 2 s početka ovog rada koja pretpostavlja da je pad kamatnih stopa na kredite poduzećima imao značajan utjecaj na porast kredita poduzećima u Hrvatskoj u promatranom periodu.**

#### **4.1.1. Analiza aktivnih kamatnih stopa poduzećima u Hrvatskoj u periodu 2011.-2019.g. s obzirom na valutu**

S obzirom na visoku euroiziranost hrvatskog financijskog sustava te posljedično visoku ovisnost kretanja kamatnih stopa na hrvatskom tržištu o kretanju referentnih kamatnih stopa na europskom tržištu, zanimljivo je napraviti kratku analizu kretanja kamatnih stopa i volumena kredita poduzećima s obzirom na odobrenu valutu kredita.

Grafikon 12. pokazuje kretanje kamatnih stopa na kunske kredite sektoru nefinancijska trgovačka društva tj. poduzeća u periodu 2011. – 2019.g. Kamatne stope u cijelom promatranom periodu imaju tendenciju pada. Grafikon analizira kamatne stope s obzirom na vrstu i iznose odobrenih kredita. Vidljivo je da su najskuplji revolving krediti, prekoračenja po transakcijskim računima i krediti po kreditnim karticama. To je i logično s obzirom da se kod spomenutih vrsta kredita radi o nenamjenskom korištenju sredstava od strane poduzeća te su takvi krediti najčešće osigurani samo osnovnim instrumentima osiguranja, odnosno odobreni bez čvrstih i kvalitetnih kolateralala. Sve to ima utjecaj na izračun profitabilnosti plasmana banaka i konačnu kamatnu stopu koja se naplaćuje poduzeću. Sljedeća cjenovno najskuplja kategorija kredita jesu krediti vrijednosti do 2 mln kn. Za kredite skupine vrijednosti od 2 do 7,5 mln kn i kredite koji su veći od 7,5mln kn kamatne stope se preklapaju i bilježe niže vrijednosti u odnosu na prethodne kategorije kredita s obzirom na namjenu tj. iznose. Kamatne stope na revolving kredite i prekoračenja po računima smanjene su u promatranom periodu sa visokih 8,68% u veljači 2012.g. na 3,59% u ožujku 2020.g. Po kreditima vrijednosti do 2 mln kn kamatna stopa smanjena je s najviših 8,54% u veljači 2012.g. na 2,95% u ožujku 2020.g. Po kreditima vrijednosti između 2 mln kn i 7,5 mln kn kamatna stopa smanjena je s najviših 7,07% u prosincu 2011.g. na 2,14% u ožujku 2020.g. Po kreditima vrijednosti preko 7,5 mln kn kamatna stopa smanjena je s najviših 7,55% u prosincu 2011.g. na 1,74% u ožujku 2020.g.

Grafikon 12. Kamatne stope na kunske kredite poduzećima u periodu 2011.-2020.g.

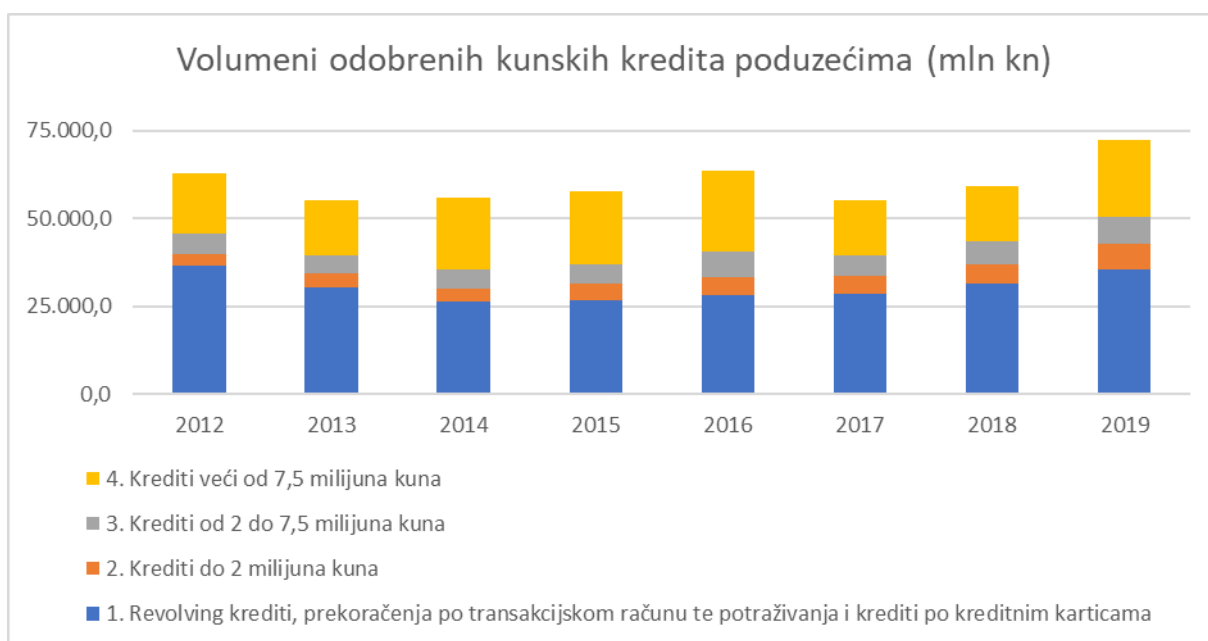


Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablica G3a: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske kredite nefinancijskim društvima bez valutne klauzule (novi poslovi), skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

Vidljivo je da su kamatne stope po kuskim kreditima poduzeća u promatranom razdoblju smanjene ovisno o namjeni i iznosu kredita okvirno za oko 5-6 postotnih poena što je vrlo značajno smanjenje cijene kredita. Zanimljivo je također za uočiti da su cijene (kamatne stope) kredita niže kako se iznos odobrenih kredita povećava pa su tako za kredite odobrene u iznosu do 2 mln kn kamatne stope veće i za oko 3-4 postotna poena u odnosu na kredite koji su odobreni u iznosima 2-7,5 mln kn ili čak i većim iznosima. Isto se može povezati sa činjenicom da se manji iznosi kredita najčešće koriste za tekuće namjene, odnosno za financiranje zaliha ili tekućih troškova. Investicije poduzeća u fiksni kapital (npr. u proizvodne i skladišne hale, proizvodne linije, vozni park i sl.) nerijetko su većih vrijednosti. Prilikom financiranja investicija banke najčešće predmet investicije (fiksni kapital tj. imovinu) koriste kao kolateral što također utječe na cijenu kredita. Ujedno, za pretpostaviti je da kredite vrijednosti između 2 i 7,5 mln kn ili preko 7,5 mln kn banke neće odobriti mikro poduzećima koja nisu dovoljno financijski jaka da podnesu otplatu kredita ovakvih volumena. Može se zaključiti da se viši iznosi kredita odobravaju većim poduzećima koja imaju jači financijski položaj, a samim time je cijena kredita za takva poduzeća niža.

Nadalje je zanimljivo promotriti kretanje volumena odobrenih kunskih kredita poduzećima (novi ugovoreni poslovi) u periodu 2012.g. – 2019.g. s obzirom na spomenute iznose odobrenih kredita. Grafikon 13. pokazuje zbirne volumene novih odobrenih kunskih kredita poduzećima. Vidljiv je značajan rast odobrenih volumena kunskih kredita u 2016.g., a koji se ne može povezati sa kretanjem kamatnih stopa koje nisu značajnije promijenjene u 2016.g. u odnosu na ostale godine promatranog razdoblja. Drugim riječima, u 2016.g. u odnosu na 2015.g. nije došlo do značajnijih promjena odnosno smanjenja kamatnih stopa koje bi se reflektiralo na značajniji rast volumena novih kunskih kredita realiziran u 2016.g. U 2017.g. kunski krediti poduzećima “vraćaju” se na prethodne razine, uz ponovnu tendenciju rasta volumena novih kredita u 2019.g. Godina 2016. bila je specifična po tome što su se velikim dijelom volumeni novih odobrenih kunskih kredita poduzećima odnosili na kredite kojima su refinancirani krediti vezani za švicarski franak.

Grafikon 13. Volumeni odobrenih kunskih kredita poduzećima (novi poslovni, mln kn) u period 2012.g. – 2019.g.



Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablica G3a: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske kredite nefinancijskim društvima bez valutne klauzule (novi poslovi), skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druga-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

Ako se detaljnije promotri kretanje novih odobrenih kunskih kredita poduzećima ovisno o iznosima odobrenih kredita, a što je prikazano u tablici 6., vidljivo je da revolving krediti, prekoračenja po računima poduzeća i krediti po kreditnim karticama poduzeća bilježe pad volumena novih odobrenih kredita od početka 2012.g. do 2016.g. od kada nadalje bilježe rast. Primjerice, u 2015.g. bilo je odobreno 26,8 mlrd kuna takvih kredita

poduzećima, dok je u 2019.g. istih kredita bilo odobreno u vrijednosti od 35,6 mlrd kn. Krediti vrijednosti do 2 mln kn povećani su sa 3,4 mlrd u 2012.g. na 7,2 mlrd kn u 2019.g. Krediti vrijednosti od 2 mln kn do 7,5 mln povećani su s 5,7 mlrd kn u 2012.g. na 7,5 mlrd kn u 2019.g. Zanimljivo je za promotriti da upravo krediti vrijednosti preko 7,5 mln kn bilježe najviše odobrene vrijednosti 2016.g. i to 63,8 mlrd kn novih odobrenih kredita poduzećima.

Tablica 6. Kunski krediti poduzećima (novi poslovi, mln kn), u periodu 2012.-2019.g.

mln kn	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1. Revolving krediti, prekoračenja po transakcijskom	36.553,9	30.439,8	26.254,3	26.805,0	28.147,8	28.558,3	31.632,9	35.660,5
2. Krediti do 2 milijuna kuna	3.418,6	3.870,5	3.784,4	4.590,1	5.057,8	5.248,3	5.435,3	7.296,6
3. Krediti od 2 do 7,5 milijuna kuna	5.700,1	5.353,2	5.335,3	5.635,5	7.289,0	5.831,8	6.470,2	7.531,0
4. Krediti veći od 7,5 milijuna kuna	17.400,6	15.587,4	20.538,9	20.879,2	23.325,3	15.529,8	15.580,8	21.983,6
Ukupno - odobreni kunski krediti (novi poslovi)	63.073,3	55.250,8	55.912,9	57.909,7	63.820,0	55.168,1	59.119,2	72.471,6

Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablica G3a: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske kredite nefinancijskim društvima bez valutne klauzule (novi poslovi), skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druga-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

Volumene novih odobrenih kunskih kredita poduzećima valja staviti u vezu sa kretanjem kamatnih stopa na takve kredite. Naime, kamatne stope u promatranom periodu 2012.-2019.g. imaju konstantnu tendenciju pada. Primjerice, u siječnju 2012.g. kamatne stope na kunske kredite poduzećima kretale su se prosječno u rasponu 7,20%-8,26%, a u siječnju 2020.g. prosječno u rasponu 2,08%-3,07%, dok su istovremeno volumeni novih odobrenih kredita padali ili stagnirali u cijelom razdoblju 2012.g. – 2019. uz iznimku:

- 2016.g. kada su volumeni novih kredita iznosili 63,8 mlrd kn (u odnosu na 2012.g. kada su iznosili 63 mlrd kn to je rast od svega 1,18%) i
- 2019.g. kada su volumeni novih kredita poduzećima iznosili 72,4 mlrd kn što je rast u odnosu na 2012.g. od 14,9%).

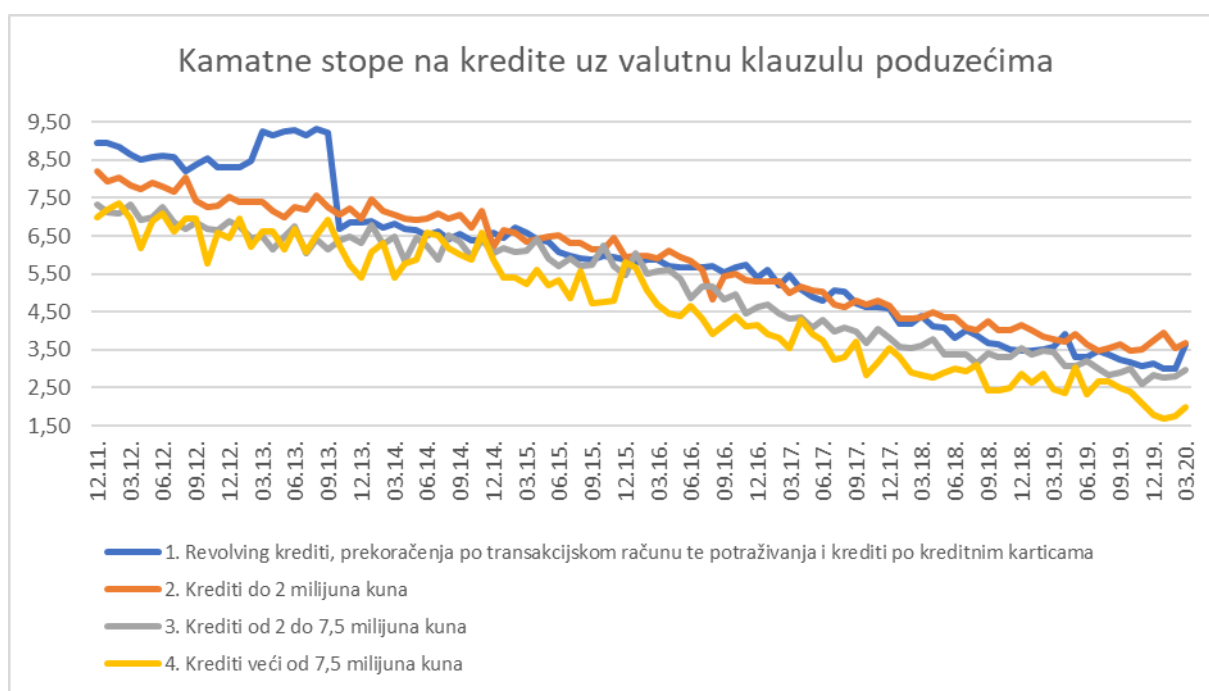
**Na temelju navedenog, može se zaključiti da pad kamatnih stopa na kunske kredite poduzećima nije bio popraćen odgovarajućom kreditnom aktivnošću u smislu povećanja volumena novih kunskih kredita nefinancijskim trgovačkim društvima u periodu 2012.g. – 2018.g. što opovrgava dio hipoteze 2 s početka rada. Značajniji rast volumena novih odobrenih kunskih kredita vidljiv je tek 2019.g. (14,9% u odnosu na 2012.g.), no ne može se tvrditi da je isto posljedica pada kamatne stope na kunske kredite poduzećima.**

Grafikon 14. prikazuje kretanje kamatnih stopa na kunske kredite uz valutnu klauzulu poduzećima u razdoblju 2011.g. – 2020.g. Najveće smanjenje kamatnih stopa



vidljivo je kod revolving kredita i kredita po kreditnim karticama kod kojih su kamatne stope smanjene sa 9,33% u ožujku 2013.g. na 6,68% u listopadu 2013.g. te nadalje kroz period smanjene na 3,63% u ožujku 2020.g. Po kreditima uz valutnu klauzulu odobrenim u iznosu do 2 mln kn kamatne stope smanjene su sa najviše razine od 8,19% u prosincu 2011.g. na 3,69% u ožujku 2020.g. Po kreditima vrijednosti od 2 do 7,5 mln kn kamatna stopa smanjena je sa najviših 7,34% u prosincu 2011.g. na 2,96% u ožujku 2020.g. Po kreditima vrijednosti preko 7,5 mln kn kamatna stopa smanjena je sa svoje najviše razine od 7,35% u veljači 2012.g. na 1,99% u ožujku 2020.g. Kao i kod kunkskih kredita kamatne stope na revolving kredite najviše su, a kamatne stope na kredite vrijednosti preko 7,5 mln kn najniže razine.

Grafikon 14. Kamatne stope na kredite uz valutnu klauzulu poduzećima u razdoblju 2011.g. – 2020.g.

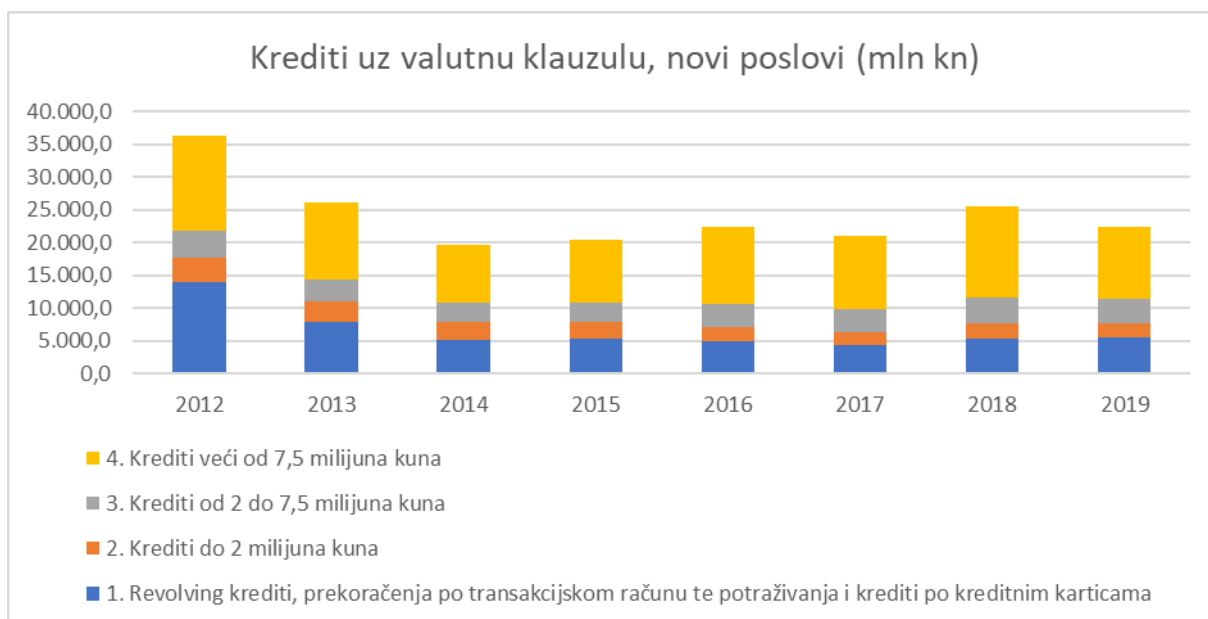


Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablica G3b: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske kredite nefinancijskim društvima s valutnom klauzulom (novi poslovi), skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

Ako se promotre volumeni novih odobrenih kredita poduzećima uz valutnu klauzulu prikazani na grafikonu 15. vidljiv je značajan pad volumena novih odobrenih kredita uz valutnu klauzulu poduzećima u 2013.g. i 2014.g. U 2013.g. odobreno je novih kredita poduzećima u iznosu 26 mlrd kn, dok je samo godinu prije istih odobreno u odnosu od 36 mlrd kn, što predstavlja pad od 28%. U 2014.g. volumeni novih odobrenih kredita uz valutnu klauzulu nadalje padaju za dodatnih 25% u odnosu na 2013.g., odnosno padaju na

razinu 19 mlrd kn novih odobrenih volumena kredita uz valutnu klauzulu poduzećima, a što je ujedno i njihova najniža vrijednost u promatranom razdoblju.

Grafikon 15. Krediti uz valutnu klauzulu poduzećima (novi poslovi, mln kn) u periodu 2012.-2019.g.



Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablica G3b: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske kredite nefinancijskim društvima s valutnom klauzulom (novi poslovi), skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

2018.g. pokazuje blagi oporavak volumena novih odobrenih kredita uz valutnu klauzulu poduzećima, no volumeni su i dalje daleko niži u odnosu na 2012.g. Naime, 2018.g. od strane DMFI odobreno je 25,5 mlrd kn novih kredita uz valutnu klauzulu poduzećima, što je 29,5% manje u odnosu na inicijalno promatranu 2012.g. Nadalje, 2019.g. bilježi daljnji pad volumena novih odobrenih kredita uz valutnu klauzulu poduzećima. Detaljnije iznose volumena odobrenih kredita po godinama moguće je vidjeti i u tablici 7.

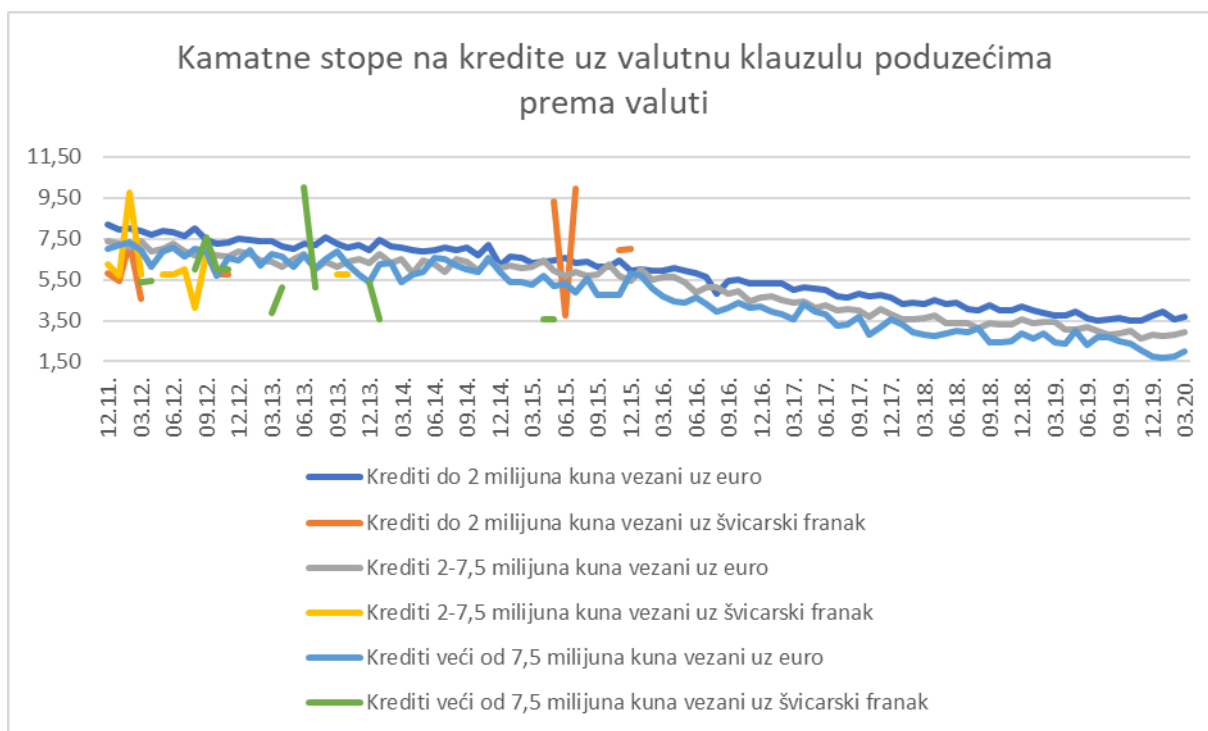
Tablica 7. Krediti uz valutnu klauzulu poduzećima u periodu 2012.g. – 2019.g. (novi poslovi, mln kn)

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1. Revolving krediti, prekoračenja po tran	13.994,1	7.793,1	5.201,9	5.276,3	4.964,0	4.357,4	5.391,8	5.540,6
2. Krediti do 2 milijuna kuna	3.597,8	3.185,2	2.607,0	2.538,6	2.094,5	1.962,8	2.226,7	2.123,7
3. Krediti od 2 do 7,5 milijuna kuna	4.273,2	3.389,4	2.987,4	3.028,3	3.477,9	3.450,7	3.971,1	3.764,5
4. Krediti veći od 7,5 milijuna kuna	14.461,7	11.757,5	8.770,7	9.645,4	11.802,4	11.334,3	13.992,6	11.005,3
Ukupno	36.326,8	26.125,2	19.567,1	20.488,7	22.338,9	21.105,3	25.582,2	22.434,0

Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablica G3b: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske kredite nefinancijskim društvima s valutnom klauzulom (novi poslovi), skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

Zanimljivo je za promotriti i usporedbu kamatnih stopa na kredite poduzećima odobrene uz valutnu klauzulu vezane za valutu euro u odnosu na kredite vezane za valutu švicarski franak. Za početak je potrebno istaknuti da krediti poduzećima vezani uz valutu švicarski franak nisu bili odobravani u većini promatranog razdoblja, a i kamatne stope na kredite vezane uz švicarski franak znatno su volatilnije od kamatnih stopa na kredite odobrene uz valutnu klauzulu vezane za euro. Sve to vidljivo je na grafikonu 16.

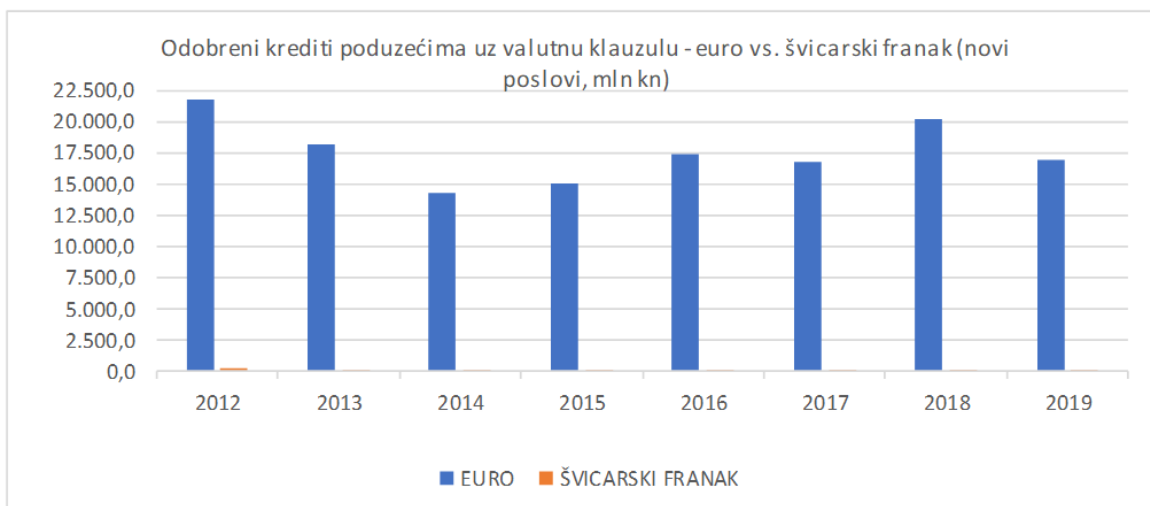
Grafikon 16. Kamatne stope na kunske kredite uz valutnu klauzulu poduzećima prema valuti u period 2012.g. – 2020.g.



Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablica G3b: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske kredite nefinancijskim društvima s valutnom klauzulom (novi poslovi), skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druga-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

Iznosi odobrenih kredita uz valutnu klauzulu, a vezanih uz švicarski franak su u promatranom razdoblju gotovo beznačajni, a što je vidljivo i na grafikonu 17.

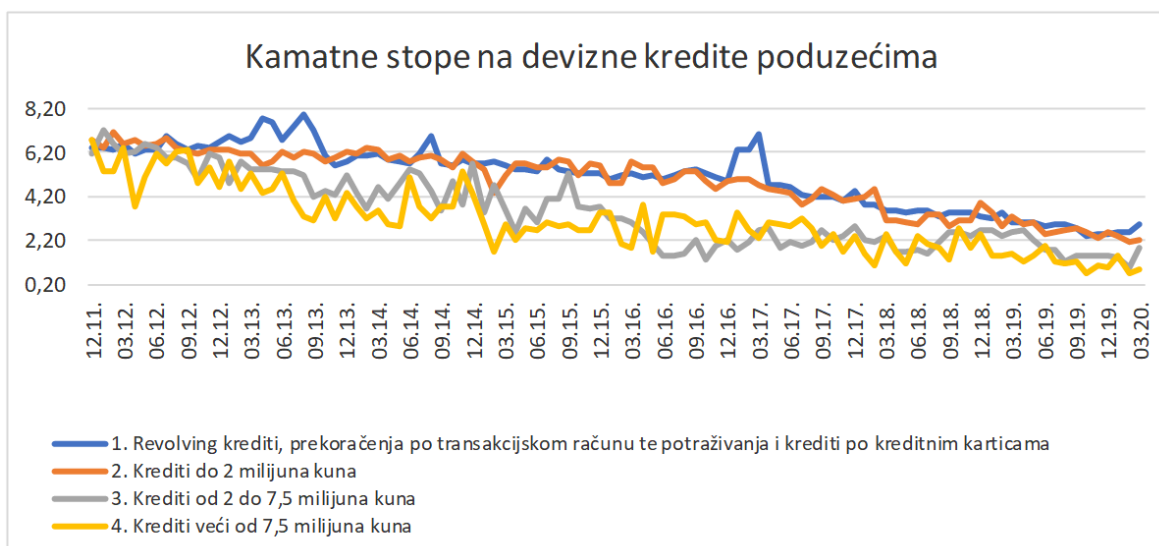
Grafikon 17. Odobreni krediti uz valutnu klauzulu – euro vs. švicarski franak u period 2012.g. – 2019.g. (novi poslovi, mln kn)



Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablica G3b: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske kredite nefinancijskim društvima s valutnom klauzulom (novi poslovi), skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

Kretanje kamatnih stopa na devizne kredite poduzećima tj. nefinancijskim društvima u periodu 2011.g. – 2019.g. prikazano je na grafikonu 18.

Grafikon 18. Kamatne stope na devizne kredite poduzećima u period 2011.g. – 2020.g.

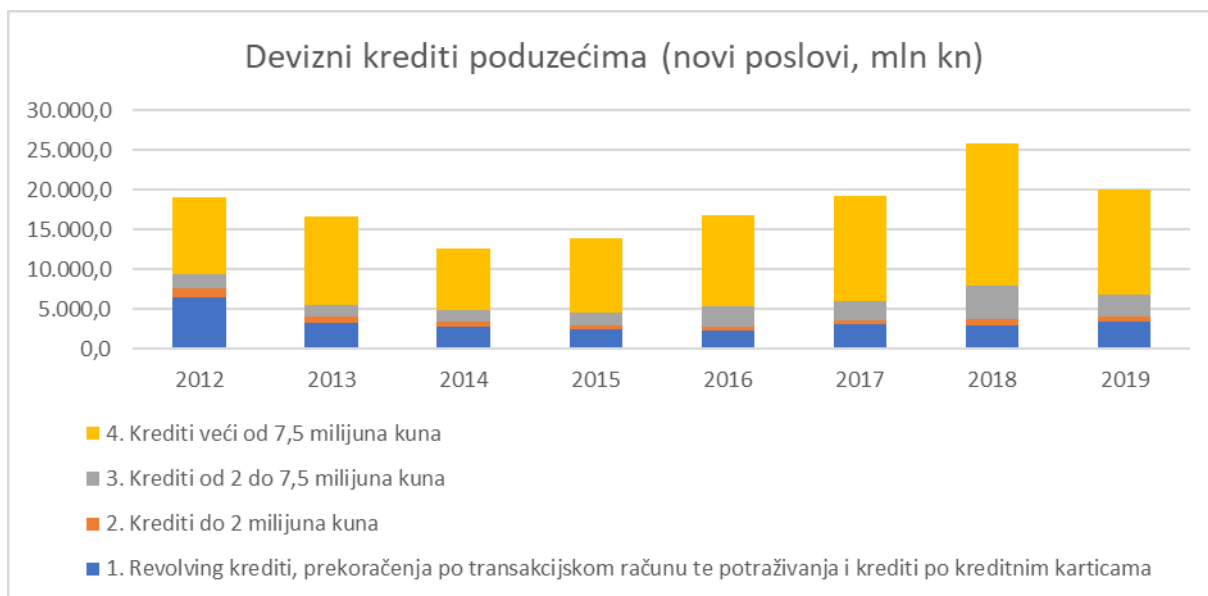


Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablica G3c: Kamatne stope kreditnih institucija na devizne kredite nefinancijskim društvima (novi poslovi), skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

Promatrani period pokazuje trend pada kamatnih stopa koje su smanjene sa prosječnih 6,5% u prosincu 2011.g. na prosječnih 1,96% u ožujku 2020.g.

Zanimljivo je za promotriti kako kunski krediti imaju znatno više kamatne stope u odnosu na kredite odobrene u valuti EUR. Volumeni novih odobrenih deviznih kredita prikazani na grafikonu 19. bilježe pad u periodu 2012.g. - 2014.g. te rast u periodu 2015. - 2018.g. Primjerice, 2018.g. odobreno je 25,9 mlrd kn novih deviznih kredita, što predstavlja rast od čak 1,04 puta u odnosu na 2014.g. kada je zabilježena najniža razina novih volumena deviznih kredita poduzećima.

Grafikon 19. Devizni krediti poduzećima (novi poslovi, mln kn) u periodu 2012.g. – 2019.g.



Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablica G3c: Kamatne stope kreditnih institucija na devizne kredite nefinancijskim društvima (novi poslovi), skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/drugemonetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

Isto se može detaljnije promotriti i u tablici 8.

Tablica 8. Devizni krediti poduzećima (novi poslovi, mln kn) u periodu 2012.g. – 2019.g.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
1. Revolving krediti, prekoračenja po transakcijskom računu te potraživanja i krediti po kreditnim karticama	6.589,8	3.287,3	2.809,6	2.488,3	2.332,0	3.057,9	2.913,2	3.432,9
2. Krediti do 2 milijuna kuna	1.115,2	878,6	621,8	505,3	525,3	621,6	876,0	698,2
3. Krediti od 2 do 7,5 milijuna kuna	1.639,5	1.348,6	1.429,2	1.515,6	2.467,2	2.303,5	4.184,9	2.692,6
4. Krediti veći od 7,5 milijuna kuna	9.747,5	11.125,2	7.812,7	9.440,6	11.488,2	13.195,0	17.939,0	13.215,7
	19.092,0	16.639,7	12.673,3	13.949,8	16.812,7	19.177,9	25.913,1	20.039,5

Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablica G3c: Kamatne stope kreditnih institucija na devizne kredite nefinancijskim društvima (novi poslovi), skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/drugemonetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

Na temelju napravljene analize s obzirom na valutu kredita može se donijeti nekoliko zaključaka. Za početak, poduzeća u hrvatskoj preferiraju zaduživanje u valuti HRK u odnosu na stranu valutu. Iznosi novih odobrenih volumena kredita značajno su viši kod

kunskih kredita u odnosu na kredite uz valutnu klauzulu i devizne kredite. Primjerice, u 2012.g. bilo je odobreno 63 mlrd kn novih volumena kunskih kredita, 36 mlrd kn kredita uz valutnu klauzulu i 19 mlrd kn deviznih kredita poduzećima – nefinancijskim institucijama. Prema strukturi, u 2012.g. 53% činili su kunski krediti, 36% bili su krediti uz valutnu klauzulu, a 17% devizni krediti. 2019.g. poduzećima je odobreno 72 mlrd kn kunskih kredita, 22 mlrd kn kredita uz valutnu klauzulu i 20 mlrd kn deviznih kredita. Prema strukturi novih volumena odobrenih kredita poduzećima u 2019.g. 63% se odnosi na kunske kredite (udio je povećan u odnosu na 2012.g. za 10 postotnih poena), 19% odnosi se na kredite uz valutnu klauzulu (udio je smanjen u odnosu na 2012.g. za 11 postotnih poena), a 18% čine devizni krediti (udio je povećan za 1 postotni poen u odnosu na 2012.g.). Poduzeća u Hrvatskoj preferiraju zaduživanje u domaćoj valuti, odnosno u kunama. Iako su kamatne stope na kunske kredite u usporedbi s kreditima uz valutnu klauzulu i deviznim kreditima više, razlika u kamatnoj stopi nije presudna kod odabira valute financiranja. Usporedba kamatnih stopa na kredite ovisno o valuti napravljena za siječanj 2012.g. u odnosu na siječanj 2020.g. prikazana je u tablici 9. Vidljivo je da su kamatne stope u promatranom periodu najviše smanjene upravo kod kredita uz valutnu klauzulu. Ipak, u strukturi odobrenih kredita u istom tom razdoblju upravo su krediti uz valutnu klauzulu najviše smanjeni, dok su devizni krediti stagnirali, a kunski krediti povećali svoj udio.

Tablica 9. Kamatne stope na kredite poduzećima – usporedba siječanj 2012.g. vs. siječanj 2020.g.

	Kunski krediti			Krediti uz valutnu klauzulu			Devizni krediti		
	sij.12	sij.20	Promjena (p.p.)	sij.12	sij.20	Promjena (p.p.)	sij.12	sij.20	Promjena (p.p.)
1. Revolving krediti, prekoračenja po transakcijskom računu	7,97	3,64	4,33	8,96	3,01	5,95	6,39	2,60	3,79
2. Krediti do 2 milijuna kuna	8,06	3,21	4,85	7,92	3,94	3,98	6,39	2,36	4,03
3. Krediti od 2 do 7,5 milijuna kuna	6,02	2,33	3,69	7,13	2,76	4,37	7,22	1,42	5,80
4. Krediti veći od 7,5 milijuna kuna	5,80	1,69	4,11	7,20	1,67	5,53	5,33	1,47	3,86

Izvor: izrada autora

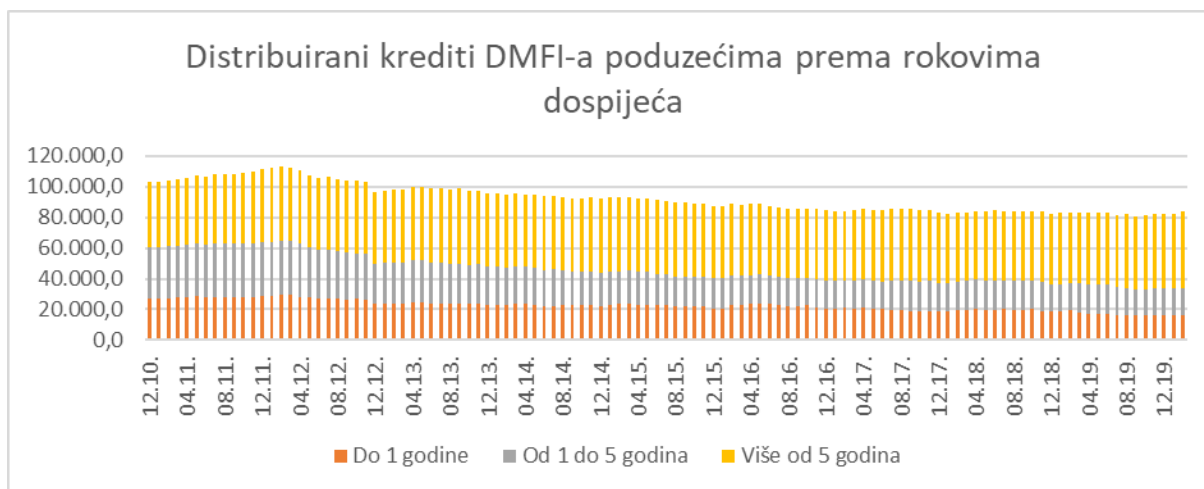
Sve navedeno upućuje na vrlo važan zaključak. Poduzeća u Hrvatskoj preferiraju zaduživanje u valuti HRK u odnosu na zaduženje u valuti EUR ili vezano uz valutu EUR, a unatoč činjenici da su kamatne stope na kunske kredite više u odnosu na kamatne stope na kredite vezane uz EUR. To upućuje na zaključak da hrvatski poduzetnici veću preferenciju daju kategoriji sigurnosti, odnosno zaštite od rizika fluktuacije deviznog tečaja, u odnosu na samu cijenu kredita (kamat). Isto je dijelom razumljivo s obzirom na negativna iskustva hrvatskih građana po pitanju kredita odobrenih uz valutnu klauzulu vezanu uz švicarski franak, no također valja istaknuti da je kretanje tečaja EUR u odnosu

na HRK pod izravnim nadzorom i upravljanjem od strane HNB-a koje upravo nominalni tečaj EUR/HRK koristi kao glavno sidro monetarne politike. Navedeno pokazuje kako je u Hrvatskoj značajno prisutna svijest o potrebnoj zaštiti od valutnog rizika koja umanjuje važnost kamatnih stopa kao faktora kod donošenja odluke o odabiru valute kredita. **Sve navedeno opovrgava dio postavljene hipoteze 2 koja pretpostavlja da je pad kamatnih stopa na kredite poduzeća imao značajan utjecaj na rast volumena novih kredita poduzećima.**

#### 4.1.2. Analiza kamatnih stopa na kredite poduzeća u Hrvatskoj u periodu 2011.-2019.g. s obzirom na ročnost i namjenu

Grafikon 20. prikazuje ročnu strukturu distribuiranih kredita DMFI-a poduzećima. Krediti su podijeljeni sukladno izvornom dospijeću tj. ročnosti (analizira se vrijednost distribuiranih kredita sa stanjem na kraju mjeseca). U promatranom razdoblju od prosinca 2010.g. u ukupnim distribuiranim kreditima prema nefinancijskim društvima tj. poduzećima prema ročnosti dominiraju dugoročni krediti, odnosno krediti s rokom povrata dužim od 5g.

Grafikon 20. Distribuirani krediti DMFI-a poduzećima prema rokovima dospijeća u periodu 2010.g. – 2019.g. (stanja na kraju mjeseca)

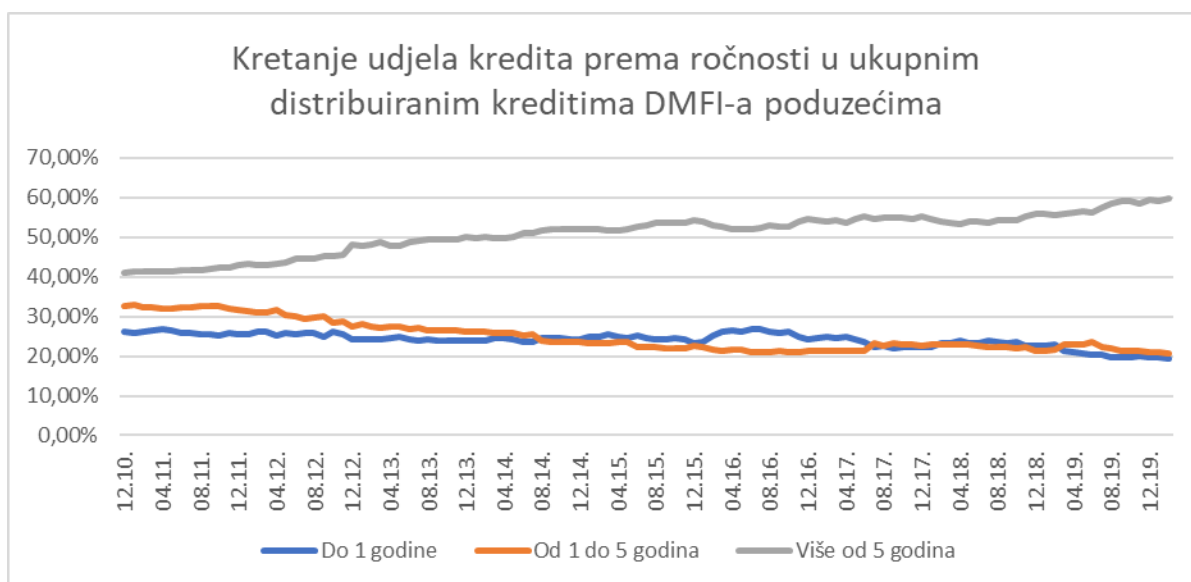


Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablica D5b: Distribucija kredita drugih monetarnih financijskih institucija po institucionalnim sektorima i prema izvornom dospijeću, skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

U promatranom razdoblju od prosinca 2010.g. dugoročni krediti, odnosno krediti s rokom otplate dužim od 5g. po izvornom dospijeću (dospijeće u trenutku distribucije kredita) bilježe trend rasta udjela u ukupnim distribuiranim kreditima od strane DMFI-a prema poduzećima, a što je vidljivo iz grafikona 21. U prosincu 2010.g. krediti izvornog

dospijeća preko 5g. činili su 41,12% distribuiranih kredita poduzećima na kraju mjeseca, a u veljači 2020.g. čak 59,78%. Moguće je na temelju istog zaključiti da je u promatranom razdoblju od 2010.g. došlo do rasta značaja dugoročnog kreditiranja (s rokom otplate preko 5g.) u ukupnom kreditiranju poduzeća. Istovremeno, kratkoročni krediti s rokom otplate do 1g. i srednjoročni krediti s rokom otplate 1g. – 5g. bilježe trend smanjenja udjela u ukupnim distribuiranim kreditima DMFI-a prema poduzećima. U prosincu 2010.g. kratkoročni krediti činili su 26,10% u ukupnim kreditima poduzećima, u odnosu na 19,53% koliko su iznosili u veljači 2020.g. Srednjoročni krediti s rokom otplate 1g. – 5 g. u prosincu 2010.g. činili su 32,78% odobrenih kredita poduzećima, a u veljači 2020.g. 20,68% udjela u ukupno distribuiranim kreditima DMFI-a poduzećima. Kretanje udjela kredita prema ročnosti u ukupnim distribuiranim kreditima DMFI-a poduzećima može se vidjeti i na Grafikonu 21.

Grafikon 21. Kretanje udjela kredita prema ročnosti u ukupnim distribuiranim kreditima DMFI-a poduzećima u periodu 2010.-2020.g.



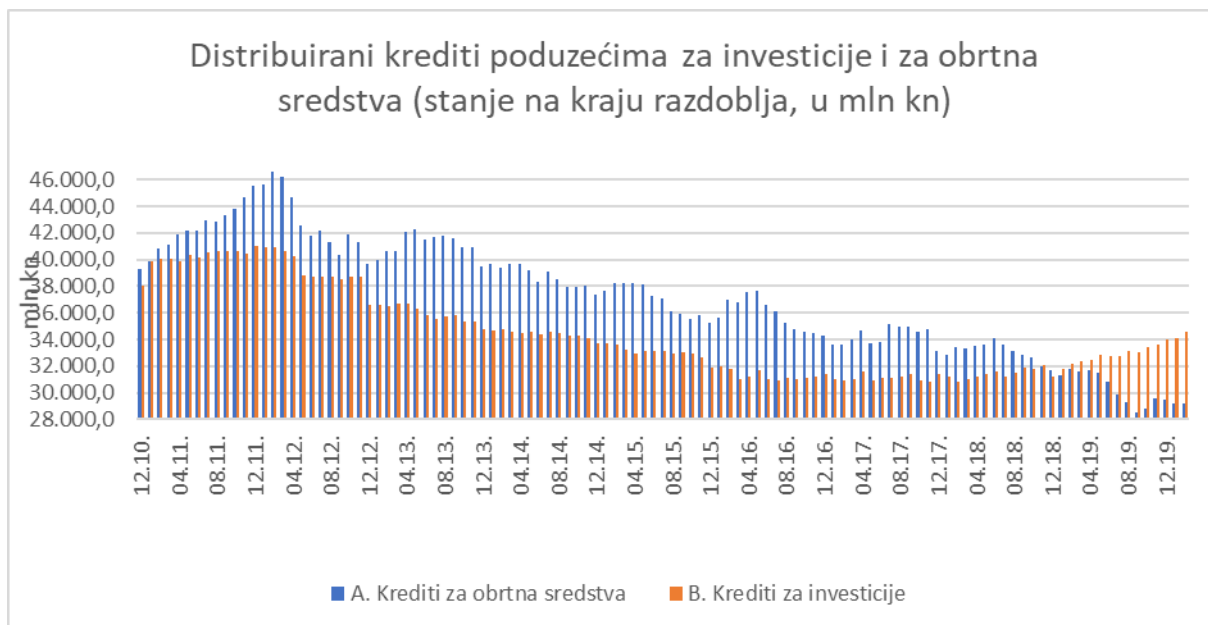
Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablica D5b: Distribucija kredita drugih monetarnih financijskih institucija po institucionalnim sektorima i prema izvornom dospijeću, skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

Za pretpostaviti je da poduzeća većinu investicija, odnosno imovine koje financiraju iz kredita financiraju primarno iz investicijskih kredita koji svojim karakteristikama najviše odgovaraju takvim namjenama (dugi rokovi korištenja i povrata, mogući poček i sl.). Upravo je za potrebe daljnjeg razmatranja i povezivanja kamatnih stopa, volumena kredita i realiziranih investicija potrebno sagledati kategoriju investicijskih kredita.



Grafikon 22. prikazuje kredite koje su DMFI distribuirale prema poduzećima a uzimajući u obzir njihovu namjenu (krediti za obrtna sredstva vs. krediti za investicije) u periodu prosinac 2010.g. – veljača 2020.g. Do kraja 2018.g. distribuirani krediti za obrtna sredstva (stanja) premašivali su iznose distribuiranih investicijskih kredita DMFI-a poduzećima. Od kraja 2018.g. taj se omjer mijenja te investicijski krediti prvi puta premašuju kredite za obrtna sredstva u ukupnim distribuiranim kreditima na kraju mjeseca. Zanimljivo je za istaknuti da u 2018.g. i 2019.g. investicijski krediti imaju tendenciju rasta vrijednosti distribuiranih kredita na kraju mjeseca, dok su vrijednosti kredita za obrtna sredstva svedene na povijesno niske razine. Primjerice, distribuirani krediti za obrtna sredstva na kraju prosinca 2011.g. iznosili su 45.557,6 mln kn, dok su u veljači 2020.g. iznosili svega 29.154 mln kn što predstavlja pad od -36%. S druge strane, distribuirani krediti za investicije koji su imali tendenciju pada vrijednosti do sredine 2017.g. kada su iznosili oko 30 mlrd kn, na kraju veljače 2020.g. iznosili su 34,5 mlrd kn.

Grafikon 22. Distribuirani krediti poduzećima prema namjeni – investicijski krediti vs. krediti za obrtna sredstva u periodu 2010.g. – 2019.g. (stanja na kraju mjeseca)

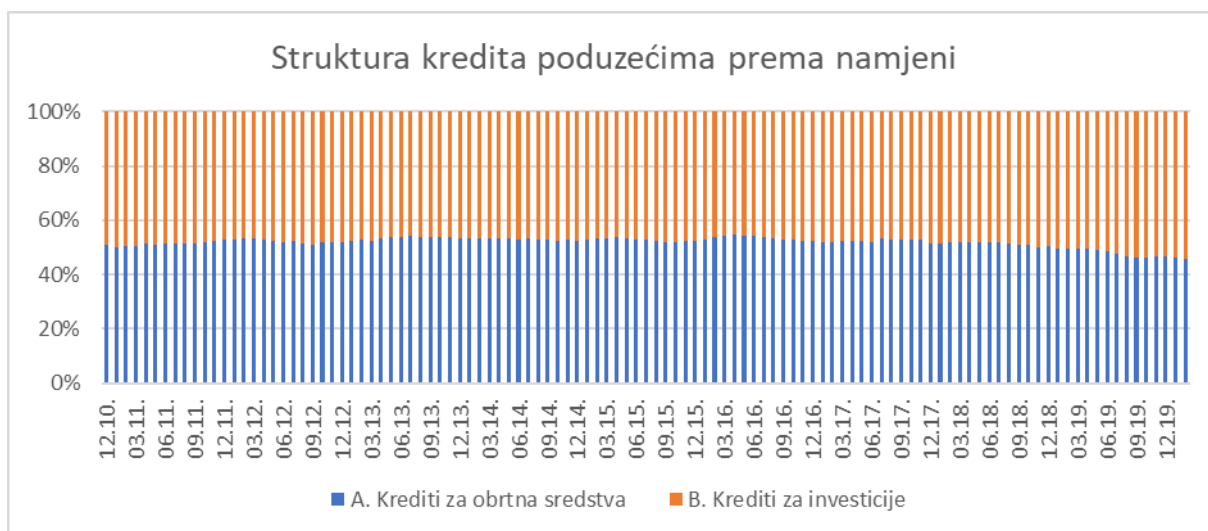


Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablica D5d: Distribucija kredita drugih monetarnih financijskih institucija za obrtna sredstva i kredita za investicije nefinancijskim društvima prema valutnoj strukturi, skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

Ako se uspoređi udio investicijskih kredita i kredita za obrtna sredstva u ukupnim distribuiranim kreditima na kraju mjeseca može se uočiti da je udio kredita za obrtna

sredstva u ukupnim kreditima zapravo relativno stabilan sve do 2019.g. kada se vidi njegovo relativno slabljenje. Udio kredita za obrtna sredstva u ukupnim distribuiranim kreditima na kraju mjeseca za razdoblje 2010. – 2019.g. iznosi prosječno 52% naspram 48% koliko prosječno nose investicijski krediti. Struktura kredita poduzećima prema namjeni – investicijski krediti vs. krediti za obrtna sredstva u periodu 2010.g. – 2019.g. može se vidjeti iz grafikona 23.

Grafikon 23. Struktura kredita poduzećima prema namjeni – investicijski krediti vs. krediti za obrtna sredstva u periodu 2010.g. – 2019.g.



Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablica D5d: Distribucija kredita drugih monetarnih finansijskih institucija za obrtna sredstva i kredita za investicije nefinancijskim društvima prema valutnoj strukturi, skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

**Navedeno ukazuje na blagi rast važnosti investicijskih kredita u ukupnim kreditima poduzeća te ide u prilog hipotezi 1 postavljenoj u uvodnom dijelu rada koja tvrdi da krediti predstavljaju važan izvor financiranja investicija u Hrvatskoj.**

## 4.2. Kamatne stope na stambene kredite u Hrvatskoj u periodu 2000.-2019.g.

Kao što je već prethodno spomenuto, predmet analize ovog rada je utjecaj aktivnih kamatnih stopa na investicije u Hrvatskoj. Kategorija investicija prati se primarno kroz kategoriju bruto investicija u fiksni kapital, a koja uključuje i realizirane investicije u stambeni fond koje se generiraju iz sektora stanovništva. Realizacija investicija u stambeni fond ovisi dijelom i o stambenim kreditima kao mogućem izvoru financiranja. Zbog

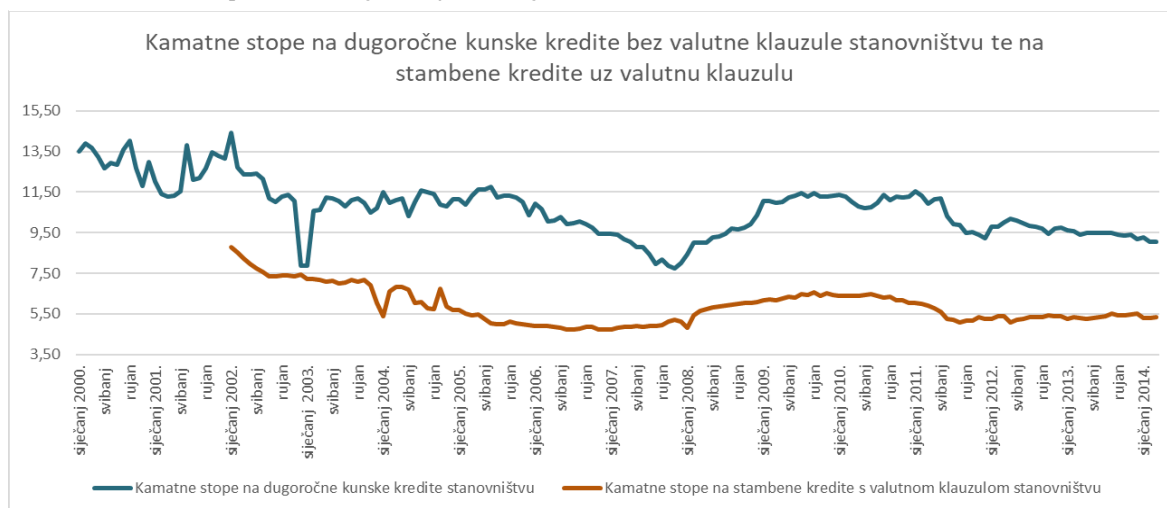
navedenog, analizira se kretanje kamatnih stopa i volumena stambenih kredita sektoru građanstva, s obzirom da je upravo stambeno kreditiranje kategorija koja direktno doprinosi stavci bruto investicija u fiksni kapital. Ostale vrste kreditiranja, poput potrošačkog kreditiranja sektora građana se ne analiziraju u ovom radu.

Za početak se prikazuje kretanje kamatnih stopa u periodu od 2000.g. do ožujka 2014.g. i to za stavke dugoročnih kunkskih kredita sektoru stanovništva te stambenih kredita uz valutnu klauzulu sektoru stanovništva, vidljivo na grafikonu 24. Prikazane su mjesečne vagane prosječne kamatne stope, u postocima na godišnjoj razini. Kamatne stope na dugoročne kunske kredite sektoru stanovništva (koji u sebi uključuju i kategoriju stambenih kunkskih kredita) bilježe otprilike sljedeće tendencije kretanja:

- Značajnije oscilacije u periodu 2000.-2003.g. uz pad kamatnih stopa
- Blagi rast u periodu 2003.-2006.g.
- Pad kamatnih stopa u razdoblju 2006.-2008.g.
- Rast kamatnih stopa tijekom 2009. i 2010.g.
- Pad kamatnih stopa tek tijekom 2011.g.
- Stagnacija tijekom 2012.-2014.g.

Zanimljivo je također za promotriti da unatoč praćenju tendencije kretanja referentnih kamatnih stopa na hrvatskom tržištu kamatne stope na dugoročne kunske kredite sektoru građanstva u promatranom periodu imaju značajno manje oscilacije nego je isto primjerice slučaj kod kredita poduzećima. Ako se isključi period 2000.-2003.g. kada su oscilacije bile značajne, a kamatne stope i znatno više, u cijelom periodu 2003.-2014.g. kamatne stope na dugoročne kunske kredite građanima kreću se unutar raspona od 8% do 12%, a što je vidljivo i na Grafikonu 24. koji pokazuje kamatne stope na dugoročne kunske kredite sektoru stanovništva te stambene kredite uz valutnu klauzulu sektoru stanovništva u periodu 2000.g. – ožujak 2014.g.

Grafikon 24. Kamatne stope na dugoročne kunske kredite sektoru stanovništva te stambene kredite uz valutnu klauzulu sektoru stanovništva u periodu 2000.g. – ožujak 2014.g.



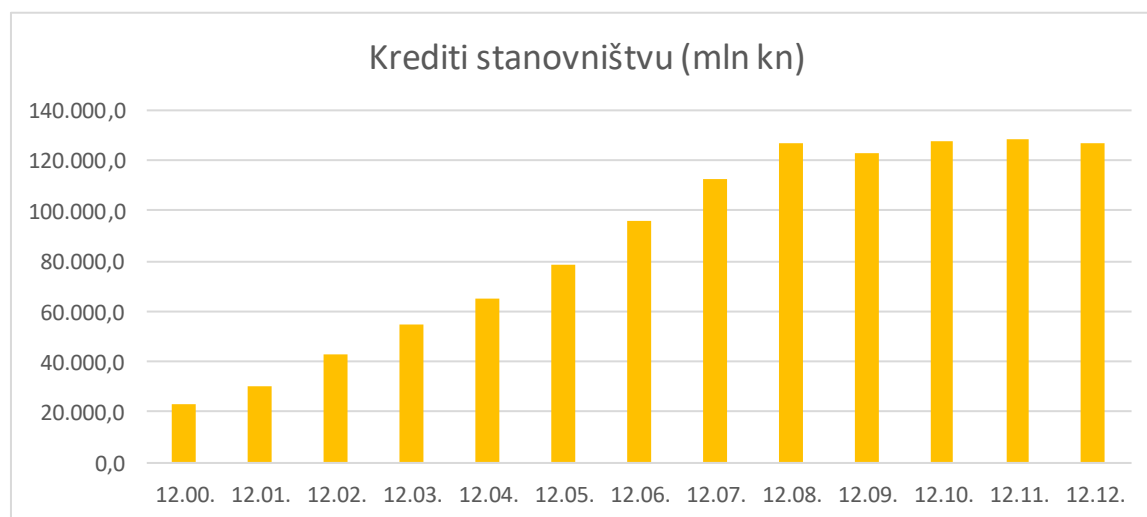
Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablica G1: Kamatne stope banaka na kunske kredite bez valutne klauzule i Tablica G2:Kamatne stope banaka na kunske kredite s valutnom klauzulom i na kredite odobrene u eurima, skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/arhiva/stara-nacionalna-metodologija>

Kamatne stope na stambene kredite uz valutnu klauzulu sektoru stanovništva imaju istu tendenciju kretanja, no vremenski nešto ranije, tijekom perioda 2005.-2007.g. bilježe stagnaciju na razini od oko 4,5% - 5%. Početkom gospodarske krize - tijekom 2008.g. i tijekom 2009.g. obje promatrane kategorije kamatnih stopa bilježile su porast vrijednosti. Tijekom 2010.g. i prve polovice 2011.g. stagniraju na razini 10% -11% (za kunske dugoročne kredite), odnosno 6% - 7% za stambene kredite uz valutu klauzulu što se u svakom slučaju može ocijeniti visokim u odnosu na kamatne stope koje DMFI obračunavaju poduzećima ili posebno u odnosu na referentne kamatne stope na tržištu. Također, vidljivo je da se korekcija kamatnih stopa na dolje učinjena od strane HNB-a 2009.g. te posljedično pad referentnih kamatnih stopa na hrvatskom tržištu do kojeg je došlo u 2010.g. nije odmah prelio na smanjenje kamatnih stopa na dugoročne kunske kredite građanima, kao ni na stambene kredite uz valutnu klauzulu. Do korekcije promatranih kamatnih stopa na dolje došlo je tek u drugoj polovici 2011.g., a spomenuta smanjenja kamate bila su znatno manja nego kod kamatnih stopa na kredite poduzećima prikazanih prethodno u ovom poglavlju.

U periodu 2000.-2012.g. krediti stanovništvu imali su tendenciju rasta te su se stanja kredita odobrenih od strane DMFI-a sektoru stanovništva povećavala konstantno u periodu 2000.g. – 2008.g. U periodu recesije 2009.-2012.g. krediti stanovništvu stagnirali su. Na kraju 2000.g. krediti sektoru stanovništva iznosili su ukupno 23.298 mln kn, dok su na

kraju 2008.g. iznosili 126.551 mln kn što znači da su povećani za više od 5,4 puta. 2009.g. bilježi blagi pad stanja odobrenih kredita sektoru stanovništva, a naredni period 2010.-2012.g. stagnaciju, što je posljedica gospodarske krize i slabije kreditne aktivnosti. Isto je vidljivo na grafikonu 25.

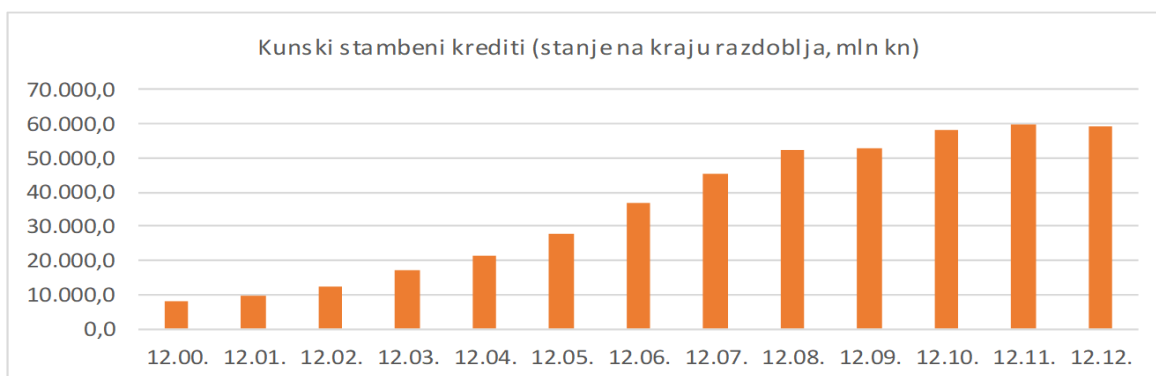
Grafikon 25. Krediti odobreni od strane DMFI-a sektoru stanovništva (na kraju razdoblja, mln kn) u periodu 2000.-2012.g.



Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablica D5: Distribucija kredita banaka po institucionalnim sektorima, skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/arhiva/stara-nacionalna-metodologija>

Ako se promotre samo odobreni stambeni krediti u kunama (podaci o odobrenim deviznim stambenim kreditima autoru nisu dostupni), vidljiva je ista dinamika kretanja u iznosima (stanjima) odobrenih kunskih stambenih kredita na kraju razdoblja kao i kod ukupnih kredita odobrenih sektoru stanovništva, a što je vidljivo na grafikonu 26. Kunski stambeni krediti (stanja na kraju razdoblja) rastu u periodu od 2000.g. do 2008.g. Stagnacija je vidljiva u 2009.g., a blagi rast zabilježen 2010.g. Za 2011. i 2012.g. može se ocijeniti da kunski stambeni krediti sektoru građanstva (stanja na kraju razdoblja) stagniraju. Zanimljivo je još jednom za istaknuti kako unatoč smanjenju kamatnih stopa na dugoročne kredita sektoru stanovništva, odnosno općenito smanjenju kamatnih stopa na stambene kredite do kojeg je došlo u drugoj polovici 2010.g. i posebice tijekom 2011.g., stanje kunskih stambenih kredita nije značajnije povećano.

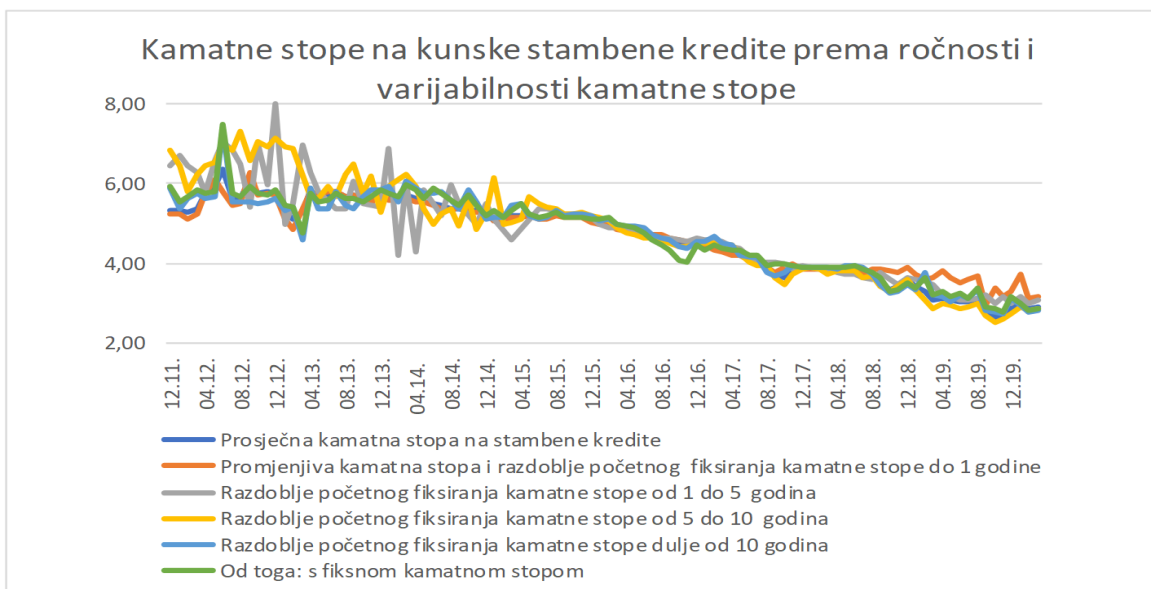
Grafikon 26. Kunski stambeni krediti stanovništvu (stanje na kraju razdoblja, mln kn) u periodu 2000.-2012.g.



Izvor: izrada autora prema HNB, Tablica D5: Distribucija kredita banaka po institucionalnim sektorima skinuto 24.10.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/arhiva/stara-nacionalna-metodologija>

Grafikon 27. daje pregled kamatnih stopa na kunske stambene kredite sektoru kućanstva odnosno građanstva u periodu prosinac 2011.g. – veljača 2020.g. Promatrani period bilježi generalnu tendenciju pada kamatnih stopa na kunske stambene kredite kućanstvima i smanjenje vrijednosti s visokih 5%-7% na vrijednosti kamatnih stopa u rasponu 2,5%-3,5% na kraju 2019.g.

Grafikon 27. Kamatne stope na kunske stambene kredite sektoru kućanstva odnosno građanstva u periodu prosinac 2011.g. – veljača 2020.g.

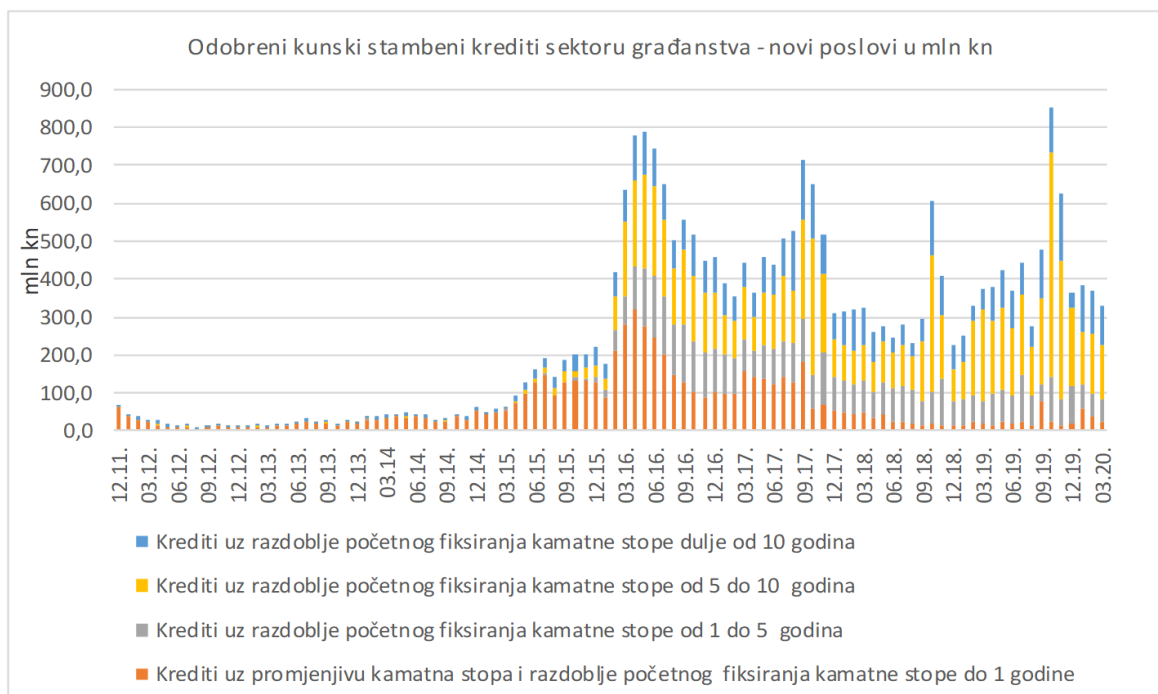


Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablica G2a: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske kredite kućanstvima bez valutne klauzule (novi poslovi), skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

Nakon stagnacije odobravanja novih volumena kunskih stambenih kredita u periodu 2012., 2013. i 2014.g., kada su iznosi novih odobrenih kunskih kredita iznosili ispod 100

mln kn mjesečno, od sredine 2014.g., a posebno tokom 2015.g. i 2016.g. kreće razdoblje značajnijeg odobravanja kunskih stambenih kredita. U tom periodu iznosi mjesečnih volumena novih poslova – odobrenih stambenih kunskih kredita dosežu vrijednosti između 700 mln kn i 800 mln kn mjesečno, a nakon čega kreće smanjenje volumena novih odobrenih kredita do početka 2017.g., što je sve vidljivo i na grafikonu 28.

Grafikon 28. Odobreni kunski stambeni krediti sektoru građanstva u periodu 2011.g. – 2020.g. (novi poslovi, mln kn)



Izvor: izrada autora prema HNB, Tablica G2a, skinuto 28.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

Ako se promotre iznosi odobrenih kunskih stambenih kredita u mln kn na godišnjoj razini, vidljivo je da su kunski stambeni krediti značajno povećani u promatranom razdoblju. Najviši iznos odobrenih stambenih kunskih kredita zabilježen je 2016.g. i to u iznosu 6.669 mln kn što predstavlja rast od čak 2,93x u odnosu na godinu ranije. Iznose odobrenih stambenih kredita (novi poslovi) u mln kn moguće je vidjeti u tablici 10.

Tablica 10. Stambeni krediti (novi poslovi u mln kn) u periodu 2012.-2019.g.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Stambeni krediti u kunama (novi poslovi, mln kn)	257,0	258,8	500,5	1.696,8	6.669,6	5.665,9	3.784,4	5.171,8

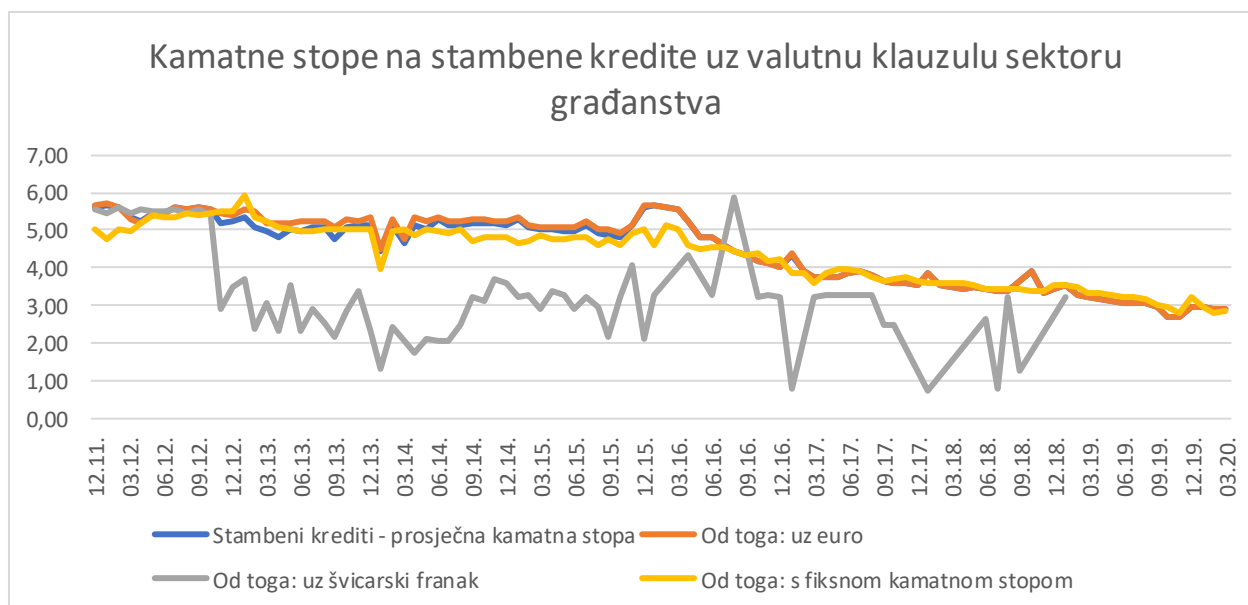
Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablica G2a, skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

Kamatne stope na stambene kunske kredite uz valutnu klauzulu pokazuju trend smanjenja u promatranom razdoblju prosinac 2011. – ožujak 2020.g. Nadalje, zanimljivo

je usporediti vrijednost kamatnih stopa uz valutnu klauzulu EUR sa vrijednošću EURIBORA koji predstavlja referentnu kamatnu stopu u odnosu na koju se u konačnici formira kamatna stopa na kredite uz valutu klauzulu EUR. Vrijednost 6M EURIBOR-a na europskom tržištu negativna je već duži vremenski period. 30. travnja 2020.g. 6M EURIBOR imao je vrijednost -0,17%. Istovremeno, prosječna kamatna stopa na stambene kredite uz valutnu klauzulu vezanu uz EUR u Hrvatskoj u ožujku 2020.g. iznosila je 2,93%. Razlika između kamatne stope EURIBOR-a i konačne kamatne stope koju banke, odnosno DMFI obračunavaju krajnjim korisnicima tj. građanima na stambene kredite predstavlja premiju rizika banke tj. DMFI-e.

Nadalje, grafikon 29. pokazuje kretanja kamatnih stopa na stambene kredite uz valutnu klauzulu. Vidljivo je da su kamatne stope na kredite odobrene uz valutnu klauzulu vezanu uz švicarski franak znatno volatilnije u odnosu na kamatne stope vezane uz valutu EUR. Banke su velike fluktuacije u tečaju švicarskog franka u odnosu na kunu u proteklom razdoblju pokušale anulirati kroz korekcije kamatnih stopa što je ujedno razlog zašto su se kamatne stope kretale znatno volatilnijom dinamikom. No, ako se promotri ukupna prosječna kamatna stopa na kunske kredite vezane uz valutnu klauzulu vidljivo je da ista ima stabilnu i blagu tendenciju pada. Prosječna kamatna stopa na stambene kredite uz valutnu klauzulu smanjena je sa razine od između 5% i 6% u 2012.g. kroz naredno promatrano razdoblje do razine od prosječnih 3,06% u 2019.g.

Grafikon 29. Kamatne stope na stambene kredite uz valutnu klauzulu sektoru građanstva u periodu 2011.-2020.g.



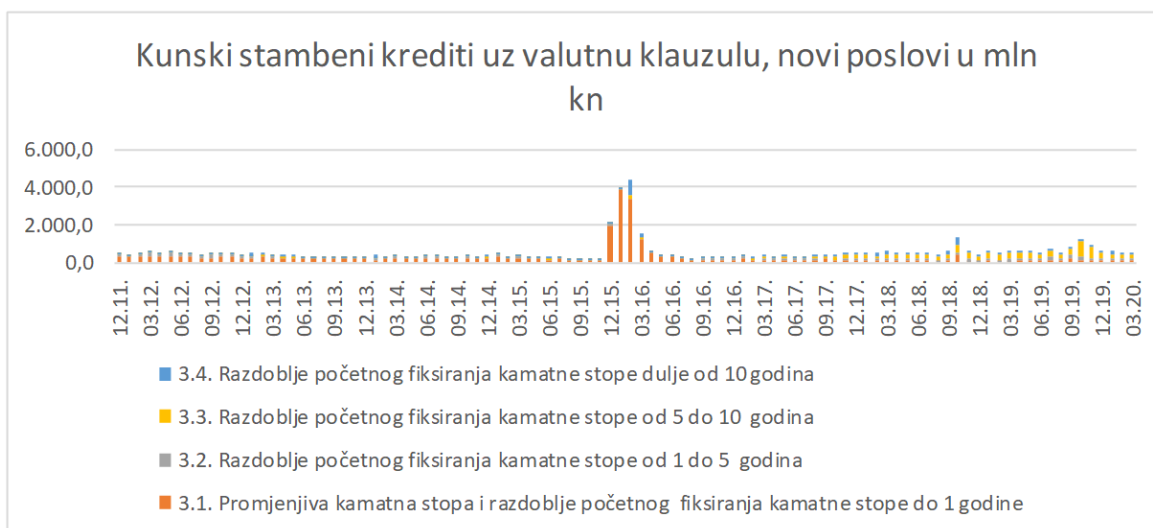
Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablica G2b: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske kredite kućanstvima s



valutnom klauzulom (novi poslovi), skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

Volumeni novih odobrenih stambenih kredita uz valutnu klauzulu vidljivi su na grafikonu 30. Vrlo se lako može uočiti da 2016.g. značajno odskoče u odnosu na ostale promatrane godine kada su volumeni odobrenih novih stambenih kredita uz valutnu klauzulu bili relativno stabilni i na razinama između 4-7 mlrd kn godišnje, dok je u 2016.g. odobreno gotovo 13 mlrd kuna stambenih kredita uz valutnu klauzulu, da bi se u 2017.g. iznos ponovno smanjio na 4,9 mlrd kuna. Navedena 2016.g. je specifična zbog toga što je upravo 2016.g. provedena glavnina konverzija kredita u švicarskim francima u kredite u kunama ili u kredite vezane uz valutnu klauzulu EUR. Zbog toga realizirani volumeni novih kredita u 2016.g. nisu posljedica realno veće potražnje za stambenim kreditima. 2018.g. i 2019.g. pokazuju blagi porast kreditne aktivnosti u dijelu stambenog kreditiranja građanstva kreditima uz valutnu klauzulu.

Grafikon 30. Kunski stambeni krediti uz valutnu klauzulu, novi poslovi u mln kn



Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablica G2b: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske kredite kućanstvima s valutnom klauzulom (novi poslovi), skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

Iznose odobrenih stambenih kredita uz valutnu klauzulu moguće je vidjeti i u tablici 11.

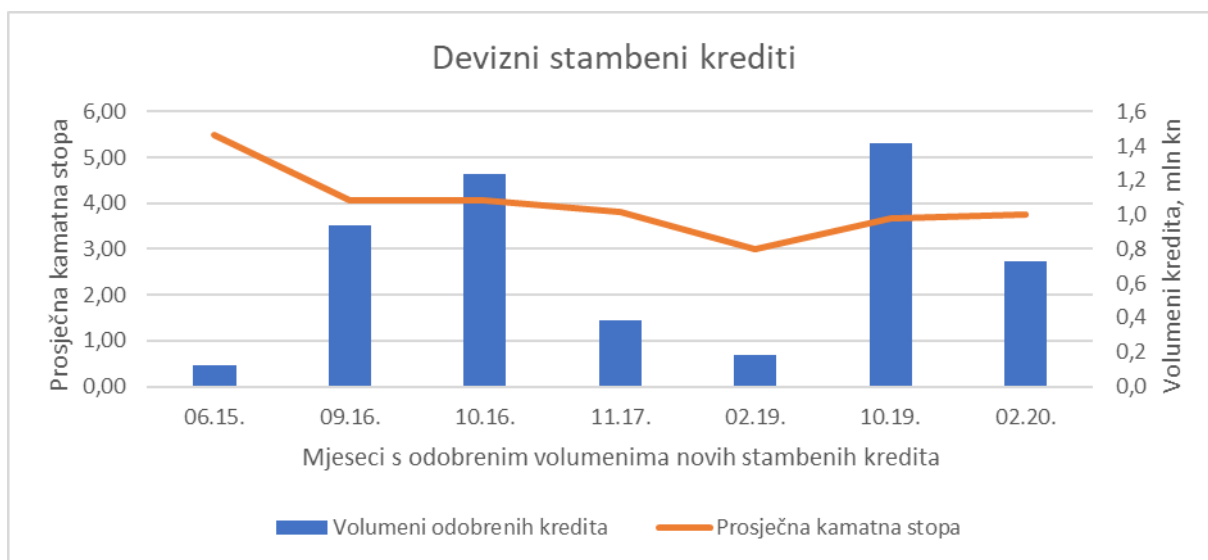
Tablica 11. Odobreni stambeni krediti uz valutnu klauzulu, novi poslovi u mln kn u periodu 2012.-2019.g.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Odobreni stambeni krediti uz valutnu klauzulu (novi poslovi u mln kn)	5.660,7	4.157,8	4.044,8	5.096,7	12.961,8	4.950,7	7.223,4	8.598,0

Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablica G2b: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske kredite kućanstvima s valutnom klauzulom (novi poslovi), skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

Hrvatske banke nemaju naviku odobravanja stambenih kredita u stranoj valuti te su u cijelom promatranom razdoblju devizni stambeni krediti građanstvu odobreni samo u razdobljima prikazanim na grafikonu 31. Volumeni su niski te zanemarivi u odnosu na volumene odobrenih kunskih kredita te kredita uz valutnu klauzulu.

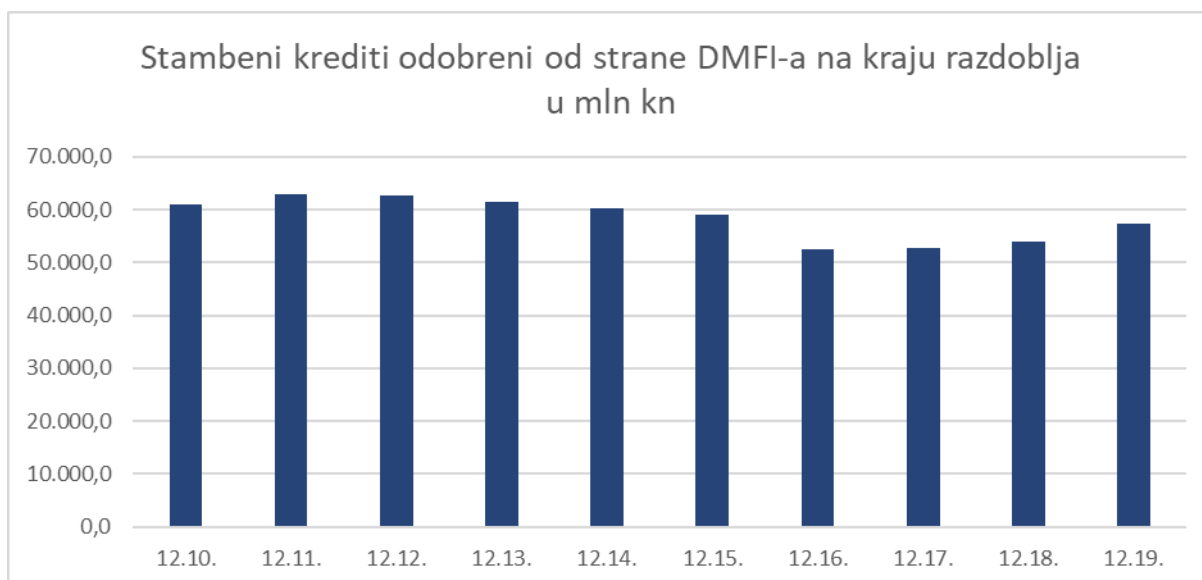
Grafikon 31. Devizni stambeni krediti



Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablica G2c: Kamatne stope kreditnih institucija na devizne kredite (novi poslovi), skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

Kako bi se realno sagledala kreditna aktivnost te kako bi se anulirali efekti 2016.g. u kojoj je izvršena glavčina konverzija kredita vezanih uz švicarski franak, poželjno je promotriti stanja odobrenih stambenih kredita na kraju godine. Grafikon 32. pokazuje stanja odobrenih stambenih kredita na kraju godine u periodu 2010.-2019.g. Vidljivo je da u periodu 2010.-2015.g. stambeni krediti stagniraju ili blago opadaju. Ako se promotri 2016.g., vidljivo je da su stambeni krediti u 2016.g. zapravo smanjeni u odnosu na prethodno razdoblje 2015.g. sa 59 mlrd kn na 52 mlrd kn. Stambeni krediti stanovništvu (stanje na kraju razdoblja) rastu tek u 2017.g. u odnosu na 2016.g. te u narednim godinama.

Grafikon 32. Stambeni krediti odobreni od strane DMFI-a na kraju razdoblja u mln kn u periodu 2010.-2019.g.



Izvor: izrada autora na temelju HNB, Tablica D5c: Distribucija kredita drugih monetarnih financijskih institucija kućanstvima prema namjeni i valutnoj strukturi, skinuto 27.04.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope>

Navedena analiza ukazuje na izostanak utjecaja kamatne stope na stambene kredite na kretanje samih volumena novih odobrenih stambenih kredita, kao i stanja stambenih kredita odobrenih od strane DMFI građanima. Prije svega, same korekcije kamatnih stopa na stambene kredite bile su učinjene sa značajnim vremenskim odmakom u odnosu na korekcije kamatnih stopa od strane HNB-a, a posebice u odnosu na korekcije kamatnih stopa koje je učinila ECB još 2009.g. Do značajnijeg pada kamatnih stopa na stambene kredite odobrene od strane DMFI u Hrvatskoj je došlo tek u drugoj polovici 2011.g. dok je kamatna stopa na stambene kredite tijekom 2009. i 2010.g. rasla ili stagnirala. Također, neovisno o značajnim korekcijama vrijednosti referentnih kamatnih stopa tijekom 2009.g. i 2010.g. kamatne stope na stambene kredite zadržale su se na relativno visokim razinama te su u cijelom promatranom periodu za 2-4 postotna poena (ovisno o kategoriji) više u odnosu na kamatne stope na kredite poduzećima. Također, kamatne stope na stambene kredite vezane uz valutnu klauzulu EUR prosječno su više u odnosu na referentne kamatne stope na europskom tržištu (primarno EURIBOR) za oko 3 postotna poena. U periodu nakon recesije primjetno je konstantno smanjenje kamatnih stopa na stambene kredite, dok su efekti u smislu pojačane kreditne aktivnosti u stambenom kreditiranju vidljivi tek 2018.g. i 2019.g. Stoga se može zaključiti kako jača kreditna aktivnost u stambenom kreditiranju 2018.g. i 2019.g. nije posljedica smanjenja kamatnih stopa na stambene

kredite, Također, analiza stambenih kredita s obzirom na valutu pokazala je da građani preferiraju zaduživanje u kunama, neovisno o kamatnoj stopi što je naravno posljedica neugodnih iskustava sa švicarskim frankom. Sve to umanjuje značaj kamatne stope kao faktora u donošenju odluke o investiranju u stanove i kuće, odnosno podizanju stambenog kredita. **Sumarno, može se zaključiti kako provedena analiza opovrgava drugi dio hipoteze 2 iz uvodnog dijela rada, a koji glasi: pad kamatnih stopa na stambene kredite građana imao je značajan utjecaj na porast stambenih kredita u Hrvatskoj u promatranom periodu.**

### **4.3. Zaključna razmatranja vezana za kamatne stope u Hrvatskoj u periodu 2000.-2019.g.**

Zbog visoke euroiziranosti hrvatskog gospodarstva kretanje kamatnih stopa na hrvatskom tržištu pod utjecajem je kretanja kamatnih stopa na europskom tržištu. ECB i kamatne stope koje primjenjuje te koje posljedično utječu na referentne kamatne stope na novčanim tržištima prelijevaju se i na hrvatske kamatne stope. U konačnici, prelijevaju se na aktivne kamatne stope koje DMFI obračunavaju poduzećima i građanstvu prilikom kreditiranja.

Kamatne stope ECB bilježile su pad u periodu 2000.-2003.g. Primjerice, u promatranom periodu kamatne stope na glavne operacije refinanciranja smanjene su sa 4,5% u 2000.g. na 2% u 2003.g. U periodu 2004.g. – 2008.g. kamatne stope ECB rastu. Primjerice, kamatne stope na glavne operacije refinanciranja rastu sa 2% u 2003.g. na 3%-5% u 2008.g. U drugoj polovici 2008.g. i tijekom 2009.g. dolazi do značajnog smanjenja kamatnih stopa ECB-a koje nadalje bilježe konstantni pad. Kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja koja je 2008.g. iznosila oko 4% pada na 1% u 2009.g. te se nadalje smanjuje da bi 2012.g. i 2013.g. dosegla vrijednosti blizu 0. Kretanje EONIA-e i EURIBOR-a kao najznačajnijih referentnih kamatnih stopa na europskom tržištu bilježi ista kretanja uz istu vremensku dinamiku te su vremenski korelirana sa kretanjem kamatnih stopa od strane ECB-a. Nakon perioda rasta tijekom 2006. – 2008.g., od kraja 2008.g. i posebice tijekom 2009.g. dolazi do značajnog pada vrijednosti EONIA-e i EURIBOR-a na razine između 0% i 1%. Od 2016. EURIBOR i EONIA bilježe negativne vrijednosti. Spomenuta kretanja kamatnih stopa odgovor su na gospodarske prilike i kretanje BDP-a na europskom tržištu koja se mogu sažeti i prikazati u sljedećim periodima:

- Blago usporavanje gospodarstva u periodu 2000. – 2003.g. (koje je istovremeno praćeno padom kamatnih stopa ECB kao i referentnih kamatnih stopa na europskom tržištu tj. EONIA-e i EURIBOR-a),
- Rast gospodarstva od 2003.g. do 2007.g. koji je istovremeno praćeno rastom kamatnih stopa ECB i referentnih kamatnih stopa na europskom tržištu,
- Razdoblje gospodarske i financijske krize 2008.-2012.g. koje je praćeno značajnim smanjenjem kamatnih stopa od strane ECB i referentnih kamatnih stopa na europskom tržištu gdje su najveće korekcije kamatnih stopa prema dolje realizirane tijekom 2009.g. i nakon toga dodatno u 2012.g. (uz približavanje vrijednosti 0 u 2012.g.) te
- Postepeno jaćanje gospodarske aktivnosti u periodu od 2013.g. do 2019.g., a koje je praćeno dodatnim blagim smanjenjem kamatnih stopa koje su se dodatno približile ili čak i spustile ispod vrijednosti 0 radi zadržavanja financijske stabilnosti i formiranja pozitivnih očekivanja aktera na tržištu.

U vrijeme financijske i gospodarske krize i HNB je u cilju održavanja likvidnosti financijskog i bankarskog sustava oslobađao likvidnost te su volumeni odobrenih repo transakcija na aukcijama HNB-a bili znaćajni, uz kamatne stope u rasponu od 3% (2005.-2008.) do 8,5% (kraj 2008.g.). U periodu od listopada 2009.g. do rujna 2015.g. nije bilo ugovorenih novih volumena s osnove obrnutih repo poslova, a HNB je primarno primjenjivao druge mjere i instrumente za održavanje stabilnosti financijskog sustava. Na sljedećim održanim aukcijama potvrđene su znatno niže kamatne stope (2016.g. prosjećna fiksna kamatna stopa od 0,52%, 2017.g. prosjećno 0,30% i 2018.g. 1,20%). ZIBOR kao referentna kamatna stopa na hrvatskom tržištu bilježi korekcije tek od listopada 2009.g. nadalje što ipak ukazuje na odrećeni vremenski odmak u odnosu na korekcije kamatnih stopa na europskom tržištu koje su smanjene već krajem 2008.g., odnosno godinu dana ranije nego je isto bilo vidljivo u Hrvatskoj.

Isto valja staviti u kontekst gospodarskih kretanja i kretanja stope rasta BDP-a u Hrvatskoj. Hrvatsko je gospodarstvo bilježilo konstantni rast BDP-a u periodu 2000.-2007.g. po godišnjim stopama između 3,3% (2000.) i 5,6% (2003.g.), odnosno 5,3% (2007.g.). U 2008.g. kreće usporavanje gospodarske aktivnosti te Hrvatska bilježi stopu rasta BDP-a od 1,8%, dok u narednom periodu od čak 6 godina ima negativne stope rasta BDP-a (2014.g. stopa rasta BDP-a iznosila je -0,1%). Do oporavka gospodarske aktivnosti dolazi tek u 2015.g. od kada Hrvatska nadalje bilježi rast BDP-a.

Kretanje kamatnih stopa koje DMFI obračunavaju na kredite poduzećima u većini prati spomenute trendove kretanja kamatnih stopa. 2000. – 2003.g. kamatne stope na kredite poduzećima bilježile su generalno pad (kod pojedinih kamatnih stopa radi se o korekcijama na dolje i za 4-5 postotnih poena). Period 2003.-2006.g. bilježi stagnaciju kamatnih stopa na kredite poduzećima, a 2007.-2009.g. kamatne stope na kredite poduzećima rastu. Istovremeno, europsko tržište je već 2008. percipiralo usporavanje gospodarstva te su korekcije referentnih stopa na europskom tržištu učinjene upravo 2008.g. i 2009.g. Korekcije kamatnih stopa na dolje u kreditiranju hrvatskih poduzeća realizirane su tek 2010.g. U periodu 2010.-2019.g. prisutan je konstantni blagi pad kamatnih stopa na kredite poduzećima, iako su razine kamatnih stopa i dalje znatno više od nultih vrijednosti. Otprilike istu tendenciju kretanja bilježe i kamatne stope na stambene kredite građana, uz zadržavanje viših razina kamatnih stopa u odnosu na kredite poduzećima i to za 2-4 postotna poena.

Kreditna aktivnost banaka, odnosno DMFI-a u kreditiranju poduzeća i stambenom kreditiranju građana nije značajno pojačana u razdoblju smanjenja kamatnih stopa. Ne može se tvrditi da je u periodima rasta kamatnih stopa došlo do smanjenja volumena kredita, kao ni da je u periodima pada kamatnih stopa došlo do povećanja volumena novih odobrenih kredita ili stanja kredita na kraju promatranog razdoblja.

Period do 2011.g. uključujući i 2011.g. bilježi rast stanja odobrenih kredita poduzećima neovisno o tome što je Hrvatska već od 2009.g. u gospodarskoj krizi i bilježi smanjenje kamatne stope na međubankarskom tržištu, odnosno smanjenje kamatnih stopa na kredite poduzećima od 2010.g. Unatoč navedenom smanjenju kamatnih stopa na kredite poduzećima, u periodu 2012.-2014.g. stanje kredita poduzećima (na kraju razdoblja) se smanjuje. Period od 2015.g. nadalje bilježi blagi oporavak kredita, no tek u 2018.g. i 2019.g. se vidi značajniji rast stanja odobrenih kredita poduzećima.

Isto se može vidjeti i kod stambenih kredita. Kamatne stope na stambene kredite bilježile su pad sve do kraja 2007.g., blagi rast 2008. i 2009.g. te nakon toga stagnaciju na značajno višim razinama u odnosu na kamatne stope poduzećima (kamatne stope na stambene kredite uz valutnu klauzulu sektoru stanovništva tijekom perioda 2005.-2007.g. stagnirale su na razini od oko 4,5% - 5%). Kamatne stope na stambene kredite u konstantnom su opadanju sve od 2010.g., neovisno o valuti financiranja (uz izuzetak švicarskog franka što nije predmet analize ovog rada). Što se tiče kreditne aktivnosti banaka tj. DMFI-a u stambenom kreditiranju, unatoč značajnom smanjenju kamatnih stopa

na stambene kredite od 2010.g. nadalje nije zamjetno da je došlo do jačanja kreditne aktivnosti u dijelu stambenog kreditiranja. Stanja stambenih kredita na kraju razdoblja su u opadanju tijekom cijelog razdoblja od 2012.g. do 2016.g. unatoč opadanju kamatnih stopa. Do rasta kreditne aktivnosti i porasta volumena stambenih kredita, ali i porasta stanja stambenih kredita na kraju godine došlo je tek u 2017.g. te kroz naredni period 2018. i 2019.g.

**Na temelju svega navedenog, može se zaključiti kako je u potpunosti opovrgnuta hipoteza 2 navedena u uvodnom dijelu ovog rada: pad kamatnih stopa na kredite poduzeća i stambene kredite građana imao je značajan utjecaj na porast kredita poduzećima i stambenih kredita građanima u Hrvatskoj u promatranom periodu.**

Navedenu tezu dodatno opovrgava i činjenica da hrvatski poduzetnici i građani kod donošenja odluke o podizanju kredita i investiranju veću važnost pridaju faktoru stabilnosti i izbjegavanja rizika promjene tečaja, u odnosu na preferenciju niže kamate stope. Navedeno je vidljivo iz toga što je većina analiziranih kredita odobrena u kunama, a upravo su kunski krediti skuplji u odnosu na kredite odobrene uz valutnu klauzulu EUR i u odnosu na devizne kredite. Isto ide u prilog tezi da kamatne stope nisu presudan faktor kod donošenja odluke o tome da li ući u kredit jer je vidljivo kako su poduzeća sklonija platiti više, no s druge se strane zaštititi se od valutnog rizika. Navedeno dijelom potvrđuje prethodno iznesene navode da kamatni kanal transmisije u Hrvatskoj ne funkcionira zadovoljavajuće.

Kamatna stopa koja se obračunava na kredite poduzećima i stambene kredite građanima nije primarni faktor koji će potaknuti hrvatskog građanina na podizanje stambenog kredita, odnosno hrvatsko poduzeće na podizanje kredita za investicije. S druge strane, valja uzeti u obzir da je pad kamatnih stopa prisutan u periodu od 2009.g., odnosno 2010.g. (ovisno o kamatnoj stopi) nadalje i činjenica da unatrag 10 godina nije došlo do porasta kamatnih stopa signal koji akterima na tržištima daje informaciju o tome da je likvidnost financijskog tržišta visoka. U tom smislu ima utjecaj na formiranje očekivanja glede budućih kretanja na tržištu i svakako može pozitivno utjecati na donošenje budućih srednjoročnih i dugoročnih odluka. Kao što i sama teorija nalaže, kamatna stopa ima indirektni utjecaj na tržišna kretanja kroz formiranje očekivanja o budućnosti. Također, kamatna stopa ima efekte s određenim vremenskim odmakom što se može vidjeti upravo i na primjeru hrvatskog tržišta gdje je do rasta kreditne aktivnosti unatrag desetogodišnjeg

pada kamatnih stopa došlo tek nakon što je tri godine zaredom realiziran rast gospodarske aktivnosti. Postoji velik broj faktora koji utječu na kreditnu aktivnost banaka i odobravanje kredita poduzećima kao i stambeno kreditiranje - kako na strani ponude (banke tj. DMFI), tako i na strani potražnje (građani i poduzeća) – no svakako se može zaključiti kako kamatna stopa nije presudan faktor u realizaciji kredita koji služe za financiranje investicija (investicijskih kredita poduzeća i stambenih kredita građana).



## **5. Investicije u Hrvatskoj u periodu 2000.-2019.g.**

Investicije kao predmet analize ovog rada mjere se primarno kroz bruto investicije u fiksni kapital i sekundarno kroz ulaganja poduzeća u dugotrajnu imovinu. Za krajnje razumijevanje investicija bilo bi od dodatnog značaja sagledati i namjensku strukturu investicija, tehničku strukturu investicija, rokove gradnje i druge karakteristike investicijskog procesa, kao i analizirati doprinos pojedinih kategorija djelatnosti ukupnim investicijama, no isto nije predmet ovog rada. Također, efikasnost pojedinih stavaka investicija koje su bitna komponenta daljnjeg gospodarskog rasta se ne analizira u ovom radu. Ovo poglavlje analizira važnost investicija u kontekstu ukupnog BDP-a kako bi se dobio opći dojam i zaključak o tome koliko su investicije doista važne za BDP Hrvatske i njezin daljnji gospodarski rast. Također, iako se ne analiziraju kompletni izvori i struktura financiranja, realizirane investicije stavljaju se u odnos sa volumenima novih kredita odobrenih poduzećima i stambenih kredita građanima. Upravo su spomenuti krediti komponenta preko koje se prenosi analizirani utjecaj kamatnih stopa na samu kategoriju investicija. Volumeni kredita kao izvor financiranja investicija od strane privatnog sektora, odnosno poduzeća i građana te kretanje kamatnih stopa na spomenute kredite predmet su analize cijelog prethodnog poglavlja. Ovo poglavlje stavlja u omjer spomenute kredite sa realiziranim investicijama i ukupnim BDP-om.

### **5.1. Bruto investicije u fiksni kapital u Hrvatskoj u periodu 2000.-2019.g.**

Kretanje BDP-a unatrag 2 desetljeća već je prethodno prikazano, kako za hrvatsko, tako i za europsko tržište. Za daljnje razmatranje i vezu utjecaja analiziranih kamatnih stopa i volumena kredita na investicije u Hrvatskoj potrebno je za početak promotriti strukturu BDP-a, odnosno valorizirati doprinos investicija bruto domaćem proizvodu. BDP se sukladno važećoj metodologiji sastoji od:

- konačne potrošnje koja se može podijeliti na potrošnju realiziranu od strane sektora kućanstva i NPUSK (neprofitne ustanove koje služe kućanstvima) kao jedne kategorije i državne potrošnje kao druge kategorije
- bruto investicija koje uključuju bruto investicije u fiksni kapital i promjenu zaliha
- neto izvoz kao razliku između realiziranih vrijednosti izvoza i uvoza.

„Sukladno hrvatskoj metodologiji bruto investicije u fiksni kapital podrazumijevaju:<sup>52</sup>

1. Investicije u novu dugotrajnu imovinu obuhvaćaju sljedeće ostvarene, plaćene i neplaćene vrijednosti:

- nabavu/izgradnju nove (domaće i uvozne) i u izvještajnoj godini uvezene rabljene dugotrajne imovine
- nabavnu vrijednost dugotrajne imovine nabavljene pod uvjetima financijskog leasinga
- dugotrajnu imovinu proizvedenu/izgrađenu u vlastitoj režiji, zadržanu za vlastite potrebe, internu realizaciju
- dugotrajnu imovinu nabavljenu razmjenom dobara/trampom
- dugotrajnu imovinu stečenu bez naknade, prijenosima/kapitalnim transferima sredstava u naturi (osim financijske imovine)
- znatnija poboljšanja postojeće dugotrajne imovine (rekonstrukcija, remont, modernizacija, dogradnja, proširenje, restauracija građevina, spomenika i dr., investicijsko održavanje i sl.)
- prirodni rast dugotrajne imovine
- ulaganja u nekretnine
- ulaganja u imovinu radi stjecanja zarade porastom njezine tržišne vrijednosti ili zarade na najmovnim aktivnostima
- investicijska ulaganja na tuđoj imovini koja se koristi na temelju ugovora ako ih zakupoprimac evidentira kao dugotrajnu imovinu
- dio sitnog inventara koji se eventualno vodi kao dugotrajna imovina i čiji je vijek trajanja i korištenja dulji od godinu dana

---

<sup>52</sup> Državni zavod za statistiku, *Upute za ispunjavanje godišnjeg izvještaja o investicijama u dugotrajnu imovinu (INV-P)*, preuzeto 08.05.2020. s <https://www.dzs.hr/Hrv/important/Obrasci/12-NacRacuni/Obrasci/INV-P-UPUTE.pdf>

- vojne objekte, opremu i oružje kojima se koristi vojska, nevojne jedinice, poduzetnici i ustanove (bez oružja knjiženoga kroz zalihe kao kratkotrajna imovina)
  - velike sanacije odlagališta otpada.
2. Investicije u rabljenu dugotrajnu imovinu obuhvaćaju iste te vrijednosti, ali rabljene dugotrajne imovine, bez rabljenog uvoza dugotrajne imovine u izvještajnoj godini.

Investicije u dugotrajnu imovinu ne obuhvaćaju:

- sitan inventar, koji se knjigovodstveno vodi kao sitan inventar i čiji je vijek trajanja i korištenja kraći od godinu dana
- redovito tekuće održavanje i popravke imovine
- korištenje imovine pod uvjetima operativnog leasinga, na strani korisnika (kao investicije prikazuje ih davatelj leasinga)
- vrijednosna usklađenja/revalorizaciju imovine, ulaganja u korist pričuva ili radi povećanja temeljnoga kapitala, osnivačke izdatke/uloge, stjecanje domaće rabljene imovine postupkom organizacijskih/statusnih promjena jedinice ili njezinih dijelova (spajanje, izdvajanje/razdvajanje), prevrednovanja i promjene metode vrednovanja imovine i sl.
- ulaganja u financijsku imovinu.

Pregled BDP-a i vrijednosti pojedinačnih stavaka u strukturi BDP-a prema rashodovnoj metodi u periodu 2000.g.-2019.g. za Hrvatsku dane su u Tablici 12. koja prikazuje bruto domaći proizvod Hrvatske za period 2000.-2019.g. prema rashodovnoj metodi.

U strukturi BDP-a prema rashodovnoj metodi najznačajnija stavka definitivno je potrošnja od strane kućanstava i NPUSK (neprofitne ustanove koje služe kućanstvima), a koja čini između 63% i 58% udjela u BDP-u, odnosno prosječno 61% BDP-a u promatranom razdoblju, uz tendenciju pada udjela. Druga kategorija po značaju jesu bruto investicije koje su u promatranom razdoblju činile između 18,97% (2012.g.) i 30,89% (2008.g.) BDP-a.

Tablica 12. Bruto domaći proizvod po rashodovnoj metodi za Hrvatsku, tekuće cijene u mln kn

	Konačna potrošnja Final consumption expenditure							Stvarna individualna potrošnja Actual individual consumption	Bruto investicije Gross capital formation			Izvoz roba i usluga Exports of goods and services			Uvoz roba i usluga Imports of goods and services			Bruto domaći proizvod (tržišne cijene) domestic product (market prices)
	kućanstva i NPIŠK Households and NPISH				država General government				ukupno Total	bruto investicije u fiksni kapital Gross fixed capital formation	promjena zaliha Changes in inventories	ukupno Total	roba Goods	usluge Services	ukupno Total	roba Goods	usluge Services	
	ukupno Total	ukupno Total	kućanstva Household	NPIŠK NPISH	ukupno Total	individualna Individual	kollektivna Collective											
	1=2+5	2=3+4	3	4	5=6+7	6	7											
	8=2+6	9=10+11	10	11	12=13+14	13	14											
2000.	150.871	112.416	109.779	2.637	38.455	19.003	19.452	131.419	36.627	35.953	674	63.226	26.188	37.037	71.353	55.104	16.248	179.371
2001.	161.044	123.781	121.531	2.249	37.263	18.537	18.726	142.317	42.379	39.607	2.772	71.999	27.887	44.113	82.067	64.853	17.215	193.354
2002.	178.969	138.616	136.473	2.142	40.353	20.259	20.093	158.875	52.198	47.176	5.022	76.434	31.098	45.336	96.515	76.979	19.536	211.085
2003.	191.475	148.334	145.977	2.358	43.140	22.246	20.894	170.581	65.444	60.013	5.431	83.465	32.809	50.655	107.810	86.583	21.227	232.573
2004.	205.041	158.362	156.082	2.279	46.679	23.936	22.743	182.298	67.553	64.452	3.101	92.613	39.952	52.662	114.214	91.638	22.576	250.993
2005.	232.790	170.872	168.634	2.239	49.917	25.075	24.842	195.947	72.946	68.651	4.295	99.173	44.861	54.312	122.895	101.391	21.504	270.015
2006.	233.564	179.308	176.828	2.480	54.255	25.589	26.667	204.897	86.025	78.252	7.772	111.641	52.290	59.351	136.784	114.384	22.401	294.445
2007.	255.352	193.763	190.731	3.033	61.589	28.559	33.031	222.322	94.595	86.376	8.220	122.103	56.155	65.948	149.260	126.546	22.713	322.791
2008.	275.125	210.376	206.919	3.457	64.748	32.177	32.572	242.553	107.100	97.710	9.390	126.216	57.521	68.695	161.705	135.371	26.334	346.735
2009.	265.668	197.626	194.289	3.337	67.842	33.934	33.908	231.760	83.673	83.433	241	108.043	48.422	59.621	126.613	103.139	23.475	330.771
2010.	264.991	197.560	194.115	3.444	67.432	33.948	33.484	231.507	69.382	69.784	-402	118.952	58.716	60.237	124.501	101.875	22.627	328.824
2011.	272.836	203.985	200.360	3.626	68.851	34.406	34.445	238.391	67.047	67.471	-424	129.502	65.001	64.501	136.171	112.445	23.726	333.215
2012.	273.454	205.456	201.897	3.559	67.998	33.490	34.508	238.946	62.683	64.820	-2.137	130.634	65.192	65.442	136.262	112.534	23.729	330.509
2013.	273.580	206.184	202.543	3.641	67.396	33.727	33.669	239.911	64.764	65.257	-493	133.923	67.554	66.369	141.057	117.647	23.410	331.209
2014.	269.260	200.503	196.795	3.708	68.756	34.465	34.291	234.968	63.344	63.797	-452	143.473	72.008	71.465	144.734	122.566	22.168	331.343
2015.	268.915	200.605	196.499	4.105	68.310	34.368	33.942	234.972	70.035	66.401	3.634	157.550	77.616	79.935	156.804	131.828	24.976	339.696
2016.	273.387	204.610	200.240	4.370	68.777	34.604	34.173	239.214	73.858	70.438	3.419	167.273	79.178	88.098	163.349	136.474	26.875	351.169
2017.	284.385	212.840	208.390	4.450	71.545	36.463	35.082	249.303	79.770	73.325	6.444	183.319	87.396	95.923	181.048	150.394	30.654	366.426
2018.	297.311	222.830	218.235	4.596	74.481	38.060	36.421	260.890	88.889	76.736	12.152	193.399	90.790	102.608	196.633	162.317	34.316	382.965
2019.	311.107	232.506	227.882	4.625	78.601	40.027	38.573	272.534	91.233	82.712	8.521	204.633	95.115	109.518	206.871	170.757	36.115	400.102

Izvor: Izrada autora prema Državni zavod za statistiku, Statistika u nizu, Bruto domaći proizvod, skinuto 08.05.2020.g. sa <https://www.dzs.hr/hrv/publication/StatisticsInLine.htm>

Prosječno su u promatranom razdoblju bruto investicije činile 24% BDP-a, a što je detaljnije vidljivo i iz tablice 13. koja prikazuje udjele pojedinih stavaka tj. komponenti BDP-a po rashodovnoj metodi u samom BDP-u u periodu 2000.-2019.g. Prema Primorac Ž., Hrvatska se na temelju navedenog može ocijeniti investicijski aktivnom zemljom.<sup>53</sup>

Tablica 13. Doprinos pojedinih stavaka BDP-a prema rashodovnoj metodi izražen u postocima za Hrvatsku u periodu 2000.g. - 2019.g.

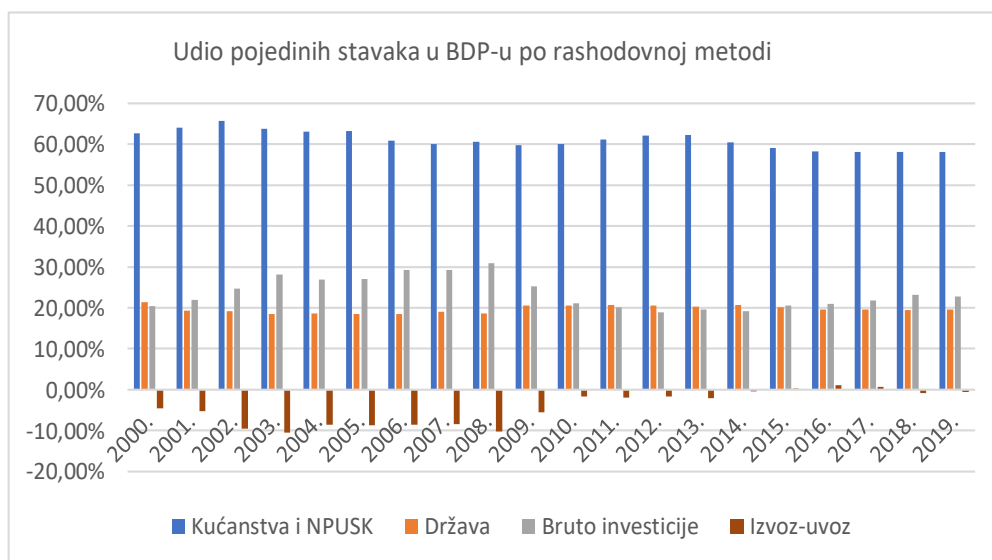
	Bruto investicije Gross capital formation		Izvoz-uvoz	
	kućanstva i NPIŠK Households and NPISH	država General government		
	ukupno Total	ukupno Total		
	2=3+4 Households and NPISH	5=6+7 Država		
2000	62,67%	21,44%	20,42%	-4,53%
2001	64,02%	19,27%	21,92%	-5,21%
2002	65,67%	19,12%	24,73%	-9,51%
2003	63,78%	18,55%	28,14%	-10,47%
2004	63,09%	18,60%	26,91%	-8,61%
2005	63,28%	18,49%	27,02%	-8,79%
2006	60,90%	18,43%	29,22%	-8,54%
2007	60,03%	19,08%	29,31%	-8,41%
2008	60,67%	18,67%	30,89%	-10,24%
2009	59,81%	20,51%	25,30%	-5,61%
2010	60,08%	20,51%	21,10%	-1,69%
2011	61,22%	20,66%	20,12%	-2,00%
2012	62,16%	20,57%	18,97%	-1,70%
2013	62,25%	20,35%	19,55%	-2,15%
2014	60,51%	20,75%	19,12%	-0,38%
2015	59,05%	20,11%	20,62%	0,22%
2016	58,27%	19,59%	21,03%	1,12%
2017	58,09%	19,53%	21,77%	0,62%
2018	58,19%	19,45%	23,21%	-0,84%
2019	58,11%	19,65%	22,80%	-0,56%
Pros.	61,09%	19,67%	23,61%	-4,36%

Izvor: Izrada autora prema DZS, Statistika u nizu, Bruto domaći proizvod, skinuto 08.05.2020.g. sa <https://www.dzs.hr/hrv/publication/StatisticsInLine.htm>

<sup>53</sup> Primorac Ž. (2014), *Investicije kao pokretač rasta i izlaska iz recesije*. Ekonomija/Economic, 21 (1) [str. 72]

Zanimljivo je uočiti da investicije imaju značajno volatilniji udio u BDP-u u odnosu na potrošnju od strane građana i NPUSK. Njihov je udio u ukupnom BDP-u znatno osjetljiviji u odnosu na udio kategorije potrošnje kućanstva u BDP-u. Najznačajniji udio BDP-a investicije su imale u periodu 2006.g.-2009.g., a što je vidljivo i iz Grafikona 33.

Grafikon 33. Udio pojedinih stavaka u BDP-u po rashodovnoj metodi



Izvor: izrada autora na temelju DZS, Statistika u nizu, Bruto domaći proizvod, skinuto 08.05.2020.g. sa <https://www.dzs.hr/hrv/publication/StatisticsInLine.htm>

U periodu od 2008.g. nadalje udio investicija u BDP-u je u opadanju do 2016.g. od kada je u stagnaciji na razini od oko 21%-23%.

Spomenutu tematiku važnosti investicija kao komponente BDP-a analiziraju brojni radovi. Primjerice, Marić Z., Maletić I. i Rukelj D. u svome radu ističu važnost domaće potražnje koja je najznačajnija komponenta BDP-a. Zaključuju kako je rast BDP-a Hrvatske u periodu 2000.-2008.g. najvećim dijelom bio rezultat upravo domaće potražnje, iako su važan doprinos imale i investicije u fiksni kapital.<sup>54</sup> Isti autori spominju da su investicije važne zato što uz izravni doprinos rastu BDP-a utječu i na povećanje potencijalnog gospodarskog rasta u budućnosti.

Na trećem mjestu po važnosti u ukupnoj strukturi BDP-a po rashodovnoj metodi nalazi se državna potrošnja koja u BDP-u sudjeluje sa prosječno 20% BDP-a u

<sup>54</sup> Marić, Z., Maletić, I., i Rukelj, D. (2011). *Analiza agregatnih investicija i perspektiva njihova kretanja u hrvatskoj s posebnim naglaskom na mogućnosti korištenja europskih fondova*, Ekonomski pregled, 62(1-2) [str. 2]

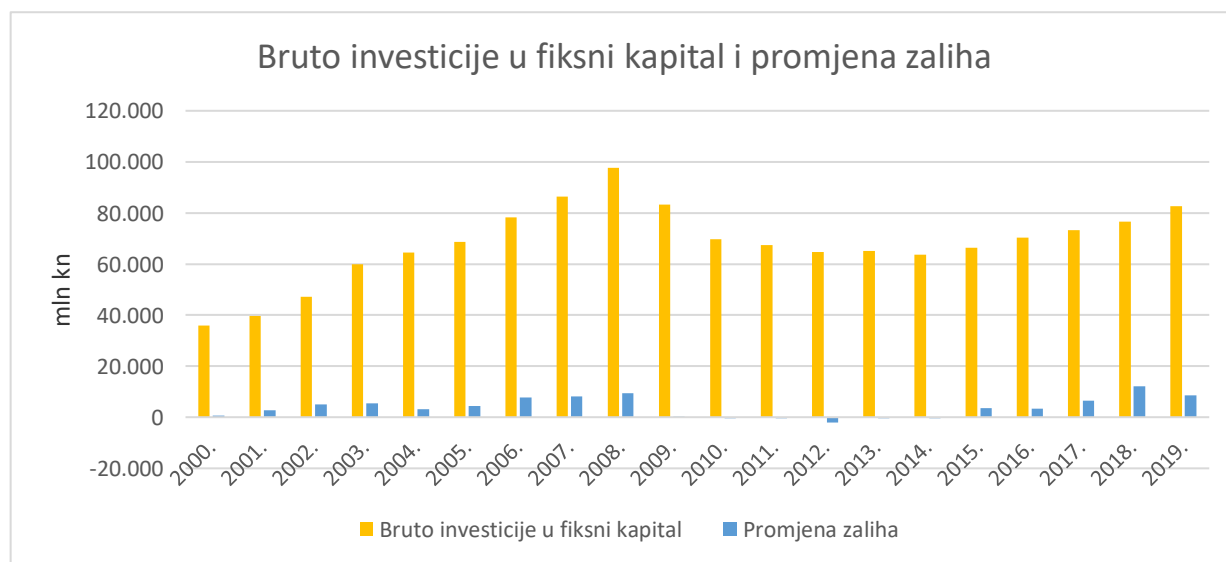
promatranom razdoblju. Državna potrošnja kreće se u rasponu 18%-21% BDP-a te se može zaključiti da je relativno stabilna komponenta BDP-a. Neto izvoz ima negativan efekt na BDP u cijelom promatranom razdoblju, osim u periodu 2015.g.-2017.g. kada je razlika izvoza i uvoza pozitivna te je doprinos BDP-u iznosio skromnih 0,22% u 2015., 1,12% u 2016.g. i 0,62% u 2017.g. Nadalje je neto izvoz ponovno negativan te ima negativan efekt na BDP.

Bruto investicije koje su između ostalog stavka istraživanja ovog rada sastoje se od:

- bruto investicija u fiksni kapital i
- promjena zaliha tj. investicija u zalihe.

Investicije u zalihe u promatranom razdoblju kretale su se od negativnih vrijednosti (smanjenje zaliha) do svojih najviših vrijednosti od 12.152 mln kn u 2018.g. Grafikon 34. prikazuje kretanje bruto investicija u fiksni kapital i promjenu zaliha tj. investicije u zalihe kroz promatrano razdoblje u mln kn.

Grafikon 34. Bruto investicije u fiksni kapital i promjena zaliha u periodu 2000.-2019.g.



Izvor: izrada autora na temelju DZS, Statistika u nizu, Bruto domaći proizvod, skinuto 08.05.2020.g. sa <https://www.dzs.hr/hrv/publication/StatisticsInLine.htm>

Bruto investicije u fiksni kapital imaju tendenciju pada u periodu ekonomske i gospodarske krize u Hrvatskoj odnosno od 2009.g. pa sve do 2012.g. Bruto investicije u fiksni kapital gotovo stagniraju u periodu 2013.g. – 2015.g., a značajniji rast vidljiv u godinama od 2016.g. nadalje može se povezati sa oporavkom gospodarstva.

Prema Godišnjem izvješću 2016.g. izdanom od strane HNB-a razlog oporavka investicija u 2016.g. jesu: „Osim potrošnje kućanstava u 2016. zamjetno se intenzivirao i oporavak kapitalnih investicija, kod kojih je na godišnjoj razini zabilježen rast od 4,6%. Pritom su investicije opće države iskazale nešto višu stopu rasta, no kako se na privatne investicije (uključujući javna poduzeća izvan sektora opće države) odnosi više od četiri petine ukupnih investicija u gospodarstvu, upravo su one u velikoj mjeri odredile dinamiku oporavka ove sastavnice agregatne potražnje. To potvrđuju i detaljni podaci o kretanjima u građevinarstvu te proizvodnji i uvozu kapitalnih proizvoda. Naime, u 2016. godini ubrzao se oporavak sektora građevinarstva, što je u velikoj mjeri bilo određeno radovima na zgradama, a tek manjim dijelom radovima na infrastrukturnim objektima koje financira država. Osim toga, nastavio se rast proizvodnje i uvoza kapitalnih proizvoda po visokim stopama, što također upućuje na dinamiziranje investicijskog ciklusa privatnog sektora. Porastu ukupnih investicija uvelike je pridonijelo povećano iskorištavanje sredstava iz fondova EU-a. Kapitalni transferi iz proračuna EU-a dosegli su u 2016. godini 3,5 mlrd. kuna ili 1% BDP-a, što je gotovo za 60% više nego godinu dana prije.“<sup>55</sup>

Kako bi se dobio dojam o tome investira li se u Hrvatskoj dovoljno, napraviti će se kratka usporedba udjela bruto investicija u BDP-u sa Europskom unijom i nekoliko usporedivih tranzicijskih zemalja. Postotak koji bruto investicije nose u ukupnom BDP-u poželjno je promotriti iz razloga jer isti doprinosi razumijevanju važnosti investicija u ukupnom BDP-u, kao i iz razloga jer ujedno dijelom determinira buduće kretanje investicija i gospodarskog rasta. Ipak, ne treba jednoznačno zaključiti da je bolje imati viši udio investicija u BDP-u. Naime, osim same visine investicija, odnosno udjela investicija u BDP-u, bitna je komponenta i efikasnost investicija. Analiza koju su proveli Lovrinčević i autori za Hrvatsku i usporedive tranzicijske zemlje odnosno zemlje sa srednjom razinom dohotka (BDP-a per capita) za razdoblje 1994.-2002.g. pokazala je da su visoke stope rasta BDP-a u pojedinim tranzicijskim zemljama bile rezultat veće efikasnosti investicija, a ne većeg udjela investicija u BDP-u.<sup>56</sup> Kako bi se ipak dobio širi kontekst o tome gdje se

---

<sup>55</sup> Hrvatska Narodna Banka (HNB), *Godišnje izvješće 2016.*, preuzeto 15.05.2020. g. <https://www.hnb.hr/documents/20182/1997949/h-gi-2016.pdf/bc467db3-9371-40a1-a9b2-970f46c09d5b>

<sup>56</sup> Lovrinčević, Ž., Mikulić, D. i Marić, Z. (2004). *Efikasnost investicija i FDI - stara priča, nove okolnosti*. Ekonomski pregled; Vol.55 No.1-2.

nalazi Hrvatska, prikazat će se udio bruto investicija u fiksni kapital u BDP-u za odabrane zemlje u razdoblju 2008.-2019.g.

Tablica 14. prikazuje bruto investicije u fiksni kapital kao udio u BDP-u za odabrane zemlje u periodu 2008.g. – 2019.g. Na prvi pogled moglo bi se generalno zaključiti da razvijenije zemlje imaju veći udio investicija u fiksni kapital u BDP-u nego što to imaju manje razvijene zemlje. Ipak, valja uzeti u obzir da isto ne mora biti točno. Zemlja može ostvarivati vrlo visok udio bruto investicija u BDP-u, a isto ne mora nužno rezultirati rastom BDP-a. Važan faktor u određivanju poželjnog udjela bruto investicija u fiksni kapital u ukupnom BDP-u jesu karakteristike promatranog gospodarstva zbog čega na temelju promatrane tablice nije moguće donijeti zaključke koji su primjenjivi na sve zemlje, odnosno gospodarstva. Svaku zemlju i svako gospodarstvo treba promotriti pojedinačno, uvažavajući njezine specifičnosti, trenutno stanje, povijesno realizirane investicije, kao i postavljene investicijske i razvojne ciljeve za budućnost.

Tablica 14. Udio investicija u BDP-u odabranih zemalja u periodu 2008.-2019.g.

Gross fixed capital formation / GDP												
geo/time	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
EU (27 countries - from 2020)	23.2	21.2	20.7	20.8	20.4	19.8	19.8	20.2	20.4	20.8	21.2	22.1
EU (28 countries)	22.3	20.5	20.0	20.1	19.6	19.2	19.3	19.7	20.0	20.4	20.6	21.5
Euro area (changing composition)	22.7	21.0	20.6	20.6	20.1	19.5	19.5	19.9	20.3	20.6	21.0	22.0
Euro area - 19 countries (from 2020)	22.8	21.0	20.6	20.6	20.1	19.5	19.5	19.9	20.3	20.6	21.0	22.0
Belgium	24.1	22.8	22.1	23.0	23.0	22.2	22.8	23.0	23.3	23.3	23.7	24.2
Bulgaria	33.0	27.8	22.3	20.9	21.2	21.3	21.1	20.9	18.5	18.4	18.8	18.7
Czechia	29.2	27.6	27.1	26.8	26.2	25.4	25.4	26.5	24.9	24.9	26.3	26.2
Denmark	22.9	20.2	18.1	18.2	18.8	19.1	19.2	19.9	21.0	21.2	22.0	22.0
Germany	20.3	19.3	19.5	20.4	20.3	19.9	20.0	20.0	20.3	20.4	21.1	21.7
Estonia	31.1	22.6	21.1	26.2	28.5	27.7	25.6	24.3	24.2	24.9	24.6	26.2
Ireland	24.8	21.1	17.5	16.8	19.6	18.6	20.6	24.1	35.8	33.1	28.4	45.6
Greece	23.8	20.8	16.6 <sup>P</sup>	13.7	11.5	11.2	10.8	10.8	11.0	11.7	10.8 <sup>P</sup>	10.1 <sup>P</sup>
Spain	27.8	23.1	21.8	20.0	18.5	17.4	17.8	18.0	18.0	18.7	19.5 <sup>P</sup>	19.9 <sup>P</sup>
France	23.6	22.1	22.1	22.4	22.5	22.0	21.8	21.5	21.8	22.5	22.9 <sup>P</sup>	23.6 <sup>P</sup>
Croatia	28.2	25.2	21.2	20.2	19.6	19.7	19.3	19.5	20.1	20.0	20.4	21.0 <sup>P</sup>
Italy	21.3	20.1	20.0	19.7	18.3	17.2	16.7	16.9	17.2	17.5	17.8	18.1
Cyprus	27.2	23.4	22.5	19.0	15.5	14.1	13.3	12.9	18.1	21.0	19.2	19.4 <sup>P</sup>
Latvia	31.9	22.3	19.1	22.0	25.2	23.0	22.8	21.9	19.3	20.6	22.1	22.2
Lithuania	26.1	17.9	16.9	18.5	17.3	18.4	18.9	19.6	19.9	20.1	21.0	21.4
Luxembourg	20.3	18.4	17.6	19.2	20.2	19.5	20.0	18.2	18.1	18.8	16.8	16.9
Hungary	23.4	22.7	20.1	19.6	19.2	20.8	22.1	22.2	19.5	22.2	24.8	27.2 <sup>P</sup>
Malta	20.0	18.3	21.0	18.2	17.6	16.5	16.7	24.2	24.0	21.8 <sup>P</sup>	21.1 <sup>P</sup>	21.6 <sup>P</sup>
Netherlands	22.1	21.3	19.7	20.1	18.8	18.4	17.6	22.1	20.0	20.1	20.4	21.0 <sup>P</sup>
Austria	23.3	22.4	21.6	22.5	22.6	23.0	22.7	22.7	23.1	23.6	24.0	24.7
Poland	23.1	21.4	20.3	20.7	19.9	18.9	19.8	20.1	18.0	17.5	18.2	18.5
Portugal	22.9	21.2	20.6	18.4	15.8	14.8	15.0	15.5	15.5	16.8	17.5	18.2 <sup>P</sup>
Romania	37.3	26.0	26.1	27.2	27.5	24.7	24.4	24.8	22.9	22.4	21.1	23.6 <sup>P</sup>
Slovenia	29.4	24.1	21.1	19.9	19.0	19.6	19.1	18.7	17.4	18.3	19.2	19.6
Slovakia	24.8	20.8	21.1	23.3	20.3	20.4	20.4	23.7	21.0	21.2	21.0	21.4
Finland	24.5	23.0	22.3	22.6	23.1	22.0	21.5	21.2	22.7	23.4	24.1	23.9
Sweden	24.5	22.5	22.5	22.9	22.7	22.4	23.2	23.8	24.2	25.1	25.2	24.5
United Kingdom	17.5	16.1	16.0	15.6	15.7	16.0	16.6	17.2	17.7	18.0	17.8	18.0
Iceland	25.6	15.1	14.1	15.4	16.0	15.7	17.2	19.4	21.1	22.0	21.6	20.1
Liechtenstein	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.	.
Norway	22.6	23.3	20.7	21.5	22.4	23.6	23.9	23.8	25.2	24.6	24.1	26.1
Switzerland	26.1	24.5	24.4	24.6	25.2	25.1	25.3	25.2	25.4	26.0	25.4	25.5
Montenegro	39.2	27.3	21.6	19.5	19.8	20.2	19.0	20.1	24.7	26.9	29.2	27.3
North Macedonia	25.8	24.6	23.1	23.5	23.4	23.7	23.4	23.8	24.4	22.5	20.0	21.2 <sup>P</sup>
Albania	33.9	32.7	28.4	29.4	26.5	26.1	24.2	24.4	24.4	24.6	23.9 <sup>P</sup>	22.5 <sup>P</sup>
Serbia	23.7	18.7	17.7	17.5	20.2	16.5	15.9	17.0	17.1	17.7	20.0	22.5
Turkey	26.7	22.2	24.6	27.7	27.1	28.3	28.7	29.6	29.1	29.9	29.7	25.9
Bosnia and Herzegovina	24.8	20.5	17.9	18.9	19.0	18.2	19.7	18.2	17.8	18.9	19.6	19.5
Kosovo (under United Nations)	27.1	27.8	29.6	30.7	26.0	24.8	23.2	5.8	25.5	27.0	28.1	28.7

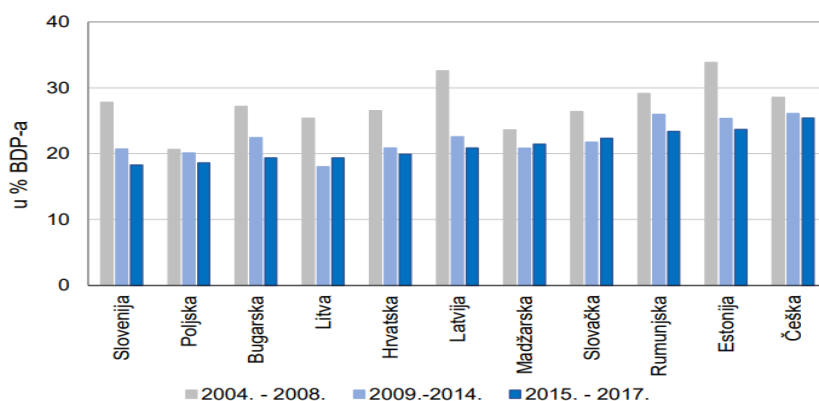
Izvor: Eurostat, Gross fixed capital formation / GDP, skinuto 05.05.2020. sa <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/product/page/TEC00001>



Ako se Hrvatska uspoređi sa zemljama iz okruženja, a što je prikazano na slici 9., vidljivo je da je kod svih promatranih usporedivih zemalja udio bruto investicija u fiksni kapital u BDP-u u periodu 2015.-2017.g. prosječno na razini između 18% i 25% BDP-a. Tranzicijske zemlje generalno su proteklih godina, ukoliko su željele rasti, trebale ostvarivati znatno veće vrijednosti investicija kako bi nadoknadile određena ulaganja koja su razvijene zemlje već ostvarile u prošlosti. Također, vidljivo je da je kod svih promatranim tranzicijskih zemalja na slici 9. udio investicija u BDP-u smanjen u periodu 2009.-2017. u odnosu na period 2004.-2008.g.

Slika 9. Udio bruto investicija u BDP-u - Hrvatska i usporedive zemlje

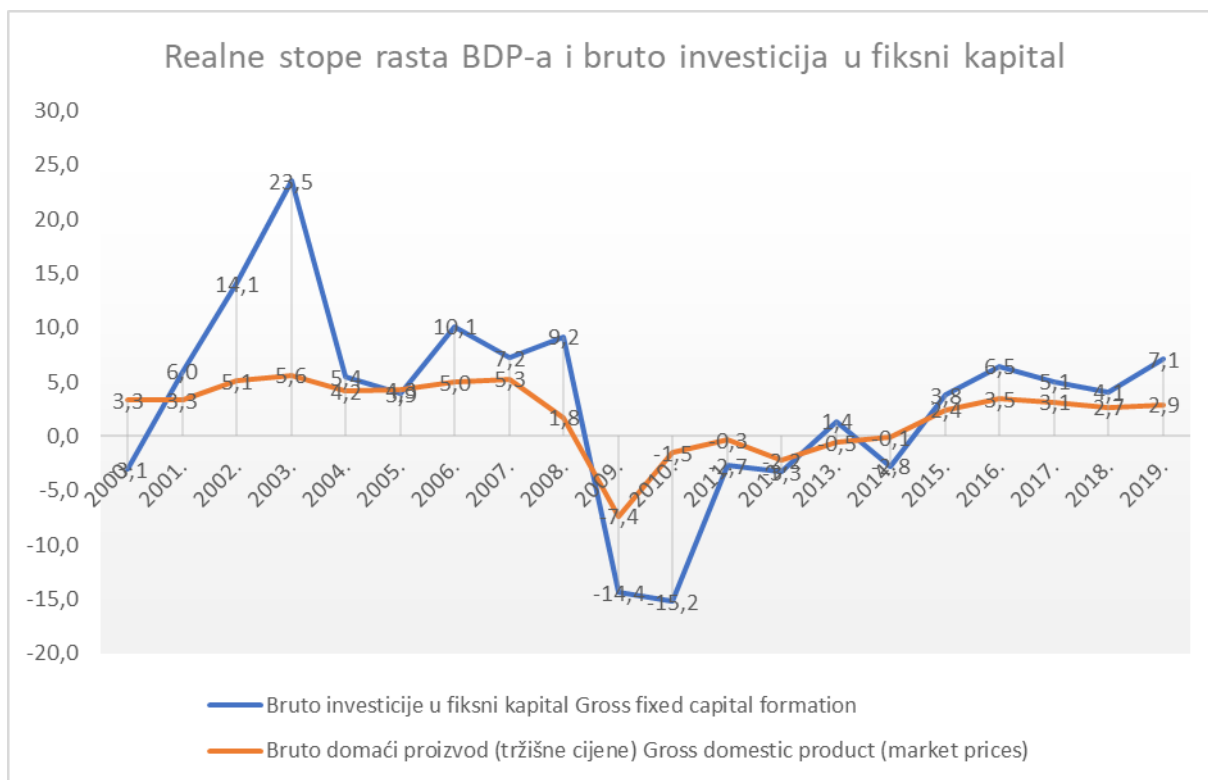
### *Hrvatska i usporedive zemlje*



Izvor: HNB, Investicijske prilike u Hrvatskoj, preuzeto 01.06.2020. sa: [file:///C:/Users/Korisnik/Downloads/hn19032019\\_Investicijske\\_prilike\\_u\\_Hrvatskoj-prezentacija.pdf](file:///C:/Users/Korisnik/Downloads/hn19032019_Investicijske_prilike_u_Hrvatskoj-prezentacija.pdf)

Zanimljivo je također promotriti i kretanje stope rasta bruto investicija u fiksni kapital kroz promatrano razdoblje u Hrvatskoj u usporedbi s realnim stopama rasta BDP-a, a što prikazuje grafikon 35. Stope rasta bruto investicija u fiksni kapital u uvjetima ekspanzije bile su više od realnih stopa rasta BDP-a, a isto tako u uvjetima recesije (negativnih stopa rasta BDP-a) stope rasta bruto investicija u fiksni kapital bile su niže od stopa rasta BDP-a. Na temelju navedenog vidljivo je da su bruto investicije značajno osjetljivije na kretanja u gospodarstvu, nego što je to BDP zbirno prema rashodovnoj metodi. S druge strane, navedena konstatacija ukazuje na činjenicu da je veća stopa rasta investicija u fiksni kapital od stopa rasta BDP-a odnosno ostalih relativno stabilnih kategorija BDP-a mogući generator rasta BDP-a na zbirnoj razini i gospodarstva općenito.

Grafikon 35. Realne stope rasta BDP-a i bruto investicija u fiksni kapital u Hrvatskoj u periodu 2000.-2019.g.



Izvor: izrada autora na temelju DZS, Statistika u nizu, Bruto domaći proizvod, skinuto 08.05.2020.g. sa <https://www.dzs.hr/hrv/publication/StatisticsInLine.htm>

Publikacija HGK „Utjecaj investicija na kretanje BDP-a“ navodi da je gospodarski rast u Hrvatskoj koji je realiziran u periodu 2001.-2008.g. značajno povezan sa ostvarenim visokim vrijednostima investicija u fiksni kapital. „Intenzivna izgradnja autocesta i zamah stanogradnje imali su snažan utjecaj na rast ukupne potražnje te znatno dinamizirali rast BDP-a. Udio bruto investicija u fiksni kapital u BDP-u povećan je tijekom tog razdoblja s 20% u 2000. na 31% u 2008. godini, odnosno za 110,8% realno, po čemu su investicije u fiksni kapital imale najveći rast među svim kategorijama potražnje. Međutim, takav rast imao je i svoju cijenu. U promatranom razdoblju zabilježen je snažan rast vanjskog i javnog duga kao i kreditnih plasmana svim sektorima. Taj rast nije bio povezan isključivo uz investicije, ali je značajan dio investicija financiran različitim oblicima zaduživanja. Prema raspoloživoj statistici 27,5 milijardi od 82,3 milijarde kuna isplaćenih za investicije u 2008. godini od strane pravnih osoba bilo je iz financijskih kredita. Pored toga treba uzeti u obzir i 9,9 milijardi kuna iz proračuna i fondova koji su se također u znatnoj mjeri financirali zaduživanjem, te dio investicija indirektno financiran kroz zaduživanje stanovništva. Još se može napomenuti da je rast investicija u promatranom razdoblju bio

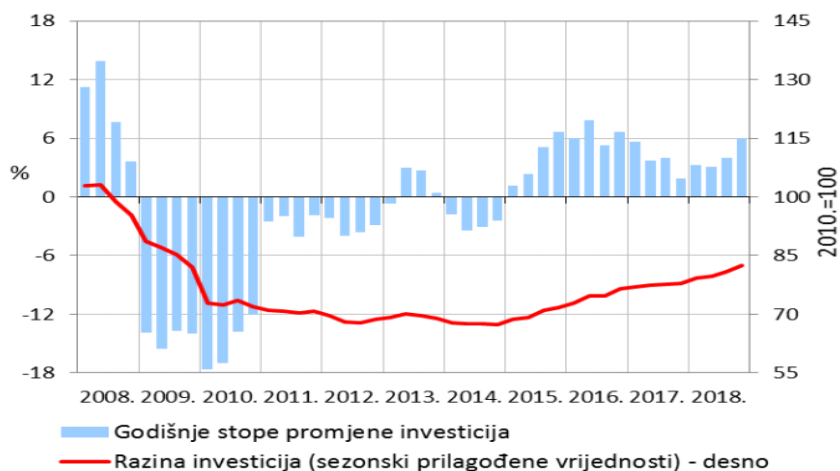
prisutan i u drugim tranzicijskim članicama EU, ali je navedeni rast od 111% u Hrvatskoj bio osjetno dinamičniji od ukupnog rasta investicija na razini EU10 koji je iznosio 78,1%. Uslijedilo je razdoblje globalne krize, u kojoj su prekinuti dotadašnji tijekovi kapitala, zaustavljeni trendovi u zaduživanju te znatno smanjena ukupna potražnja. Sve to je snažno utjecalo na zaustavljanje investicijskog ciklusa i globalno i u Hrvatskoj. Kada se promatra potražna struktura BDP-a vidljivo je da je pad investicija u fiksni kapital u razdoblju između 2000. i 2017. godine imao najveći utjecaj na smanjivanje vrijednosti BDP-a. Točnije, realan pad vrijednosti tih investicija za 32 milijarde kuna bio je dva puta veći od realnog pada osobne potrošnje, dok su državna potrošnja te posebno izvoz roba i usluga istodobno premašili pretkrizne razine. Drugim riječima realan pad vrijednosti investicija u fiksni kapital od 29,6% najviše je utjecao na zabilježeni pad realne vrijednosti BDP-a u 2017. od 4,2% u odnosu na 2008. godinu. Takva kretanja, za razliku od „prosperitetnog“ razdoblja, odvijala su se u uvjetima pada iznosa ukupnog vanjskog duga i razine kreditne zaduženosti svih sektora. Jedino je kod javnog duga nastavljen snažan rast sve do 2015. godine kada je započeo pad njegovog udjela u BDP-u. Također je važno napomenuti da je globalna kriza imala i globalan utjecaj na investicijsku aktivnost. Međutim, negativni trendovi u kretanju investicija u Hrvatskoj bili su daleko izraženiji nego na razini EU, odnosno EU10. Točnije, na razini EU je realna vrijednost investicija u fiksni kapital u 2017. godini premašila razinu iz 2008. godine, odnosno bila je 0,4% veća, a na razini EU10 je istodobno bila samo 1,3% manja. U tom smislu, investicije se mogu promatrati kao kategorija potražnje koja bi u srednjoročnom razdoblju mogla dati znatan poticaj dinamiziranju rasta BDP-a.<sup>57</sup>

Ako se promotri kretanje bruto investicija u fiksni kapital u periodu 2008.g. – 2018.g. u odnosu na baznu 2010.g., može se vidjeti da su tijekom razdoblja 2009.g. – 2014.g., uz izuzetak 2013.g., bruto investicije u fiksni kapital bile niže nego vrijednosti bruto investicija u fiksni kapital realizirane 2010.g. Oporavak investicija zapravo je uslijedio tek nakon 2015.g., a što je vidljivo i iz slike 10. koja prikazuje investicije u periodu 2008.-2018.g. u odnosu na baznu 2010.g.

---

<sup>57</sup> Hrvatska gospodarska komora (2018). *Utjecaj investicija na kretanje BDP-a*, preuzeto 16.05.2020 s <https://hgk.hr/utjecaj-investicija-na-kretanje-bdp-a>

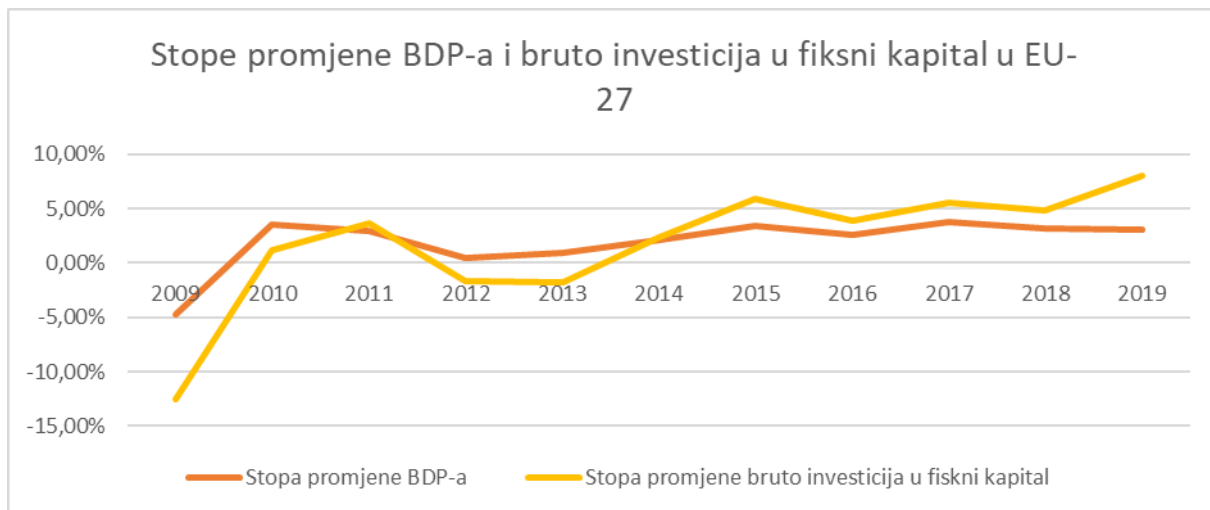
Slika 10. Godišnja stopa promjene investicija i razina investicija u Hrvatskoj u periodu 2008.-2018.g. u odnosu na 2010.g.



Izvor: HNB, Investicijske prilike u Hrvatskoj, preuzeto 01.06.2020. sa: [file:///C:/Users/Korisnik/Downloads/hn19032019\\_Investicijske\\_prilike\\_u\\_Hrvatskoj-prezentacija.pdf](file:///C:/Users/Korisnik/Downloads/hn19032019_Investicijske_prilike_u_Hrvatskoj-prezentacija.pdf)

U usporedbi s BDP-om bruto investicije u fiksni kapital u EU-27 u promatranom razdoblju 2009.g. – 2019.g. imaju odnos koji je znatno stabilniji i ne iskazuje tolike volatilnosti kao što je to slučaj s Hrvatskom. Grafikon 36. prikazuje stope promjene BDP-a i bruto investicija u fiksni kapital u EU-27.

Grafikon 36. Stope promjene BDP-a i bruto investicija u fiksni kapital u EU-27

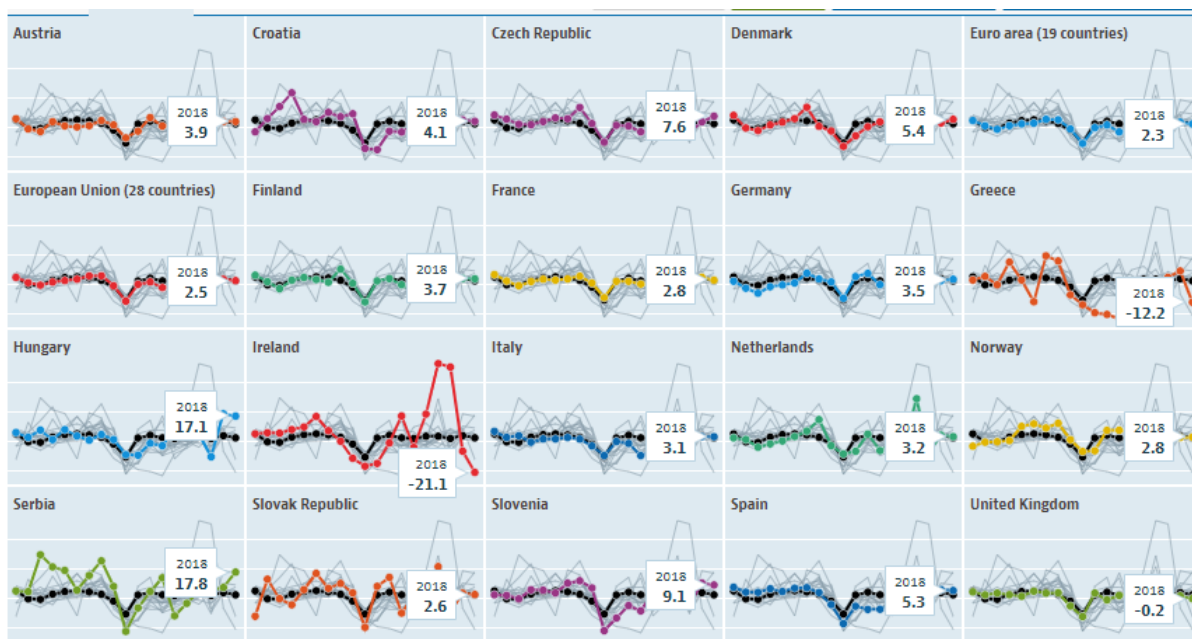


Izvor: izrada autora na temelju DZS, Statistika u nizu, Bruto domaći proizvod, skinuto 08.05.2020.g. sa <https://www.dzs.hr/hrv/publication/StatisticsInLine.htm>

Radi usporedbe, slika 11. prikazuje stopu rasta bruto investicija u fiksni kapital u 2018.g. za odabrane zemlje. Hrvatska je u 2018.g. ostvarila stopu rasta bruto investicija u

fiksni kapital od 4,1%, u odnosu na primjerice EU (28 zemalja) koje su zbirno ostvarile stopu rasta od 2,5%.

Slika 11. Stope rasta bruto investicija u fiksni kapital u 2018.g. za odabrane zemlje



Izvor: OECD, Investment, skinuto 08.05.2020. sa <https://data.oecd.org/gdp/investment-gfcf.htm#indicator-chart>

Osim intenziteta i kretanja bruto investicija u fiksni kapital bitno je razmotriti realiziraju li se navedena ulaganja iz privrednih ili neprivrednih ulaganja. Naime, kao što ističe Primorac Ž., privredne i privatne investicije izrazito su važne. „Njima se izgrađuju novi poslovni objekti, modernizira oprema i postrojenja, osiguravaju nova zapošljavanja i stvaraju pretpostavke za povećavanje izvoza.“<sup>58</sup> Važnost investicija privatnog sektora naglašavaju i Lovrinčević Ž. i autori koji navode da je efikasnost investicija najveća u sektoru privatnih usluga (a najniža u sektoru stanogradnje i u sektoru države i javnih poduzeća) što dodatno naglašava da se investicije trebaju generirati upravo od strane poduzeća.<sup>59</sup>

Zbog toga se posebno razmatra kretanje investicija poduzetnika Hrvatske u novu dugotrajnu imovinu. Prema podacima Financijske agencije, investicije poduzetnika

<sup>58</sup> Primorac Ž. (2014), *Investicije kao pokretač rasta i izlaska iz recesije*. Ekonomija/Economics, 21 (1) [str. 74]

<sup>59</sup> Lovrinčević, Ž., Mikulić, D., i Marić, Z. (2020), *Efikasnost investicija i FDI - stara priča, nove okolnosti*, Economic Review; Vol.55 No.1-2. [str. 1]

Hrvatske u novu dugotrajnu imovinu u periodu 2008.g. do 2017.g. iznosile su između 23,7 mlrd kn (u 2017.g.) i 63,7 mlrd kn (u 2008.g.), što se može vidjeti iz tablice 15.

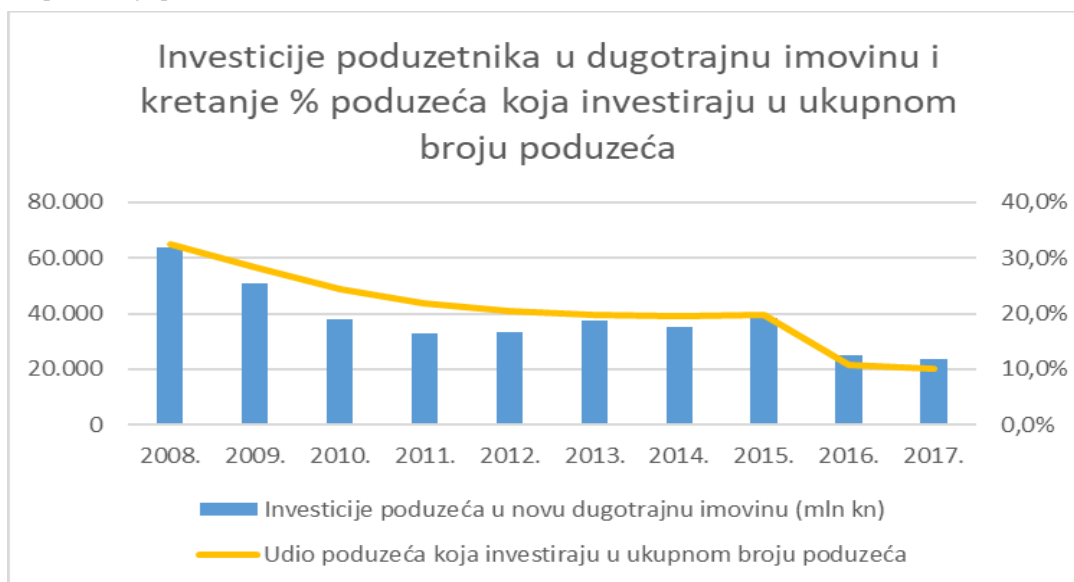
Tablica 15. Investicije hrvatskih poduzetnika u novu dugotrajnu imovinu u periodu 2008.-2017.g.

	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.
Investicije poduzeća u novu dugotrajnu imovinu (mln kn)	63.717	50.845	37.785	32.990	33.353	37.489	35.185	38.445	25.226	23.723
Broj poduzetnika u RH	89.656	91.320	96.758	98.530	97.254	101.191	104.470	106.569	114.483	120.081
Broj poduzeća koja investiraju	29.194	25.749	23.523	21.475	19.871	19.956	20.493	21.175	12.306	12.193
Udio poduzeća koja investiraju u ukupnom broju poduzeća	32,6%	28,2%	24,3%	21,8%	20,4%	19,7%	19,6%	19,9%	10,7%	10,2%

Izvor: izrada autora prema Financijska agencija (2018). Analiza financijskih rezultata poduzetnika Republike Hrvatske u 2017.g.

Najviši iznos realiziranih investicija u novu dugotrajnu imovinu od strane hrvatskih poduzetnika u promatranom razdoblju ostvaren je u 2008.g. kada su iste iznosile 63,7 mlrd kn. Od 2008.g. nadalje realizirani iznosi investicija se iz godine u godinu smanjuju sve do 2013.g. kada je realiziran blagi rast investicija u novu dugotrajnu imovinu u odnosu na 2012.g. Za period 2014.-2015. može se reći da investicije u novu dugotrajnu imovinu stagniraju. U 2016.g. ostvaren je pad investicija u novu dugotrajnu imovinu hrvatskih poduzeća u odnosu na 2015.g. od -34%, a u 2017.g. u odnosu na 2016.g. od -5,9%.

Grafikon 37. Investicije poduzetnika u novu dugotrajnu imovinu i kretanje % poduzeća koja investiraju u ukupnom broju poduzeća



Izvor: izrada autora na temelju Financijska agencija (2018), Financijski rezultati poslovanja poduzetnika Republike Hrvatske u 2017. godini

Investicije u novu dugotrajnu imovinu važne su iz razloga jer je nova dugotrajna imovina preduvjet za buduću proizvodnju. Istom se zamjenjuje postojeća dugotrajna imovina kako bi se održala proizvodnja na sadašnjoj razini, a dodatno se ulaže i u povećanje proizvodnih kapaciteta. Navedeni pad investicija poduzetnika jedan je od

razloga smanjenja gospodarske aktivnosti, a investicijska potrošnja i osobna potrošnja su glavni generatori kretanja gospodarske aktivnosti.<sup>60</sup>

U ukupnom broju poduzetnika tokom promatranog razdoblja sve manji broj poduzetnika sudjeluje u realizaciji investicija u novu dugotrajnu imovinu. Naime, u 2008.g. 32,6% poduzetnika u Hrvatskoj je investiralo u novu dugotrajnu imovinu, no taj je omjer iz godine u godinu sve manji pa je tako primjerice 2013.g. iznosio 19,7%, iz čega se vidi da je smanjen za čak 39,5% u odnosu na 2008.g. Narednih godina je omjer dodatno smanjen do razine 10,2% poduzetnika koji investiraju u novu dugotrajnu imovinu u ukupnom broju poduzetnika u Hrvatskoj. U odnosu na 2008.g. taj se omjer smanjio za čak 68,7%. U 2017.g. svega 12.193 hrvatska poduzetnika investirala su u novu dugotrajnu imovinu u odnosu na 29.194 poduzetnika 2008.g. Smanjenje broja poduzetnika koji investiraju kao i smanjenje volumena realiziranih investicija u novu dugotrajnu imovinu vrlo je zabrinjavajuće, posebice ako se uzme u obzir činjenica da su investicije izrazito važne u realizaciji rasta gospodarstva.

Isto zaključuje i Primorac Ž.: „Investicijska aktivnost u poduzećima je u trendu opadanja. Poduzeća su manje motivirana za nova ulaganja zbog neizvjesnosti u poslovanju, visokih poreznih opterećenja, izražene nelikvidnosti i teškoća u osiguravanju financiranja, niske akumulativnosti i drugih ograničenja. Ne treba posebno naglašavati koliko je opasna tendencija smanjivanja investicija u poduzećima za budući ekonomski razvoj, modernizaciju poslovanja, izvoz, zaposlenost.“<sup>61</sup>

Kao mogući akteri u realizaciji investicija, odnosno konkretno bruto investicija u fiksni kapital jesu naravno stanovništvo, poduzeća i država. U odabranim zemljama prikazanim na slici 12. u ukupnim bruto investicijama u fiksni kapital najveći dio investicija vrše upravo poduzeća sa udjelom od 51% do 82% u ukupnim investicijama, ovisno o zemlji. Može se zaključiti da visoko razvijene zemlje i zemlje koje imaju značajne stope rasta bruto investicija u fiksni kapital imaju značajno viši udio investicija koje se financiraju od strane poduzeća u odnosu na manje razvijene zemlje. Među

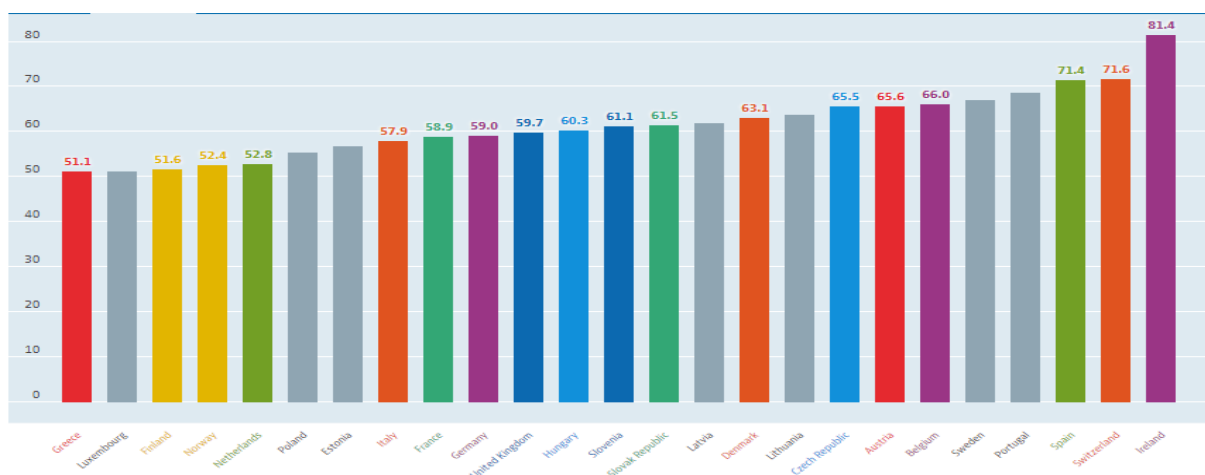
---

<sup>60</sup> Financijska agencija (2018). Financijski rezultati poslovanja poduzetnika Republike Hrvatske u 2017. godini [str. 8]

<sup>61</sup> Primorac Ž. (2014), *Investicije kao pokretač rasta i izlaska iz recesije*. Ekonomija/Economics, 21 (1), [str. 75]

promatranim zemljama tako je primjerice u Irskoj 81,4% investicija financirano od strane poduzeća, dok je u Grčkoj od strane poduzeća financirano 51,1% investicija.

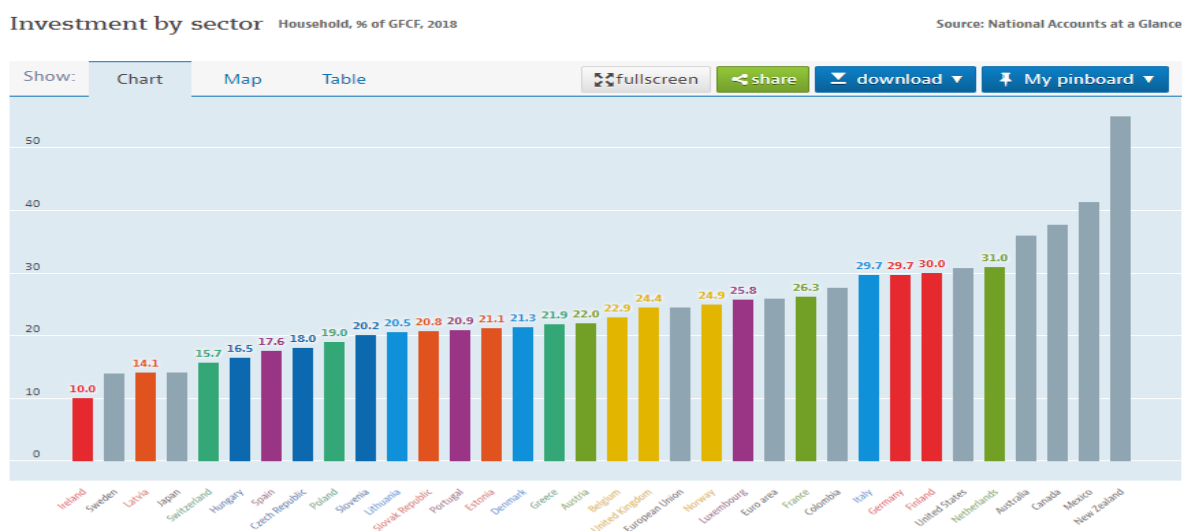
Slika 12. Postotak investicija financiranih od strane poduzeća u odabranim zemljama u 2018.g.



Izvor: OECD, Investment by sector, skinuto 08.05.2020. sa <https://data.oecd.org/gdp/investment-by-sector.htm#indicator-chart>

Ako se promotri udio bruto investicija u fiksni kapital koji je financiran od strane sektora kućanstva, a što je prikazano na slici 13., vidljivo je da se isti, ovisno o zemlji i gospodarstvu, u 2018.g. kreće na razini između otprilike 10% i 30%, uz izuzetak pojedinih zemalja.

Slika 13. Postotak investicija financiranih od strane kućanstava u odabranim zemljama u 2018.g.



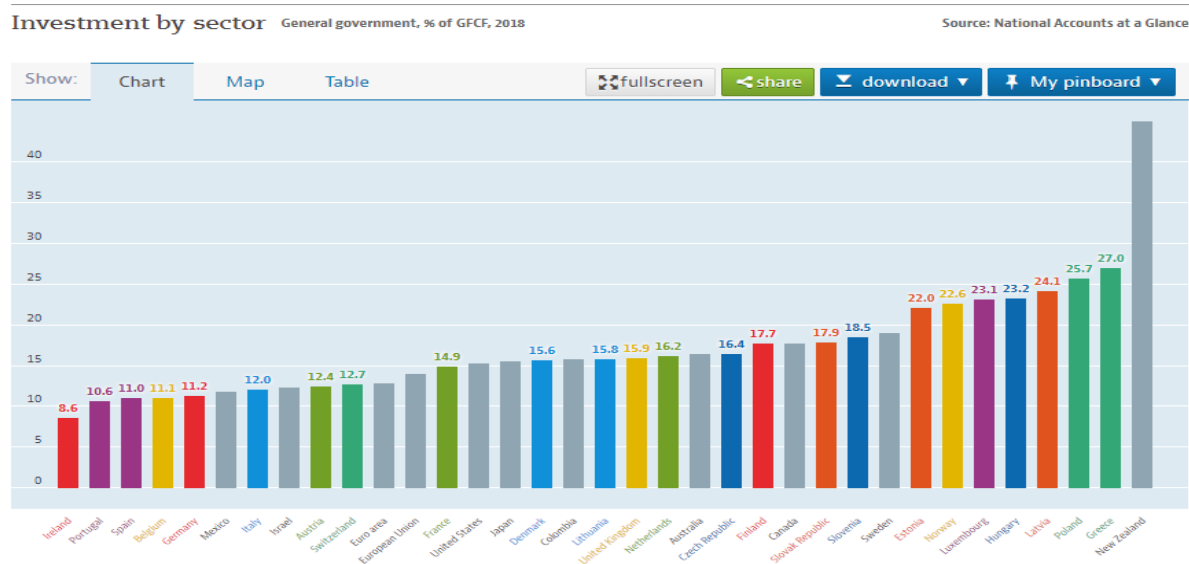
Izvor: OECD, Investment by sector, skinuto 08.05.2020. sa <https://data.oecd.org/gdp/investment-by-sector.htm#indicator-chart>

Udio bruto investicija u fiksni kapital financiran od strane sektora države viši je u manje razvijenim zemljama kao što su primjerice Grčka u kojoj je 27% bruto investicija u



fiksni kapital u 2018.g. dolazilo od strane sektora države, a što je vidljivo na slici 14. Od promatranih zemalja, udio investicija financiran od strane države u ukupnim bruto investicijama u fiksni kapital viši od 20% imaju Estonija, Norveška, Luksemburg, Mađarska, Latvija i Poljska. Najniži udio bruto investicija u fiksni kapital financiranih od strane sektora države ima Irska sa svega 8,6% u 2018.g.

Slika 14. Postotak investicija financiranih od strane države u odabranim zemljama u 2018.g.



Izvor: OECD, Investment by sector, skinuto 08.05.2020. sa <https://data.oecd.org/gdp/investment-by-sector.htm#indicator-chart>

Generalno, može se reći da u razvijenijim zemljama glavni pokretač bruto investicija u fiksni kapital jest privatni sektor tj. primarno poduzeća. Na drugom mjestu je to sektor kućanstva, a tek na posljednjem mjestu država. U manje razvijenim zemljama, između ostalog i u Hrvatskoj, značajno je manji značaj poduzeća i kućanstava u financiranju investicija, a veći je značaj sektora države u financiranju novih investicija.

## 5.2. Krediti kao izvor financiranja investicija u Hrvatskoj u periodu 2012.-2018.g.

Prije gospodarske i financijske krize koja je započela u Hrvatskoj 2008.g., investicije koje su tada bile u zamahu pretežito su bile financirane upravo kroz inozemni kapital. Gospodarska kriza rezultirala je zaustavljanjem intenzivnijih tokova inozemnog kapitala na hrvatsko tržište zbog čega su i investicije u Hrvatskoj bile značajno smanjene u vrijeme krize. Tada se više nego ikad u proteklih 20-ak godina pokazala važnost privatnih investicija koje se financiraju iz privatnih izvora. U cilju osnaživanja gospodarstva upravo

su privatne investicije financirane iz domaćih izvora komponenta koja bi trebala značajno rasti kako bi dugoročno doprinijela zdravom rastu. Razina domaće štednje i akumuliranog kapitala koji poduzeća mogu uložiti u daljnje investicije generalno se može ocijeniti nedovoljnom zbog čega su krediti neophodni za realizaciju značajnijih investicijskih ulaganja. Zbog toga su financijske institucije i njihovi proizvodi vrlo važni u financiranju investicija i općenito rasta u bilo kojoj ekonomiji. Poduzećima i građanima je stoga pristup izvorima kapitala tj. financiranja, kao i jednostavnost odobrenja istih od iznimne važnosti.

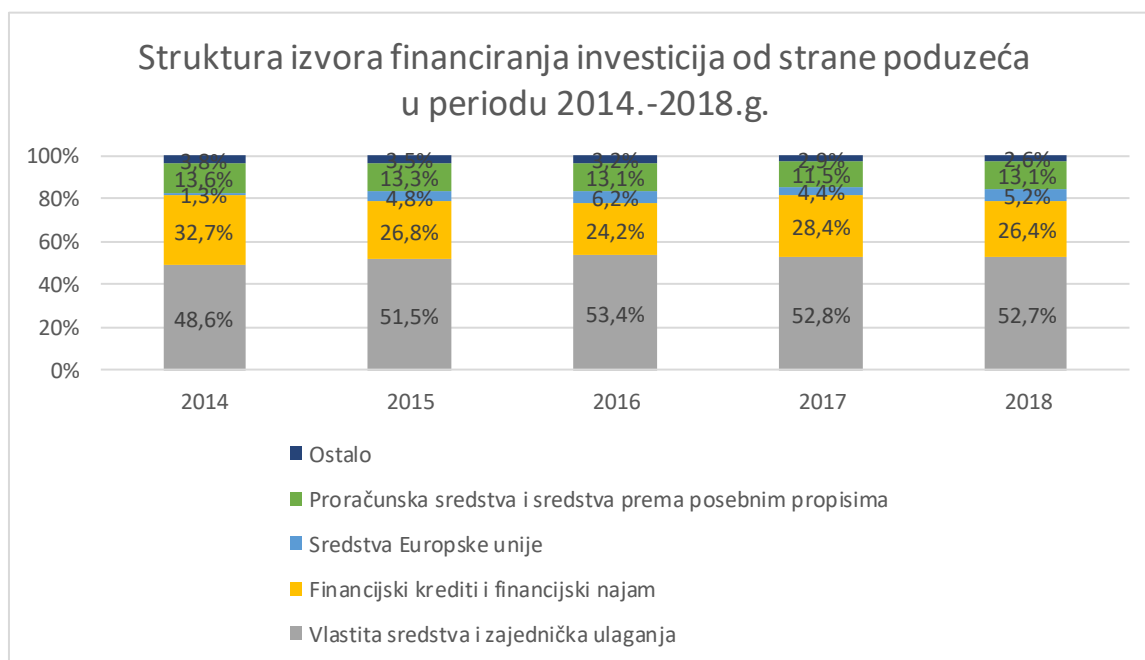
Prema trenutnoj metodologiji, mogući izvori financiranja / stjecanja investicija u dugotrajnu imovinu u Hrvatskoj u 2019.g. jesu:

1. Vlastita sredstva (kunska i devizna) Iskazuje se iznos financiranja investicija u dugotrajnu imovinu iz vlastitih kunskih i deviznih novčanih sredstva neposrednog investitora, ostvarenih obavljanjem tržišnih poslova.
2. Zajednička ulaganja (domaćih i inozemnih suinvestitora) Iskazuje se iznos financiranja investicija u dugotrajnu imovinu iz zajednički udruženih kunskih i deviznih sredstava, domaćih i inozemnih poduzetnika/ulagača i/ili i fizičkih osoba kao suinvestitora.
3. Financijski krediti Iskazuje se iznos financiranja investicija u dugotrajnu imovinu iz domaćih i inozemnih financijskih kredita banaka i drugih kreditora, obveznica i sličnih vrijednosnih papira.
4. Financijski najam – leasing (samo nabavna vrijednost bez troškova najma)
5. Sredstva Europske unije (sredstva dobivena izravno/direktno iz fondova EU-a)
6. Sredstva Europske unije (neizravni/indirektni poticaji) – povratna i nepovratna sredstva dobivena iz fondova Europske unije i od europskih institucija u obliku neizravnih/indirektnih poticaja.
7. Sredstva državnog proračuna i proračunskih fondova – iznos financiranja investicija iz sredstava centralnoga, državnog proračuna Republike Hrvatske, proračunskih sredstava državnih proračunskih i izvanproračunskih korisnika i proračunskih fondova (i investicijske potpore, subvencije, donacije i sl. novčana sredstva koja su drugi poslovni subjekti dobili iz sredstava državnog proračuna za investicijske svrhe).

8. Sredstva proračuna jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave.
9. Sredstva ostvarena prema posebnim propisima (npr. iz sredstava ostvarenih iz prihoda prema posebnim propisima prema kojima veći dio redovitih prihoda, za redovitu djelatnost, ostvaruju neprofitne organizacije, pojedine ustanove, uprave i javne institucije, a ta sredstva nisu i dio proračunskih prihoda)
10. Imovina stečena bez naknade i kapitalni transferi imovine, u naturi Iskazuje se vrijednost dugotrajne imovine stečene bez naknade, odnosno besplatno stečene imovine, u naturi, bez financijske imovine. Uključuje i humanitarne pomoći, donacije, plaćanja u naturi/trampa te kapitalni prijenosi/transferi imovine u naturi, koji su nešto češći kod proračunskih korisnika.
11. Ostali izvori (interna realizacija, izvršeni radovi u vlastitoj režiji itd.) Iskazuju se svi ostali pojedinačno navedeni izvori financiranja/stjecanja investicija, kao što su i tzv. interna realizacija, izvršeni radovi u vlastitoj režiji, donacije i humanitarne pomoći u novcu itd.

Ako se promotri struktura izvora financiranja investicija od strane pravnih osoba u Hrvatskoj prikazana na grafikonu 38., vidljivo je da glavninu sredstava koja usmjeravaju u investicije poduzeća financiraju iz vlastitih izvora i to preko 52,7% u 2018.g. U promatranom razdoblju 2014.g. – 2018.g. udio investicija poduzeća financiranih iz vlastitih izvora kretao se između 48% i 53%. Sljedeća najznačajnija kategorija izvora financiranja investicija od strane poduzeća jesu krediti banaka ili leasinzi sa udjelom od 26,4% u 2018.g. Udio kredita i leasinga u financiranju investicija od strane poduzeća je smanjen sa 32,7% u 2014.g. na 26,4% u 2018.g. Iako se na prvi pogled može zaključiti da s udjelom od 26%-33% u ukupnim investicijama realiziranim od strane poduzeća krediti i leasinzi nisu značajan izvor financiranja istih, valja imati na umu da se nominalno radi o značajnim vrijednostima investicija te da se u nedostatku kreditnih sredstava više od ¼ investicija od strane poduzeća ne bi moglo realizirati kada bi izostali krediti kao potencijalni izvor financiranja. Uzimajući isto u obzir, a posebno važnost poduzeća u pokretanju investicijskih aktivnosti, neosporivo je da su upravo krediti kao dopuna vlastitim izvorima financiranja poduzeća neophodni za normalno funkcioniranje poduzeća i realizaciju investicijskih aktivnosti.

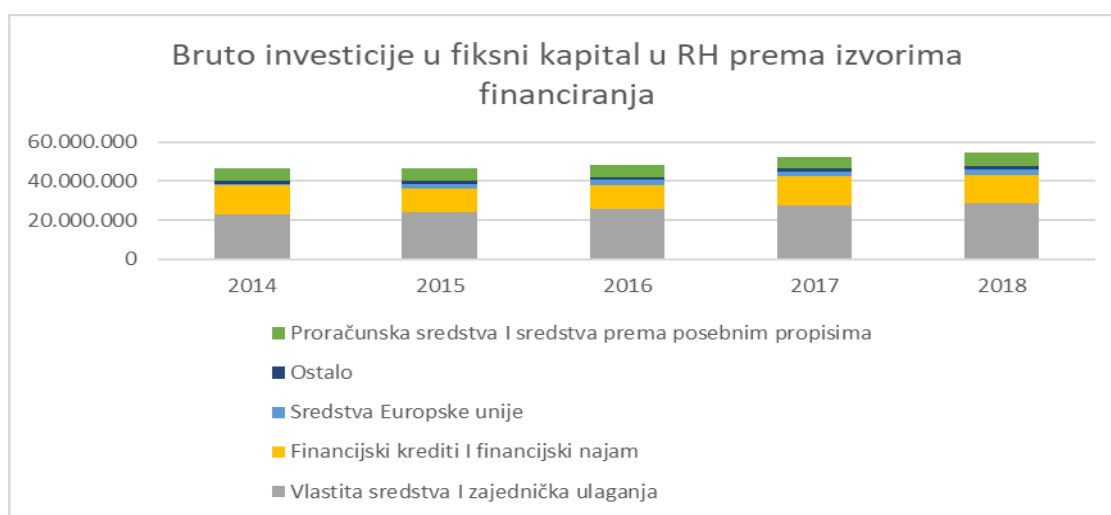
Grafikon 38. Struktura izvora financiranja investicija od strane poduzeća u periodu 2014. – 2018. g.



Izvor: izrada autora na temelju Državni zavod za statistiku, Investicije u 2018.g., skinuto 24.10.2020. sa [https://www.dzs.hr/Hrv\\_Eng/publication/2019/12-02-01\\_01\\_2019.htm](https://www.dzs.hr/Hrv_Eng/publication/2019/12-02-01_01_2019.htm)

Grafikon 39. prikazuje vrijednosti bruto investicija u fiksni kapital u Hrvatskoj prema izvorima financiranja.

Grafikon 39. Bruto investicije u fiksni kapital u RH prema izvorima financiranja



Izvor: izrada autora na temelju Državni zavod za statistiku, Investicije u 2018.g., skinuto 24.10.2020. sa [https://www.dzs.hr/Hrv\\_Eng/publication/2019/12-02-01\\_01\\_2019.htm](https://www.dzs.hr/Hrv_Eng/publication/2019/12-02-01_01_2019.htm)

Od ukupno 54 mlrd kn investicija u fiksni kapital u 2018.g. čak 24 mlrd kn, odnosno 52% financirano je iz vlastitih sredstava. Nadalje, 14 mlrd kn odnosno 26% investicija u

fiksni kapital u 2018.g. financirano je iz kredita ili leasinga. Iz sredstava EU financirano je 2,8 mlrd kn, odnosno 5% investicija u fiksni kapital u 2018.g. Iz proračunskih sredstava financirano je 7 mlrd kn, odnosno 13% investicija u fiksni kapital, a iz ostalih izvora 1,4 mlrd kn, odnosno oko 2% u 2018.g.

Navedeno ponovno ukazuje na vrlo veliku važnost kredita i leasinga, odnosno kreditnih sredstava u realizaciji investicija od strane poduzeća. Važnost banaka kao aktera na financijskom tržištu Hrvatske iznimno je visoka. Hrvatski je financijski sustav bankocentričan te je vrlo značajan izvor kapitala, odnosno sredstava potrebnih za investicije upravo u kreditima banaka. Financijska tržišta relativno su plitka, a dostupnost alternativnih oblika financiranja kao što su primjerice venture capital fondovi i sl. je vrlo oskudna. Kao što navodi Ploh, pristup izvorima financiranja jedan je od temeljnih problema s kojima se susreću mala i srednja poduzeća na hrvatskom tržištu te je osnovni način financiranja malih i srednjih poduzetnika tradicionalan - putem kredita banaka.<sup>62</sup>

„Osiguravanje lakšeg pristupa financijskim sredstvima jedan je od glavnih ciljeva Strategije razvoja poduzetništva u Republici Hrvatskoj 2013.-2020. Unatoč tome, i pet godina nakon njenog donošenja, izvori financiranja poduzetničke aktivnosti u Hrvatskoj još uvijek se mogu karakterizirati kao tradicionalni i nedovoljno prilagođeni različitim fazama poduzetničkog pothvata. Dominantni izvor financiranja poduzetničke aktivnosti su krediti banaka, uz Vladine programe poticaja i subvencionirane kreditne linije. Izvori financiranja koji su pogodniji za rizičnije faze poduzetničkog pothvata – pokretanje, preuzimanje pothvata, te brzi rast, naročito korištenjem poslovnih anđela, fondova venture kapitala, platformi za grupno financiranje / crowdfunding još uvijek su nedovoljno razvijeni. Prema analizama Hrvatske udruge banaka, jedan od razloga nedostatnih izvora financiranja u Hrvatskoj je u nepostojanju cjelovite vizije potpore razvitka malih i srednjih poduzeća od početne faze, pokretanja poduzeća i mikrokreditiranja, pa do rasta kroz ulaz na tržišta kapitala prodajom dionica. Radi poteškoća u pristupu financiranju, prema GEM istraživanju u Hrvatskoj, čak 15,7% poduzeća prekinulo je s poslovnim aktivnostima u 2017. godini.“<sup>63</sup>

---

<sup>62</sup> Ploh, M. (2017). Ograničenja i mogućnosti financiranja malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj. FIP - Financije i pravo, vol. 5, br. 1, 2017 [str. 79]

<sup>63</sup> Alpeza M., Has M., Novosel M., Singer S. (2019). *Izješće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj – 2018*, CEPOR – Centar za politiku razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva, Zagreb [str. 10]

GEM istraživanje 2018.g. također navodi da po ocjenama kvalitete pristupa novcima Hrvatska zaostaje za prosjekom EU zemalja uključenih u GEM istraživanje. Iako na tržištu novca postoji značajna ponuda bankarskih kredita, u Hrvatskoj se problem nedostatka odgovarajuće vrste novca (rizični kapital, vlasnički kapital) za nove ili rastuće poduzetničke pothvate ponavlja u svim godinama GEM istraživanja. Izlazak na tržište dionica još uvijek je zanemariva strategija hrvatskih poduzeća za financiranje poslovnog rasta.<sup>64</sup> Sve to ukazuje na visoku važnost banaka i kreditiranja poduzeća u funkciji realizacija investicija, rasta i razvoja gospodarstva. Zbog toga su naravno i uvjeti financiranja vrlo važan faktor u realizaciji novih investicija.

Vidljivo je da su vlastita sredstva najznačajnija u financiranju investicija u dugotrajnu imovinu, dok su krediti i leasingi drugi najvažniji izvor financiranja investicija u dugotrajnu imovinu, iz kojeg se financira oko ¼ ukupnih investicija.

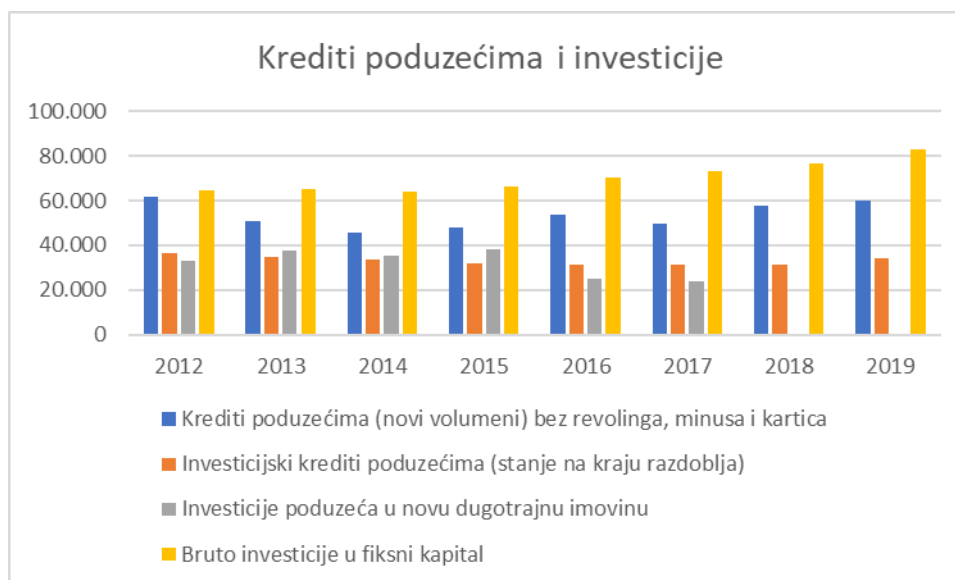
Nastavno na prethodno spomenutu činjenicu da se oko ¼ investicija financira iz sredstava kredita ili leasinga, može se zaključiti da je važnost kreditiranja od strane DMFI-a u funkciji pokretanja investicija izrazito velika. Stoga je jasno da krediti poduzetnicima, a posebno investicijski krediti, imaju vrlo bitnu ulogu u kreiranju novih investicija. Uvjeti odobrenja spomenutih kredita (naknade, kamatne stope, valute, ročnost, kolateral itd.), kao i uvjeti te sama dostupnost i jednostavnost odobrenja istih imaju stoga direktni utjecaj na realizaciju investicija u gospodarstvu. **Iz svega navedenog može se zaključiti kako je dijelom potvrđena hipoteza 1 definirana u uvodom dijelu rada koja tvrdi da krediti predstavljaju važan izvor financiranja investicija u Hrvatskoj što je za sada dokazano za kategoriju poduzeća.**

Nadalje, napravljena je usporedba vrijednosti bruto investicija u fiksni kapital iskazana sa vrijednostima novih volumena kredita poduzećima iz kojih su isključeni revolving krediti, prekoračenja po računima i kartice te sa vrijednošću investicijskih kredita poduzećima (stanje na kraju godine), a što je vidljivo na grafikonu 40. Krediti po kreditnim karticama, prekoračenja po računima i revolving krediti isključeni su iz usporedbe iz razloga jer se radi o kreditima iz kojih se financiraju pretežito ne-investicijske namjene, odnosno tekući troškovi.

---

<sup>64</sup> Singer S., Šarlija N., Pfeifer S., i Oberman Peterka S. (2018.). *Što čini Hrvatsku (ne)poduzetničkom zemljom?* CEPOR – Centar za politiku razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva, Zagreb [str. 78]

Grafikon 40. Krediti poduzećima i investicije



Izvor: izrada autora

Na grafikonu 40., kao i u tablici 16., kreditu poduzećima bez spomenutih nenamjenskih kratkoročnih kredita prikazuju vrijednosti novih volumena odobrenih kredita u promatranoj godini što je usporedivo sa vrijednostima novih ulaganja tj. bruto investicija u fiksni kapital. Vidljivo je da se odobreni kreditu poduzećima (umanjeni za prekoračenja po računima, revolving kredite i kredite po kreditnim karticama) prate dinamiku kretanja bruto investicija u fiksni kapital – u godinama kada bruto investicije u fiksni kapital rastu, rastu i odobreni kreditu poduzećima. U godinama kada investicije u bruto fiksni kapital padaju, padaju i odobreni kreditu poduzećima. Iznimka je 2017.g. gdje bruto investicije u fiksni kapital rastu u odnosu na 2016.g., a odobreni kreditu poduzećima padaju u odnosu na 2016.g. No, valja uzeti u obzir da je po iznosima odobrenih novih kredita poduzećima 2016.g. bila izvanredna i da su kreditu značajno porasli u 2016.g. u odnosu na 2015.g. kao posljedica već spomenutog refinanciranja kredita vezanih uz švicarski franak.

Tablica 16. Kreditu poduzećima i bruto investicije u fiksni kapital u mln kn u periodu 2012.-2019.g.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Kreditu poduzećima (novi volumeni) bez revolvinga, minusa i kartica	61.616	50.968	45.840	48.021	53.545	49.635	57.520	59.771
Investicijski kreditu poduzećima (stanje na kraju razdoblja)	36.579	34.782	33.747	31.931	31.416	31.413	31.250	33.990
Investicije poduzeća u novu dugotrajnu imovinu	32.990	37.489	35.185	38.445	25.226	23.723		
Bruto investicije u fiksni kapital	64.820	65.257	63.797	66.401	70.438	73.325	76.736	82.712

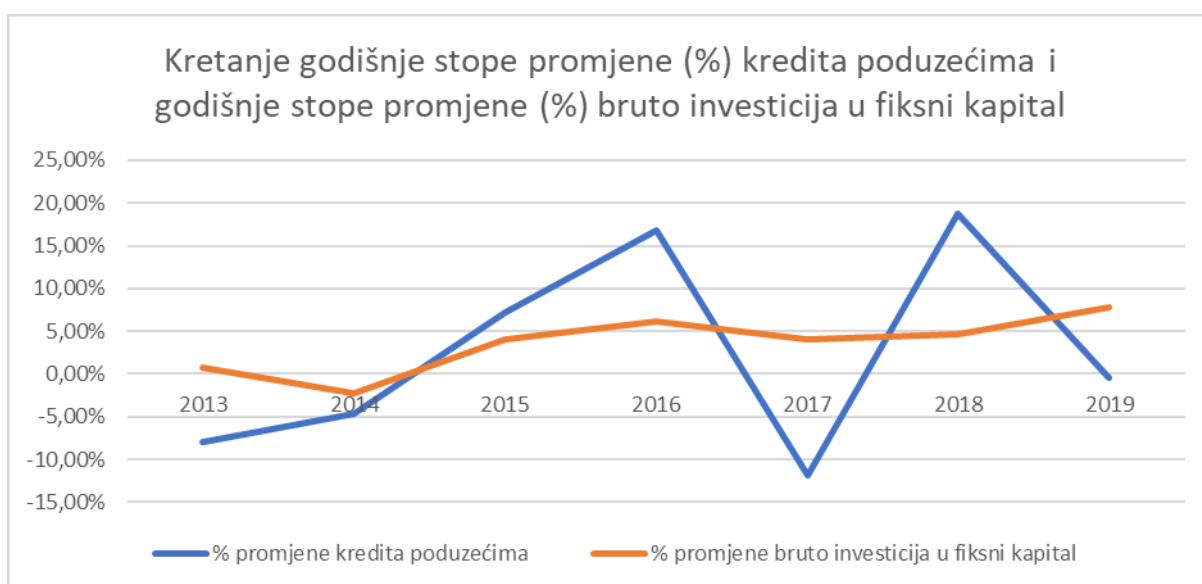
Izvor: izrada autora

Kao dodatna usporedba u tablici 16. prikazane su i vrijednosti investicijskih kredita poduzećima (stanje na kraju godine). U promatranom razdoblju investicijski kreditu poduzeća činili su prosječno oko 52% kredita poduzeća, u odnosu na 48% kredita za

obrotna sredstva, uz tendenciju rasta udjela investicijskih kredita u ukupnim kreditima. Ako se uspoređi stanje investicijskih kredita poduzećima sa investicijama u fiksni kapital, vidljivo je da se omjer kreće na razini od 56% u 2012.g. do 42% u 2017.g. i ima tendenciju pada.

Grafikon 41. pokazuje dinamiku kretanja promjena odobrenih kredita poduzećima (bez prekoračenja po računima, kreditnih kartica i revolvinga) i dinamiku kretanja promjena bruto investicija u fiksni kapital izraženu godišnjim stopama promjene.

Grafikon 41. Kretanje godišnje stope promjene (%) kredita poduzećima i godišnje stope promjene (%) bruto investicija u fiksni kapital



Izvor: izrada autora

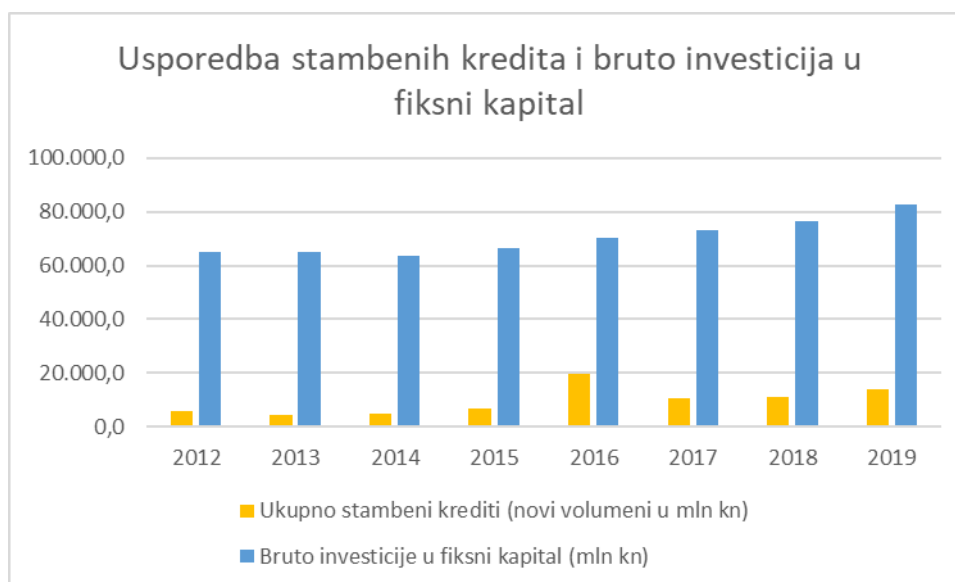
Na temelju analize prethodno prikazanih grafikona moguće je izvući nekoliko zaključaka. Investicije poduzeća u novu dugotrajnu imovinu u odnosu na ukupne bruto investicije u fiksni kapital značajno su smanjene u promatranom razdoblju – sa 57% u 2013.g. na 32% u 2017.g. što ukazuje na potencijalni rast značaja drugih kategorija, odnosno izvora koje/i vrše ulaganja i doprinose vrijednosti bruto investicija u fiksni kapital. S druge strane, kako je prethodno utvrđeno da u Hrvatskoj pretežiti dio investicija ipak dolazi od strane privatnog sektora, a udio državnog sektora se smanjuje, moguće je također zaključiti da se investiranje od strane poduzeća vrši u neke druge oblike investicija, a ne u novu dugotrajnu imovinu. Vrijednosti investicijskih kredita poduzeća (stanje na kraju godine) u odnosu na bruto investicije u fiksni kapital također pokazuje tendenciju pada sa 56% u 2012.g. na 42% u 2017.g. Iako bi najpogodnije bilo pratiti omjer novih



odobrenih investicijskih kredita poduzećima, s obzirom da isto nije dostupno, stavljen je u omjer volumen novih odobrenih ukupnih kredita poduzećima korigiranih za kreditne kartice, revolving kredite i minuse po žiro računima u odnosu na bruto investicije u fiksni kapital. Pojašnjeni omjer smanjen je sa visokih 95% u 2012.g. na 72% u 2017.g. što dodatno potvrđuje smanjenje značaja investicijskih kredita i općenito kredita poduzetnicima u financiranju bruto investicija u fiksni kapital. **Sve navedeno ide u prilog hipotezi 1 iz uvodnog dijela rada koja tvrdi da krediti predstavljaju važan izvor financiranja investicija u RH u promatranom razdoblju, iako je očigledno da se važnost istih u promatranom razdoblju smanjila.**

Još jedna kategorija koja uz poduzeća aktivno sudjeluje u generiranju investicija, odnosno ima direktni utjecaj na bruto investicije u fiksni kapital jesu građani tj. kućanstva. Isti između ostalog aktivno doprinose ukupnom fondu i vrijednosti nekretnina koje su ujedno stavka fiksnog kapitala. Naime, izgradnja i kupnja novih stambenih kuća i/ili stanova koju pokreće upravo sektor građanstva aktivno utječe na nove investicije i izgradnju stambenog fonda. Za pretpostaviti je naravno da i u financiranju spomenutog stambenog fonda značajnu ulogu igraju banke, odnosno druge monetarne financijske institucije upravo putem stambenih kredita kao mogućeg izvora financiranja, a što je i pretpostavljeno u uvodnom dijelu rada u postavljenoj hipotezi 1. Kako bi se ispitala hipoteza 1 uspoređuju se vrijednosti bruto investicija u fiksni kapital sa vrijednostima volumena novih odobrenih stambenih kredita (novi poslovi). Isto je prikazano na grafikonu 42. na kojem su vidljivi volumeni novih odobrenih stambenih kredita u Hrvatskoj i vrijednosti bruto investicija u fiksni kapital u periodu 2012.g.-2019.g. Vidljivo je da, uz iznimku već nekoliko puta spomenute 2016.g. koja je bila izvanredna po volumenima novih odobrenih stambenih kredita, rast bruto investicija u fiksni kapital u periodu 2015.-2019. prati rast volumena novih stambenih kredita.

Grafikon 42. Usporedba stambenih kredita (novi poslovi) i bruto investicija u fiksni kapital u mln kn u periodu 2012.-2019.g.



Izvor: izrada autora

Također, zanimljivo je za uočiti da omjer volumena novih stambenih kredita u odnosu na bruto investicije u fiksni kapital raste i to sa 9,13% u 2012.g. na 16,65% u 2019.g. (uz iznimku izvanredne 2016.g. kada je isti iznosio 27,87%), a što je vidljivo i iz tablice 17. Navedeni omjer od **16,65% u 2019.g. nikako nije zanemariv i malen i može se zaključiti da stambeni krediti sudjeluju u financiranju investicija u fiksni kapital sa značajnim udjelom. Dodatno, u promatranim godinama uočen je značajan trend rasta važnosti stambenih kredita u financiranju bruto investicija u fiksni kapital te se može zaključiti da je potvrđena hipoteza 1 s početka ovog rada. Stambeni krediti predstavljaju važan izvor financiranja investicija u Hrvatskoj.**

Tablica 17. Stambeni krediti i bruto investicije u fiksni kapital u mln kn u periodu 2012.-2019.g.

	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ukupno stambeni krediti (novi volumeni u mln kn)	5.917,8	4.416,6	4.545,3	6.793,6	19.633,5	10.617,1	11.007,8	13.771,4
Bruto investicije u fiksni kapital (mln kn)	64.820	65.257	63.797	66.401	70.438	73.325	76.736	82.712
% udjela vrijednosti stambenih kredita u bruto investicijama u fiksni kapital	9,13%	6,77%	7,12%	10,23%	27,87%	14,48%	14,34%	16,65%

Izvor: izrada autora

**Na temelju cjelokupne provedene analize kretanja i omjera kredita sa bruto investicijama u fiksni kapital može se zaključiti kako krediti imaju vrlo važnu ulogu u realizaciji investicija u Hrvatskoj čime je u potpunosti potvrđena hipoteza 1 postavljena u uvodnom dijelu ovog rada. Naime, krediti poduzećima čine između 32% (2014.g.) i 26% (2018.g.) investicija poduzeća, dok stambeni krediti u odnosu na bruto**

investicije u fiksni kapital čine oko 16% (2019.g.) sa značajnim porastom udjela u prethodnom razdoblju. Promatrano zbirno, radi se o omjeru od preko 40% vrijednosti investicija koje su financirane iz kreditnih sredstava na temelju čega je vidljiv vrlo visoki značaj kredita u realizaciji investicija.

Ovo poglavlje dokazalo je da se hipoteza 1 postavljena u uvodnom dijelu rada može u potpunosti potvrditi: krediti predstavljaju važan izvor financiranja investicija u Hrvatskoj u promatranom razdoblju.

### **5.3. Zaključna razmatranja o utjecaju kamatnih stopa na investicije**

Analiza kretanja aktivnih kamatnih stopa primarno na kredite poduzeća investicijske namjene i stambene kredite građana provedena u poglavlju 4 u potpunosti je opovrgnula hipotezu 2 postavljenu u uvodnom dijelu rada. Hipoteza 2 pretpostavila je da je u promatranom razdoblju 2000.-2019.g. pad kamatnih stopa na kredite poduzećima i stambene kredite građanima imao značajan utjecaj na porast spomenutih kredita poduzećima (primarno investicijskih kredita) i stambenih kredita građanima. Analiza je pokazala da je taj efekt izostao i da pad kamatnih stopa nije rezultirao rastom spomenutih kredita.

Hipoteza 3 postavljena u uvodnom dijelu rada glasi: Pad kamatnih stopa na kredite poduzeća i stambene kredite građana koji služe za financiranje investicija značajno je doprinio porastu investicija u Hrvatskoj u promatranom razdoblju 2000.-2019.g. Uzimajući u obzir cjelokupnu provedenu analizu kroz poglavlja 3 i 4 može se zaključiti da je hipoteza 3 u ovom radu opovrgnuta i to iz nekoliko razloga.

Kao što je već spomenuto, hipoteza 2 koja je pretpostavila da je pad kamatnih stopa doprinio rastu kredita u funkciji financiranja bruto investicija u fiksni kapital je opovrgnuta. Analiza je pokazala da pad kamatnih stopa na kredite koji je posebno izražen nakon 2009.g. nadalje nije imao za posljedicu jačanje kreditne aktivnosti, odnosno da krediti poduzećima investicijske namjene nisu povećani kao posljedica pada kamatnih stopa. Sama neefikasnost kamatnog kanala u Hrvatskoj koja je uočena u poglavlju 3 i 4 ujedno ima efekte na hipotezu 3. Ako je izostao utjecaj na kredite iz kojih se financiraju investicije, izostao je i utjecaj na investicije, u ovom radu konkretno mjerene bruto investicijama u fiksni kapital. Do značajnijeg rasta novih volumena kredita poduzećima, kao i stanja kredita plasiranih poduzećima na kraju godine došlo je tek 2016.g. nadalje, dok

su kamatne stope na kredite poduzećima bile u opadanju od 2010.g. Kamatne stope na kredite poduzećima dodatno su smanjene u kasnijim godinama, no isto također nije rezultiralo rastom kredita investicijske namjene poduzećima.

Istu dinamiku kretanja i zaključke moguće je izvući i iz analize kretanja kamatnih stopa i volumena stambenih kredita. Ako se anulira efekt 2016.g. koja je sama po sebi bila izvanredna s obzirom na aktivnosti refinanciranja kredita u švicarskim francima, moguće je vidjeti da se unatoč smanjenju kamatnih stopa na stambene kredite koje je bilo vidljivo od 2011.g. nadalje, stanja odobrenih stambenih kredita građanima, odnosno novi volumeni stambenih kredita građanima nisu značajno povećali. Dodatno je još jednom bitno za naglasiti kako hrvatski građani i poduzetnici preferiraju zaduživanje u kunama naspram zaduživanja uz valutnu klauzulu vezanu za EUR ili zaduživanje u devizama, unatoč tome što su upravo kamatne stope na kunske kredite više u odnosu na kamatna stope kredita vezanih za EUR.

Samim time može se zaključiti kako je efekt pada kamatnih stopa na kredite u funkciji financiranja investicija u Hrvatskoj izostao. Na temelju navedene tvrdnje može se opovrgnuti hipoteza 3 postavljena u uvodnom dijelu rada.

Nadalje, iako je u poglavlju 5 utvrđeno da krediti poduzećima i stambeni krediti građanima imaju važnu ulogu u financiranju investicija, također je uočeno da upravo značaj kredita poduzetnicima u financiranju investicija u promatranom periodu opada. U promatranom periodu 2014.-2019.g. smanjio se omjer kredita poduzećima (novi volumeni) u odnosu na bruto investicije u fiksni kapital. Smanjio se omjer kredita poduzećima (novi volumeni) u odnosu na investicije poduzeća u novu imovinu. Broj poduzeća i udio poduzeća koja investiraju u ukupnom broju poduzeća u Hrvatskoj u promatranom vremenskom razdoblju se također smanjio. Sve to ukazuje na pad značaja kredita u financiranju investicija pa se i sama stavka preko koje se prenosi utjecaj aktivnih kamatnih stopa na investicije smanjila, a što dodatno opovrgava hipotezu 3.

Iako je omjer novih volumena stambenih kredita u odnosu na bruto investicije u fiksni kapital povećan u periodu 2008.-2019.g., s obzirom na prethodne navode ne može se tvrditi da je pad kamatnih stopa rezultirao rastom kredita iz kojih su nadalje financirane investicije. Dodatno, investicijska aktivnost je pojačana tek u 2016.g., dok su kamatne stope na kredite poduzeća i stambene kredite građana padale od 2011.g. Na temelju iznesenih navoda može se zaključiti kako je hipoteza 3 iz uvodnog dijela rada u potpunosti

opovrgnuta. Drugim riječima, pad kamatnih stopa na kredite poduzećima i stambene kredite nije značajno doprinio porastu investicija u Hrvatskoj.

## 6. Zaključak

Gospodarska i financijska kriza s kojom je bila suočena i Hrvatska u periodu 2009.-2014.g. stavila je dodatnu odgovornost na aktere monetarne politike koji u funkciji održavanja stabilnosti cijena kao primarnog cilja monetarne politike ipak imaju obvezu i nužnost utjecaja i na kamatne stope. Provedena analiza kretanja kamatnih stopa ukazala je na nekoliko zanimljivih zaključaka.

ECB reagirala je kroz operacije na otvorenom tržištu smanjenjem svojih kamatnih stopa koje se odrazilo na smanjenje referentnih kamatnih stopa na europskom tržištu već krajem 2008.g. i posebice tijekom 2009.g. HNB, iako je primarno koristila druge kanale stabilizacije financijskog tržišta, smanjila je svoje kamatne stope u operacijama na otvorenom tržištu s određenim vremenskim odmakom, odnosno tek krajem 2009.g. Isto se u konačnici prelilo na referentne kamatne stope na hrvatskom tržištu nešto kasnije, odnosno tijekom 2010. i 2011.g.

Kamatne stope na kredite poduzećima imale su tendenciju rasta u periodu 2006.-2009.g., a do pada istih dolazi tek u 2010.g. Istovremeno, stanja distribuiranih kredita od strane DMFI prema poduzećima rastu u 2011.g. u odnosu na 2010.g., a pad stanja kredita realiziran je tek 2012.g. Novi volumeni odobrenih kredita poduzećima opadaju 2012.g. i 2013.g. unatoč činjenici da su realizirane značajne korekcije kamatnih stopa na kredite poduzećima prema dolje. Smanjenje kamatnih stopa nije bio dovoljan okidač da se pojača kreditna aktivnost u dijelu kreditiranja poduzeća. Unatoč konstantnom padu kamatnih stopa na kredite poduzećima u periodu 2012.-2019.g. zanimljivo je za promotriti da su upravo 2012.g. novi volumeni odobrenih kredita poduzećima bili najviši i to na razini od 118 mlrd kn, u odnosu na 2019.g. kada su iznosili 114,9 mlrd kn. Drugim riječima, pad kamatnih stopa na kredite poduzećima nije rezultirao povećanjem volumena novih odobrenih kredita poduzećima, a nisu rasla ni stanja kredita poduzećima na kraju razdoblja.

Kamatne stope na stambene kredite sektoru građanstva, odnosno kućanstva u cijelom promatranom periodu zadržale su se na nešto višim razinama od kamatnih stopa na kredite poduzećima, no uz sličnu tendenciju kretanja. Ipak, zanimljivo je spomenuti upravo 2008.g. i 2009.g. kada su naznake gospodarske krize već bile na pomolu, s kamatne stope na stambene kredite u Hrvatskoj bilježile se porast vrijednosti. Tijekom 2010.g. i 2011.g. nadalje stagniraju na razini 10-11% za kunske te 6-7% za kredite uz valutnu klauzulu, a značajniji pad bilježe tek u 2. polovici 2011.g. Istovremeno, stanja odobrenih stambenih

kredita na kraju razdoblja u periodu 2008.-2012.g. bilježe stagnaciju. Unatoč padu kamatnih stopa u daljnjim godinama, stanja stambenih kredita odobrenih od strane DMFI na kraju razdoblja bilježila su smanjenje od 2013.g. pa sve do 2017.g. te je tek 2019.g. zabilježen blagi rast. Navedena analiza ukazuje na izostanak utjecaja kamatnih stopa na stanja i volumene stambenih kredita, kao što je i prethodno prikazani slučaj sa kreditima poduzećima.

Dodatno, valja napomenuti kako hrvatski građani i poduzeća preferiraju zaduživanje u kunama naspram zaduživanja u kreditima vezanim uz EUR, a unatoč činjenici da su kamatne stope na kunske kredite naspram kredita vezanih uz EUR više. Samim time, kamatna stopa nije presudan faktor kod donošenja odluka o podizanju (investicijskih i stambenih) kredita. Sve navedeno, a kroz provedenu analizu u poglavljima 3 i 4, opovrgnulo je hipotezu br. 2 postavljenu u uvodnom dijelu rada. Drugim riječima, pad kamatnih stopa na kredite poduzećima i stambene kredite građanima nije imao značajan utjecaj na porast spomenutih kredita u Hrvatskoj u promatranom razdoblju.

Investicije predstavljaju vrlo važan preduvjet gospodarskog rasta jer osim što doprinose kategoriji BDP-a osiguravaju preduvjete za budući dugoročni rast i budući razvoj zemlje. Investicije su o ovom radu mjerene primarno kroz bruto investicije u fiksni kapital i sekundarno kroz ulaganja poduzeća u dugotrajnu imovinu.

Važnost investicija ogleda se i u činjenici da su bruto investicije u strukturi BDP-a prema rashodovnoj metodi druga najznačajnija stavka nakon potrošnje od strane kućanstava i NPUSK sa udjelom u BDP-u između najnižih 18,97% (2012.g.) i najviših 30,89% (2008.g.), odnosno prosječno 23,61% BDP-a u Hrvatskoj u periodu 2000.-2019.g. Udio bruto investicija u BDP-u je u opadanju od 2008.g. sve do 2016.g. od kada je u stagnaciji na razini 21%-23% BDP-a. Bruto investicije u fiksni kapital u Hrvatskoj opadaju u cijelom periodu od početka financijske i gospodarske krize, odnosno od 2009.g. pa sve do 2012.g. i stagniraju u periodu 2012.g. – 2015.g. Pozitivna kretanja i rast bruto investicija u fiksni kapital uočeni su tek od 2016.g. nadalje.

Glavninu investicija poduzeća financiraju iz vlastitih sredstava i to preko 52,7% u 2018.g., odnosno između 48% i 53% u periodu 2014.-2018.g. Krediti banaka i leasings su drugi najznačajniji izvor financiranja investicija poduzetnika sa udjelom od 26,4% u 2018.g., odnosno između 32,7% u 2014.g. i 26,4% u 2018.g. Od ukupno 54 mlrd kn bruto investicija u fiksni kapital u Hrvatskoj u 2018.g. 14 mlrd kn odnosno čak 26% financirano

je iz kredita i leasinga. Neosporno je da su krediti iznimno važan izvor financiranja investicija u Hrvatskoj što je između ostalog potvrđeno kroz analizu u ovom radu.

Investicije poduzetnika u novu dugotrajnu imovinu u Hrvatskoj padaju kroz cijeli period 2009.-2012.g. Iznosi investicija u novu dugotrajnu imovinu od strane hrvatskih poduzeća smanjeni su sa 63,7 mlrd kn u 2008.g. na svega 23,7 mlrd kn u 2017.g. Značajno je smanjen i broj poduzetnika koji ulažu u dugotrajnu imovinu te je njihov udio u ukupnom broju poduzetnika smanjen sa 32,6% u 2008.g. na svega 10,2% u 2017.g.

Zaključno, pad kamatnih stopa na kredite poduzećima i stambene kredite građanima koji je posebno izražen od 2010.g. nadalje nije imao za posljedicu jačanje kreditne aktivnosti, odnosno rast volumena novih odobrenih kredita u funkciji financiranja investicija niti je aktivno doprinio porastu investicija u Hrvatskoj. I same investicije nisu bilježile značajniji rast sve do 2016.g., dok su kamatne stope na kredite investicijske namjene bile smanjene i u opadanju znatno duži vremenski period. Prema tome, zaključno se može opovrgnuti i hipoteza 3 iz uvodnog dijela rada i finalno zaključiti: pad kamatnih stopa na kredite poduzećima i stambene kredite građana nije doprinio rastu investicija u Hrvatskoj u promatranom razdoblju, odnosno posebno u razdoblju od početka gospodarske i financijske krize.



## Popis literature

### Knjige:

1. Babić M. (2003). *Makroekonomija*, MATE d.o.o., Zagreb
2. Blanchard O. (2011). *Makroekonomija*, MATE d.o.o., Zagreb
3. Financijska agencija (2018). *Financijski rezultati poslovanja poduzetnika Republike Hrvatske u 2017 godini*, Zagreb
4. Lovrinović, I., Ivanov M. (2009). *Monetarna politika*, RRiF, Zagreb
5. Samuelson P.A., Nordhaus W.D. (2007). *Ekonomija*, MATE d.o.o. , Zagreb

### Članci i radovi:

1. Alpeza M., Has M., Novosel M., Singer S. (2019). *Izješće o malim i srednjim poduzećima u Hrvatskoj – 2018.*, CEPOR – Centar za politiku razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva, Zagreb
2. Bader M., Malawi A. (2010). *The Impact of Interest Rate on Investment in Jordan: A Cointegration Analysis*. Journal of King Abdulaziz University-Economics and Administration.
3. Burda, M.C., Severgnini, B. (2009). *TFP growth in old and new Europe*. Economic risk SFB 649
4. Buterin, V. (2015). Institucionalna promjena - čimbenik privlačenja investicija u zemljama tranzicije, *Praktični menadžment*, 6(1), str. 30-40.
5. Darius, R., Mahieu, G. (2012). *Republic of Croatia: selected issues*. International monetary fund
6. Družić, G., Santini, G. (2003). *Odnos kamatne i neto profitne stope*, Zbornik radova. Pristup strategiji ekonomskog razvoja Hrvatske, Rifin d.o.o.
7. Hrvatska Narodna Banka (HNB) (2019). *Investicijske prilike u Hrvatskoj*, preuzeto 01.06.2020. sa:  
file:///C:/Users/Korisnik/Downloads/hn19032019\_Investicijske\_prilike\_u\_Hrvatskoj-prezentacija.pdf

8. Ivanov M. (2012). *Izbor strategije i ograničenja monetarne politike u malim i otvorenim gospodarstvima*, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb
9. Jurčić, Lj., Čeh Časni A. (2020). *Struktura investicija i gospodarski rast*. Ekonomija/Economics, 25, 1; 139-162
10. Jurlin, K., Samardžija, V. i Basarac Sertić, M. (2018). *Konkurentnost, pametna specijalizacija i investicije u novim državama članicama EU-a i Hrvatskoj*. Institut za razvoj i međunarodne odnose - IRMO, Zagreb
11. Lang, M., Krznar, I. (2004). *Transmission Mechanism of Monetary Policy in Croatia*. U: The 10th Dubrovnik Economic Conference
12. Lovrinčević, Ž., Mikulić, D. i Marić, Z. (2004). *Efikasnost investicija i FDI - stara priča, nove okolnosti*. Ekonomski pregled; Vol.55 No.1-2.
13. Marić, Z., Maletić, I., i Rukelj, D. (2011). *Analiza agregatnih investicija i perspektiva njihova kretanja u hrvatskoj s posebnim naglaskom na mogućnosti korištenja europskih fondova*, Ekonomski pregled, 62(1-2), str. 3-34.
14. Mikulić, D. (2019). *Metodološke osnove za dekompoziciju bruto domaćeg proizvoda na sastavnice finalne potražnje i primjena na hrvatsko gospodarstvo*. Ekonomski pregled, vol. 70, br. 3, str. 451-476
15. Moore, D., Vamvakidis, A. (2008). *Economic growth in Croatia: potential and constraints*. Financial theory and practice, Vol. 32 No. 1
16. Ploh, M. (2017). *Ograničenja i mogućnosti financiranja malih i srednjih poduzeća u Republici Hrvatskoj*. FIP - Financije i pravo, vol. 5, br. 1, 2017, str. 79-106.
17. Primorac Ž. (2014). *Investicije kao pokretač rasta i izlaska iz recesije*, Ekonomija/Economics 21 (1), str. 67-84
18. Singer S., Šarlija N., Pfeifer S., i Oberman Peterka S. (2018.). *Što čini Hrvatsku (ne)poduzetničkom zemljom?*, CEPOR – Centar za politiku razvoja malih i srednjih poduzeća i poduzetništva, Zagreb
19. Suyuan, L. i Khurshid, A. (2015). *The effect of interest rate on investment; Empirical evidence of Jiangsu Province, China*. Journal of international studies, China.

20. Tica, J., i Grgurev, I. (2014). *Relativna važnost faktora rasta u Republici Hrvatskoj*, EFZG working paper series (02), str. 1-16.
21. Tkalec, M., i Vizek, M. (2009). *Utjecaj makroekonomskih politika na prerađivačku industriju u Hrvatskoj*. *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 19(121), str. 61-93.
22. Veselica, V. (2002). *Kamatna i profitna stopa*. *Economic Review*; Vol.53 No.7-8.
23. Vizek, M. (2006). *Ekonometrijska analiza kanala monetarnog prijenosa u Hrvatskoj*, *Privredna kretanja i ekonomska politika*, 16(109), str. 28-61
24. Žigman, A., i Lovrinčević, Ž. (2005). *Monetarna politika ciljane inflacije i transmisijski mehanizam - iskustva za Hrvatsku*, *Ekonomski pregled*, 56(7-8), str. 433-457

#### **Internetske stranice:**

1. Državni zavod za statistiku, *Upute za ispunjavanje godišnjeg izvještaja o investicijama u dugotrajnu imovinu (INV-P)*, preuzeto 08.05.2020. s <https://www.dzs.hr/Hrv/important/Obrasci/12-NacRacuni/Obrasci/INV-P-UPUTE.pdf>
2. Državni zavod za statistiku, *Investicije u 2018.g.*, skinuto 24.10.2020. sa [https://www.dzs.hr/Hrv\\_Eng/publication/2019/12-02-01\\_01\\_2019.htm](https://www.dzs.hr/Hrv_Eng/publication/2019/12-02-01_01_2019.htm)
3. Državni zavod za statistiku, *Statistika u nizu, Bruto domaći proizvod*, skinuto 03.05.2020.g. sa <https://www.dzs.hr/hrv/publication/StatisticsInLine.htm>
4. EURIBOR rates, *Chart with the historical EURIBOR rates*, preuzeto 01.05.2020. s <https://www.euribor-rates.eu/en/euribor-charts/>
5. EURIBOR rates, *ECB refinancing or minimum bid rate*, preuzeto 01.05.2020. s <https://www.euribor-rates.eu/en/ecb-refinancing-rate/>
6. EURIBOR rates, *Eonia*, preuzeto 01.05.2020. s <https://www.euribor-rates.eu/en/eonia/>
7. European Central Bank, *Godišnje izvješće 2013.*, preuzeto 01.05.2020. s <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2012hr.pdf>

8. European Central Bank, *Key ECB interest rates* preuzeto 01.05.2020. s [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_ecb\\_interest\\_rates/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html)
9. European Central Bank, *Transmission mechanism of monetary policy* preuzeto 01.05.2020. s <https://www.ecb.europa.eu/mopo/intro/transmission/html/index.en.html>
10. European Central Bank, *Što su referentne kamatne stope, zašto su važne i zašto se provodi reforma?* Preuzeto 01.05.2020. s [https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/benchmark\\_rates\\_qa.hr.html](https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/benchmark_rates_qa.hr.html)
11. Eurostat, *Gross domestic product at market prices*, preuzeto 29.04.2020. s <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/product/page/TEC00001>
12. Eurostat, *Gross fixed capital formation / GDP*, skinuto 05.05.2020. sa <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/product/page/TEC00001>
13. Hrvatska gospodarska komora (2018). *Utjecaj investicija na kretanje BDP-a*, preuzeto 16.05.2020 s <https://hgk.hr/utjecaj-investicija-na-kretanje-bdp-a>
14. Hrvatska Narodna Banka (HNB), *Ciljevi monetarne politike*, preuzeto 01.06.2020. s <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/ciljevi>
15. Hrvatska Narodna Banka (HNB), *Glavni makroekonomski indikatori*, preuzeto 29.04.2020. g. s <https://www.hnb.hr/statistika/glavni-makroekonomski-indikatori>
16. Hrvatska Narodna Banka (HNB), *Godišnje izvješće 2016.*, preuzeto 15.05.2020. g. <https://www.hnb.hr/documents/20182/1997949/h-gi-2016.pdf/bc467db3-9371-40a1-a9b2-970f46c09d5b>
17. Hrvatska Narodna Banka (HNB), *Godišnje izvješće 2017.*, preuzeto 15.05.2020. g. <https://www.hnb.hr/-/godisnje-izvjesce-2017>
18. Hrvatska Narodna Banka (HNB), *Instrumenti monetarne politike*, preuzeto 29.04.2020. g. s <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti>
19. Hrvatska narodna banka (HNB), *Kamatne stope – razne tablice*, preuzeto 27.04.2020.-10.05.2020. sa <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki->

- podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/kamatne-stope
20. Hrvatska Narodna Banka (HNB), *Novčano tržište*, razne tablice, preuzeto 28.04.2020.-02.05.2020.g. s <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/druge-monetarne-financijske-institucije/kreditne-institucije/novcano-trziste>
  21. Hrvatska Narodna Banka (HNB), *Okvir monetarne politike*, preuzeto 02.05.2020.g. s <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/okvir-monetarne-politike>
  22. Hrvatska Narodna Banka (HNB), *Operacije na otvorenom tržištu – povratne operacije Hrvatske narodne banke*, preuzeto 02.05.2020.g s <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/operacije-na-otvorenom-trzistu>
  23. Hrvatska Narodna Banka (HNB), *Stara nacionalna metodologija*, preuzeto 27.04.2020. g. s <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/arhiva/stara-nacionalna-metodologija> (razne tablice)
  24. Hrvatska udruga banaka, *Nacionalna referenta stopa prosječnog troška financiranja bankarskog sektora*, preuzeto 16.05.2020. g. s <https://www.hnb.hr/sites/default/files/inline-files/NRS-2019-4q-objava.pdf>
  25. OECD, *Investment*, skinuto 08.05.2020. sa <https://data.oecd.org/gdp/investment-gfcf.htm#indicator-chart>
  26. OECD, *Investment by sector*, skinuto 08.05.2020. sa <https://data.oecd.org/gdp/investment-by-sector.htm#indicator-chart>
  27. The World Bank, *GDP growth (annual %) – European Union*, preuzeto 29.04.2020. g s <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.MKTP.KD.ZG?end=2018&locations=EU&start=2000>

## Popis tablica

Tablica 1. Kamatne stope ostvarene u trgovini depozitima na međubankovnom tržištu u Hrvatskoj u periodu 2003.-2019.g. ....	45
Tablica 2. Kamatne stope na međubankovnom tržištu (ZIBOR) u periodu 2003.-2019.g.....	46
Tablica 3. Kretanje BDP-a, BDP-a per capita i realne godišnje stope promjene BDP-a u Hrvatskoj u periodu 2000.g.-2019.g. ....	49
Tablica 4. Kamatne stope na kredite poduzećima, prema ročnosti i valuti u periodu 2000.-2014.g. ....	54
Tablica 5. Volumeni odobrenih novih kredita poduzećima – nefinancijskim trgovačkim društvima od strane drugih monetarnih financijskih institucija u razdoblju 2012.g. – 2019.g.....	57
Tablica 6. Kunski krediti poduzećima (novi poslovi, mln kn), u periodu 2012.-2019.g.....	63
Tablica 7. Krediti uz valutnu klauzulu poduzećima u periodu 2012.g. – 2019.g. (novi poslovi, mln kn) .....	65
Tablica 8. Devizni krediti poduzećima (novi poslovi, mln kn) u periodu 2012.g. – 2019.g.....	68
Tablica 9. Kamatne stope na kredite poduzećima – usporedba siječanj 2012.g. vs. siječanj 2020.g.....	69
Tablica 10. Stambeni krediti (novi poslovi u mln kn) u periodu 2012.-2019.g. ..	78
Tablica 11. Odobreni stambeni krediti uz valutnu klauzulu, novi poslovi u mln kn u periodu 2012.-2019.g. ....	80
Tablica 12. Bruto domaći proizvod po rashodovnoj metodi za Hrvatsku, tekuće cijene u mln kn .....	91
Tablica 13. Doprinos pojedinih stavaka BDP-a prema rashodovnoj metodi izražen u postocima za Hrvatsku u periodu 2000.g. - 2019.g. ....	91
Tablica 14. Udio investicija u BDP-u odabranih zemalja u periodu 2008.-2019.g. ....	95

Tablica 15. Investicije hrvatskih poduzetnika u novu dugotrajnu imovinu u periodu 2008.-2017.g. ....101

Tablica 16. Krediti poduzećima i bruto investicije u fiksni kapital u mln kn u periodu 2012.-2019.g. ....110

Tablica 17. Stambeni krediti i bruto investicije u fiksni kapital u mln kn u periodu 2012.-2019.g. ....113

## Popis slika

Slika 1. Kanal kretanja varijabli koje će se analizirati u ovom radu .....	9
Slika 2. Krivulja potražnje za investicijama .....	14
Slika 3. Transmisijski mehanizam kamatnih stopa .....	26
Slika 4. Europske referentne kamatne stope.....	33
Slika 5. Kretanje kamatnih stopa ECB na glavne operacije refinanciranja u periodu 2000.-2020.g. ....	34
Slika 6. Kretanje EONIA-e u periodu 2000.-2020.g. ....	35
Slika 7. Kretanje EURIBOR-a u periodu 2000.-2020.g. ....	36
Slika 8. Kretanje NRS-a u periodu 2012.-2019.g.....	48
Slika 9. Udio bruto investicija u BDP-u - Hrvatska i usporedive zemlje.....	96
Slika 10. Godišnja stopa promjene investicija i razina investicija u Hrvatskoj u periodu 2008.-2018.g. u odnosu na 2010.g.....	99
Slika 11. Stope rasta bruto investicija u fiksni kapital u 2018.g. za odabrane zemlje .....	100
Slika 12. Postotak investicija financiranih od strane poduzeća u odabranim zemljama u 2018.g.....	103
Slika 13. Postotak investicija financiranih od strane kućanstava u odabranim zemljama u 2018.g.....	103
Slika 14. Postotak investicija financiranih od strane države u odabranim zemljama u 2018.g.....	104



## Popis grafova

Grafikon 1. Kretanje kamatnih stopa ECB u periodu 2000.-2019.g. ....	34
Grafikon 2. Kretanje godišnje stope rasta BDP-a u Europskoj uniji u razdoblju 2000.g. – 2019.g. ....	37
Grafikon 3. Kretanje BDP-a u EU u periodu 2003.g. – 2019.g. (tekuće cijene, u mln EUR) .....	38
Grafikon 4. Kretanje kamatnih stopa i volumena povratnih operacija - ugovorenih obrtnih repo transakcija i kredita uz financijsko osiguranje na aukcijama HNB-a u razdoblju 2005.-2020.g. ....	43
Grafikon 5. Kamatne stope kotirane na međubankarskom tržištu (ZIBOR) .....	47
Grafikon 6. Kretanje BDP-a u Hrvatskoj u periodu od 2000.g. do 2019.g. ....	50
Grafikon 7. Kamatne stope na kredite trgovačkim društvima u periodu siječanj 2000.g. – ožujak 2014.g. ....	53
Grafikon 8. Krediti trgovačkim društvima (stanja na kraju razdoblja, mln kn) u periodu 2000.g. – 2012.g. ....	55
Grafikon 9. Vagani mjesečni prosjeci kamatnih stopa nefinancijskim društvima u postocima na godišnjoj razini .....	56
Grafikon 10. Krediti odobreni poduzećima (novi poslovi, mln kn) .....	58
Grafikon 11. Stanja kredita na kraju razdoblja odobrenih od strane DMFI-a poduzećima u periodu 2000.g. – 2019.g. ....	59
Grafikon 12. Kamatne stope na kunske kredite poduzećima u periodu 2011.-2020.g.....	61
Grafikon 13. Volumeni odobrenih kunskih kredita poduzećima (novi poslovi, mln kn) u period 2012.g. – 2019.g.....	62
Grafikon 14. Kamatne stope na kredite uz valutnu klauzulu poduzećima u razdoblju 2011.g. – 2020.g.....	64
Grafikon 15. Krediti uz valutnu klauzulu poduzećima (novi poslovi, mln kn) u periodu 2012.-2019.g. ....	65

Grafikon 16. Kamatne stope na kunske kredite uz valutnu klauzulu poduzećima prema valuti u period 2012.g. – 2020.g. ....	66
Grafikon 17. Odobreni krediti uz valutnu klauzulu – euro vs. švicarski franak u period 2012.g. – 2019.g. (novi poslovi, mln kn) .....	67
Grafikon 18. Kamatne stope na devizne kredite poduzećima u period 2011.g. – 2020.g.....	67
Grafikon 19. Devizni krediti poduzećima (novi poslovi, mln kn) u periodu 2012.g. – 2019.g.....	68
Grafikon 20. Distribuirani krediti DMFI-a poduzećima prema rokovima dospijeća u periodu 2010.g. – 2019.g. (stanja na kraju mjeseca) .....	70
Grafikon 21. Kretanje udjela kredita prema ročnosti u ukupnim distribuiranim kreditima DMFI-a poduzećima u periodu 2010.-2020.g. ....	71
Grafikon 22. Distribuirani krediti poduzećima prema namjeni – investicijski krediti vs. krediti za obrtna sredstva u periodu 2010.g. – 2019.g. (stanja na kraju mjeseca) .....	72
Grafikon 23. Struktura kredita poduzećima prema namjeni – investicijski krediti vs. krediti za obrtna sredstva u periodu 2010.g. – 2019.g. ....	73
Grafikon 24. Kamatne stope na dugoročne kunkskih kredita sektoru stanovništva te stambene kredite uz valutnu klauzulu sektoru stanovništva u periodu 2000.g. – ožujak 2014.g.....	75
Grafikon 25. Krediti odobreni od strane DMFI-a sektoru stanovništva (na kraju razdoblja, mln kn) u periodu 2000.-2012.g. ....	76
Grafikon 26. Kunski stambeni krediti stanovništvu (stanje na kraju razdoblja, mln kn) u periodu 2000.-2012.g. ....	77
Grafikon 27. Kamatne stope na kunske stambene kredite sektoru kućanstva odnosno građanstva u periodu prosinac 2011.g. – veljača 2020.g. ....	77
Grafikon 28. Odobreni kunski stambeni krediti sektoru građanstva u periodu 2011.g. – 2020.g. (novi poslovi, mln kn) .....	78
Grafikon 29. Kamatne stope na stambene kredite uz valutnu klauzulu sektoru građanstva u periodu 2011.-2020.g. ....	79

Grafikon 30. Kanski stambeni krediti uz valutnu klauzulu, novi poslovi u mln kn .....	80
Grafikon 31. Devizni stambeni krediti .....	81
Grafikon 32. Stambeni krediti odobreni od strane DMFI-a na kraju razdoblja u mln kn u periodu 2010.-2019.g.....	82
Grafikon 33. Udio pojedinih stavaka u BDP-u po rashodovnoj metodi.....	92
Grafikon 34. Bruto investicije u fiksni kapital i promjena zaliha u periodu 2000.- 2019.g.....	93
Grafikon 35. Realne stope rasta BDP-a i bruto investicija u fiksni kapital u Hrvatskoj u periodu 2000.-2019.g. ....	97
Grafikon 36. Stope promjene BDP-a i bruto investicija u fiksni kapital u EU-2799	
Grafikon 37. Investicije poduzetnika u novu dugotrajnu imovinu i kretanje % poduzeća koja investiraju u ukupnom broju poduzeća .....	101
Grafikon 38. Struktura izvora financiranja investicija od strane poduzeća u periodu 2014. – 2018. g. ....	107
Grafikon 39. Bruto investicije u fiksni kapital u RH prema izvorima financiranja .....	107
Grafikon 40. Krediti poduzećima i investicije .....	110
Grafikon 41. Kretanje godišnje stope promjene (%) kredita poduzećima i godišnje stope promjene (%) bruto investicija u fiksni kapital .....	111
Grafikon 42. Usporedba stambenih kredita (novi poslovi) i bruto investicija u fiksni kapital u mln kn u periodu 2012.-2019.g.....	113

# Životopis studenta

## OSOBNI PODACI

Ime i prezime: Nina Družinić

Datum i mjesto rođenja: 22.06.1987., Varaždin

Adresa: Ulica Vladimira Gotovca 45, Varaždin

Telefon: 099 445 0282

E-mail: nina.druzinic@gmail.com

## OBRAZOVANJE

2010.-2011. Ekonomski fakultet Zagreb, Diplomski studij, Poslovna ekonomija, smjer: financije

2006.-2010. Ekonomski fakultet Zagreb, Preddiplomski studij, Poslovna ekonomija, smjer: financije

## DODATNA EDUKACIJA

Lipanj 2021. – Proaktivnost u prodaji

2019. – Coaching by Tomislav Tomić (jednogodišnji program)

Ožujak 2015. – Zastupnik u osiguranju – Hanfa

27.11.2014. – Radionica za predstavnike financijskih institucija: Kako prepoznati krizu kod klijenta iz segmenta malih i srednjih poduzeća te pružiti podršku za pravovremeni zaokret u poslovanju? – CEPOR i BBCC

03.-06. lipanj 2014. – Risk Assessment – Unicredit group, Bank Austria

11.11.2013. – EU fondovi

11.10.2013. – Vođenje sastanaka - HalPet

23.-24. rujan 2013. – Vještine uspješnog pregovaranja – Door Training & Consulting

16.-18. studeni 2012. – sudjelovanje na Startup Weekend Zagreb - ZŠEM

17.-18. svibanj 2012. – Vještine uspješnog prezentiranja

Ožujak-Srpanj 2012. – Eduka (Edukacijski program usavršavanja i uvođenja u posao za nove zaposlenike Zagrebačke banke d.d.)

Travanj 2011. – sudjelovanje na Case Study Competition

9.-11. travanj 2010. - 2nd International Student Conference "Time to Rethink Economics 2010"

Rujan 2006. – Seminar brzog učenja „Mind mapping“ Eventus, Varaždin

2006. - Državno natjecanje „Savršeni ekonomist“

## **RADNO ISKUSTVO**

Siječanj 2021. - Addiko bank d.d., Voditelj tima za poslovanje s poslovnim subjektima, Regija Zagreb i centralna Hrvatska

Siječanj 2020. - Prosinac 2020. - Addiko bank d.d., Team leader za SME klijente

Siječanj 2019. - Prosinac 2019. - Addiko bank d.d., Voditeljica poslovnog odnosa za SME klijente

Travanj 2014. - Prosinac 2018. - Zagrebačka banka d.d., Voditeljica poslovnog odnosa poduzetničkog bankarstva

Srpanj 2011. - Ožujak 2014. - Zagrebačka banka d.d., Pomoćnica voditelja poslovnog odnosa poduzetničkog bankarstva

## **VJEŠTINE**

Rad na računalu: Aktivno korištenje MS Office paketa

Strani jezici: Aktivno poznavanje engleskog jezika u govoru i pismu.

# Prijava specijalističkog poslijediplomskog rada

## Definiranje teme specijalističkog poslijediplomskog rada i povjerenstva

ODJEL Odjel za ekonomiju

STUDIJ poslijediplomski specijalistički studij Poduzetništvo i EU fondovi

PRISTUPNIK Nina Družinić

MATIČNI BROJ

DATUM 20.11.2020.

KOLEGIJ Poduzetničke financije

NASLOV RADA Utjecaj aktivnih kamatnih stopa na investicije u Hrvatskoj 2000.-2019. godine

NASLOV RADA NA ENGL. JEZIKU Impact of active interest rates on the investments in Croatia in period 2000-2019

MENTOR izv. prof. dr. sc. Ante Rončević

ZVANJE izvanredni profesor

ČLANOVI POVJERENSTVA

1. izv. prof. dr. sc. Dinko Primorac, predsjednik
2. prof. dr. sc. Ljubo Jurčić, član
3. izv. prof. dr. sc. Ante Rončević, mentor
4. doc. dr. sc. Petar Mišević, zamjenski član
5. \_\_\_\_\_

VŽKC

MMI

## Zadatak specijalističkog poslijediplomskog rada

BROJ 010/PIEUf/2021

OPIS

Gospodarska i financijska kriza koju je doživjela i Republika Hrvatska u razdoblju 2009.-2014. godine rezultirala je značajnim globalnim smanjenjem kamatnih stopa. Europska središnja banka (ECB) i Hrvatska narodna banka (HNB) reagirale su smanjenjem kamatnih stopa u transakcijama s bankama, što se prelilo na referentne kamatne stope na novčanim tržištima. Posljedično navedenom, poslovne banke su također reagirale smanjenjem kamatnih stopa na kredite poduzećima i stambene kredite građanima. Upravo su spomenute kategorije kredita u funkciji financiranja investicija. Važnost investicija u gospodarstvu je velika, a upravo investicije predstavljaju preduvjet budućem rastu i razvoju gospodarstava. Cilj je ovog specijalističkog rada utvrditi je li i u kojoj mjeri pad kamatnih stopa na kredite poduzećima i na stambene kredite građanima imao utjecaj na rast volumena novih kredita, kao i stanja spomenutih kategorija kredita. Uz navedeno, cilj je također utvrditi je li pad kamatnih stopa doprinio rastu investicija u Hrvatskoj u razdoblju 2000.-2019.g.

Zbog toga su postavljene 3 hipoteze:

H1: Krediti predstavljaju važan izvor financiranja investicija u Hrvatskoj u promatranom razdoblju 2000.-2019.g.

## Zadatak specijalističkog poslijediplomskog rada (nastavak)

OPIS

H2: Pad kamatnih stopa na kredite poduzećima i stambene kredite građanima imao je značajan utjecaj na porast kredita poduzećima i stambene kredite građanima u Hrvatskoj u promatranom razdoblju 2000.-2019. godine.

H3: Pad kamatnih stopa na kredite poduzećima i stambene kredite građanima koji služe za financiranje investicija značajno je doprinio porastu investicija u Hrvatskoj u promatranom razdoblju 2000.-2019. godine.

Hipoteze se dokazuju istraživanjem provedenim za stolom, pomoću sekundarnih podataka. U poglavljima koja slijede potrebno je: (1): definirati ključne pojmove vezane uz temu rada te na osnovu relevantne literature (2) iznijeti pregled kretanje kamatnih stopa, (3) pregled kretanja investicija i utvrditi (4) važnost kredita kao izvora financiranja investicija. Cilj je u konačnici dati zaključak.

Rad doprinosi shvaćanju utjecaja aktivnih kamatnih stopa i volumena novih odobrenih kredita za financiranje investicija na same investicije u Hrvatskoj u promatranom razdoblju 2000.-2019.godine.

VŽKC

MMI

ZADATAK URUČEN

08. 12. 2021.



IZJAVA O AUTORSTVU  
I  
SUGLASNOST ZA JAVNU OBJAVU

Završni/diplomski rad isključivo je autorsko djelo studenta koji je isti izradio te student odgovara za istinitost, izvornost i ispravnost teksta rada. U radu se ne smiju koristiti dijelovi tuđih radova (knjiga, članaka, doktorskih disertacija, magistarskih radova, izvora s interneta, i drugih izvora) bez navođenja izvora i autora navedenih radova. Svi dijelovi tuđih radova moraju biti pravilno navedeni i citirani. Dijelovi tuđih radova koji nisu pravilno citirani, smatraju se plagijatom, odnosno nezakonitim prisvajanjem tuđeg znanstvenog ili stručnoga rada. Sukladno navedenom studenti su dužni potpisati izjavu o autorstvu rada.

Ja, NINA DUVIČIĆ (ime i prezime) pod punom moralnom, materijalnom i kaznenom odgovornošću, izjavljujem da sam isključivi autor/ica završnog/diplomskog (obrisati nepotrebno) rada pod naslovom UTJECAJ REZURNIH KAPITALNIH STOPA NA INVESTICJE U HR 2000-2010 (upisati naslov) te da u navedenom radu nisu na nedozvoljeni način (bez pravilnog citiranja) korišteni dijelovi tuđih radova.

Student/ica:  
(upisati ime i prezime)

Duvčić

(vlastoručni potpis)

Sukladno Zakonu o znanstvenoj djelatnosti i visokom obrazovanju završne/diplomske radove sveučilišta su dužna trajno objaviti na javnoj internetskoj bazi sveučilišne knjižnice u sastavu sveučilišta te kopirati u javnu internetsku bazu završnih/diplomskih radova Nacionalne i sveučilišne knjižnice. Završni radovi istovrsnih umjetničkih studija koji se realiziraju kroz umjetnička ostvarenja objavljuju se na odgovarajući način.

Ja, NINA DUVIČIĆ (ime i prezime) neopozivo izjavljujem da sam suglasan/na s javnom objavom završnog/diplomskog (obrisati nepotrebno) rada pod naslovom UTJECAJ REZURNIH KAPITALNIH STOPA NA INVESTICJE U HR 2000-2010 (upisati naslov) čiji sam autor/ica.

Student/ica:  
(upisati ime i prezime)

Duvčić

(vlastoručni potpis)