

# Komparativna analiza uvjeta financiranja u članicama Eurozone

---

**Robić, Fran**

**Master's thesis / Diplomski rad**

**2024**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Zagreb, Faculty of Economics and Business / Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:148:936443>

*Rights / Prava:* [Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 Unported/Imenovanje-Nekomercijalno-Dijeli pod istim uvjetima 3.0](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-01-07**



*Repository / Repozitorij:*

[REPEFZG - Digital Repository - Faculty of Economics & Business Zagreb](#)



**Sveučilište u Zagrebu  
Ekonomski fakultet  
Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij  
Poslovna ekonomija – smjer Financije**

# **Komparativna analiza uvjeta financiranja u članicama Eurozone**

**Diplomski rad**

**Fran Robić**

**Zagreb, rujan 2024.**

**Sveučilište u Zagrebu**  
**Ekonomski fakultet**  
**Integrirani preddiplomski i diplomski sveučilišni studij**  
**Poslovna ekonomija – smjer Financije**

**Comparative analysis of financing conditions in Eurozone  
members**

**Diplomski rad**

**Fran Robić**  
**0067587201**

**Prof. dr. sc. Marijana Ivanov**

**Zagreb, rujan 2024.**

## IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je diplomski rad / seminarski rad / prijava teme diplomskog rada isključivo rezultat mog vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu, a što pokazuju korištene bilješke i bibliografija.

Izjavljujem da nijedan dio rada / prijave teme nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog izvora te da nijedan dio rada / prijave teme ne krši bilo čija autorska prava.

Izjavljujem, također, da nijedan dio rada / prijave teme nije iskorišten za bilo koji drugi rad u bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.

Fran Robić

Zagreb, 02.13.2024



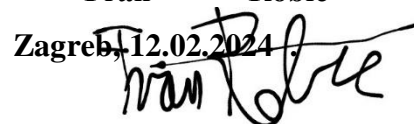
## STATEMENT ON THE ACADEMIC INTEGRITY

I hereby declare and confirm by my signature that the final thesis is the sole result of my own work based on my research and relies on the published literature, as shown in the listed notes and bibliography. I declare that no part of the thesis has been written in an unauthorized manner, i.e., it is not transcribed from the non-cited work, and that no part of the thesis infringes any of the copyrights.

I also declare that no part of the thesis has been used for any other work in any other higher education, scientific or educational institution.

Fran Robić

Zagreb, 12.02.2024



## SAŽETAK

Rad provodi dubinsku analizu uvjeta financiranja u članicama eurozone i njihovog utjecaja na ekonomske rezultate zemalja. Istražuju se trendovi u kamatnim stopama, kreditnim uvjetima i pristupu financijskim tržištima, počevši od osnivanja eurozone, te se analizira kako ti čimbenici oblikuju financijske pozicije i gospodarske politike u svakoj zemlji članici. Osim toga, rad proučava različite financijske instrumente, istražujući čimbenike koji utječu na ekonomski rast, stabilnost i pristup kapitalu.

Kroz komparativnu analizu i promatranje trendova, rad pruža uvid u složene mehanizme koji oblikuju uvjete financiranja u eurozoni, istražujući kako se različiti čimbenici prepliću i utječu na stabilnost i financijsku integraciju unutar regije. Ova analiza je ključna za razumijevanje dinamike financijskih promjena u eurozoni i kako ekonomske politike podržavaju stabilnost i prosperitet euro područja.

**Ključne riječi:** Uvjeti financiranja, Europska centralne banka, kreditni uvjeti, Eurozona, monetarna politika, financijski mehanizmi

## ABSTRACT

The paper conducts an in-depth analysis of the financing conditions in the eurozone members and their impact on the economic results of the countries. Trends in interest rates, credit conditions and access to financial markets are explored, starting with the establishment of the Eurozone, and how these factors shape financial positions and economic policies in each member country is analyzed. In addition, the paper studies various financial instruments, exploring the factors that influence economic growth, stability and access to capital. dynamics of changes within the Eurosystem and how monetary policy impacts the stability and prosperity of the euroarea.

**Key words:** Financing conditions, European Central Bank, credit conditions, Eurozone, monetary policy, financial mechanisms

## SADRŽAJ

<b>1. UVOD .....</b>	<b>1</b>
<b>1.1. Predmet i cilj rada .....</b>	<b>1</b>
<b>1.2. Metode istraživanja i izvori podataka.....</b>	<b>1</b>
<b>1.3. Sadržaj i struktura rada .....</b>	<b>1</b>
<b>2. TEORIJSKI OKVIRI: UVJETI FINANCIRANJA.....</b>	<b>3</b>
<b>2.1. Oblici financiranja nefinancijskih sektora.....</b>	<b>3</b>
<b>2.2. Definiranje ključnih pokazatelja uvjeta kreditnog financiranja .....</b>	<b>4</b>
<b>2.3. Monetarna politika i njen utjecaj na financijske uvjete.....</b>	<b>5</b>
<b>3. ANALIZA UVJETA FINANCIRANJA NA TRŽIŠTU BANKOVNIH KREDITA ....</b>	<b>10</b>
<b>3.1. Uvjeti kreditnog financiranja za poduzeća .....</b>	<b>10</b>
<b>3.2. Uvjeti kreditnog financiranja za kućanstva.....</b>	<b>14</b>
<b>3.3. Alternative zaduživanja države putem kredita i emisije vrijednosnica.....</b>	<b>16</b>
<b>4. KOMPARATIVNA ANALIZA UVJETA KREDITNOG FINANCIRANJA U ODABRANIM ZEMLJAMA .....</b>	<b>18</b>
<b>4.1 Utjecaj monetarne politike ESB-a na financijske uvjete.....</b>	<b>20</b>
<b>4.2 Komparativna analiza kamatnih stopa u odabranim članicama europodručja ....</b>	<b>21</b>
<b>4.3 Usporedba kreditnih uvjeta u odabranim članicama europodručja .....</b>	<b>29</b>
<b>4.4 Analiza utjecaja makroekonomskih pokazatelja na uvjete financiranja .....</b>	<b>33</b>
<b>4.5. Utjecaj financijske stabilnosti i kreditnog rejtinga na uvjete financiranja .....</b>	<b>38</b>
<b>5. ZAKLJUČAK.....</b>	<b>44</b>
<b>POPIS LITERATURE .....</b>	<b>45</b>
<b>POPIS SLIKA.....</b>	<b>48</b>
<b>POPIS GRAFIKON .....</b>	<b>48</b>
<b>ŽIVOTOPIS AUTORA .....</b>	<b>49</b>

# 1. UVOD

## 1.1. Predmet i cilj rada

Predmet rada "Komparativna analiza uvjeta financiranja u članicama eurozone" je detaljno istraživanje i usporedba uvjeta financiranja unutar različitih zemalja eurozone. Ovo uključuje analizu kamatnih stopa, uvjeta kreditiranja, dostupnosti financijskih sredstava, te kako se ovi uvjeti mijenjaju pod utjecajem monetarne politike Europske središnje banke. Cilj rada je razumjeti kako različite ekonomske i monetarne politike utječu na pojedine članice eurozone, identificirati ključne faktore koji utječu na financijske uvjete, te pružiti uvide koji mogu pomoći donositeljima politika, investitorima i akademskoj zajednici u donošenju informiranih odluka i strategija.

## 1.2. Metode istraživanja i izvori podataka

U svom radu "Komparativna analiza uvjeta financiranja u članicama eurozone", koristit će se komparativna analiza za usporedbu kako se kamatne stope, koje određuje ECB, različito odražavaju na uvjete financiranja unutar članica eurozone. Analizirat će se podatke o kamatnim stopama, dostupnim preko Europske središnje banke, nacionalnih statističkih agencija, i međunarodnih financijskih institucija. Također, primijenit će se deskriptivna analiza za detaljno opisivanje utjecaja ovih kamatnih stopa na ekonomije pojedinih članica, koristeći se akademskim i industrijskim istraživanjima kako bi se podržali nalazi rada. Ove metode i izvori podataka omogućit će dublji uvid u složeni odnos između politika ECB-a i financijskih uvjeta unutar eurozone.

## 1.3. Sadržaj i struktura rada

U uvodnom poglavlju, detaljno se razrađuje predmet i cilj rada, pružajući jasnu definiciju ključnih koncepta i ciljeva istraživanja. Također, ovaj dio se bavi metodama

istraživanja i izvorima podataka, objašnjavajući kako će se prikupljati i analizirati podaci te kako će se osigurati njihova relevantnost i točnost. Konačno, uvodno poglavlje pruža pregled cjelokupne strukture rada, definirajući kako će svako poglavlje pridonijeti ukupnom razumijevanju teme. U drugom poglavlju, rad se fokusira na teorijske okvire koji su temeljni za razumijevanje uvjeta financiranja u članicama eurozone. Ovdje se analiziraju teorijski koncepti i modeli koji objašnjavaju kako kamatne stope i drugi financijski uvjeti utječu na ekonomije zemalja članica. Treće poglavlje je posvećeno komparativnoj analizi uvjeta financiranja u odabranim zemljama eurozone. Ovo poglavlje uspoređuje i kontrastira kako različiti ekonomski i regulativni okviri utječu na financiranje u ovim zemljama. Cilj je identificirati obrasce, sličnosti i razlike koje postoje među članicama, pružajući uvide u specifične izazove i prilike unutar svake ekonomije. Zaključno poglavlje sintetizira sve prethodno prikupljene nalaze, donoseći zaključke o trenutnom stanju i budućim izgledima uvjeta financiranja unutar eurozone. Ovaj dio također razmatra implikacije istraživanja za donositelje politika, investitore i akademsku zajednicu, naglašavajući važnost kontinuiranog praćenja i prilagodbe monetarnih strategija za postizanje optimalnih ekonomskih ishoda.



## 2. TEORIJSKI OKVIRI: UVJETI FINANCIRANJA

### 2.1. Oblici financiranja nefinancijskih sektora

Nefinancijski sektor primarno se financira kroz dva osnovna izvora: dug i vlasnički kapital, koji služe kao ključni mehanizmi za pružanje potrebnih sredstava tvrtkama izvan financijskog sektora (Bê Duc et al, 2005).

Dug uključuje sredstva koja su posuđena od vanjskih ulagatelja, a tvrtka se obvezuje vratiti ih uz dogovorenu kamatnu stopu i prema definiranim vremenskim uvjetima. Ovaj segment obuhvaća bankovne kredite koji su često preferirani zbog prilagodljivosti uvjeta i mogućnosti pregovaranja te vrijednosne papire dugovanja koji mogu biti plasirani na dva načina: privatno, s ograničenom trgovinom i usmjereni specifičnim investitorima, i javno, gdje su izdani vrijednosni papiri likvidniji i široko prometovani na financijskim tržištima. Kamatne stope i uvjeti ovisni su o kreditnoj sposobnosti izdavatelja, procijenjeni kroz ocjene (rejtinge) koje dodjeljuju specijalizirane agencije. Ove ocjene služe kao indikator rizika povezanog s ulaganjem i mogu značajno utjecati na trošak financiranja za tvrtku.

Vlasnički kapital predstavlja sredstva dobivena izdavanjem dionica, čime investitori postaju suvlasnici tvrtke s pravom na dio njezinih budućih profita. Za razliku od duga, vlasnički kapital ne podrazumijeva obvezu povrata uložениh sredstava, ali nosi za investitore veći rizik. Ulagatelji u vlasnički kapital stoga očekuju potencijalno veći povrat na svoju investiciju, proporcionalan riziku koji preuzimaju. Vlasnički kapital može biti prikupljen putem privatnih plasmana ili javnim izdavanjem dionica na burzi, što tvrtkama može pružiti veću likvidnost i pristup širem krugu investitora.

Poseban oblik financiranja u nefinancijskom sektoru uključuje trgovinske kredite i avanse, koji predstavljaju oblike kratkoročnog financiranja gdje tvrtke koriste kreditne linije od dobavljača ili unaprijed plaćaju za robu i usluge. Ovi oblici financiranja omogućavaju tvrtkama veću operativnu fleksibilnost i pomažu u upravljanju tekućim likvidnostima i financijskim tokovima.

Zaključno, kombinacija dugovnog i vlasničkog financiranja, zajedno s prilagodljivim instrumentima poput trgovinskih kredita, omogućava nefinancijskim poduzećima da efikasno

upravljaju svojim financijskim potrebama, podržavajući rast, ekspanziju i inovacije u svom poslovanju. Razumijevanje i strateška primjena ovih različitih oblika financiranja ključni su za postizanje dugoročne financijske stabilnosti i uspjeha.

## 2.2. Definiranje ključnih pokazatelja uvjeta kreditnog financiranja

U kontekstu dinamičnog poslovnog okruženja, kreditno financiranje ima ključnu ulogu u osiguravanju potrebnih sredstava za rast i razvoj poduzeća. Da bi se uspješno navigiralo kroz složen proces kreditiranja, ključno je razumjeti osnovne pokazatelje uvjeta kreditnog financiranja. Ti pokazatelji ne samo da pružaju uvid u troškove i obveze vezane uz preuzimanje duga, već također olakšavaju procjenu rizika i održivosti financijskih aranžmana. Od kamatnih stopa koje određuju cijenu posuđenih sredstava, preko rokova otplate koji utječu na likvidnost, do osiguranja kredita i kreditne sposobnosti dužnika - svaki pokazatelj ima svoj značaj u formiranju uvjeta pod kojima će kredit biti odobren. U nastavku su detaljno definirani i objašnjeni ključni pokazatelji:

- **Kamatna stopa:** Kamatna stopa predstavlja postotak od ukupnog iznosa kredita koji dužnik mora platiti kreditoru kao cijenu za korištenje posuđenih sredstava. Kamatne stope mogu biti fiksne, gdje se stopa ne mijenja tijekom trajanja kredita, ili promjenjive, gdje se stopa periodično prilagođava temeljem tržišnih uvjeta. Ovaj pokazatelj direktno utječe na ukupni trošak kredita za dužnika.
- **Rok otplate:** Rok otplate označava period unutar kojeg dužnik mora vratiti posuđena sredstva, uključujući glavnica i kamate. Duljina roka otplate može značajno utjecati na visinu mjesečnih obroka otplate i ukupnu financijsku opterećenost dužnika. Dugoročni krediti mogu smanjiti mjesečni teret, ali obično rezultiraju većim ukupnim plaćenim kamatama.
- **Kreditna sposobnost:** Ovaj pokazatelj odražava procijenjenu sposobnost dužnika da ispunjava svoje obveze vraćanja kredita. Uobičajeno se procjenjuje kroz analizu kreditne povijesti, prihoda, postojećih dugova i drugih financijskih obveza. Visoka kreditna sposobnost može rezultirati povoljnijim uvjetima kreditiranja.
- **Osiguranje kredita:** Zahtijeva da dužnik osigura kredit nekom vrstom imovine (kolateralom), koja služi kao sigurnost za kreditora u slučaju neispunjenja obveza od strane dužnika. Vrsta i vrijednost kolaterala mogu utjecati na uvjete kredita, uključujući kamatnu stopu.

- **Naknade i troškovi:** Uključuje sve dodatne troškove povezane s osiguranjem i obradom kredita, kao što su naknade za obradu, troškovi procjene, i pravne naknade. Transparentnost ovih troškova presudna je za razumijevanje stvarnog troška kredita.
- **Omjer duga prema prihodu (DTI):** Ovaj pokazatelj uspoređuje ukupni mjesečni dug dužnika s njegovim ukupnim mjesečnim prihodom, pružajući uvid u sposobnost dužnika da upravlja dodatnim dugom. Niski DTI omjeri često su preferirani od strane kreditora.

### 2.3. Monetarna politika i njen utjecaj na financijske uvjete

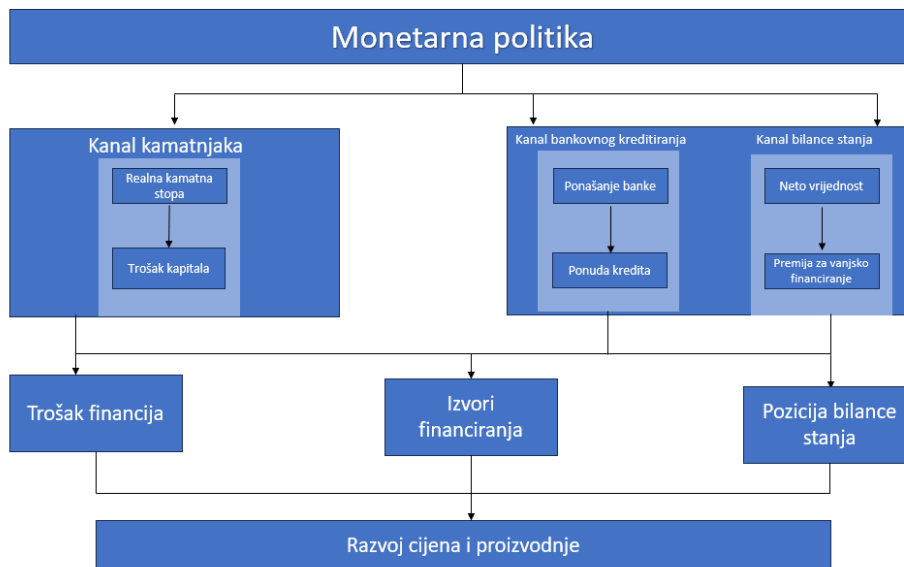
Uvjeti financiranja, odnosno kamatne stope na koje utječe središnja banka, imaju ključnu ulogu u procesu transmisije monetarne politike. U tu svrhu, kako bi odredile odgovarajući karakter svoje politike, središnje banke redovito analiziraju trenutna stanja uvjeta financiranja i potrebna djelovanja za njihovo usmjeravanje. U Europskoj uniji važnost takvih analiza pojačana je od početka 2000-ih godina usporedno sa strukturnim padom kamatnih stopa u razdoblju prije uspostave ekonomske i monetarne unije i rastom duga privatnog sektora. Nadalje, uvođenje eura potaknulo je temeljne trendove u financijskom sustavu eurozone koji su zahtijevali sveobuhvatnije razumijevanje pokazatelja uvjeta financiranja u eurozoni, kako ističu Bê Duc i ostali (2005).

Monetarna politika predstavlja ključni alat kojim središnje banke upravljaju ekonomskom aktivnošću i financijskom stabilnošću zemlje. Putem manipulacije kamatnim stopama, kupovinom ili prodajom državnih vrijednosnih papira, i drugim operacijama na otvorenom tržištu, središnje banke utječu na ponudu novca, potrošačku potražnju, investicije, tečajeve valuta i inflaciju. Promjene u monetarnoj politici utječu na širok spektar financijskih uvjeta, oblikujući ekonomske izgleda i donošenje odluka u privatnom i javnom sektoru. Kroz različite kanale prijenosa, uključujući kamatne stope, kreditne uvjete i očekivanja tržišta, monetarna politika ima moć preoblikovanja potrošačke potrošnje, investicija poduzeća i ukupne gospodarske aktivnosti. S obzirom na njenu centralnu ulogu u ekonomiji, razumijevanje dinamike monetarne politike i njezinog utjecaja na financijske uvjete neophodno je za sve ekonomske aktere, od vladinih tijela i investitora, do običnih građana koji planiraju svoje financije.

Monetarna politika predstavlja skup mjera i odluka koje središnje banke donose u svrhu

ostvarivanja svojih ciljeva. Primarni cilj Europske središnje banke (ESB) u provođenju monetarne politike jest održavanje stabilnosti cijena, s inflacijskim ciljem od oko 2% u srednjoročnom razdoblju, čime se podupiru opće gospodarske politike usmjerene na punu zaposlenost i gospodarski rast (ECB, 2021). Kanali monetarne transmisije putem kojih monetarna politika ponajviše utječe na uvjete financiranja su kanal kamatnjaka i kreditni kanal ((Bê Duc et al, 2005; Angeloni, Kashyap i Mojon, 2003).

Slika 1. Kanali monetarnog prijenosa i uvjeti financiranja



Izvor: Bê Duc, L.; de Bondt, G.; Calza, A.; Ibáñez, D. M.; van Rixtel, A.; Scopel, S. (2005). Financing conditions in the Euro area, European Central Bank, Occasional paper series, No. 37, October

Teorija kanala kamatne stope zagovara stav da monetarna politika utječe na stvarnu kamatnu stopu, koja potom utječe na stvarni trošak raznih izvora financiranja kroz cijeli spektar ročnosti. Zbog njihove uloge u financijskom sustavu, banke su ključne u prenošenju promjena u referentnim kamatnim stopama središnjih banaka na kamatne stope pri kreditiranju poduzeća stanovništva i drugih sektora. Međutim, zbog visoke euroizacije koja je u Hrvatskoj bila prisutna do uvođenja eura i činjenice da je u Hrvatskoj glavni mehanizam prijenosa monetarne politike do tada bio devizni tečaj, za potrebe analize uvjeta financiranja u to vrijeme se koristilo i nekoliko varijabli koje odražavaju razvoj na domaćem tržištu stranih valuta. Prema Dumičić (2025), neovisno o smjeru kretanja tečaja, povećani EUR/HRK bid-ask spread i njegova volatilnost ukazivali su na veću nestabilnost i neizvjesnost povezano s ponašanjem tržišnih

sudionika te su signalizirali povećanu razinu stresa. Stoga je ovaj kanal bio od ključne važnosti za troškove financiranja, s očekivanim utjecajem na izvore financiranja i stanje bilanca nefinancijskih korporacija i kućanstava. Jedan od dodatnih razloga tome bilo je i financiranje banaka u inozemstvu čime se u Hrvatsku prenosio utjecaj promjena kamatnih stopa u praksi Europske središnje banke.

Kreditni kanal monetarne transmisije koncentrira se na pristup poduzeća vanjskom financiranju putem banaka, što varira s uvjetima financiranja (kanal bankovnih kredita) te na nesavršenosti na financijskom tržištu uzrokovane različitim stupnjevima informiranosti o stanju bilance posuđivača (kanal bilance poduzeća). Kreditni kanal posebno naglašava ulogu bankovnih kredita u utjecaju na razinu ukupne potrošnje svih sektora (Ivanov, Lovrinović, 2008).

Teorija kanala bankovnog kreditiranja sugerira da monetarna politika može imati asimetrične učinke zbog takozvanih „ograničenja financiranja“ i „ograničenja likvidnosti“ vezano uz osjetljivost različitih sektora na dostupnost unutarnjeg i vanjskog financiranja, odnosno na promjene u novčanom toku (Angeloni et al, 2003) i raspoloživom dohotku (de Bondt, 1999). Očekuje se da će monetarna politika imati relativno jak učinak na banke s malim rezervama likvidnih sredstava i/ili na nedovoljno kapitalizirane banke, budući da te banke možda neće moći kompenzirati zaoštavanje monetarne politike. Isto tako očekuje se da ima relativno jak učinak na nefinancijske korporacije i kućanstva koja ne mogu pribjeći drugim izvorima vanjskog ili unutarnjeg financiranja. To znači da na primjer manja poduzeća s ograničenim pristupom financiranju na tržištu vrijednosnica imaju viši stupanj financijske poluge financirane bankovnim kreditima (slično vrijedi i za sektor kućanstva), zbog čega smjene karaktera monetarne politike imaju na njih veće djelovanje nego u slučaju velikih poduzeća koja imaju veću dostupnost financiranja putem vrijednosnica (na tržištu kapitala i tržištu novca).

Važan faktor u navedenom djelovanju je i kapitala banaka koji djeluje na odluke banaka o kreditiranju, odnosno procikličnost ponašanja banaka, što su prepoznali i regulatori kroz zahtjeve za dodatni kapital i općenito značajnu usmjerenost regularne prakse na kapital banaka, na primjer uvođenjem Bazelskog sporazuma o kapitalnim zahtjevima (Chami i Cosimano, 2001) i kasnijim izmjenama bazelskih standarda. U situaciji kada banke nisu dovoljno kapitalizirane, ili je došlo do gubitka kapitala zbog materijalizacije kreditnih ili drugih rizika, banke nisu sklone povećati svoje kreditiranje bez prikupljanja dodatnog kapitala jer im

je sigurnost opstanka dovedena u pitanje, što s istodobno znači da će u takvim uvjetima moći prikupiti kapital jedino pod nepovoljnim uvjetima jer je i interes ulagača u kapital banaka niži (Van den Heuvel, 2002). Sve navedeno može biti razlog kontradiktornosti djelovanja monetarne i prudencijalne politike, na primjer ukoliko središnja banka ekspanzivnom monetarnom politikom želi olabaviti uvjete financiranja i snaženjem kreditne aktivnosti banaka stimulirati gospodarski rast, dok istodobno prudencijalni zahtjevi ograničavaju kreditnu aktivnost u uvjetima ako banke nisu pribavile dostatan regulatorni kapital.

Stoga, glavna pouka koja se može izvući iz teorije kanala bankovnog kreditiranja jest da su pokazatelji koji pružaju uvid u stupanj ovisnosti o bankama, ograničenja financiranja u ekonomiji i stanje banaka (poput kapitalne pozicije banke, profitabilnosti, likvidnosti, troškova financiranja i kreditnih ocjena) ključni za praćenje uvjeta financiranja.

Teorija kanala bilance stanja naglašava da su asimetrije informacija – ili razlike u razinama informiranosti između zajmodavaca i posuđivača – na tržištima kredita ključan element u širenju i pojačavanju početnog šoka monetarne politike. Te nesavršenosti na tržišta duga mogu dovesti do poskupljenja vanjskog financiranja u odnosu na unutarnje, kroz zahtjeve kreditora za plaćanjem određene premije rizika za vanjsko financiranje, a za dužnike mogućnost zaduživanja može postati tim teža što je veća vjerojatnost pada vrijednosti imovine koja se založe kao kolateral za zaduživanje. (ECB, n.p.)

Stoga, ključna spoznaja koja proizlazi iz teorije kanala bilance stanja jest da promjena u monetarnoj politici, s učincima na premiju za vanjsko financiranje i ukupne uvjete kreditiranja za posuđivače, može potencijalno utjecati na promjene pozicija bilance stanja posuđivača i/ili njihovu neto vrijednost. Pritom se kao ključni pokazatelji visine premije rizika pri zaduživanju poduzeća koriste visine razlike (*spread-a*) u prinosima korporativnih obveznica, kretanja cijena kreditnih izvedenica na osnovi statusta neispunjavanja obveza (*credit default swap*), eksterne ocjene kreditnog rejtinga poduzeća te pokazatelji bilance stanja korporacija i kućanstava, kao što je stupanj zaduženosti.

Dodatno, vrijeme, učinak i karakter kanala prijenosa koji djeluju kroz uvjete financiranja mogu se razlikovati ovisno o institucionalnom okruženju (Fase i de Bondt, 2000; Angeloni, et al, 2003). Razlike u mehanizmima prijenosa monetarne politike među zemljama, na primjer među različitim članicama europodručja unatoč jedinstvenoj monetarnoj politici ECB-a, mogu biti

rezultat razlika u financijskoj strukturi, ekonomskoj strukturi, pravnoj strukturi i drugim nacionalnim specifičnostima. Primjeri uključuju razmjere financiranja s promjenjivom kamatnom stopom naspram fiksnom kamatnom stopom, (pravnu) mogućnost refinanciranja bez dodatnih troškova i povlačenje kapitala iz nekretnina, ali i ekonomsku strukturu, budući da su neke industrije osjetljivije na promjene kamatnih stopa od drugih.

Obvezne rezerve predstavljaju jedan od instrumenata monetarne politike kojim centralne banke reguliraju količinu novca u optjecaju. One zahtijevaju da banke drže određeni postotak depozita kod centralne banke, što neposredno utječe na njihovu sposobnost kreditiranja. Marić (2021) naglašava da su obvezne rezerve učinkovit mehanizam za kontrolu likvidnosti bankarskog sektora, omogućujući centralnim bankama da utječu na kreditne uvjete i kamatne stope, a time i na krajnje makroekonomske ciljeve poput stabilnosti cijena, ekonomskog rasta i zaposlenosti. Smanjenjem stope obveznih rezervi, centralna banka može potaknuti banke na veće kreditiranje, potičući ekonomsku aktivnost, dok povećanje stope obveznih rezervi može pomoći u suzbijanju inflacije ograničavanjem količine novca kojeg banke mogu posuditi. S druge strane, u novijoj povijesti značaj ovog instrumenta sve je manji, posebno nakon što su uvedeni dodatni prudencijalni zahtjevi za kapital i likvidnost banaka.

### **3. ANALIZA UVJETA FINANCIRANJA NA TRŽIŠTU BANKOVNIH KREDITA**

U ovom poglavlju fokus je na analizi uvjeta kreditnog financiranja, ključnog aspekta koji utječe na ekonomsku dinamiku i odluke o investicijama unutar različitih sektora gospodarstva.

U prvom dijelu, 3.1. Uvjeti kreditnog financiranja za poduzeća, razmatra se kako se promjenjive kamatne stope, kreditni standardi, i ostali uvjeti financiranja odražavaju na sposobnost poduzeća da pristupe financijskim sredstvima potrebnim za širenje i operativne aktivnosti. Ovaj dio pruža uvid u mehanizme preko kojih financijska tržišta i institucije podržavaju korporativni sektor, ali i izazove s kojima se poduzeća suočavaju u pokušaju osiguravanja financiranja.

U drugom segmentu, 3.2. Uvjeti kreditnog financiranja za kućanstava, istražuje se kako uvjeti kreditiranja utječu na mogućnosti kućanstava da se zaduže za potrošnju ili investicije, poput kupnje nekretnina. Posebno se osvrće na varijacije u kreditnoj dostupnosti i kako promjene u monetarnoj politici mogu utjecati na sposobnost kućanstava da zadovolje svoje financijske potrebe.

U trećem dijelu, 3.3. Alternative zaduživanja države putem kredita i emisije vrijednosnica, analiziraju se metode kroz koje države mobiliziraju resurse za financiranje svojih potreba i projekata. Analiza uključuje usporedbu između tradicionalnog zaduživanja putem kredita i sve popularnijeg mehanizma financiranja kroz emitiranje vrijednosnica, razmatrajući prednosti i nedostatke svake metode u kontekstu makroekonomske stabilnosti i održivosti javnih financija. Cilj ovog poglavlja je pružiti detaljan pregled dinamike kreditnog financiranja i njegovog utjecaja na različite ekonomske aktere, uključujući poduzeća, kućanstva, i državu. Kroz razmatranje specifičnosti svakog segmenta, nastoji se identificirati ključne faktore koji oblikuju kreditno tržište i predvidjeti potencijalne trendove koji bi mogli utjecati na ekonomsku aktivnost i financijsku stabilnost.

#### **3.1. Uvjeti kreditnog financiranja za poduzeća**

Od početka Covid-pandemije, a posebice od prosinca 2020., Upravno vijeće ESB-a se obvezalo na očuvanje povoljnih uvjeta financiranja tijekom trajanja pandemije, smatrajući ih



„kompasom“ monetarne politike (Lane, 2022). Tijekom povijesti bilo je i razdoblja kada je politika ESB-a bila restriktivna te je zaoštava uvjete financiranja. U oba slučaja, da bi se zaključilo koliko je ESB bio uspješan u ostvarivanju svog djelovanja na uvjete financiranja, moraju postojati adekvatni pokazatelji temeljem kojih je moguće zaključiti kakvi su uvjeti financiranja.

ESB koristi holistički pristup za mjerenje uvjeta financiranja, pokrivajući širok spektar pokazatelja u cijelom prijenosnom lancu monetarne politike. Prema terminologiji koju koristi ESB, ti se pokazatelji promatraju od 1) takozvanih „uzvodnih“ faza, što znači počevši s kamatnim stopama su na početku monetarne transmisije (konkretno nerizične kamatne stope na međubankovnom tržištu i prinosi na državne vrijednosnice), do 2) takozvanih „nizvodnih“ faza, kod kojih se mjeri učinke na trošak i obujam vanjskog financiranja za poduzeća i stanovništvo (Ferrando i Gori 2021)

Na temelju opsežnog anketnog istraživanja i prikupljenog SAFE skupa podataka (pri čemu SAFE označava *Survey on access to finance of enterprises*), tri sintetička pokazatelja sažimaju kako su poduzeća od 2009. i u narednim godinama percepirala uvjete financiranja u europodručju, pri čemu su pitanja u anketi podijeljena u četiri skupine. Prva grupa pokriva promjene u uvjetima cijena i kamata. Druga se fokusira na promjene u uvjetima koji nisu vezani uz cijenu. Treća grupa pitanja odnosi se na financijski položaj tvrtki, a četvrta grupa pokriva percepcije tvrtki o promjenama u volji banaka za pružanje kredita. Analizom odgovora otprilike 35,000 tvrtki izdvojene su tri glavne komponente koje se odnose na financijski položaj tvrtki, uvjete koji nisu vezani uz cijenu i uvjete cijena. Pritom pozitivna vrijednost glavne komponente ukazuje na zaoštavanje uvjeta financiranja.

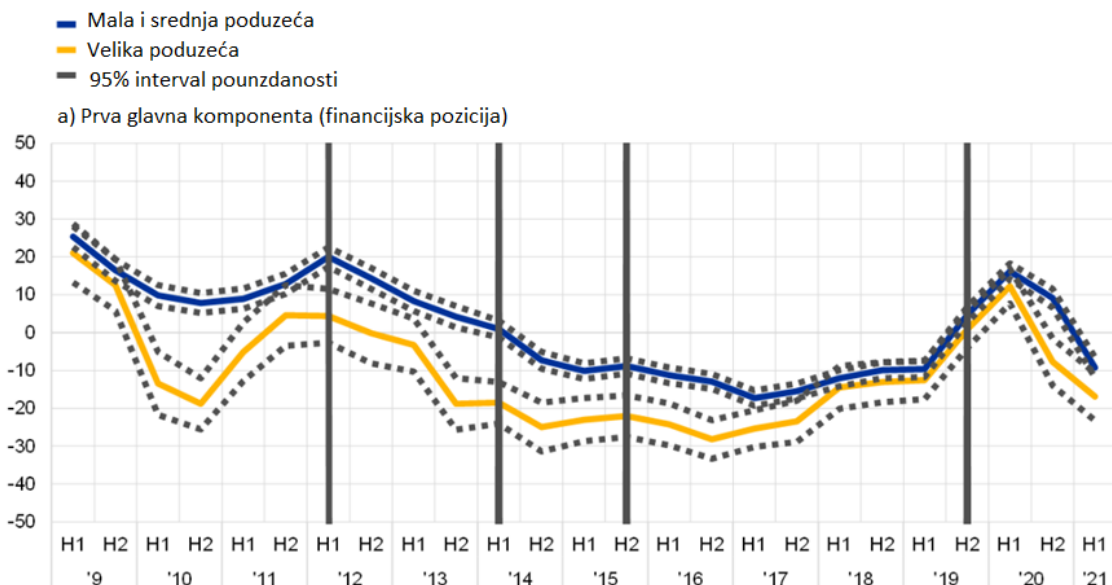
Na temelju tri sintetička pokazatelja za sveukupno razdoblje od 2009. do 2021. godine (Grafikoni 1-3) i unutar njega razdjeljene četiri faze (označene na grafikonima) može se zaključiti da promjene percepcije tvrtki o njihovim uvjetima financiranja uglavnom korespondiraju s mjerama monetarne politike ESB-a. U spomenutom razdoblju uglavnom je prevladavala ESB-ova politika labavljenja uvjeta financiranja kroz mjere za oporavak od Globalne financijske krize iz 2008. i posljedične recesije. Iako su općenito uvjeti financiranja stroži za mala i srednja poduzeća nego za velika, tijekom većeg dijela promatranog razdoblja uvjeti su se olakšali za poduzeća svih veličina.

Prvi pokazatelj uvjeta financiranja (Grafikon 1) naglašava značaj promjena u kvaliteti bilančnih podataka tvrtki, poput profita, vlastitog kapitala i kreditne sposobnosti, za njihov pristup vanjskom financiranju. U razdoblju koje obuhvaća početak i trajanje pandemije, nakon početnog pogoršanja, opaža se poboljšanje financijskog stanja tvrtki paralelno s oporavkom ekonomske aktivnosti. Mali i srednji poduzetnici su doživjeli pad profita i smanjenje kapitala, što je utjecalo na njihovu sposobnost da pristupe vanjskom financiranju. Međutim, u posljednjem krugu ankete, ti su poduzetnici izvijestili o poboljšanju uvjeta, uz optimistična očekivanja o dugoročnom rastu prometa, unatoč nepromijenjenoj slaboj profitabilnosti. S obzirom da je pandemija imala značajan učinak na ukupno gospodarstvo, već na samom početku pandemije su i velike kompanije zabilježile pad profita, ali je to bilo kratkotrajno.

*Grafikon 1. Indikator financijskih uvjeta kako poduzeća percipiraju promjene u svojoj financijskoj poziciji, uključujući profite, vlastiti kapital i kreditnu sposobnost.*

#### Pokazatelji uvjeta financiranja temeljeni na analizi faktora

(ponderirani rezultati u postocima)

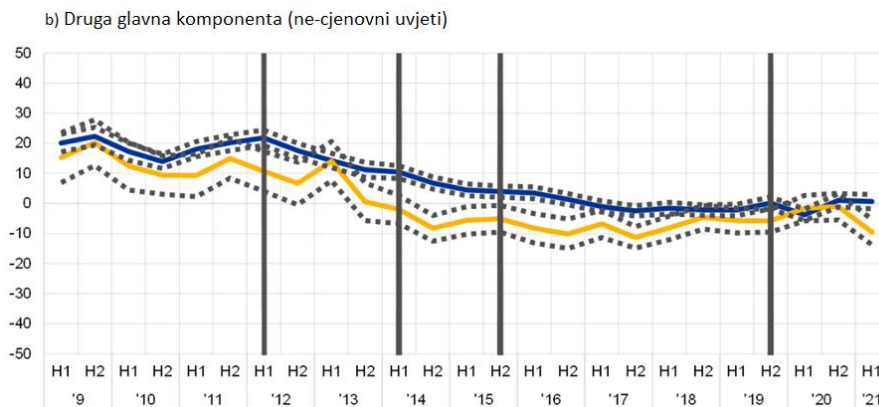


Izvor: Istraživanje ECB-a i Europske komisije o pristupu financiranju poduzeća (SAFE), preuzeto iz: Ferrando, A.; Gori, S. (2021). Financing conditions through the lens of euro area companies. ECB Economic Bulletin, Issue 8/2021.

Druga komponenta pokazatelja se uglavnom koncentrira na faktore povezane s promjenama banaka u zahtjevima za kolateral i druge garancije. Iz Grafikona 2 je vidljivo da je tijekom

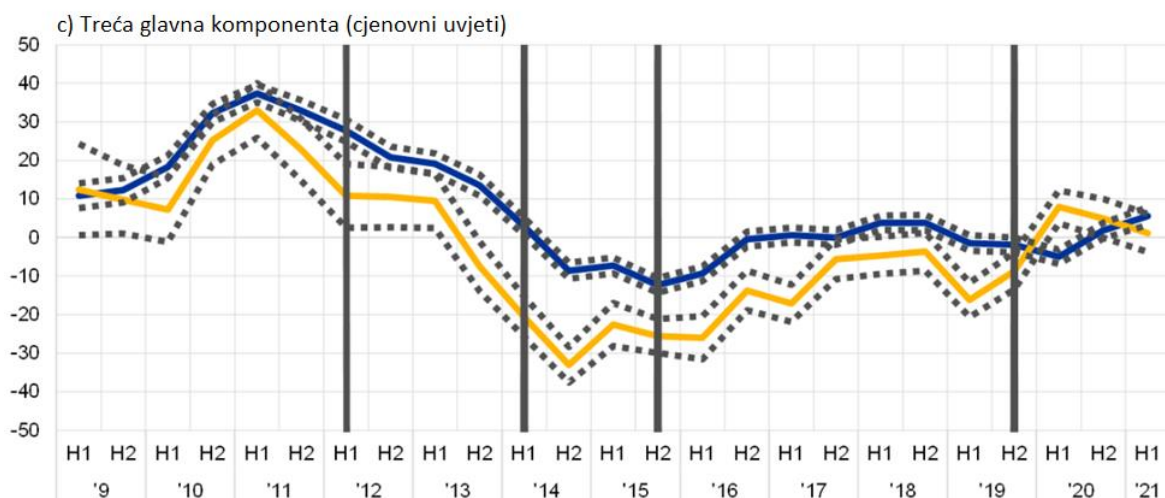
vremena ovaj pokazatelj imao manje amplitude promjena, s općenitim trendom ublažavanja uvjeta financiranja u razdoblju 2009.-2021. Međutim, pokazatelj ukazuje na olakšanje uvjeta financiranja za velike kompanije tijekom pandemije, dok su male i srednje velike tvrtke doživjele pogoršanje zbog povećanja zahtjeva za kolateralom i drugim uvjetima poput ugovornih obveza.

*Grafikon 2. Faktori povezani s promjenama u zahtjevima za kolateralom i druge garancije*



Izvor: Istraživanje ECB-a i Europske komisije o pristupu financiranju poduzeća (SAFE) preuzeto iz: Ferrando, A.; Gori, S. (2021). Financing conditions through the lens of euro area companies. ECB Economic Bulletin, Issue 8/2021.

*Grafikon 3. Faktori cjenovne uvjete financiranja, uključujući kamatne stope i ostale troškove financiranja.*



Izvor: Istraživanje ECB-a i Europske komisije o pristupu financiranju poduzeća (SAFE) preuzeto iz: Ferrando, A.; Gori, S. (2021). Financing conditions through the lens of euro area companies. ECB Economic Bulletin, Issue 8/2021.

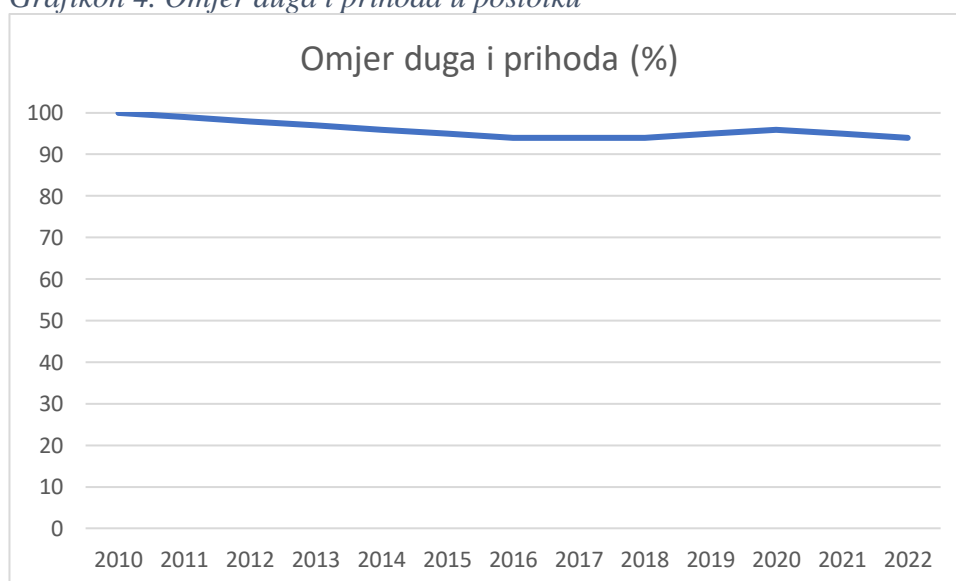
Treća komponenta pokazatelja uglavnom odražava promjene u kamatnim stopama i drugim troškovima financiranja. Ova komponenta najbolje pokazuje kako se monetarna politika prenosi na uvjete financiranja tvrtki kroz četiri ranije spomenute vremenske faze (podrazdoblja). „Za male i srednje poduzetnike, ukazuje na određeno zaoštavanje povezano s bankovnim troškovima od listopada 2020., dok za velike tvrtke pokazuje zaoštavanje na početku pandemije, koje se umjereno smanjilo u najnovijem razdoblju.“ (Ferrando i Gori, 2021).

### 3.2. Uvjeti kreditnog financiranja za kućanstva

Banke su glavni pružatelji financiranja kućanstvima kada ona trebaju posuditi sredstva. Ovo posuđivanje klasificira se prema svrsi za koju se odobrava, kao što je kupnja kuće (za kupnju stambenih nekretnina) ili za potrošnju (za kupnju robe i usluga).

Kreditni su najvažnije financijske obveze kućanstava i znatno utječu na njihov financijski položaj. Pogoršanje financijskog položaja kućanstava može negativno utjecati na buduću potrošnju. Pokazatelji financijske situacije kućanstava rutinski se koriste za takve analize. Ključni pokazatelji uključuju omjer duga i troškova kamata kućanstava prema bruto raspoloživom dohotku te njihov omjer duga prema financijskoj i nefinancijskoj imovini.

Grafikon 4. Omjer duga i prihoda u postotku

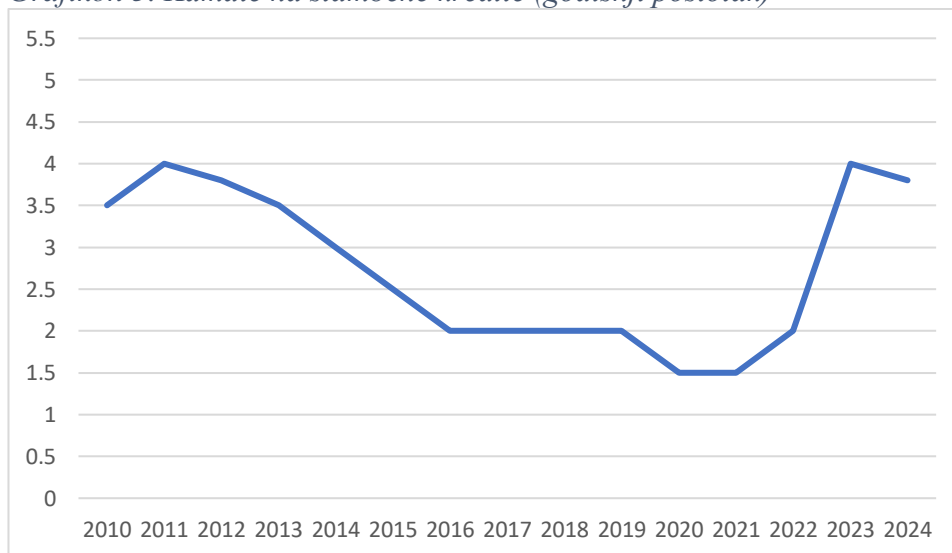


Izvor: Izrada autora prema podacima Europske Centralne Banke

Grafikon 4 prikazuje stabilnost omjera duga prema dohotku kućanstava u eurozoni u razdoblju od 2010. do 2022. godine. Iako su prisutne manje fluktuacija, omjer ostaje relativno nepromijenjen, što ukazuje na konstantno zaduživanje kućanstava u odnosu na njihov raspoloživi dohodak. Održavanje ovog omjera kroz vrijeme može sugerirati određenu ravnotežu između zaduživanja kućanstava i njihove ekonomske sposobnosti u servisiranju duga. Navedeno može biti rezultat različitih faktora, uključujući monetarnu politiku ESB-a, tržišne uvjete i promjene u potrošačkim navikama.

Grafikon 5 prikazuje trendove kamatnih stopa na kredite za kupnju stambenih nekretnina u eurozoni od 2010. do 2024. godine. Vidljivo je da su kamatne stope tijekom desetljeća opadale, dosegnuvši najnižu točku prije nego što su počele rasti oko 2020. godine. Ovaj trend snižavanja kamatnih stopa mogao bi biti rezultat ekspanzivne monetarne politike ESB-a, koja je imala za cilj potaknuti potrošnju i investicije. Povoljne kamatne stope olakšavale su kućanstvima zaduživanje za kupnju nekretnina, što je moglo doprinijeti stabilnosti tržišta nekretnina. Međutim, nedavni porast stopa od 2022. ukazuje na moguće zatezanje financijskih uvjeta, što bi moglo imati implikacije za pristupačnost stambenog kreditiranja za kućanstva. Ovaj obrat trenda posebno je važan za supervizore i donositelje politika u ocjeni potencijalnog utjecaja na financijsku stabilnost i potrošačku sposobnost kućanstava.

*Grafikon 5. Kamate na stambene kredite (godišnji postotak)*

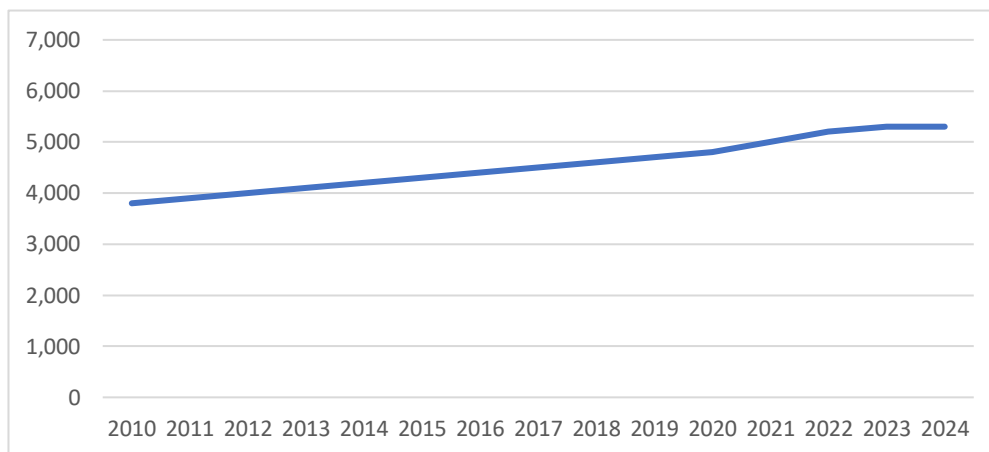


Izvor: Izrada autora prema podacima Europske Centralne Banke

U razmatranju obujma kredita za kupnju kuća u eurozoni u razdoblju od 2010. do 2024. godine (Grafikon 6), primjećuje se umjereni rast. U početnom periodu, od 2010. do 2014., količina

kredita se povećava blago, što ukazuje na postojanost uvjeta kreditiranja i oprez tržišta uslijed oporavka od globalne financijske krize. Od 2014. godine pa nadalje, dolazi do postepenog rasta koji signalizira poboljšanje ekonomskih uvjeta, kao rezultat niskih kamatnih stopa i povećanog povjerenja potrošača. Ovaj trend ukazuje na veću dostupnost kredita za kućanstva te na stabilnost tržišta nekretnina i financijskog sektora u eurozoni.

*Grafikon 6. Krediti za kupnju stambene nekretnine od 2010 do 2024*



Izvor: Izrada autora prema podacima Europske Centralne Banke

### **3.3. Alternative zaduživanja države putem kredita i emisije vrijednosnica**

Zaduživanje države može se ostvariti kroz dva primarna instrumenta: kreditno financiranje i emisiju vrijednosnica. Kreditno financiranje podrazumijeva podizanje kredita kod financijskih institucija ili drugih država, dok emisija vrijednosnica uključuje izdavanje obveznica ili drugih vrijednosnih papira kojima se prikupljaju sredstva od investitora.

„Zaduživanje države emisijom državnih vrijednosnica ima značajnih prednosti u usporedbi s kreditnim zaduživanjem. Prvo, stvaranje utrživih financijskih instrumenata najvišeg stupnja sigurnosti referentna je mjera i za sve ostale emisije vrijednosnica i njihovih cijena na financijskome tržištu. Drugo, tim se vrijednosnicama monetarna vlast koristi pri operacijama na otvorenome tržištu (sekundarnom tržištu) za kreiranje monetarne politike. Mogu se emitirati utržive vrijednosnice poput trezorskih zapisa i obveznica, zatim neutržive vrijednosnice i međunarodne obveznice“ (Kolačević i Hrečjac, 2011).

U praksi se pokazalo da je zaduživanje države kroz emisiju vrijednosnica često efikasnije i čini većinu javnog duga, posebno na središnjoj državnoj razini. To omogućava državi da se zaduži bez neposrednog utjecaja na monetarnu politiku te ne izaziva direktno povećanje novčane mase.

Emisija državnih obveznica, omogućava široko uključivanje građana i institucionalnih investitora u financiranje države, često s povoljnijim uvjetima od tradicionalnih bankarskih depozita. To je bilo primjetno i u slučaju Hrvatske, gdje je emisija takozvanih narodnih državnih obveznica naišla na izuzetno pozitivan odaziv od strane građana i institucionalnih investitora, što je znatno nadmašilo očekivanja. „Vlada je sa Zagrebačkom burzom danas potpisala ugovor o uvrštenju tzv. narodne obveznice na službeno tržište burze. Građani su u prvom krugu upisa upisali milijardu i 335 milijuna eura obveznica. U drugom krugu upis je bio za institucionalne investitore, a interes je bio oko milijardu eura, dok je alocirano 515 milijuna eura. Ukupan iznos koji je alociran građanima i institucionalnim investitorima je milijardu i 850 milijuna eura.“ (Vlada Republike Hrvatske 2023)

Kako ističu Kolačević i Hrečjac (2011) za razliku od financiranja porezima, zaduživanje može katkada biti politički prihvatljivije, jer je manje primjetno za šire krugove društva, odnosno javnost često nije svijesna tereta koji javni dug donosi, uključujući kamate ali i rizik zemlje kada se dug kumulira na previsokoj razini, dok je daleko više svijesna poreznog tereta koji osobno snosi. Zbog dostupnih različitih oblika zaduživanja, kako putem kredita, tako i kroz emisiju vrijednosnica različitih ročnosti i drugih karakteristika, država kroz upravljanje dugom (eng. debt management) može zadovoljiti interese različitih kategorija kreditora/ vjerovnika te se može prilagođavati tržišnom kretanju kamatnih stopa, što daje veći stupanj fleksibilnosti.

Zaduživanje države putem kredita predstavlja jedan od ključnih mehanizama kojim se financiraju javne potrebe i investicije. Pritom izvor kreditnog zaduživanja mogu biti plasmani domaćih ili međunarodnih banaka, međunarodnih financijskih institucija poput Svjetske banke ili Međunarodnog monetarnog fonda, te drugih država. Ovaj pristup financiranju ima svoje prednosti i nedostatke te se koristi u različitim situacijama ovisno o ekonomskim okolnostima, monetarnoj politici i strateškim ciljevima države.

## 4. KOMPARATIVNA ANALIZA UVJETA KREDITNOG FINANCIRANJA U ODABRANIM ZEMLJAMA

Komparativna analiza uvjeta kreditnog financiranja u odabranim zemljama pruža uvid u razlike i sličnosti financijskih tržišta te pristupa kreditiranju u različitim ekonomijama. U ovom dijelu rada analizirat će se ključni pokazatelji kreditnog financiranja, uključujući kamatne stope, dostupnost kredita, uvjete zaduživanja i regulatorne okvire. Cilj je razumjeti kako različiti ekonomski faktori, politike središnjih banaka i tržišni uvjeti utječu na mogućnosti financiranja za poduzeća i kućanstva u odabranim zemljama.

**U tu svrhu, rad grupira relevantne financijske pokazatelje u pet ključnih makroekonomskih pokretača**, olakšavajući ekonomsku interpretaciju financijskih uvjeta kroz složene interakcije i kanale prijenosa.

- **Kreditni uvjeti** - Ovo odražava uvjete pod kojima kućanstva i nefinancijske korporacije mogu pristupiti kreditima, uključujući kamatne stope kod kredita za stambeno i potrošačko kreditiranje, kao i stope kod korporativnog kreditiranja. Također se odnosi na cijene koje utječu na vrednovanja financijske i realne imovine, poput cijena dionica, prinosa dugoročnih državnih obveznica i cijena nekretnina.
- **Analiza kamatnih stopa** – Navedeno uključuje, kako referentne kamatne stope središnje banke, tako i druge kamatne stope na koje one djeluju, kao što su međubankarske kamatne stope, kamatne stope po depozitima i na kredite te prinosi državnih vrijednosnica. Uključuje i monetarne agregate te pozitivne i negativne kamatne stope kako bi se adresirale kamatne stope blizu donje granice nule tijekom većine referentnog razdoblja.
- **Utjecaj makroekonomskih pokazatelja** - Utjecaj makroekonomskih pokazatelja obuhvaća odabrane varijable koje nadilaze granice nacionalnih financijskih sistema, uključujući tečajeve valuta i prekogranične financijske odnose. Ovo također uključuje referentne prinose na državne obveznice i kamatne stope centralnih banaka,



- **Financijska stabilnost** - Ova grupa općenito se odnosi na ograničenja u financijskom posredovanju, uključujući različite pokazatelje financijske stabilnosti (FSI), kao što su omjeri nenaplativih (neprihodujućih) kredita (NPL), kapitalni omjeri, marže kamatnih stopa, povrat na imovinu i povrat na vlasnički kapital. Također obuhvaća tržišnu kapitalizaciju financijskog sektora.
- **Kreditni rejting** - Ovaj pokretač obuhvaća premiju za rizik i tržišnu volatilnost. Stoga su u ovu grupu uključeni razmjeri širenja razlike kamatnih stopa na državne i korporativne obveznice, razlike u cijenama kreditnih izvedenica (CDS-a), zajedno s različitim mjerama volatilnosti tržišta dionica i obveznica, prilagođeno s naglaskom na kreditni rejting umjesto na ograničenja financiranja.

### **Analiza podataka**

Ovaj dio započinje izradom opsežne baze podataka makrofinancijskih varijabli s razradom po zemljama, skupinama zemalja i institucionalnim sektorima, uključujući kućanstva, nefinancijska poduzeća i opću državu. Podaci obuhvaćaju pokazatelje visoke i niske frekvencije, uključujući indekse cijena dionica, prinose obveznica, razlike u CDS-u i mjere tržišne volatilnosti, kao i ankete o kreditiranju i nekoliko FSI-ja.

U okviru komparativne analize financijskih uvjeta zemalja eurozone, ovaj rad detaljno razmatra specifičnosti i razlike među odabranim članicama. Analiza se temelji na kritičkom pregledu ključnih ekonomskih indikatora, uključujući, ali ne ograničavajući se na, BDP per capita, razinu javnog i privatnog duga, inflaciju, nezaposlenost, strukturu gospodarstva, kao i na analizu njihovih financijskih tržišta i bankarskih sektora. Poseban naglasak stavlja se na analizu utjecaja monetarne politike Europske središnje banke (ESB) i kretanja Euribora u utjecaju na financijske uvjete unutar analiziranih ekonomija.

- **Hrvatska**

Kao najnoviji član eurozone, Hrvatska pokazuje određene specifičnosti, poput relativno visokog javnog duga u odnosu na BDP (uz naznaku da se taj omjer sve više smanjuje) te ovisnosti o turizmu kao značajnom izvoru prihoda. Prema Dumičić (2013) „najveći utjecaj na uvjete financiranja u Hrvatskoj imaju domaći BDP i strani financijski uvjeti“. Međutim, iz današnjeg aspekta analiza se fokusira na prilagodbu Hrvatske monetarnoj politici eurozone i

njezin utjecaj na domaći bankarski sektor i kreditne uvjete.

- **Njemačka**

Njemačka, kao najveća ekonomija eurozone, predstavlja ključni stup europskog gospodarstva. U analizi se posebna pažnja posvećuje njezinoj industrijskoj bazi, izvoznoj orijentaciji i snažnoj fiskalnoj poziciji. Razmatra se kako njemačka ekonomija apsorbira i reagira na promjene u monetarnoj politici ESB-a, s posebnim osvrtom na kamatne stope i inflaciju.

- **Austrija**

Austrija predstavlja jedinstven primjer stabilnosti i prosperiteta unutar eurozone, zahvaljujući svojoj uravnoteženoj ekonomiji, snažnoj industrijskoj bazi i robusnom financijskom sektoru. Ova zemlja odlikuje se visokim standardom života, niskom stopom nezaposlenosti i stabilnim javnim financijama, što je čini primjerom ekonomske efikasnosti i fiskalne discipline.

- **Slovenija**

Kao mala, ali otvorena ekonomija, Slovenija nudi uvid u dinamičan odnos između domaćih financijskih institucija i šireg europskog financijskog tržišta. U fokusu su njezini makroekonomski pokazatelji, bankarski sektor te kako varijacije u euriboru utječu na njezinu ekonomiju.

- **Francuska**

Francuska se analizira kroz perspektivu njezine diversificirane ekonomije, značajnog javnog sektora i uloge u formulaciji europske fiskalne i monetarne politike. Posebno se razmatraju financijski uvjeti u svjetlu visoke razine javnog duga.

#### **4.1 Utjecaj monetarne politike ESB-a na financijske uvjete**

Transmisijski kanali monetarne politike daju osnovni okvir za konceptualizaciju glavnog kanala kroz koje funkcioniraju financijski uvjeti. Kada se mijenjaju kamatne stope monetarne politike, mijenjaju se i kamatne stope na novčanom tržištu te kamatne stope za kredite i depozite banaka prema Borraccio, Espinoza (2023). Promjene u kamatnim stopama politike također utječu na očekivanja budućih kamatnih stopa, što zauzvrat utječe na prinose dugoročnih državnih obveznica i devizne tečajeve. Kamatne stope utječu i na kretanje različitih kategorija

cijena imovine, poput cijena dionica, cijena obveznica, kriptovaluta, nekretnina i druge. Promjene u kamatnim stopama i vrijednostima kolaterala utječu na odluke o štednji i ulaganju kućanstava i tvrtki te na sposobnost dužnika za vraćanje postojećih zajmova i spremnost banaka za odobravanje novih kredita.

Interakcija među kanalima prijenosa monetarne politike je složena i ovisi o institucionalnim dogovorima i strukturama financijskih tržišta. Kreditiranje može biti ograničeno administrativnim mjerama i asimetrijom informacija, ili potaknuto državnim jamstvima i regulativnom tolerancijom, kako je viđeno tijekom odgovora na COVID pandemiju. Slabije razvijena tržišta kapitala mogu usporiti širenje šokova monetarne politike na kretanje cijena imovine, dok je kod razvijenih financijskih sustava ta spona između cijena imovine, financijskih uvjeta i gospodarsku aktivnost, znatno veća.

## **4.2 Komparativna analiza kamatnih stopa u odabranim članicama europodručja**

Kamatne stope su temeljni pokazatelji koji odražavaju troškove zaduživanja za vlade, poduzeća i pojedince, te su stoga ključne za analizu financijskih uvjeta u različitim gospodarstvima. Ova podtema ima za cilj dubinski istražiti i usporediti kamatne stope u odabranim članicama europodručja, s posebnim naglaskom na kako te stope utječu na šire ekonomske aktivnosti, uključujući potrošnju, investicije i inflaciju.

Analiza će obuhvatiti različite vrste kamatnih stopa, uključujući stope na glavne operacije refinanciranja, stope na depozitne i kreditne aranžmane, kao i kamatne stope na državne obveznice. Cilj je identificirati uzorke, trendove i anomalije u postavljanju kamatnih stopa te razumjeti kako politike Europske središnje banke (ESB) i nacionalne monetarne politike (u zemljama izvan europodručja, uključujući Hrvatsku prije 2023.) utječu na te stope u kontekstu različitih ekonomskih i financijskih okruženja unutar eurozone.

Analiza će se proširiti na detaljno proučavanje ključnih varijabli koje su od suštinske važnosti za razumijevanje financijskog okruženja unutar eurozone. Te varijable uključuju:

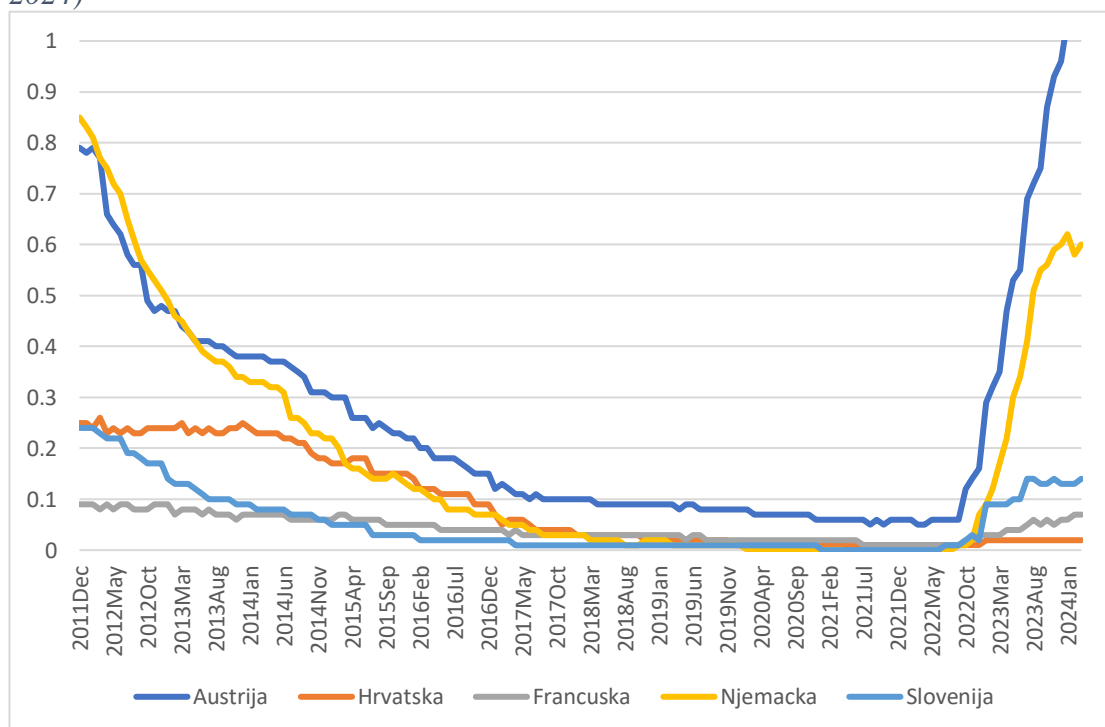
- 1. Kamatna stopa na prekonocne depozite kućanstava** - Ova stopa je indikator uvjeta pod kojima kućanstva mogu štedjeti svoja sredstva, što direktno utječe na njihovu potrošnju i

štednju.

- 2. Kamatna stopa na depozite nefinancijskih korporacija** - Kamatna stopa na prekonoćne depozite za korporacije predstavlja uvjete pod kojima poduzeća mogu držati svoja sredstva na bankovnim računima s trenutnim povlačenjem. Ova stopa utječe na upravljanje likvidnošću poduzeća, jer viša kamatna stopa potiče veće depozite radi većih prinosa, dok niža kamatna stopa može motivirati ulaganje u druge investicije.
- 3. Ključne kamatne stope (Key interest rates)** - Ključne kamatne stope eurozone su temeljni alat Europske središnje banke za upravljanje ekonomskom politikom eurozone
- 4. Kratkoročna kamatna stopa eurozone (Euro Area: Euro Short-term Rate (€STR))** - Predstavlja osnovnu kamatnu stopu na tržištu novca eurozone, služeći kao referentna točka za financijske instrumente.

## Kamatna stopa na prekonoćne depozite kućanstava

Grafikon 7. kamatna stopa na prekonoćne depozite kućanstava u zemljama EU(2011-2024)



Izvor: Izrada autora prema podacima Eurostata

Analiza utjecaja kamatnih stopa na prekonoćne depozite na financijske uvjete kućanstava u

zemljama EU (2011-2024) pruža uvid u ekonomske uvjete s kojima su se suočavala kućanstva u Austriji, Hrvatskoj, Francuskoj, Njemačkoj i Sloveniji. Graf prikazuje kretanje kamatnih stopa na prekonoćne depozite od prosinca 2011. do siječnja 2024., pri čemu se može uočiti nekoliko ključnih trendova. Tijekom prvog desetljeća promatranog razdoblja, kamatne stope su u većini zemalja pokazivale opadajući trend. Austrija i Njemačka su zadržale stabilne i relativno niske stope, što odražava stabilnu inflaciju i konzistentnu monetarnu politiku, dok je Hrvatska imala nešto više stope koje su postupno padale. Francuska i Slovenija također su slijedile sličan obrazac opadanja kamatnih stopa.

Razdoblje od 2015. do 2021. godine obilježeno je ekstremno niskim kamatnim stopama, često ispod 0,1%, što je rezultat ekspanzivne monetarne politike usmjerene na poticanje gospodarskog rasta nakon globalne financijske krize 2008. godine i kasnije dužničke krize u eurozoni. Međutim, nakon 2022. godine, primjećuje se nagli porast kamatnih stopa, posebno u Austriji i Njemačkoj, što može biti posljedica pokušaja središnjih banaka da kontroliraju rastuću inflaciju u post-pandemijskom razdoblju i u uvjetima razbuktavanja energetske krize i ubrzane inflacije.

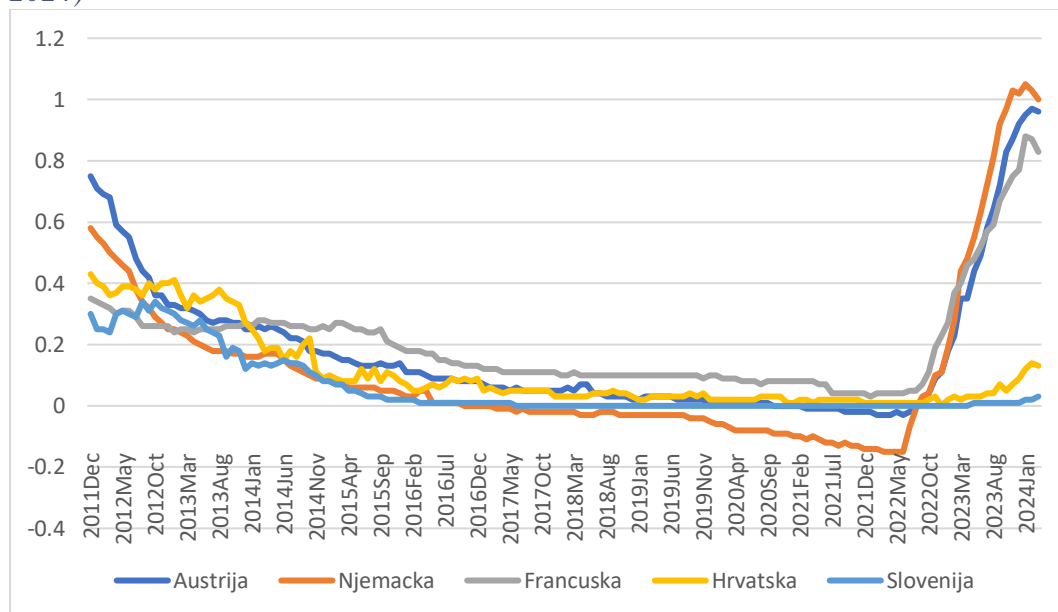
Ovi trendovi kamatnih stopa imali su značajan utjecaj na financijske uvjete kućanstava. Tijekom razdoblja niskih kamatnih stopa, kućanstva su imala manje poticaja za štednju, što je poticalo potrošnju i investicije. S druge strane, povećanje kamatnih stopa nakon 2022. godine potaknulo je kućanstva da povećaju štednju, smanjujući potrošnju, ali povećavajući financijsku sigurnost. Više kamatne stope također su utjecale na troškove zaduživanja, čineći kredite skupljima i potencijalno smanjujući razinu zaduženosti kućanstava. Ova analiza pokazuje kako su promjene u kamatnim stopama na prekonoćne depozite odraz širih ekonomskih uvjeta i monetarnih politika koje direktno utječu na financijske odluke i sigurnost kućanstava u različitim zemljama EU.

## **Kamatna stopa na prekonoćne depozite za korporacije**

Analiza utjecaja kamatnih stopa na prekonoćne depozite za korporacije u zemljama EU (2011-2024) pruža detaljan uvid u promjene ekonomskih uvjeta u Austriji, Hrvatskoj, Francuskoj, Njemačkoj i Sloveniji. Graf prikazuje promjene kamatnih stopa na prekonoćne depozite tijekom promatranog razdoblja, pri čemu se mogu uočiti nekoliko ključnih trendova.

U prvih deset godina, kamatne stope su općenito imale silaznu putanju. Austrija i Njemačka su zadržale relativno stabilne i niske stope, dok je Francuska također pratila sličan trend, iako uz manje varijacije. U Hrvatskoj su kamatne stope bile nešto više, ali su postupno opadale, dok je Slovenija imala najniže stope među promatranim zemljama.

Grafikon 8. Kamatne stope na prekonoćne depozite za korporacije u zemljama EU (2011-2024)



Izvor: Izrada autora prema podacima Eurostata

Razdoblje između 2015. i 2021. godine obilježeno je ekstremno niskim kamatnim stopama, često negativnim, što je posljedica ekspanzivne monetarne politike koja je imala za cilj poticanje gospodarskog rasta nakon globalne financijske krize iz 2008. godine i kasnije dužničke krize u eurozoni. Nakon 2022. godine i razbuktavanja inflacije u uvjetima energetske krize, zabilježen je nagli porast kamatnih stopa, osobito u Francuskoj i Njemačkoj.

Ovi trendovi kamatnih stopa imali su značajan utjecaj na financijske uvjete korporacija. Tijekom razdoblja niskih kamatnih stopa, troškovi zaduživanja za korporacije su bili niski, što je poticalo investicije i poslovnu ekspanziju. Suprotno tome, porast kamatnih stopa nakon 2022. godine povećao je troškove zaduživanja, što je potencijalno smanjilo razinu investicija i usporilo poslovni rast. Više kamatne stope također su utjecale na likvidnost korporacija, povećavajući oportunitetne troškove zadržavanja gotovine, ali istovremeno omogućujući veći povrat na depozite. Ova analiza jasno pokazuje kako su promjene u kamatnim stopama na

prekonoćne depozite za korporacije odraz šireg ekonomskog okruženja i monetarnih politika koje izravno utječu na poslovne odluke i financijsku stabilnost korporacija u različitim zemljama EU.

### **Ključne kamatne stope (Key interest rates)**

Referentne kamatne stope koje postavlja ESB su od ključnog značaja za upravljanje monetarnom politikom i ekonomskim usmjeravanjem eurozone. Te stope uključuju Glavnu refinancijsku stopu, koja služi kao osnovna kamatna stopa na koju se oslanjaju banke pri posudbi sredstava od Eurosustava. Ova stopa ima direktan utjecaj na troškove zaduživanja unutar eurozone, utječući tako na potrošnju, investicije i ekonomsku aktivnost. Uz Glavnu refinancijsku stopu, Stopa na depozitne mogućnosti omogućuje bankama da ostvare kamate na sredstva položena preko noći kod Eurosustava, dok Stopa marginalnih kreditnih mogućnosti pruža bankama pristup hitnoj likvidnosti. Ove stope zajedno formiraju kamatni koridor koji ESB koristi za usmjeravanje kratkoročnih kamatnih stopa, kontrolu inflacije i održavanje stabilnosti financijskog sustava. Promjenom ključnih kamatnih stopa, ESB upravlja likvidnošću u bankarskom sektoru, što indirektno utječe na šire ekonomske uvjete u eurozoni, igrajući ključnu ulogu u ostvarivanju cilja stabilnosti cijena i podržavanju održivog ekonomskog rasta.

Glavna refinancijska stopa eurozone predstavlja jedan od ključnih instrumenata monetarne politike koji ESB koristi za upravljanje likvidnošću i kontrolu inflacije unutar eurozone. Ova stopa, koju postavlja Upravni odbor ESB-a, je kamatna stopa po kojoj komercijalne banke mogu posuditi novac od ESB-a kroz glavne operacije refinanciranja (MRO). Kamatna stopa na MRO služi kao osnovna stopa koja utječe na troškove zaduživanja u cijeloj eurozoni, a time i na ekonomske aktivnosti poput potrošnje i investicija. Važnost glavne refinancijske stope proizlazi iz njezine centralne uloge u prenošenju monetarne politike ECB-a na bankarski sektor i širu ekonomiju. Promjenom ove stope, ESB može direktno utjecati na troškove zaduživanja za banke, što indirektno utječe na kamatne stope koje banke naplaćuju svojim klijentima za kredite i zajmove. Smanjenje glavne refinancijske stope potiče banke na veće kreditiranje, što može stimulirati ekonomski rast smanjenjem troškova financiranja za poduzeća i kućanstva. S druge strane, povećanje ove stope ima za cilj suzbijanje inflacije ograničavanjem količine novca dostupnog u ekonomiji. Osim toga, glavna refinancijska stopa služi kao signal tržištima o monetarnoj politici ESB-a i njezinim budućim namjerama, čime se utječe na očekivanja tržišnih aktera i stabilnost financijskog sustava. Kroz utjecaj na kamatne stope, glavna refinancijska

stopa ima značajnu ulogu u oblikovanju uvjeta financiranja unutar eurozone, uključujući pristup financiranju, troškove zaduživanja i opću likvidnost financijskog sustava.

Grafikon 9. Ključne Kamatne stope ESB (2020-2024)



Izvor: Ključne kamatne stopama ESB, preuzeto iz: Europska središnja banka. (2024).

Key ECB interest rates.

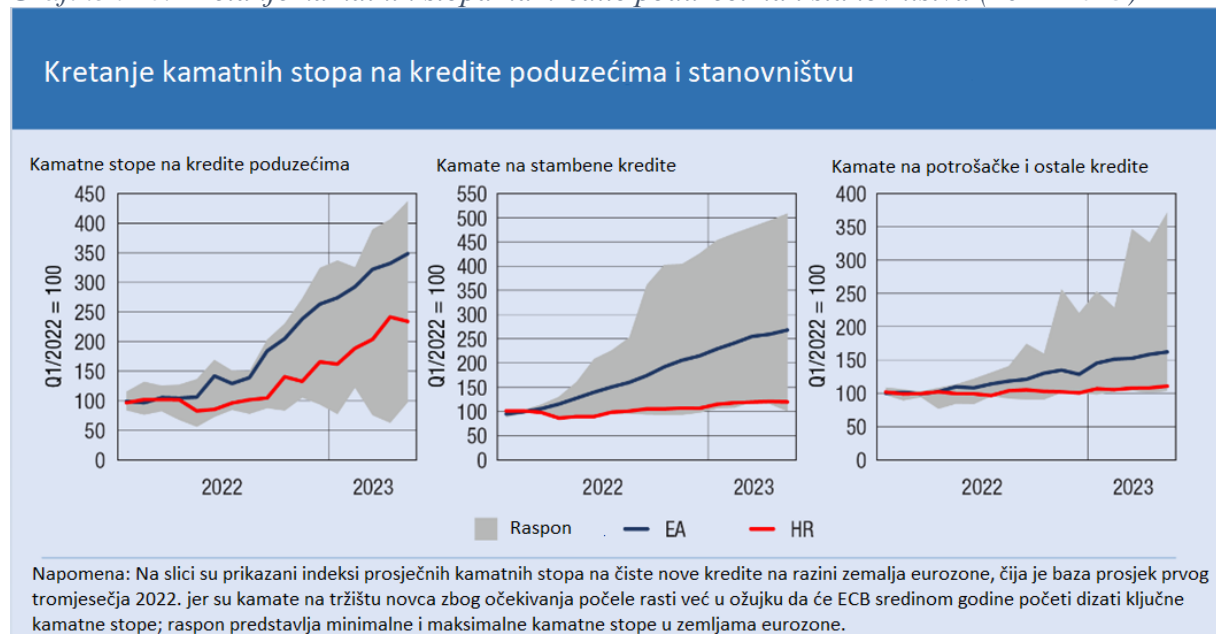
Od sredine 2022. godine, Europska središnja banka započela je s najznačajnijim ciklusom zaoštavanja monetarne politike od osnivanja eurozone. U razdoblju od srpnja 2022. do lipnja 2023., ključne kamatne stope ECB-a povećane su za impresivnih 400 baznih bodova. Ovaj rast ključnih stopa potaknuo je porast kamatnih stopa na kredite i depozite u bankama unutar zemalja eurozone, pri čemu je Hrvatska zabilježila jedan od najslabijih efekata prijenosa prema Deskar-Škrbić i Jukić (2023). Među ključnim faktorima koji su umanjili intenzitet prijenosa u Hrvatskoj u usporedbi s drugim zemljama izdvajaju se jednokratni događaji, kao što su pad premija za rizik i rast viška likvidnosti uslijed uvođenja eura i smanjenja stope obvezne pričuve, dok su drugi faktori strukturalne prirode, poput stabilne i rastuće baze depozita, uloge domaćih depozita kao danas dominantnog izvora financiranja banaka, relativno niske omjere kredita i depozita, kao i mali udio varijabilnih kamatnih stopa na kredite. Pritom je zanimljivo da su najveće domaće banke (s najvećom sistemskom važnošću) nešto snažnije povećale kamatne stope na kredite poduzećima i oročene depozite poduzeća u odnosu na druge banke.

Utjecaji zaoštavanja monetarne politike ECB-a vidljivi su i u Hrvatskoj, no jačina prenošenja viših kamatnih stopa politike na banke među je najslabijima u eurozoni (Slika 1). Na primjer, od početka 2022. do svibnja 2023., kamatne stope na poslovne kredite rasle su znatno sporije u



odnosu na prosjek eurozone, dok je rast kamatnih stopa na stambene, potrošačke i druge kredite kućanstvima bio među najnižima u eurozoni (Hrvatska se nalazi na donjoj granici raspona). Nekoliko je faktora koji ograničavaju snagu prenošenja utjecaja kamatnih stopa ESB-a na kamatne stope u Hrvatskoj u odnosu na druge članice europodručja eurozone te su oni dominantno jednokratnog značaja. To su konkretno pad premije rizika za Hrvatsku i porast viška likvidnosti uslijed snižavanja obveznih pričuva nakon pristupanja eurozoni. S druge strane među faktorima strukturne prirode izdavaju se stabilna i rastuća baza domaćih depozita koji u novijoj povijesti predstavljaju dominantan izvor financiranja banaka, što znači njihovu manju ovisnost o zaduživanju iz primarne emisije i kod banaka u drugim članicama europodručja (kod banaka majki), zatim relativno nizak omjer kredita i depozita te relativno mala zasupljenost kredita s varijabilnim kamatnim stopama.

Grafikon 10. Kretanje kamatnih stopa na kredite poduzećima i stanovništvu (2022-2023)



Izvor: Istraživanje Hrvatske narodne banke o jačini prijenosa politika kamatnih stopa ECB-ana kamatne stope banaka u Hrvatskoj, preuzeto iz: Narodna banka Hrvatske. (2024). How strong is a pass-through of ECB policy rates to bank interest rates in Croatia?

### Kratkoročna kamatna stopa eurozone (Euro Area: Euro Short-term Rate (€STR))

Kratkoročna stopa u euru (€STR, odnosno Ester) predstavlja ključni pokazatelj u financijskom sustavu eurozone, koji služi kao osnova za niz financijskih odluka i proizvoda. Ova stopa, kako

je navedeno, "odražava veleprodajne troškove neosiguranog prekonoćnog zaduživanja u eurima banaka u europodručju. €STR se objavljuje svakog TARGET2 radnog dana na temelju transakcija provedenih i namirenih prethodnog TARGET2 radnog dana (datum izvještavanja „T”) s datumom dospijeca T+1 za koje se smatra da su izvršene u tržišnim uvjetima i stoga odražavaju tržišne stope na nepristran način prema ECB (2024) .Ova precizna definicija ukazuje na važnost €STR-a kao mjere trenutne tržišne likvidnosti i cijene novca unutar eurozone. Kao takva, ona igra ključnu ulogu u procesu donošenja odluka od strane banaka, investitora i političkih tijela, služeći kao osnovica za određivanje kamatnih stopa na širok spektar financijskih instrumenata i ugovora. Osim toga, €STR je od vitalne važnosti za operacije Europske centralne banke u provedbi njezine monetarne politike, osiguravajući transparentnost i pouzdanost u odnosu na stvarne troškove zaduživanja u eurozoni.

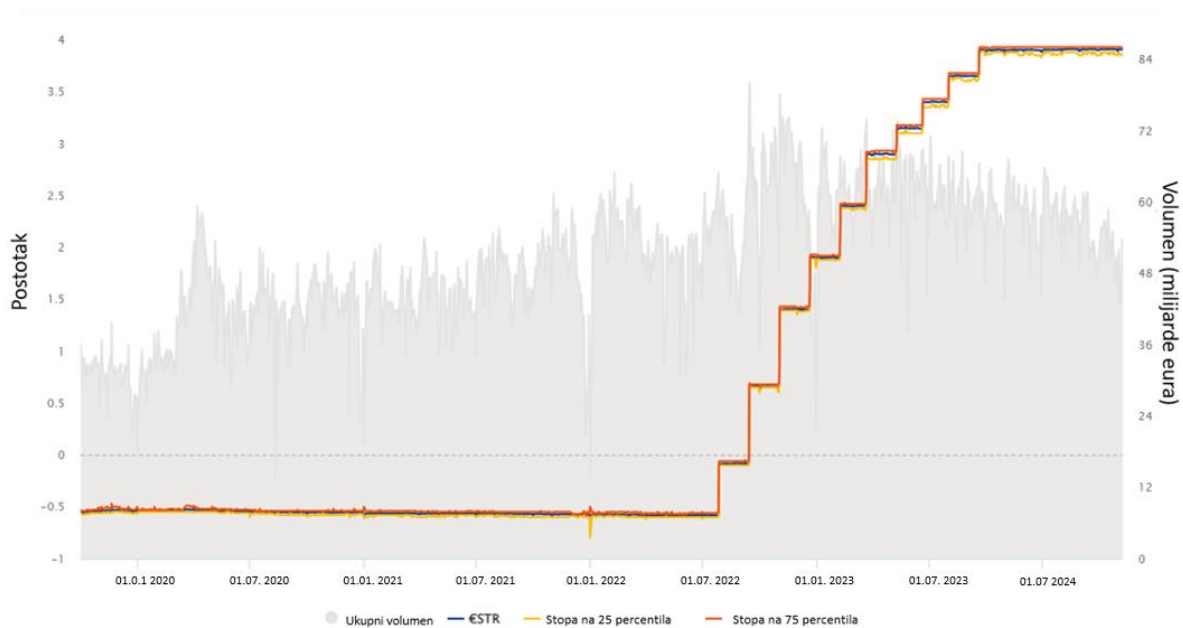
€STR se izračunava kao prosjek stopa transakcija neosiguranih prekonoćnih depozita koje provode banke s bankarskim i nebankarskim financijskim ugovornim stranama, kako je navedeno u okviru MMSR-a. Metodologija za izračun kratkoročne stope eura definirana je na temelju povratnih informacija s dva javna savjetovanja i u skladu je s načelima Međunarodne organizacije komisija za vrijednosne papire (IOSCO) (European Central Bank, 2021).

Analiza grafikona 11 prikazuje kretanje €STR-a, kratkoročne kamatne stope u euru, koja je ključni pokazatelj za prekonoćne transakcije u financijskom sektoru eurozone. Na grafikonu se vidi da je €STR ostao stabilan i relativno nepromijenjen do sredine 2022. godine, kada počinje rasti. Ovaj rast odgovara povećanjima ključnih kamatnih stopa ECB-a, što implicira snažnu reakciju tržišta na promjene u politici ECB-a. Posebno je značajno povećanje €STR-a nakon sjednica ECB-a 21. srpnja i 8. rujna, što odražava promjene u kamatnim stopama za održavanje rezervi.

Volumen transakcija, prikazan sivom bojom, pokazuje varijacije koje mogu korespondirati s tržišnim aktivnostima, kao što su kvartalni završetci. Narančaste i crvene linije pokazuju kamatne stope na 25. i 75. percentilu, nudeći uvid u raspon kamatnih stopa u kojem se većina transakcija događa. Primjetna je visoka razina viška likvidnosti u bankarskom sustavu, što je očito iz stabilnog negativnog razmaka €STR-a u odnosu na stopu ECB-ove depozitne mogućnosti. Ova situacija omogućuje bankama da primjenjuju niže stope na prekonoćne depozite od drugih financijskih institucija koje nemaju pristup depozitnim mogućnostima Eurosustava. Pomak aktivnosti s međubankovnog tržišta prema transakcijama s širokim

spektrum financijskih institucija, uključujući fondove novčanog tržišta, mirovinske fondove i osiguravajuća društva, također je prisutan, što se odražava u metodologiji €STR-a koja je razvijena kroz dvije javne konzultacije.

Grafikon 11. Kretanje kratkoročne kamatne stope eura (2020-2024)



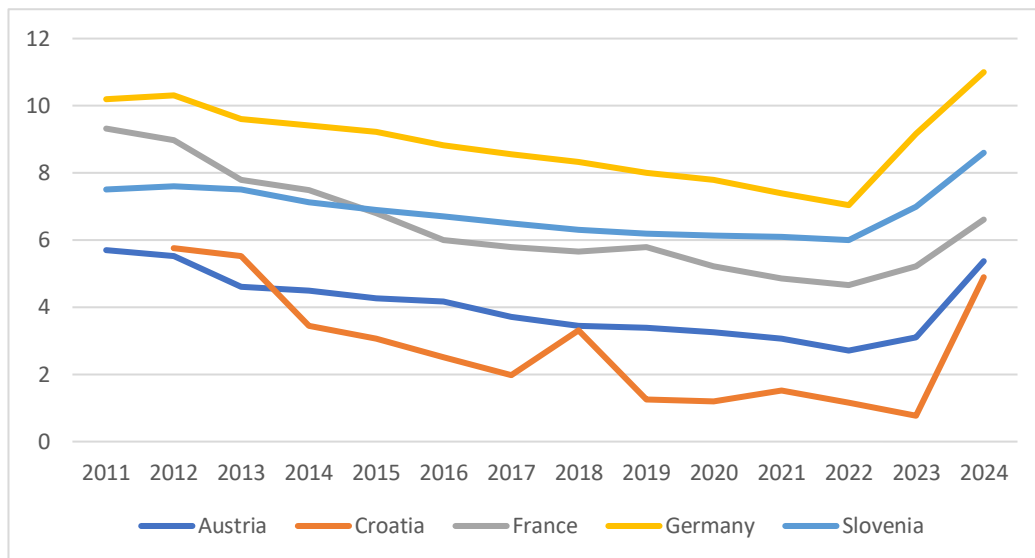
Izvor: Europska središnja banka, preuzeto iz: Europska središnja banka. (2024). Euro short-term rate (€STR) overview

### 4.3 Usporedba kreditnih uvjeta u odabranim članicama europodručja

#### Kreditni kućanstvima u eurozoni

Na grafikonu 12 vidljivo je kretanje kamatnih stopa na kredite kućanstava za pet zemalja eurozone: Austriju, Hrvatsku, Francusku, Njemačku i Sloveniju, tijekom razdoblja koje obuhvaća početak 2000-ih do 2024. godine.

Grafikon 12. Kamate na stambene kredite (godišnji postotak)



Izvor: Izrada autora prema podacima Eurostata

Nakon povoljnog okruženja za financiranje tijekom pandemije, pristup kreditima u Europi se pooštrio tijekom 2022. Potaknut stimulativnim monetarnim, fiskalnim i makroprudencijalnim politikama usvojenim kao odgovor na pandemiju, pristup kreditima u Europi ostao je stabilan do kraja 2021. godine (Borraccia, 2023) Može se primijetiti da su kamatne stope varirale između zemalja, s Austrijom koja konzistentno ima najniže stope tijekom većeg dijela promatranog razdoblja, dok Hrvatska i Slovenija pokazuju više stope.

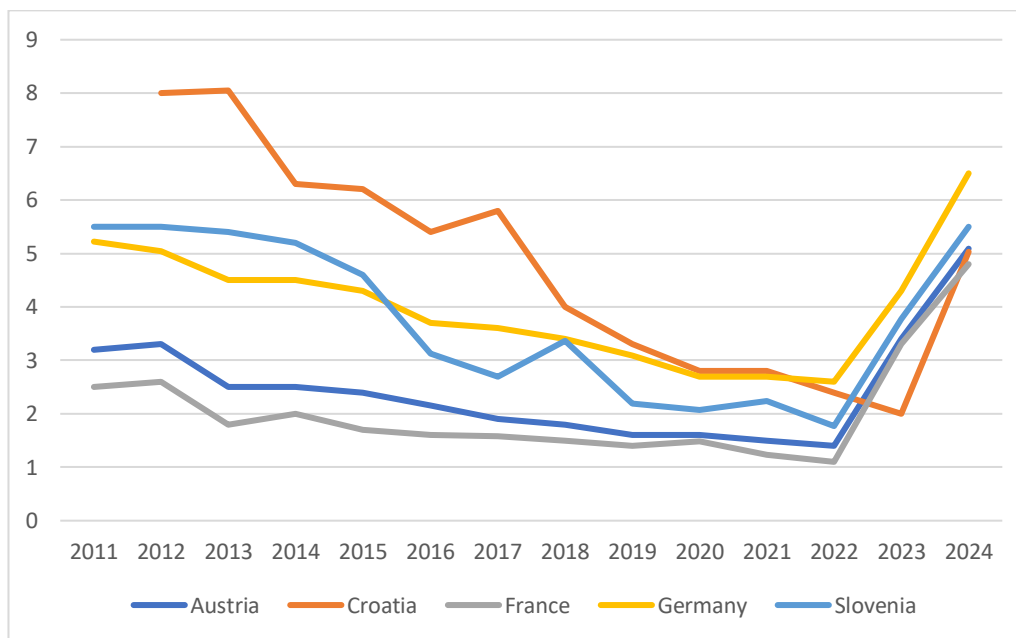
Oko 2021. godine, kamatne stope na kredite kućanstava počinju rasti u većini zemalja. Ovaj rast je najočitiji kod Hrvatske, čija linija na grafikonu oštro raste do 2024. godine, dosežući razinu blizu 10%. To može ukazivati na zaoštavanje monetarnih uvjeta ili reakciju na povećanu inflaciju. Njemačka i Francuska pokazuju relativno stabilne trendove s blagim povećanjem nakon 2020. godine. Nasuprot tome, Hrvatska pokazuje veliku volatilnost, posebice s oštrim porastom nakon 2020. godine.

### **Kreditni nefinancijskim korporacijama u eurozoni**

U zadnjih nekoliko godina, vidljiv je zajednički trend rasta zajmova nefinancijskim društvima u zemljama eurozone kao što su Austrija, Hrvatska, Francuska, Njemačka i Slovenija, što se jasno očituje na dostavljenom grafikonu. Ovaj rast kreditiranja paralelno prati značajan porast euribora, koji je skočio s negativne kamatne stope od -0,55% u 2022. na 3,87% u 2024. godini,

reflektirajući promjenu monetarne politike Europske središnje banke usmjerene na suzbijanje inflacije. Povećanje euribora rezultiralo je većim troškovima zaduživanja za korporacije, što je moglo imati dvostruki učinak: s jedne strane, povećanje operativnih troškova koje korporacije mogu pokušati kompenzirati povećanjem cijena, doprinoseći tako inflacijskom pritisku; s druge strane, promjena uvjeta zaduživanja potaknula je poduzeća na preispitivanje i optimizaciju investicijskih strategija i financijskih struktura. Ova dinamika ukazuje na osjetljivu ravnotežu koju središnje banke moraju postići kako bi stimulirale gospodarski rast i istodobno održale stabilnost cijena, naglašavajući ključnu ulogu monetarne politike u oblikovanju ekonomskih uvjeta unutar eurozone.

Grafikon 13. Kamate na stambene kredite nefinancijskim korporacijama

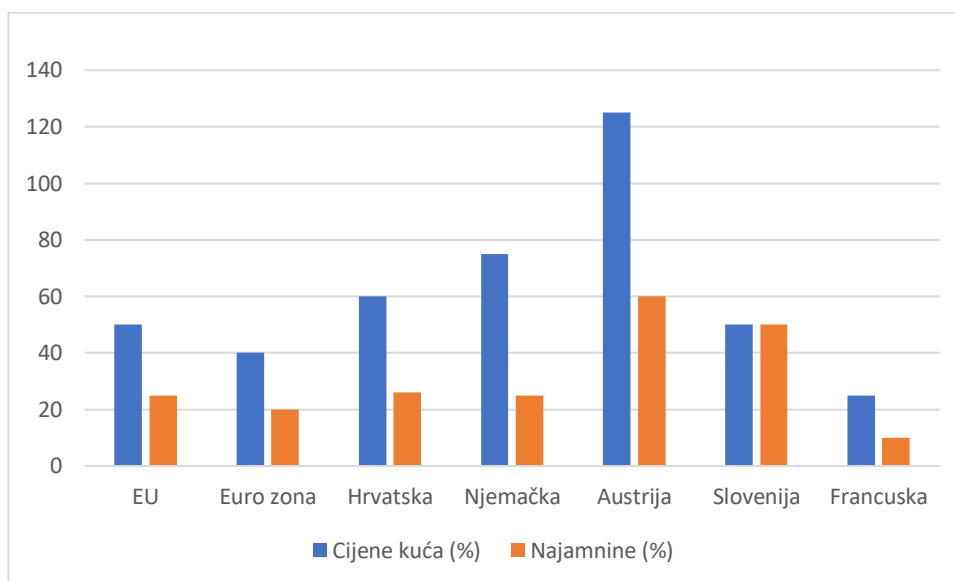


Izvor: Izrada autora prema podacima Eurostata

## Rast cijena kuća i najamnina

Pandemija se poklopila s ubrzanjem rasta cijena nekretnina. Rast cijena nekretnina znatno je porastao tijekom pandemije. Od ukupnog povećanja cijena koje se dogodilo od 2013. godine (40% za europodručje), otprilike polovica se dogodila u posljednje tri godine, a 2021. godina je bila posebno snažna. Godišnji rast cijena nekretnina u trećem tromjesečju 2021. bio je najviši od 2013. godine, dosegnuvši ukupno 10% za cijelo europodručje (Frajne i Szczypińska, 2022)

*Grafikon 14. Promjene u cijenama kuća i najamnina za različite zemlje Europske unije (EU) i eurozone između 2010. i trećeg kvartala 2023. godine*



Izvor: Izrada autora prema podacima Eurostata

U promatranom vremenskom okviru, Austrija prednjači s impresivnim porastom cijena nekretnina od 125%, što je primjer tržišta koje doživljava značajnu valorizaciju stambenog kapitala. Njemačka prati ovaj trend s rastom od 75%, odražavajući snažnu ekonomsku osnovu koja potiče investicijsku atraktivnost njezinog tržišta nekretnina. Hrvatska, zabilježivši povećanje cijena za 70%, također svjedoči robustnom tržišnom rastu, potencijalno stimuliranom turističkim sektorskim ekspanzijama i povoljnim investicijskim klimama. Slovenija pokazuje paralelnu dinamiku rasta cijena nekretnina, također s rastom od 70%, što signalizira zajedničke ekonomske pokretače unutar regije.

Nasuprot tome, Francuska predstavlja umjereniji rast od 25%, sugerirajući tržište koje, iako progresivno, ne doživljava isti intenzitet aprecijacije stambenih vrijednosti kao njezini eurozonski susjedi. U pogledu najamnina, analiza tržišta pokazuje različite stope rasta unutar odabranih zemalja. Austrija iskazuje snažan rast najamnina od 50%, što može odražavati snažnu potražnju i ograničenu ponudu na tržištu stambenih najмова. Njemačka i Hrvatska pokazuju skromnije povećanje od 25%, što implicira na stabilnije tržište najamnina koje možda ne doživljava iste pritiske kao tržište prodaje nekretnina. Slovenija se izdvaja većim rastom najamnina od 70%, indicirajući na moguće lokalne faktore koji povećavaju privlačnost najamnog sektora, kao što su turizam ili promjene u urbanim razvojnim politikama. U

Francuskoj, najamnine bilježe najmanji rast od samo 10%, što sugerira da je tržište najamnina u ovoj zemlji manje volatilno i možda bolje regulirano ili pak da ima dovoljno kapaciteta da zadovolji potražnju bez značajnijih cjenovnih iskoraka.

#### 4.4 Analiza utjecaja makroekonomskih pokazatelja na uvjete financiranja

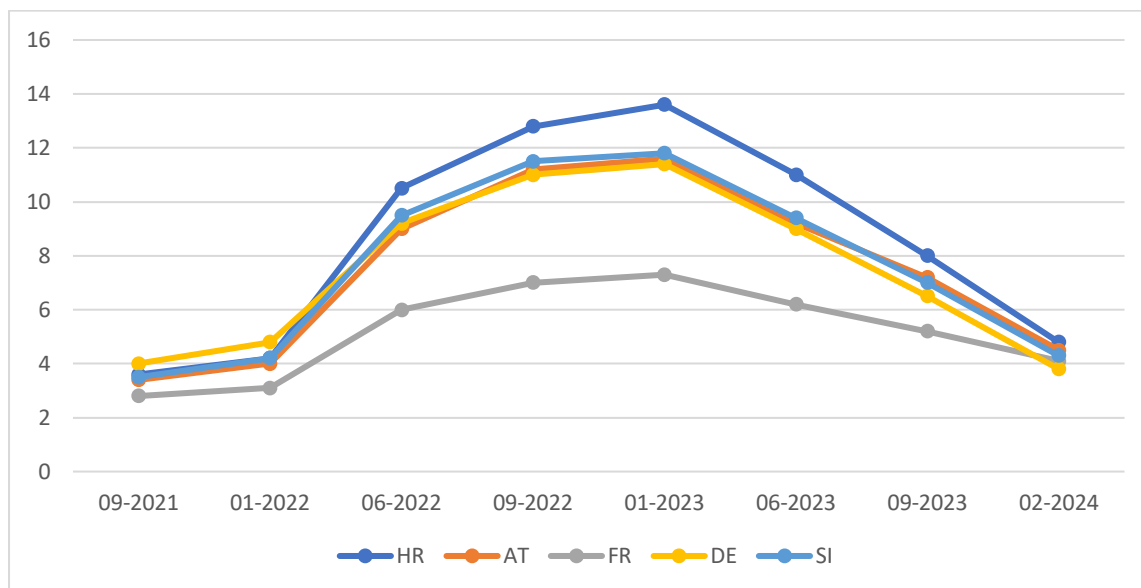
U nastavku će se istražiti kako ključni ekonomski faktori oblikuju financijski okvir odabranih zemalja- Hrvatske, Francuske, Austrije, Slovenije i Njemačke. Fokusirajući se na zadnjih 5 godina, analizirat će se sljedeće varijable i njihovu važnost za uvjete financiranja:

- **Bruto domaći proizvod (BDP):** Kao mjerilo ekonomske aktivnosti, BDP odražava opće ekonomske perspektive koje utječu na investicijsko povjerenje i zaduživanje.
- **Inflacija:** Stopa inflacije direktno utječe na kamatne stope koje postavlja centralna banka, što ima značajne posljedice na troškove kredita i štednje.
- **Stopa nezaposlenosti:** Visoka stopa nezaposlenosti može signalizirati smanjenu potrošnju i potražnju za kreditima, dok niska stopa može ukazivati na jaču ekonomsku aktivnost i potražnju za financiranje.
- **Državni proračunski deficit:** Deficit može dovesti do povećanja državnog zaduživanja, što može povećati troškove zaduživanja općenito, uključujući i one za privatni sektor.

Kroz komparativnu metodu, istražuje se kako svaka od ovih varijabli utječe na financijske uvjete unutar svake od navedenih zemalja, te kako makroekonomske politike i vanjski ekonomski šokovi oblikuju krajnji izgled njihovih financijskih okvira

Kroz analizu inflacijskih trendova u eurozoni s posebnim naglaskom na Hrvatsku, Austriju, Francusku, Njemačku i Sloveniju, važno je uzeti u obzir ključne događaje koji su oblikovali ekonomske tokove posljednjih godina. Pandemija COVID-19 i kasniji rat u Ukrajini utjecali su na globalne lance opskrbe i tržišta energije, što je rezultiralo inflacijskim pritiscima širom svijeta. Posebno, Hrvatska je zabilježila najvišu stopu inflacije među navedenim državama, što je evidentno iz grafikona koji prikazuje stopu inflacije koja značajno premašuje prosjek eurozone.

Grafikon 15. Inflacija u odabranim državama Eurozone u postotku



Izvor: izrada autora prema podacima Eurostata

Važno je prepoznati kako su ovi vanjski šokovi izazvali povećanje cijena potrošačkih dobara i usluga, što je izravno utjecalo na kupovnu moć građana. U Hrvatskoj, ovo je dovelo do potrebe za prilagodbom osobnih i poslovnih financija, gdje su visoke stope inflacije erodirale realne dohotke i povećale troškove zaduživanja. Ovi uvjeti su posebno opteretili sektor kućanstava, gdje su veći troškovi života uslijed visoke inflacije umanjili mogućnost štednje i ulaganja.

S druge strane, rastuće inflacije mogu potaknuti centralne banke na zaoštavanje monetarne politike kroz povećanje kamatnih stopa kako bi se suzbila inflacija, što je viđeno kroz razmatrano razdoblje. Takve promjene dovode do viših troškova zaduživanja za poduzeća, što može usporiti investicije i gospodarski rast. Za zemlje koje su u procesu pristupanja eurozoni ili su nedavno pristupile, poput Hrvatske, ovo predstavlja dodatne izazove u smislu integracije u širi monetarni režim koji vodi ESB.

Graf 16 prikazuje indeksirani realni bruto domaći proizvod (BDP) pet europskih zemalja – s baznom godinom 2015. Indeksirane vrijednosti omogućuju usporedbu rasta BDP-a između različitih zemalja neovisno o apsolutnim vrijednostima njihovih ekonomija. Pritom se može izdvojiti nekoliko specifičnih razdoblja:

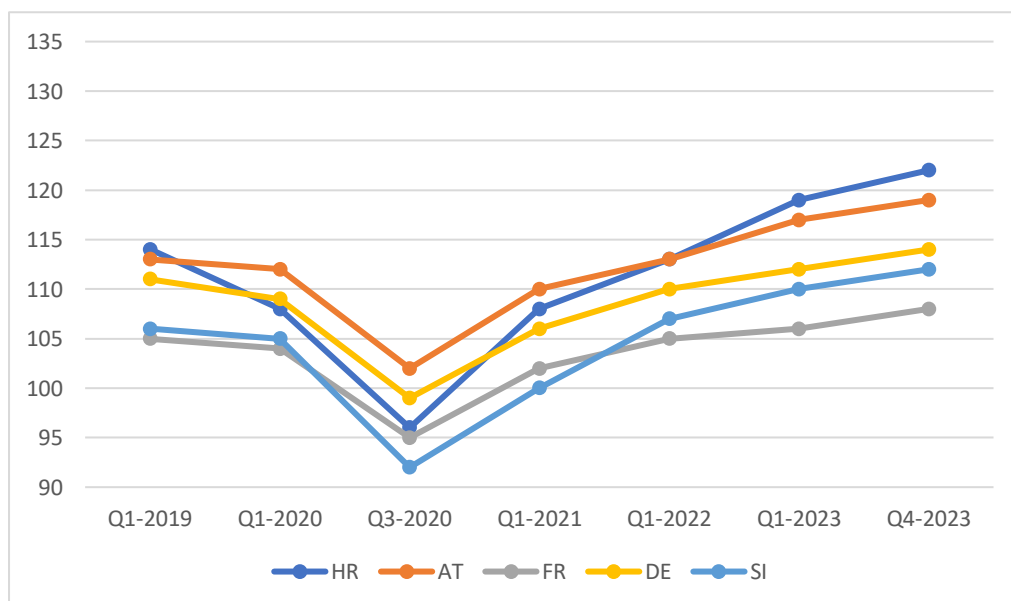
- Predpandemijsko razdoblje (Q1-2019 do Q4-2019): U ovom razdoblju zabilježen je



stabilan rast svih promatranih ekonomija, što implicira gospodarsku ekspanziju i povoljne financijske uvjete.

- Pandemijski pad (Q1-2020 do Q2-2020): Uočava se oštar pad u svim zemljama, što odražava globalne ekonomske šokove uzrokovane pandemijom COVID-19. Ovaj pad sugerira da su se financijski uvjeti u ovom periodu naglo pogoršali, što je izazvalo potrebu za intervencijama javnih politika.
- Postpandemijski oporavak (Q3-2020 do Q4-2023): Nakon inicijalnog pada, dolazi do postupnog oporavka. Promatrajući graf, vidimo da su se ekonomije različito oporavljale. Primjerice, Hrvatska i Slovenija prikazuju brži oporavak nego druge zemlje, čemu bi mogli pridonijeti njihovi specifični ekonomski stimulansi ili strukturalne karakteristike gospodarstava. S druge strane, Francuska i Njemačka pokazuju sporiji, ali konstantan rast.
- Trenutni trendovi (Q1-2022 do Q4-2023): U zadnjem kvartalu za koji imamo podatke (Q4-2023), svi indeksi pokazuju trend rasta. To može implicirati stabilizaciju financijskih uvjeta i održiv rast. Zemlje s jačim rastom, kao što je Hrvatska, mogu doživjeti pozitivne efekte u smislu zaposlenosti, investicija i fiskalnih prihoda, dok umjereniji rast u zemljama poput Austrije i Francuske ukazuje na postojanost i potencijalno manje volatilno ekonomsko okruženje.

Grafikon 16. Bruto domaći proizvod u odabranim zemljama Eurozone

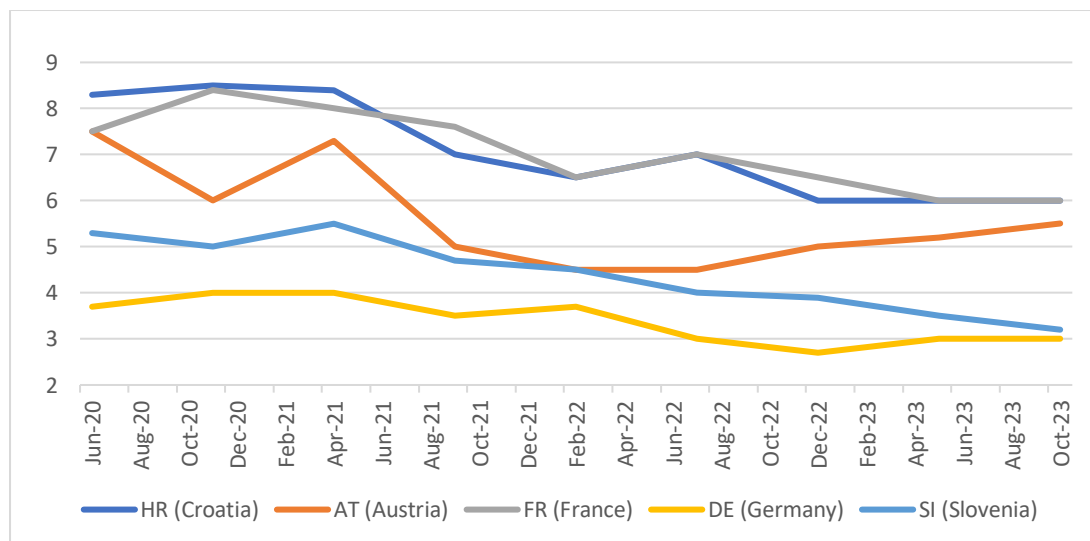


Izvor: Izrada autora prema podacima Eurostata

Graf 17 prikazuje dinamiku stope nezaposlenosti za pet europskih zemalja u razdoblju od sredine 2020. do početka 2024. godine. Stopa nezaposlenosti je postotak nezaposlenih osoba u odnosu na ukupan broj osoba u radno sposobnom stanovništvu, u dobi od 15 do 74 godine. Njezino kretanje također se može analizirati po razdobljima:

- Razdoblje pandemijskog šoka (6-2020 do 11-2020): Uočava se značajan rast stope nezaposlenosti, posebno u Hrvatskoj i Francuskoj, što reflektira negativan udar pandemije na tržište rada. Financijski uvjeti u ovim zemljama vjerojatno su se pogoršali zbog povećanja izdataka za socijalnu pomoć i smanjenja poreznih prihoda.
- Tendencija oporavka (4-2021 do 2-2022): Slijedi trend smanjenja stope nezaposlenosti, signalizirajući početak ekonomskog oporavka i poboljšanja financijskih uvjeta. Smanjenje nezaposlenosti može potaknuti potrošnju i povećati gospodarsku aktivnost.
- Stabilizacija i umjerena dinamika (7-2022 do 2-2024): U ovom razdoblju primjećuje se umjereniji pad ili stabilizaciju stope nezaposlenosti, ukazujući na opće poboljšanje financijskih uvjeta i stabilnost tržišta rada. Njemačka održava konzistentno nisku stopu nezaposlenosti, što može sugerirati robusne financijske uvjete i efikasne politike tržišta rada.

Grafikon 17. Ukupna stopa nezaposlenosti kao postotak radne snage u dobi od 15 do 74 godine za 5 europskih zemalja – razdoblja od 2020. do 2023. godine



Izvor: Izrada autora prema podacima Eurostata

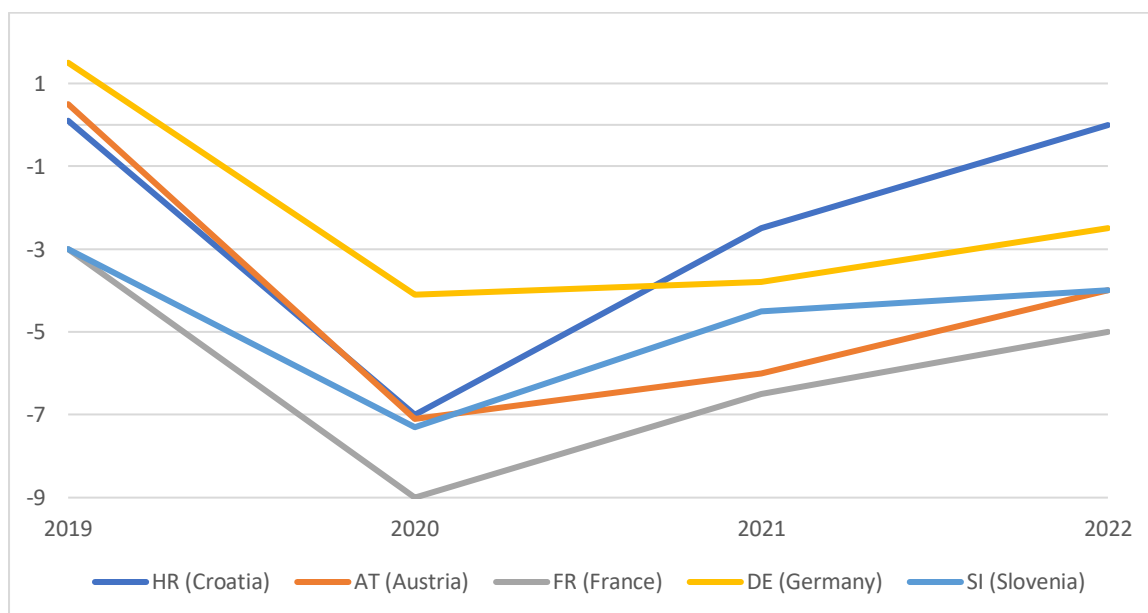
Dodatno mogu se izdvojiti specifične implikacije kretanja stope nezaposlenosti:

- Makroekonomske implikacije: Postojanost visoke stope nezaposlenosti može dovesti

do trajnih negativnih učinaka na ekonomiju, uključujući smanjenje potrošačke potražnje i pritisak na državne proračune. Suprotno, stabilne ili opadajuće stope nezaposlenosti mogu biti predznak pozitivnih financijskih trendova, uključujući jačanje gospodarske aktivnosti i povećanje poreznih prihoda.

- Socijalni i politički utjecaji: Nezaposlenost ima značajan socijalni utjecaj, stvarajući pritisak na socijalne sustave i potencijalno potičući političku nestabilnost. Smanjenje stope nezaposlenosti može doprinijeti socijalnoj koheziji i političkoj stabilnosti, čime se indirektno poboljšavaju financijski uvjeti.

*Grafikon 18. Godišnji proračunski deficit / suficit kao postotak BDP-a za pet europskih zemalja – razdoblje od 2019. do 2022. godine*



Izvor: Izrada autora prema podacima Eurostata

Grafikon 18 pokazuje fiskalne pozicije u predpandemijskom i postpandemijskom razdoblju koja se međusobno razlikuju po sljedećim karakteristikama i implikacijama:

- Predpandemijska fiskalna pozicija (2019.): Na početku prikazanog razdoblja, zemlje su imale različite fiskalne pozicije, pri čemu neke bilježe manji deficit, a druge suficit. To odražava različite fiskalne politike i ekonomske uvjete koji su prevladavali u tim zemljama prije pandemije.
- Fiskalni odgovor na pandemiju (2020.): Pandemija COVID-19 uzrokovala je oštar pad u gospodarskoj aktivnosti, što je prisililo vlade da povećaju javnu potrošnju kao odgovor na krizu. To je rezultiralo značajnim deficitima u svim prikazanim zemljama, posebno

izraženim u Hrvatskoj i Francuskoj. Ovo povećanje deficita odražava izvanredne fiskalne mjere, uključujući izdatke za zdravstvo i poticaje za podršku gospodarstvu.

- Opći trend smanjenja deficita (2021. - 2022.): Uočava se oporavak fiskalnih bilanci prema manjim deficitima ili čak suficitima u nekim zemljama. Ovaj trend ukazuje na postupni fiskalni oporavak, koji je možda posljedica smanjenja izvanrednih potrošnji povezanih s pandemijom te oporavka gospodarske aktivnosti koji dovodi do povećanja poreznih prihoda.
- Makroekonomske implikacije i fiskalna održivost (2019. - 2022.): Visoki deficit može imati negativne dugoročne posljedice ako dovede do prekomjernog zaduživanja i oteža održivost javnog duga. Međutim, u kontekstu pandemijske krize, takvi deficitni potrošnji mogu biti opravdani kako bi se spriječio dublji ekonomski pad. Smanjenje deficita tijekom 2021. i 2022. godine sugerira da su zemlje počele stabilizirati svoje fiskalne bilance i smanjile javni dug, što je pozitivan signal za investitore i financijska tržišta.
- Socijalne i političke reperkusije: Veliki deficit može staviti pritisak na vlade da implementiraju mjere štednje, što može biti nepopularno među biračima i izazvati socijalne nemire. Međutim, fiskalna konsolidacija može biti neophodna za osiguranje dugoročne fiskalne stabilnosti i izbjegavanje budućih financijskih kriza.

#### **4.5. Utjecaj financijske stabilnosti i kreditnog rejtinga na uvjete financiranja**

Kreditni rejting je ključni indikator koji ocjenjuje sposobnost zemlje, kompanije ili financijskog instrumenta da isplati svoje dugove i obveze. Rejtinzi su izuzetno važni jer direktno utječu na uvjete financiranja; oni određuju koliko će subjekt plaćati kamate na posuđeni novac te tako imaju veliki utjecaj na ekonomske aktivnosti i financijsku stabilnost prema Claessens (2018).

Tri glavne svjetske agencije za kreditni rejting su Moody's, Standard & Poor's (S&P) i Fitch, koje zajedno kontroliraju preko 90% tržišta. Kada ocjenjuju kreditnu sposobnost država, ove agencije uzimaju u obzir razne varijable, uključujući makroekonomske pokazatelje i ekonomski rast, javne financije i dug, financijski sektor, trgovinu, devizni tečaj, političke uvjete te druge relevantne čimbenike.

Kod dodjele kreditnog rejtinga državi, razmatra se niz faktora. Jedan od ključnih faktora je dohodak po glavi stanovnika; veći dohodak implicira bolju sposobnost države za vraćanje dugova, što može rezultirati višim kreditnim rejtingom (Beer i Ionesco, 2018). Povećanje

dohotka također može osnažiti poreznu bazu i povećati kapacitet za vraćanje duga. Inflacija je također značajan indikator u evaluaciji kreditnog rejtinga zemlje. Postojanje deficita, koji se očituje u bilanci plaćanja, važan je element za procjenu rizika, baš kao i povijesni podaci o prethodnim izazovima u otplati dugova.

## **Hrvatska**

Hrvatski kreditni rejting 'BBB+' podržavaju pokazatelji upravljanja i BDP-a po glavi stanovnika koji su iznad prosjeka zemalja u kategoriji 'BBB' rejtinga. Dodatnu podršku pruža članstvo u Europskoj uniji i eurozoni, što Hrvatskoj omogućava pristup značajnim fondovima i stabilizacijskim mehanizmima koji su ključni za makroekonomsku stabilnost. S druge strane, negativne točke uključuju visok, iako smanjujući, javni dug, relativno mala veličinu ekonomije s velikom ovisnošću o turizmu i nepovoljan demografski profil koji predstavljaju dugoročne rizike za održivost javnih financija (Fitch Ratings, 2024).

Ekonomska otpornost zemlje je ojačana snažnim oporavkom nakon globalne pandemije COVID-19, kada je realni BDP Hrvatske bio gotovo 16% viši od razine prije pandemije krajem 2023. godine. Očekuje se da će zemlja u periodu 2024.-2025. ostvariti prosječni rast od 3,2%, što je znatno iznad prosječne stope rasta predviđene za eurozону od 1,1%. Takav rast omogućen je visokim nominalnim rastom BDP-a i opreznom fiskalnom politikom koja je rezultirala značajnim smanjenjem javnog duga.

Inflacija je postupno umjerena unatoč globalnim pritiscima, osobito zbog visoke inflacije usluga i sporije transmisije monetarne politike. HICP inflacija, koja je u veljači 2024. iznosila 4,8%, očekuje se da će se stabilizirati na nižim razinama, s projekcijama od 3,3% za 2024. i 3,1% za 2025. godinu, što je u skladu s prosjecima za 'BBB' kategoriju.

Fiskalna politika Hrvatske usmjerena je na smanjenje proračunskog deficita, koji bi trebao biti 2% BDP-a u 2024. godini, smanjujući se s procijenjenih 0,3% u 2023. Ova poboljšanja odražavaju veće troškove na javne plaće zbog reforme plaća i izmjene poreznih politika. Vlasti su procijenile ukupne troškove reforme plaća na 2% BDP-a, što bi trebalo dovesti do povećanja ukupnih troškova plaća na 12,2% BDP-a u 2024. godini.

Stabilni priljevi sredstava iz EU fondova, kao što su Fond za oporavak i otpornost, te kohezijski fondovi, igraju ključnu ulogu u potpori ekonomskom rastu i strukturnim reformama. Očekuje

se da će Hrvatska do 2030. godine primiti do 21 milijardu eura iz raznih EU programa, što će dodatno ojačati njezinu ekonomsku strukturu i pomoći u suzbijanju demografskih izazova.

Vanjska pozicija Hrvatske ostaje stabilna s očekivanjima malog suficita na tekućem računu za 2023. godinu i stabilizacijom na oko 2,7% BDP-a za 2024.-2025. Sveukupno, unatoč izazovima, Hrvatska pokazuje znakove makroekonomske stabilnosti i otpornosti, što potvrđuje njezin pozitivni kreditni rejting.

## **Njemačka**

Njemački rejting 'AAA' odražava njenu raznolikost, visokovrijednu ekonomiju i jake institucije, podržane dosljednim fiskalnim oprezom i niskim troškovima financiranja vlade. Visoki suficiti na tekućem računu bilance plaćanja ukazuju na konkurentnost izvoznog sektora, potpomognutog pozitivnim neto međunarodnim investicijskim položajem. Unatoč ovim prednostima, Njemačka se suočava s izazovima kao što su brzo starenje populacije i pritisak na javne financije, a dodatni problem su skuplji troškovi energenata (posebno tijekom razdoblja energetske krize) koji bitni za njemačku energetske intenzivnu industriju. Ekonomski oporavak nakon pandemije je slab, s očekivanim rastom od samo 0,1% u 2024. nakon pada od 0,3% u 2023. (Fitch Ratings, 2024). Fiskalna pravila i nedavne sudske odluke ograničavaju vladinu potrošnju, što može utjecati na investicije, dok stisnuto tržište rada i visoka inflacija stvaraju dodatni pritisak na plaće. Unatoč malim fiskalnim deficitima i umjerenom nominalnom rastu, očekuje se pad javnog duga, ali sporije nego u postpandemijskom periodu. Demografski izazovi i potreba za povećanjem doprinosa u mirovinskom sustavu predstavljaju dugoročne rizike za ekonomsku stabilnost.

## **Austrija**

Austrijski rejting AA+ podržan je raznolikom i bogatom ekonomijom, statusom eura kao rezervne valute, jakim političkim i društvenim institucijama te stabilnim vanjskim financijama prema Fitch Ratings (2024). Visok javni dug u odnosu na slične zemlje ublažen je dugim rokovima dospelja i niskim troškovima financiranja. Predviđamo blago sužavanje općeg proračunskog deficita na 2,3% BDP-a u 2024. i 2025. godini, s 2,5% u 2023., što odražava slabiji rast i veće troškove, uključujući nove mjere za zdravstvo i investicijski fond. Javni dug bi trebao pasti ispod 76% BDP-a do kraja 2025., što je sporije smanjenje u usporedbi s ranijim

procjenama, a prilagodbe zaliha dodatno usporavaju pad duga. Političke neizvjesnosti rastu zbog nacionalnih izbora u jesen, a ekonomska perspektiva ostaje slaba s očekivanim skromnim oporavkom BDP-a od 0,7% u 2024. Inflacijski pritisci su izraženiji u usporedbi s eurozonom, s prognoziranim padom inflacije na 3,7% u ovoj godini. Bankarski sektor je otporan, s niskim omjerom nenaplativih kredita i snažnim privatnim vanjskim bilancama, dok je javni sektor neto dužnik, djelomično zbog TARGET2 obveza. Austrija ima visok ESG rejting za političku stabilnost i pravnu državu, što odražava njezinu dugogodišnju tradiciju stabilnih političkih prijelaza, jake institucije i nisku razinu korupcije.

## **Slovenija**

Slovenija svoj rejting podupire visokim pokazateljima upravljanja i ljudskog razvoja te čvrstim političkim okvirom zahvaljujući članstvu u EU i eurozoni. Ove prednosti kontrastiraju s visokim, iako opadajućim, javnim dugom u odnosu na druge zemlje s 'A' rejtingom, malom veličinom ekonomije i sporim napretkom u strukturnim reformama potrebnim za rješavanje izazova povezanih sa starenjem populacije (Fitch Raitings, 2024). Deficit državnog proračuna bio je niži od očekivanog u 2023. godini zahvaljujući nedovoljnom izvršenju kapitalnih izdataka za poplave i boljoj izvedbi prihoda, s očekivanjima da će se deficit proširiti u 2024. godini zbog troškova obnove nakon poplava. Javni dug kontinuirano opada, podržan umjerenim smanjenjem vladinih depozita i dugim rokovima dospjeća duga koji ublažavaju utjecaj rastućih troškova refinanciranja. Prognoza rasta BDP-a za 2024. i 2025. godinu podržana je oporavkom potrošnje i čvrstim investicijama, dok inflacija, iako u opadanju, ostaje izazov zbog trajnih pritisaka na cijene i plaće. Bankarski sektor ostaje stabilan s dobrim kapitalizacijskim omjerima i poboljšanjem profitabilnosti, dok se vanjski dug nalazi u suficitu.

## **Francuska**

Rejting 'AA-' Francuske podržan je njezinom velikom, bogatom i raznolikom ekonomijom, uz snažne institucije i dokazanu makrofinancijsku stabilnost. Međutim, izazovi uključuju slabije fiskalne pokazatelje u usporedbi sa zemljama sličnih obilježja, s očekivanjima da će opći državni dug u odnosu na BDP nastaviti umjereni uzlazni trend. Projicirani fiskalni deficit od 5,0% BDP-a za ovu godinu raste zbog slabijeg ekonomskog rasta i većih rashoda indeksiranih inflacijom, s planovima za smanjenje na 2,7% do 2027. godine prema Fitch Raitings (2024).

Visoki javni dug, koji je krajem 2022. iznosio 111,6% BDP-a, te rastući troškovi kamata predstavljaju financijski teret. Političke tenzije i socijalni nemiri, pojačani nedavnim protestima protiv reforme mirovinskog sustava, dodatno kompliciraju fiskalnu konsolidaciju i provedbu reformi. Unatoč tim izazovima, Francuska uživa prednosti pristupa dubokim i likvidnim kapitalnim tržištima, što ublažava rizike visokog duga. ESG ocjena '5[+]' za političku stabilnost i pravnu državu odražava njezinu dugotrajnu političku stabilnost i nisku razinu korupcije, što dodatno potkrepljuje njezin kreditni rejting.

### **Odnos kreditnih rejtinga i financijskih uvjeta: utjecaj na prinose obveznica**

Postoji izravna veza između kreditnog rejtinga i uvjeta financiranja, uključujući kamatne stope koje izdavatelji plaćaju na svoje dugove. Viši rejtinzi, poput onih koji su u „investment-grade“ kategoriji, obično rezultiraju nižim kamatnim stopama jer se takvi dugovi smatraju manje rizičnima. Suprotno, niži rejtinzi mogu dovesti do viših kamatnih stopa, što odražava veći rizik propusta u plaćanju.

Analiza kreditnih rejtinga i njihov utjecaj na financijske uvjete zemalja pokazuje kako kvaliteta kreditnog rejtinga izravno utječe na prinos na desetogodišnje državne obveznice, što je ključni pokazatelj troškova zaduživanja i percepcije rizika na međunarodnim financijskim tržištima. Kao što je prikazano, zemlje s višim kreditnim rejtingom poput Njemačke i Austrije uživaju u nižim prinosima, što ukazuje na povjerenje investitora i niske troškove financiranja. S druge strane, zemlje s nižim rejtingom poput Hrvatske suočavaju se s višim prinosima, reflektirajući veći rizik ulaganja.

**Njemačka**, s najvišim rejtingom 'AAA', demonstrira kako stabilne i razvijene ekonomske strukture uz dosljednu političku stabilnost rezultiraju povoljnim financijskim uvjetima, s prinosom od 2.37% na desetogodišnje obveznice. Ovo odražava njen nizak rizik i jaku ekonomsku poziciju na globalnoj sceni.

**Austrija**, također visoko ocijenjena s 'AA+', bilježi prinos od 2.97%, što i dalje ostaje ispod globalnog prosjeka za zemlje sličnog ekonomskog profila. Ovo odražava povjerenje u njenu ekonomsku politiku i sposobnost upravljanja dugoročnim obvezama.

S druge strane, **Hrvatska**, s kreditnim rejtingom 'BBB+', ima prinos od 3.37%, što je znatno



više u usporedbi s Austrijom i Njemačkom. Unatoč solidnim ekonomskim pokazateljima i potpori članstvom u EU, Hrvatska plaća premiju za rizik, odražavajući tržišnu percepciju veće ekonomske neizvjesnosti i izloženosti vanjskim šokovima.

**Francuska i Slovenija**, s prinosima od 3.12% i 3.0% respektivno, također ilustriraju kako niži kreditni rejtinzi ili ekonomska izazovna situacija utječu na troškove zaduživanja. Francuska, unatoč svojoj ekonomskoj veličini i političkoj moći, suočava se s povećanim troškovima financiranja zbog fiskalnih izazova i političkih tenzija.

Ova analiza jasno pokazuje kako kreditni rejtinzi služe kao ključni indikator za međunarodne investitore u ocjenjivanju rizika i odlučivanju o investicijama. Razlike u prinosima na obveznice između zemalja različitih rejtinga ističu važnost kreditne ocjene za financijske uvjete svake zemlje. Zemlje s višim rejtingom uživaju u povoljnijim uvjetima zaduživanja, što im omogućuje lakše financiranje dugoročnih projekata i stabilniji ekonomski rast. Nasuprot tome, zemlje s nižim rejtingom moraju se nositi s većim troškovima i često ograničenim pristupom kapitalnim tržištima, što može ograničiti njihov ekonomski potencijal i otežati fiskalnu stabilnost. Ovi nalazi su od ključne važnosti za formuliranje politika i strategija koje teže poboljšanju kreditne ocjene i smanjenju troškova financiranja, što u konačnici pridonosi većoj makroekonomskoj stabilnosti i održivom razvoju.

## 5. ZAKLJUČAK

Financijski uvjeti u Europi prolazili su kroz značajne promjene tijekom protekla dva desetljeća, reflektirajući globalne ekonomske trendove i krizne situacije. Od početka 2000-ih, uvjeti financiranja su se ublažili do globalne financijske krize 2008. godine, nakon čega su se naglo zaoštrili. Kriza je donijela smanjenu dostupnost kredita i povećanje troškova zaduživanja, dok su intervencije središnjih banaka i vlada bile ključne za ublažavanje tih uvjeta.

Pandemija COVID-19 dovela je do značajnog popuštanja financijskih uvjeta zahvaljujući iznimnoj monetarnoj i fiskalnoj podršci. Međutim, od 2021. godine, financijski uvjeti su se ponovno zaoštrili, dodatno pogoršani početkom rata u Ukrajini. Povećanje kamatnih stopa od strane Europske središnje banke dovelo je do rasta troškova kredita i nižih cijena dionica, što je sve utjecalo na strože financijske uvjete.

Analiza pokazuje da su razlike u financijskim uvjetima među zemljama postale izraženije, pri čemu su se i kućanstva i poduzeća suočila sa strožim uvjetima financiranja. Dok kućanstva uglavnom osjete posljedice kroz rast kamatnih stopa i smanjen pristup kreditima, korporativni sektor je pogođen većom cijenom rizika i volatilnošću tržišta.

U budućnosti se očekuje da će financijski uvjeti ostati čvrsti na kratkoročnom planu, s mogućnošću blažeg financijskog okruženja ako inflacija počne popuštati. Iako pad cijena energenata može pomoći stabilizaciji tržišta, nastavak stroge monetarne politike i dalje će utjecati na dostupnost financiranja, posebno za kućanstva.

Ova analiza pruža važan uvid u dinamiku financijskih uvjeta u eurozoni, naglašavajući potrebu za kontinuiranim praćenjem i prilagodbom monetarnih i fiskalnih politika kako bi se osigurala ekonomska stabilnost i rast.

## POPIS LITERATURE

1. Angeloni, I.; Kashyap, A. K.; Mojon, B. (2003). Monetary Policy Transmission in the Euro Area: A Study by the Eurosystem Monetary Transmission Network. Cambridge University Press. Dostupno na:  
[https://assets.cambridge.org/97811074/03802/frontmatter/9781107403802\\_frontmatter.pdf](https://assets.cambridge.org/97811074/03802/frontmatter/9781107403802_frontmatter.pdf)
2. Angeloni, J., Flad, M., i Mongelli, F. P. (2005). Economic and monetary integration of the new Member States: helping to chart the route. European Central Bank, Occasional paper series, No. 36, September
3. Beer, R., Ionescu, F., & Li, G. (2018). Are Income and Credit Scores Highly Correlated? August 13, 2018. Dostupno na:  
<https://www.federalreserve.gov/econres/notes/feds-notes/are-income-and-credit-scores-highly-correlated-20180813.html>
4. Bê Duc, L.; de Bondt, G.; Calza, A.; Ibáñez, D. M.; van Rixtel, A.; Scopel, S. (2005). Financing conditions in the Euro area, European Central Bank, Occasional paper series, No. 37, October. Dostupno na:  
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecbocp37.pdf>
5. Beyer, R., Chen, R., Li, C., Misch, F., Ozturk, E. O., & Ratnovski, L. (2024). Monetary Policy Pass-Through to Interest Rates: Stylized Facts from 30 European Countries. WP 24/9, International Monetary Fund. Dostupno na:  
<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2024/01/12/Monetary-Policy-Pass-Through-to-Interest-Rates-Stylized-Facts-from-30-European-Countries-543715>
6. Borraccia, G., Espinoza, R., Guzzo, V., Jiang, F., Lafarguette, R., Nguyen, V., Segoviano, M., & Wingender, P. (2023). Financial Conditions In Europe: Dynamics, Drivers, And Macroeconomic Implications. WP 23/209, International Monetary Fund. Dostupno na: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2023/09/29/Financial-Conditions-in-Europe-Dynamics-Drivers-and-Macroeconomic-Implications-539653>
7. Chami, R.; Cosimano, T. (2001). Monetary Policy with a Touch of Basel, IMF, Working paper WP/01/151, Dostupno na:  
<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01151.pdf>
8. Claessens, S., Law, A., & Wang, T. (2018). How do credit ratings affect bank lending under capital constraints? BIS Working Papers No 747, Monetary and Economic Department, Bank for International Settlements. Dostupno na:  
<https://www.bis.org/publ/work747.htm>

9. De Bont, G. (1999). Banks and monetary transmission in Europe: empirical evidence, BNL Quarterly Review, vol. 52, issue 209, 149-168
10. Deskar-Škrbić, M., Jukić, S., Lesničar, K., & Zrnc, J. (2023). How strong is a pass-through of ECB policy rates to bank interest rates in Croatia? Hrvatska narodna banka. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/en/-/how-strong-is-a-pass-through-of-ecb-policy-rates-to-bank-interest-rates-in-croatia-#endnote-2>
11. Dumičić, M. (2015). Financial stress indicators for small, open, highly euroized countries: the case of Croatia. Financial theory and practice, 39(2), 171-203. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/file/206033>
12. Dumičić, M., & Krznar, I. (2013). Financijski uvjeti i gospodarska aktivnost. Zagreb: Hrvatska narodna banka.
13. Euribor rates (2024). Triami Media financial websites network. Dostupno na: <https://www.euribor-rates.eu/en/>
14. European Central Bank (n.d.). Overview of euro short-term rate (€STR). Dostupno na: [https://www.ecb.europa.eu/stats/financial\\_markets\\_and\\_interest\\_rates/euro\\_short-term\\_rate/html/eurostr\\_overview.en.html#calc](https://www.ecb.europa.eu/stats/financial_markets_and_interest_rates/euro_short-term_rate/html/eurostr_overview.en.html#calc)
15. European Central Bank (2021). The euro short-term rate (€STR) methodology and policies. Dostupno na: [https://www.ecb.europa.eu/stats/euro-short-term-rates/interest\\_rate\\_benchmarks/WG\\_euro\\_risk-free\\_rates/shared/pdf/ecb.ESTER\\_methodology\\_and\\_policies.en.pdf](https://www.ecb.europa.eu/stats/euro-short-term-rates/interest_rate_benchmarks/WG_euro_risk-free_rates/shared/pdf/ecb.ESTER_methodology_and_policies.en.pdf)
16. Fase, M.M.G.; de Bondt G. J. (2000). Institutional Environment and Monetary Transmission in the Euro-Area: A Cross-country View. Revue de la Banque, 64, 149-155. Dostupno na: [https://pure.uva.nl/ws/files/2143933/25692\\_wo0599\\_tcm7\\_14923.pdf](https://pure.uva.nl/ws/files/2143933/25692_wo0599_tcm7_14923.pdf)
17. Ferrando, A.; Gori, S. (2021). Financing conditions through the lens of euro area companies. ECB Economic Bulletin, Issue 8/2021. Dostupno na: [https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202108\\_03~285ccfdca4.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2022/html/ecb.ebbox202108_03~285ccfdca4.en.html)
18. Fitch Ratings (2023). Fitch Downgrades France to 'AA'; Outlook Stable. Dostupno na: <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-downgrades-france-to-aa-outlook-stable-28-04-2023>
19. Fitch Ratings (2024). Fitch Affirms Austria at 'AA+'; Outlook Stable. Dostupno na: <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-affirms-austria-at-aa-outlook-stable-23-02-2024>

20. Fitch Ratings (2024). Fitch Affirms Croatia at 'BBB'; Outlook Positive. Dostupno na: <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-affirms-croatia-at-bbb-outlook-positive-05-04-2024>
21. Fitch Ratings (2024). Fitch Affirms Germany at 'AAA'; Outlook Stable. Dostupno na: <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-affirms-germany-at-aaa-outlook-stable-15-03-2024>
22. Fitch Ratings (2024). Fitch Affirms Slovenia at 'A'; Outlook Stable. Dostupno na: <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/fitch-affirms-slovenia-at-a-outlook-stable-12-04-2024>
23. Frayne, C., Szczypińska, A., Vašíček, B., & Zeugner, S. (2022). Housing Market Developments in the Euro Area: Focus on Housing Affordability. Discussion Paper 171. Dostupno na: [https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2022-09/dp171\\_en.pdf](https://economy-finance.ec.europa.eu/system/files/2022-09/dp171_en.pdf)
24. Hrvatska Narodna Banka (2024). Referentni tečajevi ESB-a. Zagreb, Hrvatska. Hrvatska Narodna Banka. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/sredisnja-banka-hnb/devizni-tecajevi/referentni-tecajevi-esb-a>
25. Ivanov, M.; Čavrak, V. (2005). The credit channel of the transmission mechanism in the Republic of Croatia. *International Journal of Entrepreneurship and Small Business*, 2, 254-265.
26. Ivanov, M.; Lovrinović, I. (2008) Monetary transmission mechanism and behaviour of asset prices: the case of Croatia, *Review of business research*, March, 1-18
27. Kolačević, S.; Hreljac, B. (2011) Javni dug kao ključna varijabla ostvarenja ciljeva ekonomske politike. *Ekonomski pregled*, No. 62 (3-4), str. 208-229. Dostupno na: <https://hrcak.srce.hr/file/100410>
28. Lane, P. R. (2022). The transmission of monetary policy. Frankfurt am Main, Germany. European Central Bank. Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2022/html/ecb.sp221011~5062b44330.en.html>
29. Marić, Ž. (2021). POLITIKA OBVEZNE REZERVE. *Tranzicija*, 24(47). Preuzeto s: <https://hrcak.srce.hr/295052>
30. Van den Heuvel, S. J. (2002). Does bank capital matter for monetary transmission? *FRBNY Economic Policy Review* 8, 259–265, Dostupno na: <https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/epr/02v08n1/0205vand.pdf>

31. Vlada Republike Hrvatske. (2023). Državne obveznice uvrštene na burzu. Velik odaziv poruka je povjerenja građana. Dostupno na: <https://vlada.gov.hr/vijesti/drzavne-obveznice-uvrstene-na-burzu-velik-odaziv-poruka-je-povjerenja-gradjana/37932?lang=hr>

## POPIS SLIKA

Slika 1. Kanali monetarnog prijenosa i uvjeti financiranja.....	10
---	----

## POPIS GRAFIKON

Grafikon 1. Indikator financijskih uvjeta kako poduzeća percipiraju promjene u svojoj financijskoj poziciji, uključujući profite, vlastiti kapital i kreditnu sposobnost. ....	11
Grafikon 2. Faktori povezani s promjenama u zahtjevima za kolateralom i druge garancije.....	12
Grafikon 3. Faktori cjenovne uvjete financiranja, uključujući kamatne stope i ostale troškove financiranja.....	12
Grafikon 4. Omjer duga i prihoda u postotku.....	13
Grafikon 5. Kamate na stambene kredite (godišnji postotak).....	14
Grafikon 6. Krediti za kupnju stambenih nekretnina od 2010 do 2024.....	15
Grafikon 7. kamatna stopa na prekonoćne depozite kućanstva u zemljama EU(2011-2024).....	22
Grafikon 8. Kamatne stope na prekonoćne depozite za korporacije u zemljama EU (2011-2024).....	23
Grafikon 9. Ključne Kamatne stope ECB (2020-2024).....	26
Grafikon 10. Kretanje kamatnih stopa na kredite poduzećima i stanovništvu (2022-2023).....	27
Grafikon 11. Kretanje kratkoročne kamatne stope eura (2020-2024).....	28
Grafikon 12. Kamate na stambene kredite (godišnji postotak).....	29
Grafikon 13. Kamate na stambene kredite nefinancijskim korporacijama .....	30
Grafikon 14. Promjene u cijenama kuća i najamnina za različite zemlje Europske unije (EU) i eurozone između 2010. i trećeg kvartala 2023. godine.....	31
Grafikon 15. Inflacija u odabranim državama Eurozone u postotku.....	33
Grafikon 16. Bruto domaći proizvod u odabranim zemljama Eurozone.....	34
Grafikon 17. Ukupna stopa nezaposlenosti kao postotak radne snage u dobi od 15 do 74 godine za 5 europskih zemalja – razdoblja od 2020. do 2023. godine.....	35
Grafikon 18. Godišnji proračunski deficit / suficit kao postotak BDP-a za pet europskih zemalja – razdoblja od 2019. do 2022. godine.....	37

# ŽIVOTOPIS AUTORA



## Fran Robić

Državljanstvo: hrvatsko Datum rođenja: 05/04/1999

E-adresa: [robifran1@gmail.com](mailto:robifran1@gmail.com)

### RADNO ISKUSTVO

#### Naturalis d.o.o.

Prodaja [ 2022 – Trenutačno ]

### OBRAZOVANJE I OSPOSOBLJAVANJE

#### Erasmus

Université Catholique de Lille [ 01/2022 – 07/2022 ]

Mjesto: Lille | Zemlja: Francuska

#### Ekonomski fakultet Sveučilište u Zagrebu

Financije [ 2018 – Trenutačno ]

Adresa: Trg J.F. Kennedyja 6, 10000 Zagreb (Hrvatska)

#### SSS

Klasična gimnazija [ 2013 – 2018 ]

Adresa: 10000, Zagreb, (Hrvatska)

#### Osnovna škola

Izidora Kršnjavog

Adresa: 10000 Zagreb (Hrvatska)

### JEZIČNE VJEŠTINE

Materinski jezik/jezici: Hrvatski

Drugi jezici:

#### Engleski

SLUŠANJE C1 ČITANJE C1 PISANJE C1

GOVORNA PRODUKCIJA C1 GOVORNA INTERAKCIJA C1

#### Francuski

SLUŠANJE A2 ČITANJE A2 PISANJE A2

GOVORNA PRODUKCIJA A2 GOVORNA INTERAKCIJA A2

Razine: A1 i A2: temeljni korisnik; B1 i B2: samostalni korisnik; C1 i C2: iskusni korisnik

### DIGITALNE VJEŠTINE

MS Office (Word Excel PowerPoint)

