

GUVERNER

VLADA REPUBLIKE HRVATSKE

mr. sc. Zvonimir Frka-Petešić
predstojnik Ureda predsjednika Vlade
Republike Hrvatske

Ur.br: 44-091/25-3
Zagreb, 13. veljače 2025.

**Predmet: Očitovanje Hrvatske narodne banke u povodu Interpelacije o odgovornosti Vlade
Republike Hrvatske za inflaciju**

Poštovani gospodine predstojniče Ureda predsjednika Vlade,

u prilogu Vam dostavljamo očitovanje Hrvatske narodne banke u povodu Interpelacije o odgovornosti Vlade Republike Hrvatske za inflaciju.

S poštovanjem,

Boris Vujčić


Prilog

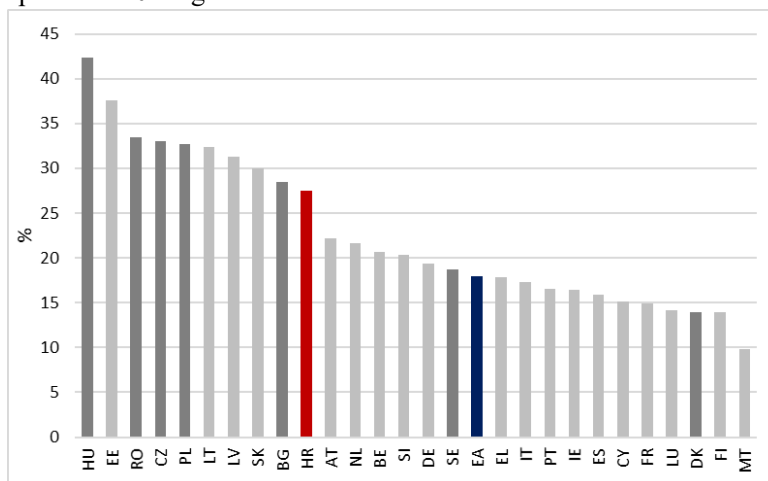
Očitovanje Hrvatske narodne banke u povodu Interpelacije o odgovornosti Vlade Republike Hrvatske za inflaciju

Ulazak u europodručje zbog znatnih i trajnih koristi članstva

Odluka o započinjanju procesa uvođenja eura donesena je na temelju detaljne analize prednosti i nedostataka prelaska na euro, iz koje nedvojbeno proizlazi kako euro Hrvatskoj donosi znatne i trajne koristi te male i uglavnom jednokratne troškove. Taj se odnos koristi i troškova posebno potvrđuje u vrijeme ekonomskih kriza i šokova. Naime, članstvo u europodručju malim državama poput Hrvatske jamči veću otpornost te lakši i jeftiniji pristup financiranju, što im omogućuje lakše suočavanje s posljedicama globalnih kriza.

Recentna epizoda povišene inflacije zorno pokazuje kako Hrvatskoj članstvo u europodručju nije naštetilo. Dapače, stopa ukupne inflacije od lipnja 2021. do kraja 2024. u Hrvatskoj je bila manja nego u svim članicama EU-a iz srednje i istočne Europe, osim u Sloveniji (Slika 1.). Sve članice EU-a iz središnje i istočne Europe koje ne pripadaju europodručju (Mađarska, Rumunjska, Češka, Poljska i Bugarska) imale su višu kumulativnu stopu inflacije od Hrvatske.

Slika 1. Kumulativna inflacija mjerena harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC) u razdoblju od lipnja 2021. do prosinca 2024. godine



Izvor: Eurostat

Nadalje, zahvaljujući uvođenju eura rizik deprecijacije tečaja više ne postoji, što građanima i poduzetnicima daje sigurnost u razdoblju povišene neizvjesnosti. Taj problem je sada trajno uklonjen. Osim toga, zahvaljujući uvođenju eura Hrvatska se danas ima priliku zaduživati znatno povoljnije nego ranije: kamatna stopa na hrvatske 10-godišnje državne obveznice trenutno je za oko 0,9 postotnih bodova viša od kamatne stope na njemačke obveznice, dok je početkom 2017. ta razlika iznosila 2,5 postotnih bodova. Niži troškovi zaduživanja povoljno se odražavaju na javne financije, a posredno i na cijelo gospodarstvo, i to kroz niži trošak zaduživanja za građane i poduzetnike kao i manje troškove za sve

porezne obveznike povezane s plaćanjem kamata na javni dug. Hrvatska se poduzeća danas kod banaka zadužuju po jednakim ili povoljnijim uvjetima u usporedbi s poduzećima u Njemačkoj i ostatku europodručja. Primjerice, 2017. godine prosječna kamatna stopa na kredite poduzećima do 1 mil. eura u Hrvatskoj (4,1%) bila je znatno viša od kamatne stope u Njemačkoj (2,4%) i od prosječne stope u europodručju (2,2%). Međutim, u studenome 2024. kamatna stopa na kredite poduzećima u Hrvatskoj (4,7%) potpuno je jednaka prosječnoj stopi europodručju, te je čak niža od kamatne stope u Njemačkoj (5,2%). Kao i sudionici na financijskim tržištima, i rejting agencije su prepoznale povoljne učinke uvođenja eura, što ih je zajedno s povoljnim makroekonomskim kretanjima potaklo na povećanje kreditnog rejtinga na investicijsku razinu, što je povijesno najviši rejting Hrvatske, dok se još 2017. rejting nalazio u špekulativnom području (BB).

Neke od koristi članstva u europodručju ostvarile su se i prije nego što je kuna službeno zamijenjena eurom jer je sam proces približavanja i pristupanja tečajnom mehanizmu ERM II Hrvatskoj pomogao da lakše prebrodi dvije posljednje krize – pandemijsku krizu 2020. i krizu izazvanu ruskom agresijom na Ukrajinu početkom 2022. Europska središnja banka je u travnju 2020. Hrvatskoj narodnoj banci odobrila valutni *swap* vrijedan 2 mlrd. eura. To je bio prvi takav aranžman ESB-a sa središnjom bankom male države poput Hrvatske, a odobren je isključivo stoga što je Hrvatska bila na pragu ulaska u tečajni mehanizam ERM II. Dogovor o *swap* liniji koju je Hrvatska imala na raspolaganju kod Europske središnje banke izravno je i bez odgode doveo do prestanka deprecijacijskih pritisaka na kunu, što je Vladi i HNB-u olakšalo provedbu brojnih mjera za stabilizaciju gospodarstva i financijskog sustava. Zahvaljujući tome radna mjesta su očuvana, financijski sustav i javne financije ostali su stabilni, a gospodarstvo se vrlo brzo oporavilo od pandemijske krize. Drugi se primjer odnosi na očuvanje stabilnosti tečaja i sveukupne financijske stabilnosti nakon ruske invazije na Ukrajinu dvije godine kasnije. S obzirom ulazak u tečajni mehanizam ERM II u srpnju 2020. i očekivano uvođenje eura, previranja na međunarodnim financijskim tržištima početkom 2022. nisu imala znatniji nepovoljan utjecaj na tečaj kune i hrvatsko financijsko tržište.

Hrvatsko je gospodarstvo danas kao dio europodručja znatno otpornije na financijske krize i vanjske šokove: deprecijacija valute koja može ugroziti financijsku stabilnost nije više moguća, javni dug gotovo je u potpunosti u domaćoj valuti, kao i dug stanovništva i poduzeća pa domaće gospodarstvo nije više izloženo rizicima i troškovima povezanim s visokim stupnjem eurizacije, a uvjeti financiranja svih sektora gospodarstva zamjetno su povoljniji nego što bi bili da euro nije uveden.

Kuna je pridružena tečajnom mehanizmu ERM II po središnjem paritetu 1 euro = 7,53450 kuna, odnosno uz vrlo blago slabiji tečaj kune u odnosu na razine koje su prevladavale 2019. godine. Takav središnji paritet bio je primjeren u svjetlu pritisaka na slabljenje tečaja u 2020. povezanih s nepovoljnim utjecajem pandemije koronavirusa na makroekonomska kretanja i platnu bilancu, a ponajviše na prihode od potrošnje stranih turista. Središnji paritet kune u odnosu na euro određen je analitički, primjenom uobičajenih metoda procjene ravnotežnog realnog efektivnog tečaja kune te njegovim preračunavanjem u ravnotežni nominalni tečaj. HNB je javno predočio rezultate te analize potkraj 2021. godine¹. Rezultati procjene pokazali su da u razdoblju od 2015. do 2019. godine tržišni tečajevi, i to realni efektivni tečaj kune kao i nominalni tečaj kune prema euru nisu odstupali od ravnotežnih razina.

Tečajna politika Hrvatske narodne banke u dugom razdoblju prije ulaska u tečajni mehanizam ERM II zasnivala se na održavanju relativne stabilnosti tečaja kune prema euru putem upravljanja fluktuirajućeg tečajnog režima. Od ulaska u tečajni mehanizam ERM II jedino ograničenje na kretanje tečaja bila su

¹ Deskar-Škrbić, M. i sur., 2021., Pristupanje Republike Hrvatske tečajnom mehanizmu ERM II i procjena ravnotežnog (realnog) tečaja. *HNB Istraživanja* I-64.

propisane granice dopuštene fluktuacije tečaja od +/- 15 posto. To je ograničenje bilo daleko šire od granica odstupanja tečaja od središnjeg pariteta u godinama prije uvođenja eura te stoga nije zahtijevalo nikakvu promjenu u vođenju tečajne politike.

Prije uvođenja eura Hrvatska narodna banka je intervenirala na deviznom tržištu ponajprije otkupljujući viškove devizne likvidnosti od banaka i države, i sprečavajući time prekomjernu aprecijaciju kune, odnosno jačanje kune prema euru. Zahvaljujući tim intervencijama nastao je najveći dio deviznih pričuva Republike Hrvatske. Da Hrvatska narodna banka nije intervenirala na taj način i neutralizirala utjecaj velikih priljeva devizne likvidnosti iz inozemstva, kuna bi bila daleko jača. Drugim riječima, upravo zahvaljujući djelovanju Hrvatske narodne banke na stabilizaciju tečaja spriječen je nepovoljan utjecaj jačanja kune na konkurentnost našeg izvoza.

Cjenovni učinak uvođenja eura sukladan očekivanjima i iskustvima drugih država

U pripremama za uvođenje eura u Hrvatskoj analizirani su učinci konverzije nacionalnih valuta u euro na rast potrošačkih cijena u državama članicama Europske unije koje su prije Hrvatske uvele euro². Analiza je pokazala kako su ti učinci bili relativno mali, prosječno 0,23 postotna boda u novim državama članicama. Oni su također bili privremeni – najizrazitiji su bili većinom mjesec dana prije samog početka konverzije i tijekom mjeseca određenog za konverziju. Prema ocjeni Eurostata učinak konverzije nacionalnih valuta u euro na ukupni harmonizirani indeks potrošačkih cijena (HIPC) za europodručje kao cjelinu iznosio je između 0,09 i 0,28 postotnih bodova tijekom prosinca 2001. i siječnja 2002. godine. U drugim istraživanjima za europodručje kao cjelinu ocijenjeno je da je učinak konverzije iznosio od 0,05 do 0,34 postotna boda.³

U zemljama članicama koje su kasnije pristupale europodručju ocijenjeni učinak konverzije na ukupni HIPC bio je najviše 0,3 postotna boda. Eurostat je ocijenio kako je učinak prelaska s nacionalne valute na euro u godini uvođenja eura iznosio u Sloveniji 0,3 p.b., u Slovačkoj do 0,3 p.b. u Estoniji 0,2-0,3 p.b. Latviji 0,12-0,21 p.b. i Litvi 0,04-0,11 p.b.

Inflacija koju je Slovenija zabilježila 2007. i 2008. bila je uzrokovana snažnim rastom cijena hrane i energije na svjetskom tržištu u tom razdoblju kao i visokim rastom slovenskog gospodarstva u poticajnim uvjetima za gospodarski rast kakve su prevladavale neposredno uoči globalne financijske krize. Inflacija je u tom razdoblju bila povišena i u državama članicama, a posebice Mađarskoj, Rumunjskoj, Latviji, Litvi i Estoniji, koje su u 2007. i 2008. imale znatno više stope inflacije od Slovenije iako su i dalje koristile vlastite valute. Isto tako, inflacija je osjetno ubrzala i u Hrvatskoj pa je godišnja stopa rasta indeksa potrošačkih cijena u srpnju 2008. godine dosegla 8,4 posto. Prema procjenama Eurostata, učinak uvođenja eura na stopu inflacije u Sloveniji 2007. iznosio je 0,3 postotna boda, a ukupno povećanje cijena u Sloveniji u razdoblju od 2007. do 2015. bilo je slabije nego u većini ostalih država iz srednje i istočne Europe.

Cjenovni učinak uvođenja eura u Hrvatskoj može se također procijeniti usporedbom stvarne inflacije nakon uvođenja eura s hipotetskom inflacijom koja bi se razumno mogla očekivati da uvođenja eura nije bilo. Procjene HNB-a i ESB-a⁴, koje su se temeljile na usporedbi mjesečnih stopa promjene cijena glavnih

² Hrvatska narodna banka, 2018., *Strategija za uvođenje eura kao službene valute u Republici Hrvatskoj*, <https://euro.hr/wp-content/uploads/2022/07/h-strategija-za-uvodenje-eura-kao-sluzbene-valute-u-HR.pdf>.

³ Andreja Pufnik, 2017., Učinci uvođenja eura na kretanje potrošačkih cijena i percepcije inflacije: pregled dosadašnjih iskustava i ocjena mogućih učinaka u Hrvatskoj, *Pregledi P-34*, <https://www.hnb.hr/documents/20182/2070704/p-034.pdf>

⁴ Falagiarda, M. i dr., 2023., Has the euro changeover really caused extra inflation in Croatia?, *The ECB Blog*, 7. ožujka,

komponenata inflacije ostvarenih u prvim mjesecima 2023. i njihovih povijesnih prosjeka, pokazale su da je taj učinak bio blag i jednokratno te ponajviše rezultat poskupljenja određenih usluga. Da je mjesečni rast cijena usluga u siječnju 2023. bio na razini dugoročnog prosjeka, ukupna mjesečna inflacija potrošačkih cijena bila bi za 0,4 postotna boda niža. Navedena procjena predstavlja gornju granicu mogućeg učinka uvođenja eura.

Procjene Eurostata⁵, koje se temelje na usporedbi ostvarenog kretanja cijena i prognoziranog raspona promjene cijena na vrlo detaljnim podacima o cijenama pojedinih roba i usluga upućuju na izgledni učinak uvođenja eura na mjesečnu stopu inflacije potrošačkih cijena u rasponu između 0,04 i 0,18 postotnih bodova u siječnju 2023. Razlike između ostvarenih i prognoziranih mjesečnih stopa promjene cijena u naredna dva mjeseca nisu bile statistički signifikantne. Naposljetku, i Sorić (2024) je pokazao da uvođenje eura nije imalo utjecaja na kretanje većine potkomponenti indeksa cijena, osim na cijene odjeće i restorana te, u nešto manjoj mjeri, na cijene hrane⁶.

U Hrvatskoj se očekivalo da će učinak konverzije kune u euro na povećanje ukupne inflacije iznositi oko 0,20 postotnih bodova (na povećanje indeksa potrošačkih cijena), odnosno oko 0,37 postotnih bodova (na povećanje harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena)⁷. Prikazane međusobno neovisne procjene pokazuju da onaj cjenovni učinak koji se stvarno dogodio nije odstupao od očekivanog, te potvrđuju da su mjere zaštite potrošača poduzete prije i nakon uvođenja eura bile učinkovite te da je uvođenje eura imalo neznatan učinak na potrošačke cijene. Ujedno pokazuju da je cjenovni učinak konverzije u Hrvatskoj bio u skladu s iskustvima drugih država pri uvođenju eura, odnosno procijenjenim učincima uvođenja eura na inflaciju u tim zemljama, iako je Hrvatska jedina država koja je euro uvela u uvjetima vrlo visoke globalne inflacije.

Povišena inflacija kojoj svjedočimo od sredine 2021. u velikoj je mjeri rezultat inozemnih šokova koji su podjednako snažno kao Hrvatsku – ako ne i snažnije – pogodili i druge države članice EU-a, uključujući one koje zadržale vlastite valute. Dapače, članice Europske unije koje imaju vlastite valute (osim Švedske i Danske) imale su znatno viši kumulativni rast inflacije od Hrvatske (Slika 3.). Drugim riječima, unatoč alatima koje su imale na raspolaganju u okviru samostalne monetarne politika, zemlje srednje i istočne Europe bile su među najmanje uspješnim članicama europskog područja u pogledu obuzdavanja inflacijskih pritisaka.

Najintenzivniji mjesečni rast cijena u protekle četiri godine zabilježen je u proljeće 2022. kada su se očitovali inflatorni učinci invazije Rusije na Ukrajinu, a visoke mjesečne stope inflacije zabilježene su u lipnju i srpnju 2022., 2023. i 2024. kada su osjetno rasle cijene usluga povezanih s turizmom. Rast cijena usluga u turizmu bio je potaknut snažnim oporavkom globalne turističke potražnje (nakon ukidanja restrikcija za putovanja koje su bile na snazi u pandemijskom razdoblju 2020.-2021.), od čega je Hrvatska kao jedna od najvažnijih europskih turističkih destinacija imala velike koristi.

Republika Hrvatska profitira od zajedničke monetarne politike Eurosustava

<https://www.ecb.europa.eu/press/blog/date/2023/html/ecb.blog.230307~1669dec988.hr.html>

⁵ Eurostat, 2023., *Euro changeover and inflation in Croatia*,

<https://ec.europa.eu/eurostat/documents/272892/7106809/euro-changeover-note-croatia-2023.pdf>.

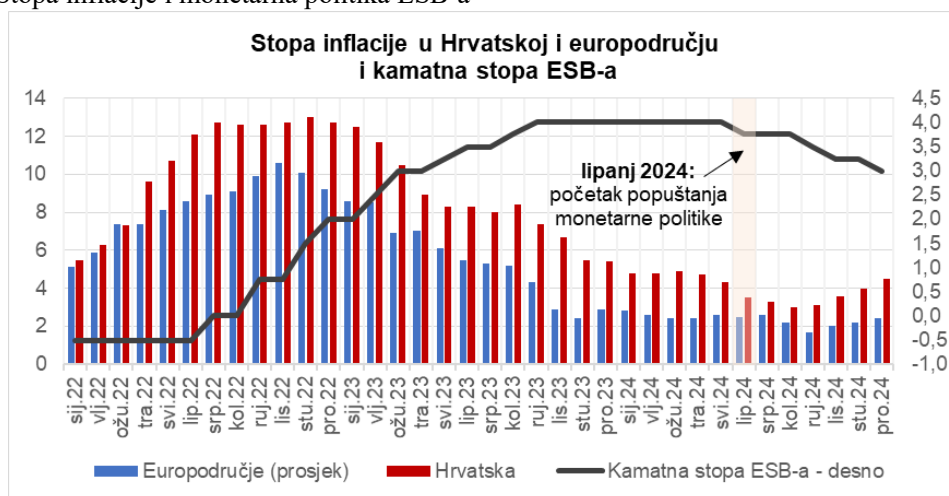
⁶ Sorić, P., 2024., The euro and inflation in Croatia: much ado about nothing?, *Public Sector Economics*, vol. 48, br. 1, https://pse-journal.hr/en/archive/the-euro-and-inflation-in-croatia-much-ado-about-nothing_11555/

⁷ Strategija za uvođenje eura kao službene valute u Republici Hrvatskoj, <https://euro.hr/wp-content/uploads/2022/07/h-strategija-za-uvodenje-eura-kao-sluzbene-valute-u-HR.pdf>.

Hrvatska je malo otvoreno gospodarstvo sa snažnim trgovinskim i financijskim vezama s europodručjem, a do prelaska na euro bila je i visoko eurizirana. U takvim je uvjetima i prije uvođenja eura monetarna politika u Hrvatskoj bila snažno vezana uz monetarnu politiku Europske središnje banke i zasnivala se na održavanju stabilnosti tečaja kune prema euru, što je predstavljalo preduvjet očuvanja stabilnosti cijena i financijskog sustava. Zbog visokog stupnja eurizacije i visoke razine duga vezanog uz euro, Hrvatska je raspolagala uskim prostorom za aktivno korištenje monetarne politike kako tečajnim tako i kamatnim kanalom, pa je trošak odricanja od samostalne monetarne politike za Hrvatsku bio relativno nizak.

Monetarna politika koju je provodila Europska središnja banka kao odgovor na visoku inflaciju odgovarala je potrebama hrvatskog gospodarstva u razdoblju nakon uvođenja eura. Hrvatska je pristupila europodručju u razdoblju kada je Europska središnja banka intenzivno pooštravala monetarnu politiku. Podizanje kamatnih stopa započelo je još u srpnju 2022., dakle prije nego što je Hrvatska uvela euro, a nastavilo se do rujna 2023. kada je ključna kamatna stopa ESB-a dosegla 4%. ESB je u tih 15 mjeseci povećao svoju kamatnu stopu za ukupno 4,5 postotna boda. Restriktivna monetarna politika ESB-a prenijela se i na Hrvatsku pa su kamatne stope banaka znatno porasle, što se neosporno odrazilo na kreditnu aktivnost banaka. Primjerice, krajem 2023. prosječna kamatna stopa na kredite poduzećima do 1 mil. eura bila je za 2,8 postotnih bodova viša nego u prvoj polovini 2022. godine, zbog čega je potražnja poduzeća za kreditima zamjetno oslabila. Kamatne stope na stambene kredite također su porasle u tom razdoblju, iako manjim intenzitetom (za 1,2 postotna boda). Pod utjecajem restriktivne monetarne politike i stabilizacije cijena sirovina na međunarodnim tržištima, godišnja stopa inflacije u Hrvatskoj smanjila se s 13,1% u prosincu 2022. na 4,5% u prosincu 2023. i 3,4% u prosincu 2024.

Slika 4. Stopa inflacije i monetarna politika ESB-a



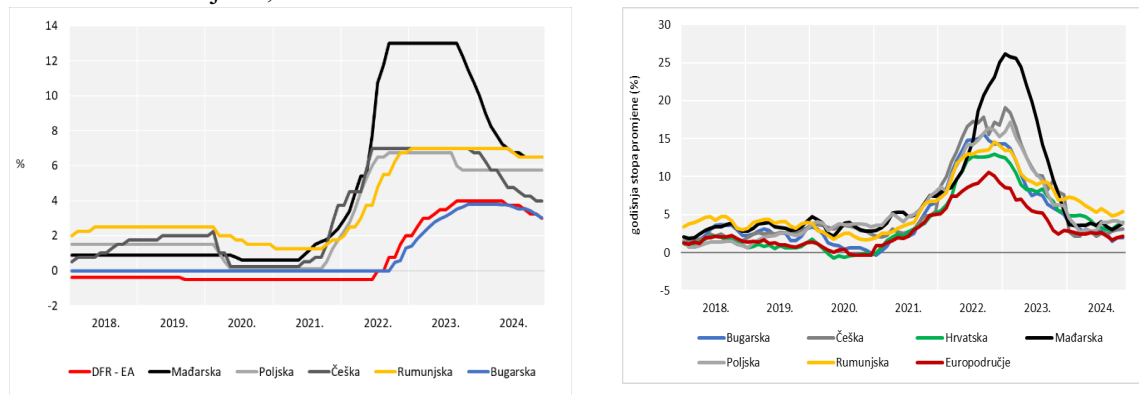
Izvori: Eurostat, ESB.

ESB je kamatnu stopu počeo snižavati u lipnju 2024. jer se do tog trenutka stopa inflacije u cijelom europodručju, uključujući Hrvatsku, vidljivo smanjila (Slika 4.). Dakle, odluka ESB-a o početku popuštanja monetarne politike također je odgovarala potrebama hrvatskog gospodarstva. Unatoč postupnom smanjenju kamatne stope, i dalje je riječ o razmjerno restriktivnoj monetarnoj politici. Međutim, krajem 2024. trend stope inflacije u Hrvatskoj počinje odstupati od trendova u europodručju, zbog čega se sada u Hrvatskoj primjenjuju i dodatne mjere (npr. makroprudencijalne i administrativne) za suzbijanje rasta cijena.

Iskustvo članica EU iz Središnje i Istočne Europe koje dijele određene sličnosti s Hrvatskom, a zadržale su vlastite valute (Mađarska, Češka, Poljska, Rumunjska i Bugarska, pri čemu je Bugarska u režimu

valutnog odbora, odnosno odrekla se samostalne monetarne politike, iako još nije uvela euro, dok se ostale oslanjaju na politiku ciljanja inflacije) pokazuje kako ih vlastita valuta nije zaštitila od visoke inflacije u zadnjih nekoliko godina. Naprotiv, bez obzira na snažan porast ključnih kamatnih stopa središnjih banaka u tim zemljama (u većini slučajeva znatno iznad kamatnih stopa Europske središnje banke), stopa inflacije u tim je zemljama bila uglavnom bila osjetno veća u odnosu na Hrvatsku, a još i više u odnosu na prosjek europodručja (Slika 3).

Slika 3. Ključne kamatne stope središnjih banaka (lijevo) i međugodišnja stopa inflacije - HIPC (desno) u odabranim zemljama, u %



Napomena: Ključna kamatna stopa za Mađarsku određena je temeljem prinosa dvotjednih trezorskih zapisa koje izdaje središnja banka, za Češku je dvotjedna repo stopa, za Poljsku jednotjedna stopa na operacije na otvorenom tržištu, za Rumunjsku repo stopa i za Bugarsku međubankovna stopa na novčanom tržištu.

Izvori: ESB; Eurostat; BIS

Promatra li se recentna inflacijska epizoda (lipanj 2021. - prosinac 2024.), cijene za potrošače ukupno su u Hrvatskoj porasle za 27,5% mjereno harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena, više od prosjeka europskog područja (18%), ali izuzev Slovenije najmanje među zemljama srednje i istočne Europe. Za građane Republike Hrvatske kumulativna inflacija bila je nešto niža, 25,8%, što pokazuje nacionalni indeks potrošačkih cijena koji odražava strukturu potrošnje domaćeg stanovništva, za razliku od harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena koji u strukturu potrošnje uključuje i potrošnju nerezidenata (stranih turista).

Guverner HNB-a ravnopravno sudjeluje u odlučivanju o zajedničkoj monetarnoj politici

Guverner HNB-a kao član Upravnog vijeća Europske središnje banke ravnopravno sudjeluje u odlučivanju o zajedničkoj monetarnoj politici, zajedno s guvernerima drugih 19 nacionalnih središnjih banaka država članica europskog područja i šest članova Izvršnog odbora Europske središnje banke. Članovi Upravnog vijeća analiziraju ekonomska, monetarna i financijska kretanja i prognoze te donose u pravilu svakih šest tjedana donose odluke o monetarnoj politici uzimajući u obzir europsko područje kao cjelinu, a ne pojedinačna gospodarstva. Odluke Upravnog vijeća, kao najvišeg tijela ESB-a za odlučivanje, donose se na prijedlog Izvršnog odbora, a Upravno vijeće pritom nastoji postići konsenzus svih članova, koji u njegovu radu sudjeluju u svom osobnom kapacitetu, upravo da se i na taj način izbjegne pristranost pojedinih članova u odnosu na zemlje iz kojih potječu.

U slučaju potrebe glasanja primjenjuje se precizno definiran sustav rotacije glasačkog prava, pri čemu glas svakoga člana s glasačkim pravom u određenom mjesecu vrijedi jednako. Rotacije glasačkih prava provode se na mjesečnoj osnovi. Države su u pogledu glasanja podijeljene u dvije skupine. U prvoj su velike države (Njemačka, Francuska, Italija, Nizozemska i Španjolska). Tih 5 zemalja dijeli 4 glasa prilikom glasanja u Upravnom vijeću. Preostalih 15 članica dijeli 11 glasova. S obzirom na to, važnost malih članica pri odlučivanju premašuje njihov značaj mjereno udjelom u broju stanovnika ili gospodarstvu europskog područja. Europska središnja banka je, u tom smislu, nadnacionalna financijska institucija u kojoj, za razliku od drugih takvih institucija (primjerice Međunarodni monetarni fond, Svjetska banka, Europska investicijska banka, EBRD), glasačka prava ne odražavaju strukturu vlasničkih prava, odnosno udio u upisanom kapitalu. To znači da u Europskoj središnjoj banci Republika Hrvatska ima znatno veći utjecaj nego u svim drugim međunarodnim financijskim institucijama čija je članica je postala.

Monetarna politika europodručja jedinstvena je za sve članice europodručja, što je opravdano zbog iznimne povezanosti njihovih gospodarstava i posljedične usklađenosti njihovih poslovnih ciklusa. Ta zajednička monetarna politika na gospodarstva europodručja utječe dvojako – izravno, djelujući na domaću potražnju, i neizravno, djelujući na potražnju u zemljama europodručja koja su u pravilu njihovi najvažniji gospodarski partneri.

Hrvatska narodna banka aktivno djeluje na ostvarivanju svog zakonskog cilja

Guverner Hrvatske narodne banke, kao član Upravnog vijeća Europske središnje banke od ulaska Hrvatske u europodručje suodlučuje o zajedničkoj monetarnoj politici. S obzirom na to da je Hrvatska u europodručje ušla u razdoblju povišene inflacije, guverner HNB-a pridonio je i založio se za donošenje odluka Upravnog vijeća ESB-a o daljnjem pooštavanju monetarne politike koje su se očitovale u daljnjem dizanju ključnih kamatnih stopa kao temeljnog instrumenta monetarne politike Eurosustava. Od početka 2023. Upravno vijeće ESB-a podizalo je ključne kamatne stope u šest uzastopnih sastanaka, u ukupnom iznosu od 200 baznih bodova. Ciklus podizanja kamatnih stopa koji je trajao od srpnja 2022. do rujna 2023. bio je ciklus najbržeg i najintenzivnijeg podizanja kamatnih stopa, a ključne kamatne stope dosegle su najviše razine od uspostavljanja europodručja. Ključne kamatne stope Europske središnje banke prenosile su se postupno na kamatne stope hrvatskih banaka na kredite i depozite građana i poduzeća. Osjetan pad stope inflacije na 8% u 2023. s 10,8% u 2022. godini, i dodatno spuštanje inflacije na 3% u 2024. može se dijelom pripisati i djelovanju transmisijskog mehanizma monetarne politike u Hrvatskoj.

Hrvatska narodna banka ima na raspolaganju i samostalno donosi mjere makroprudencijalne politike koje su u prvom redu usmjerene na očuvanje stabilnosti financijskog sustava, no mogu pripomoći i ostvarivanju stabilnosti cijena. S obzirom na izraženi porast kredita stanovništvu, osobito gotovinskih namjenskih kredita, Hrvatska narodna banka upravo uvodi mjeru makrobonitetne politike radi ograničavanja kriterija kreditiranja potrošača kako bi time ostvarila dva cilja – spriječila prekomjerno zaduživanje potrošača i nastanka poteškoća pri otplati kredita, i djelovala na usporavanje rasta cijena ublažavanjem kreditno financirane potrošnje, u trenutnim makroekonomskim uvjetima obilježenima brzim rastom potrošnje kućanstava.

Isplata kamata na prekonoćne depozite banaka ne može se smatrati troškom uvođenja eura

Jedan od glavnih instrumenta monetarne politike Europske središnje banke su stalno raspoložive mogućnosti, koje čine stalno raspoloživa mogućnost prekonoćnog deponiranja po kamatnoj stopi na prekonoćni depozit (*engl.* Deposit Facility Rate, DFR) i stalno raspoloživa mogućnost granične posudbe od nacionalne središnje banke po kamatnoj stopi za prekonoćne posudbe (*engl.* Marginal Lending Facility Rate, MLFR). Upravo su isplate kamata po povišenim kamatnim stopama na prekonoćne depozite od srpnja 2022. godine naovamo pridonijele spuštanju stope inflacije. DFR je ključna kamatna stopa ESB-a jer ona određuje stopu po kojoj banke mogu plasirati višak likvidnosti kod ESB-a. Budući da ukamaćivanje po DFR stopi predstavlja "sigurno utočište" za višak likvidnosti, ta kamatna stopa postaje referentna točka za cijelo tržište. Drugim riječima, DFR postavlja donju granicu za kamatne stope na međubankovnom tržištu, jer nijedna banka neće posuđivati sredstva po stopi nižoj od one koju može ostvariti deponiranjem viška kod ESB-a. Promjena ključnih kamatnih stopa Europske središnje banke, odnosno promjena DFR-a, odražava se i na kamatne stope na kredite banaka i depozite koje banke primaju. Taj je prijenos neizravan i postupan kroz vrijeme, a kako se realizira, utječe na promjene u odlukama o štednji, potrošnji i investicijama kućanstva i poslovnog sektora, koje onda s dodatnim vremenskim pomakom utječu na inflaciju. Da bi Eurosustav u trenutnim okolnostima mogao ostvarivati svoj glavni cilj, a to je održavanje godišnje stope inflacije na razini od 2% u srednjem roku, bilo je nužno

plaćati kamatne stope na depozite banaka. Kamate na prekonoćni depozit obračunavaju se na depozite banaka po DFR stopi, a po gotovo jednakoj stopi obračunava se i kamata na depozite države i državnih institucija koje imaju otvoren račun kod središnje banke.

Isplata kamata na depozite banaka element je troška nacionalnih središnjih banaka Eurosustava, no ne može se smatrati troškom pristupanja europodručju. Naime, i središnje banke članica EU koje su zadržale vlastitu monetarnu politiku (a i mnogih drugih zemalja) vode monetarnu politiku u cilju očuvanja stabilnosti cijena te pritom koriste instrument depozitnih stopa. Plaćanje kamata na depozite stoga nije specifičnost Eurosustava. Središnje banke članica EU s vlastitom valutom također su imale visoke privremene troškove povezane s isplatom kamata po depozitima, koji su u nekima od tih država čak i nadmašili iznos kapitala (što se u Hrvatskoj nije dogodilo). Stoga troškovi monetarne politike u proteklom razdoblju nisu bili povezani isključivo s uvođenjem eura, nego s inflacijskim pritiscima, koji su bili globalne naravi, u okružju još uvijek povišenih viškova likvidnosti.

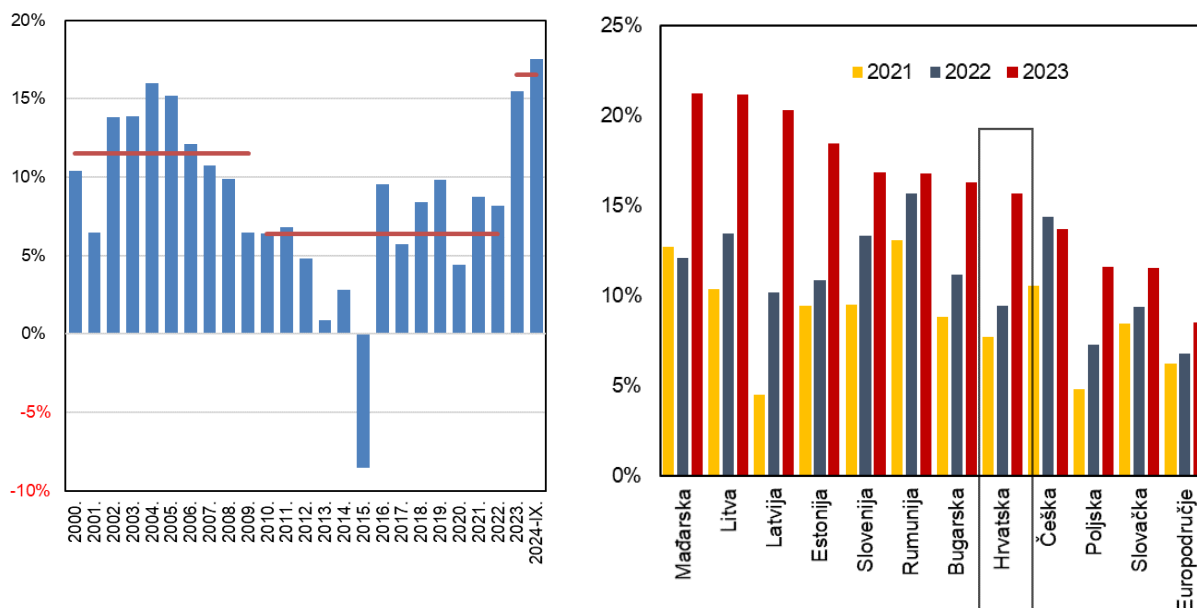
Iako je cilj središnjih banaka niska i stabilna inflacija, a ne profit, guverner Vujčić je na Upravnom vijeću ESB-a, zajedno s nekolicinom kolega guvernera nacionalnih središnjih banaka, inicirao raspravu o ukidanju kamata na obveznu pričuvu banaka i povećanju stope obvezne pričuve. Prvi dio prijedloga – ukidanje kamata na obveznu pričuvu banaka – prihvaćen je i stupio na snagu u rujnu 2023. godine. Međutim, prijedlog povećanja stope obvezne pričuve do sada nije uspio dobiti dostatnu potporu članova Upravnog vijeća jer su prevladavale bojazni da bi takav potez mogao imati nepredviđen i neželjen učinak na karakter monetarne politike. Ipak, već i samo ukidanje kamate na obveznu pričuvu u 2023. i 2024. HNB-u je štedio oko pedeset milijuna eura godišnje.

Profitabilnost hrvatskih banaka privremeno povećana, ali i dalje niža nego u usporedivim zemljama

Isplata kamata na prekonoćne depozite banaka kod Hrvatske narodne banke u uvjetima visoke likvidnosti bankovnog sustava utjecala je na profitabilnost banaka u Republici Hrvatskoj. Povrat na kapital (ROE) domaćeg bankovnog sustava znatno je porastao u posljednje dvije godine nakon što je duže vrijeme oscilirao oko umjerene razine (Slika 4). Taj porast profitabilnosti domaćih banaka primarno odražava promjene u monetarnoj politici ESB-a, odnosno rast kamatne stope na mogućnost prekonoćnog deponiranja viškova likvidnosti. Pritom je profitabilnost domaćih banaka i dalje osjetno niža od pokazatelja profitabilnosti banaka u većini zemalja srednje i istočne Europe (Slika 5). Budući da je sredinom 2024. počeo proces smanjivanja ključnih kamatnih stopa Europske središnje banke, očekuje se postupno smanjenje profitabilnosti banaka.

Slika 4. Prinos na kapital (ROE) kroz godine

Slika 5. Usporedba s zemljama SIE regije



Napomena: Podaci za 2024. odnosne se na anualizirani Izvor: ESB. CBD2 : Consolidated Banking data podatak temeljem dobiti u prvih 9 mjeseci 2024. Crvena linija označava prosjek razdoblja. Izvor: HNB.

Nekadašnjim deviznim rezervama i dalje gotovo u cijelosti upravlja HNB

Financijska imovina koja je prije uvođenja eura imala status međunarodnih pričuva ostala je gotovo u cijelosti pod upravljanjem HNB-a. Prilikom pristupanja europodručju propisano je da nacionalna središnja banka države članice Europskoj središnjoj banci (ESB-u) prenosi dio međunarodnih, odnosno deviznih pričuva. Pritom se iznos prijenosa deviznih pričuva određuje prema kapitalnom ključu nacionalne središnje banke u odnosu na postojeće stanje međunarodnih pričuva ESB-a. Temeljem takvog izračuna, ESB je 30. prosinca 2022. donio Odluku (EU) 2023/135 o uplaćivanju kapitala, prijenosu deviznih pričuva i doprinosima Hrvatske narodne banke u pričuve i rezervacije ESB-a (ESB/2022/51), a devizne pričuve koje je HNB trebao prenijeti ESB-određene su u iznosu od 639,9 milijuna eura (svega 2,3% tadašnjih bruto međunarodnih pričuva Republike Hrvatske). Taj prijenos izvršen je na početku 2023. godine.⁸

HNB je na temelju prijenosa dijela međunarodnih pričuva HNB u svojoj bilanci na strani imovine zadržao istovjetan iznos potraživanja od ESB-a. To znači da se zbog prijenosa pričuva imovina HNB-a uopće nije smanjila odnosno da ta sredstva nisu nestala iz bilance HNB-a, a ESB na 75% iznosa prenesenih pričuva plaća kamatu određenu temeljem kamatne stope na novčani depozit (DFR).

HNB operativno sudjeluje u upravljanju deviznim pričuvama koje su s pristupanjem europodručju prenesene ESB-u, kao što to u ime ESB-a čine i sve druge nacionalne središnje banke Eurosustava. U praksi to znači da u sklopu pripadajućih radnih grupa i odbora pri ESB-u i u suradnji s drugim nacionalnim

⁸ Više na temu prijenosa i upravljanja međunarodnim pričuvama nakon uvođenja eura može se naći na sljedećoj poveznici: <https://www.hnb.hr/-/sto-ce-biti-s-medjunarodnim-pricuvama-kada-uvvedemo-euro->, a više informacija o samoj transakciji prijenosa pričuva HNB-a na poveznici: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/upravljanje-financijskom-imovinom>.

središnjim bankama sudjeluje u pojedinim poslovnim aktivnostima koje se tiču upravljanja ulagačkim portfeljima zajedničkih prenesenih pričuva.⁹

Cjelokupnom preostalom financijskom imovinom i dalje upravlja HNB. Tom imovinom HNB i nadalje upravlja u skladu s vlastitim odrednicama, a prema načelima likvidnosti i sigurnosti ulaganja (Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci, članak 19., stavak 1). Upravljanje vlastitom imovinom odražava organizaciju Eurosustava prema kojoj nacionalne središnje banke i nakon uvođenja eura trebaju, između ostaloga, osiguravati vlastitu financijsku neovisnost i imati dostatna financijska sredstva kako bi nesmetano obavljale zadaće koje ostaju u nadležnosti pojedine nacionalne središnje banke.

⁹ Pričuvama prenesenim u ESB upravlja se zajednički odnosno decentralizirano – ESB je zadužen za donošenje strateškoga i taktičkoga investicijskog okvira za upravljanje portfeljima i rizicima te za operativnu podršku, dok nacionalne središnje banke na tržištu provode transakcije u ime ESB-a.