

# Monetarna politika i investicijski ciklusi

---

Rami, Jasmin

Master's thesis / Diplomski rad

2021

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Pula / Sveučilište Jurja Dobrile u Puli**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:137:016276>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-02-22**



Repository / Repozitorij:

[Digital Repository Juraj Dobrila University of Pula](#)



Sveučilište Jurja Dobrile u Puli

Fakultet ekonomije i turizma

„Dr. Mijo Mirković“

**Jasmin Rami**

# MONETARNA POLITIKA I INVESTICIJSKI CIKLUSI

Diplomski rad

Pula, 2021.

Sveučilište Jurja Dobrile u Puli

Fakultet ekonomije i turizma

„Dr. Mijo Mirković“

# MONETARNA POLITIKA I INVESTICIJSKI CIKLUSI

Diplomski rad

**Autor: Jasmin Rami**

**JMBAG: 030341397, redoviti student**

**Studijski smjer: Diplomski studiji, Financijski Malagement**

**Kolegij: Analiza Investicija**

**Mentor: izv. Prof. Dr. Sc Dean Sinković**

Pula, rujan 2021.

# SADRŽAJ

1. UVOD.....	1
1.1. Problem, predmet i objekt istraživanja .....	2
1.2. Hipoteza .....	2
1.3. Metodologija istraživanja .....	3
1.4. Ciljevi rada.....	3
1.5. Struktura rada .....	4
2. MONETARNA POLITIKA .....	5
2.1. Instrumenti monetarne politike.....	9
2.2. Monetarna politika RH .....	11
2.2.1. HNB .....	11
2.2.2. Instrumenti monetarne politike HNB – a.....	12
2.3. Monetarna politika Europska Monetarna Unija .....	15
2.3.1. Europska središnja Banka (European Central Bank) .....	15
2.3.2. Instrumenti monetarne politike ESB – a .....	20
2.3.3. Alati za provođenje monetarne politike ESB-a .....	21
3. INVESTICIJSKI CIKLUSI .....	23
3.1. Vrste investicija.....	29
3.1.1. Investicije u ljudski kapital .....	30
3.1.3. Investicije u opremu .....	33
3.1.4. Investicije u istraživanje i razvoj .....	35
3.2.1. Kitchinovi ciklusi .....	40
3.2.2. Juglerovi ciklusi .....	42
3.2.3. Kuznetsovi ciklusi.....	44

3.2.4. Kondratijevi ciklusi.....	46
3.3. Načelo superpozicije investicijskih ciklusa.....	50
4. KOMPARATIVNA ANALIZA MONETARNE POLITIKE I INVESTICIJSKIH CIKLUSA .....	51
4.1. Analiza monetarne politike ESB-a .....	51
4.1.1. Kraj tehnološkog ciklusa komunikacijskih tehnologija (1999. – 2003.) .....	52
4.1.2. Razdoblje ekonomskog napretka (2003. – 2007.).....	53
4.1.3. Razdoblje financijske krize i krize eurozone uzrokovanom državnim dugovima (2007. – 2013.).....	54
4.1.4. Razdoblje ekonomskog oporavka (2013. – 2018.) .....	56
4.1.5. Razdoblje nakon 2018. i ESB tijekom COVID-19 pandemije .....	57
4.2. Analiza monetarne politike HNB-a.....	58
4.2.1. Razdoblje konsolidacije (1994.-2000.) .....	58
4.2.2. Razdoblje reformi tijekom tehnološke krize (2001.-2003.).....	59
4.2.3. Razdoblje reformi tijekom ekonomskog oporavka (2003.-2007.) .....	60
4.2.4. Razdoblje financijske krize (2008.-2015.) .....	60
4.2.5. Razdoblje ekonomskog oporavka (2015.-2018.).....	61
4.2.6. Razdoblje nakon 2018. i ESB tijekom COVID-19 pandemije .....	61
4.3. Analiza investicija i kamatnih stopa .....	63
4.3.1. Financijske investicije u relanom sektoru .....	63
4.3.2. Analiza bruto investicija u dugotrajnu imovinu za Hrvatsku, Europsku uniju, Euro područje, Sloveniju, Slovačku i Mađarsku. ....	65
4.4. Diskusija rezultata analize .....	75
5. ZAKLJUČAK .....	78
LITERATURA.....	80
POPIS SLIKA .....	83

POPIS TABLICA .....	84
SAŽETAK.....	85
ABSTRACT .....	85

## 1. UVOD

Osnovna problematika ovoga rada čini komparativna analiza monetarne politike i investicijskih ciklusa između RH i EMU. Investicijski ciklusi čine jedan aspekt općih poslovnih i tržišnih ciklusa na današnjem modernom tržištu kao i predstavljaju posljedično djelovanje, tržišta, monetarne politike, fiskalne politike i globalnih kretanja kao i trendova u određenoj djelatnosti. Usprkos činjenici što se danas promatraju svakih nekoliko godina njihova spoznaja nije nova već potječe još iz 19. stoljeća. Unutar ovoga rada se iz tog razloga početno daje jedan teoretski okvir vezan uz monetarnu politiku i tijela koja ju provode na razini RH i EMU. Uz navedena tijela, daju se i njihovi kratki opisi, povijest djelovanja i dr. relevantne činjenice. Nakon prikaza nadležnih tijela detaljnije se ulazi u problematiku i načine upravljanja instrumentima monetarne politike tih tijela. Poslije objašnjenja načina upravlja monetarnom politikom ulazi se u detaljno teoretsko razmatranje investicijskih ciklusa s posebnim naglaskom na vrste ciklusa, njihovo trajanje i značajke. Uz teoretski objašnjenje daje se i prikaz investicijskih ciklusa na primjeru RH i EMU kao i pokazatelja prema kojima je moguće prepoznati pojedine značajke. Vrhunac ovoga rada čini komparativna analiza tadašnjih monetarnih politika i njihove usklađenosti i utjecaja na investicijske cikluse kako za EMU tako i za RH. Rezultati navedenog istraživanja se potom međusobno kompariraju, diskutiraju i tvore se zaključci o njihovoj prilagođenosti i primjerenosti. Unutar zaključka rada se ukratko prikazuje usklađenost ciljeva i načine na koji su ti ciljevi postignuti kroz pisanje ovoga rada, te se navode izvedeni zaključci cjelokupnog istraživanja.

## **1.1. Problem, predmet i objekt istraživanja**

Predmet istraživanja ovoga diplomskog rada čini primjerenost i prikladnost implementacije i djelovanja monetarne politike nad tržišno prisutnim investicijskim ciklusima. Za objekt nad kojim se vrši istraživanje se u tom pogledu uzimaju EMU i RH kao dvije monetarno jedinstvene zone radi mogućnosti komparacije utjecaja različitih monetarnih politika i mogućnosti pojedinih tijela. Problem istraživanja iz tog razloga čini komparacija utjecaja monetarnih politika nad manjom ekonomijom poput RH i nad većim ekonomskim blokom kojeg u perspektivi ovoga rada čini EMU zbog svoje ekonomske veličine.

## **1.2. Hipoteza**

Za osnovnu hipotezu ovoga rada uzima se tvrdnja kako su veći ekonomskim blokovi manje podložni fluktuacijama globalnog tržišta naspram manjih ekonomija. Radna pretpostavka je kako su središnje banke većih ekonomskih blokova financijski „zrelije“ u smislu da imaju bolju pripremljenost i veći broj resursa i operacija na raspolaganju kako bi ostvarile brži i bolji odgovor na negativne dijelove ekonomskih ciklusa poput ekonomskih recesija i depresija, no isto tako se uzimaju u obzir i trajanje pojedinih dijelova ciklusa kao značajne pokazatelje uspješnosti provedbe monetarne politike gdje je kraće trajanje negativnog dijela ekonomskog ciklusa rezultat uspješnije monetarne politike.



### 1.3. Metodologija istraživanja

Unutar istraživačkog dijela ovoga rada koriste se brojne metode znanstvenog istraživanja. Pojedinačno, korištene znanstvene metode su:

- Metoda analize zbog analize utjecaja pojedinačnih čimbenika monetarne politike nad gospodarstvom.
- Metoda sinteze radi sintetiziranja rezultata komparativne analize.
- Metoda generalizacije kod generaliziranja rezultata ovoga istraživanja na opće slučajeve ekonomskih blokova različitih veličina.
- Metoda dokazivanja i opovrgavanja kod dokazivanja osnovne hipoteze rada nakon prikaza rezultata.
- Metoda deskripcije kod opisivanja i prikazivanja pojedinih objekata ovoga rada unutar teoretskog dijela rada.

### 1.4. Ciljevi rada

Ciljeve ovoga rada moguće je definirati na sljedeći način:

- Prikazati različite monetarne politike i teoretski razraditi razloge za primjenu različitih monetarnih politika.
- Prikazati tijela i institucije koja provode monetarnu politiku na razini RH i EMU.
- Prikazati primjere različitih monetarnih politika na razini RH in a razini EMU.
- Detaljno razraditi teoretsku podlogu suvremene teorije investicijskih ciklusa.
- Teoretski razraditi različite vrste investicijskih ciklusa i različite oblike investicija kao i prikazati detaljno njihove specifičnosti.
- Napraviti analizu monetarne politike i tržišnih kretanja investicijskih ciklusa.
- Navedenu analizu provesti na razini EMU i na razini RH i izvesti komparaciju njihovih učinaka.

## 1.5. Struktura rada

Strukturu ovoga rada čini pet poglavlja koja se redom bave sljedećim tematikama:

- Poglavlje “Uvod” uvodi u tematiku i problematiku ovoga rada. Prikazuje osnovne elemente rada poput predmeta, objekta istraživanja, hipoteze rada, ali i ciljeve i samu strukturu rada.
- Poglavlje “Monetarna politika” bavi se postavljanjem teoretskog okvira istraživanja. Detaljno se prikazuje pojam monetarna politika, njegovi čimbenici i instrumenti kojima je moguće utjecati na monetarnu politiku države. Dodatno unutar ovoga poglavlja daju se detaljni prikazi institucija i pripadajućih instrumenata monetarne politike vezanih uz RH i EMU.
- Poglavlje “Investicijski ciklusi” prikazuje investicijske cikluse tržišta kao jednu od perspektiva pozadinskih tržišnih i poslovnih ciklusa. Objašnjavaju se suvremene i klasične teorije investicijskih ciklusa. Dodatno prikazuju se vrste investicija i njihovu asocijaciju s pojedinim investicijskim ciklusima. Završetak poglavlja čini prikaz i detaljno objašnjenje vrsta ekonomskih i poslovnih ciklusa koji su današnji dio makroekonomske teorije.
- Četvrto poglavlje predstavlja vrhunac ovoga rada gdje se primjenjuju sva saznanja prethodnog teoretskog okvira kako bi se izvršila analiza međusobnih utjecaja monetarne politike nad investicijskim ciklusima i obrnuto. Navedena analiza se provodi pojedinačno nad EMU i RH i prikazuju se rezultati istraživanja. Rezultati istraživanja se potom diskutiraju i izvlače konačni zaključci o njihovoj primjerenosti kao i konačno dokazivanje ili opovrgavanje osnovne hipoteze rada. Dodatno, prikazuju se i druge značajke koje su uočene prilikom analize koje nisu dijelom ovoga rada, no predstavljaju moguće daljnje puteve istraživanja.
- Poglavlje “Zaključak” rezimira rad, prikazuju se zadani i izvršeni ciljevi rada, te se ukratko daje sinteza prethodno prikazane analize.

## 2. MONETARNA POLITIKA

Monetarna politika je ekonomska politika koja upravlja veličinom i stopom rasta novčane mase u gospodarstvu. Prikladan je alat za regulaciju makroekonomskih varijabli poput inflacije i nezaposlenosti. Takva se politika provodi kroz različite alate, uključujući prilagodbu kamatnih stopa, kupnju ili prodaju državnih vrijednosnih papira i promjenu količine novca koji kruži u gospodarstvu. Za određivanje i sprovođenje monetarne politike, odgovorna je središnja banka (BABIĆ, M. 2007). Svaka središnja banka određuje opće ciljeve monetarne politike koji u pravilu moraju biti u s ekonomskom politikom države ili monetarnog područja.<sup>1</sup> Nakon određivanja općeg cilja, određuju se specifični ciljevi koji se žele postići.

U općenitom smislu monetarna politika može biti usmjerena na jedan ili više od sljedećih parametara:

1. Poticanje izvoza,
2. Održavanjem željene razine inflacije,
3. Smanjenje nezaposlenosti.

Ad 1) Monetarna politika svojim mjerama održavanja tečaja nastoji održavati ravnotežu u vanjskotrgovinskoj bilanci. Središnja banka svojim kvantitativnim i kvalitativnim mjerama. Kvantitativnim mjerama središnja banka djeluje tako što vrši deprecijaciju domaće valute time potiče izvoz i smanjuje uvoz, potpretpostavkom da je većina inputa u proizvodnji domaćeg podrijetla i da na domaćem tržištu postoji dovoljan broj supstituta za uvozne proizvode. Kvalitativnim mjerama, prije svega selektivnom pristupu kreditnoj politici središnja banka može za kredite namjenjene izvoznicima smanjit stopu obvezne pričuve i time potaknuti poslovne banke na kreditiranje poslovnih subjekata izvozno orijentiranih.

Ad 2) Nakon godina nestabilnosti cijena i razina inflacija izazvane odlukom država članica OPEC-a o značajnom poskupljenju sirova nafte u početkom 70-tih, uvođenjem foreksa i

---

<sup>1</sup> Eurozonska monetarna unija je skup od 19 država članica Europske unije koje podpadaju pod jedinstvenu monetarnu politiku kreirajuću takozvanu Euro zonu.

potpuno odustajanje od elemenata zlatnog standarda gdje je došlo do značajnijeg pada određenih valuta i poskupljenje cijena, početom 90- tih godina većina središnjih banaka odlučilo se za stabilnost cijena kao osnovni cilj monetarne politike.

U velikim ekonomijama središnje banke nastoje stabilnost cijena održavati preko kamatnjaka, gdje se kamatne stope nastoje održavati do razine cijene tj. inflacija ne prelazi predviđenu stopu, u slučaju kada su inflatorni pritisci veći i postoji vjerojarnost da inflacija bude veća od predviđene kamatne stope se povećavaju time se smanjuju kreditna aktivnost poslovnih banaka i inflacija se vraća „ceteris paribus“ na željenu razinu. vrijedi u obrnuto.

U malim otvorenim ekonomijama poput Hrvatske, osnovni alat monetarnih vlasti u kontroli inflacije je kontroliranje kretanje deviznog tečaja uz unaprijed definiranu razinu oscilacija. Prema članku 3, stavak 1, zakonu o Hrvatskoj narodnoj banci (Narodne novine NN 75/08, 54/13, 47/20), opći cilj Hrvatske narodne banke je jest stabilnost cijena. Hrvatska narodna banka operacijama na otvorenom tržištu tj. deviznim intervencijama, refovitim operacijama, strukturnim operacijama i operacijama fine prilagodbe održava željeni tečaj Hrvatske kune prema Euru. Osnovna pretpostavka je da stabilnost tečaja održati stabilnost cijena. Kada kuna aprecira HNB prodaje kune i kupuje devize time smanjuje količinu kuna u opticaju i kuna aprecira. Vrijedi i obrnuto (HNB, 2021).

Ad 3) Monetarna politika kombinacijom instrumenata nastoji smanjiti nezaposlenost na način da provodi ekspanzivnu monetarnu politiku, gdje smanjuje kamatne stope, smanjuje obvezne rezerve te smanjuje regulatorna ograničenja a ciljem povećanja kreditne aktivnosti i rasti investicija koje će rezultirati stvaranjem radnih mjesta i jačanjem gospodarstva.

U općem smislu, za provođenje monetarne politike središnja banka koristi određene instrumente koji se pobliže pojašnjavaju u sljedećem poglavlju. Nadalje, daje se prikaz europske i hrvatske monetarne politike kao i tijela, tj. središnjih banki koje ih provode i općenito povijesno kretanje instrumenata monetarne politike kako bi se kontrolirala ekspanzija ili restrikcija monetarne potražnje i ponude.

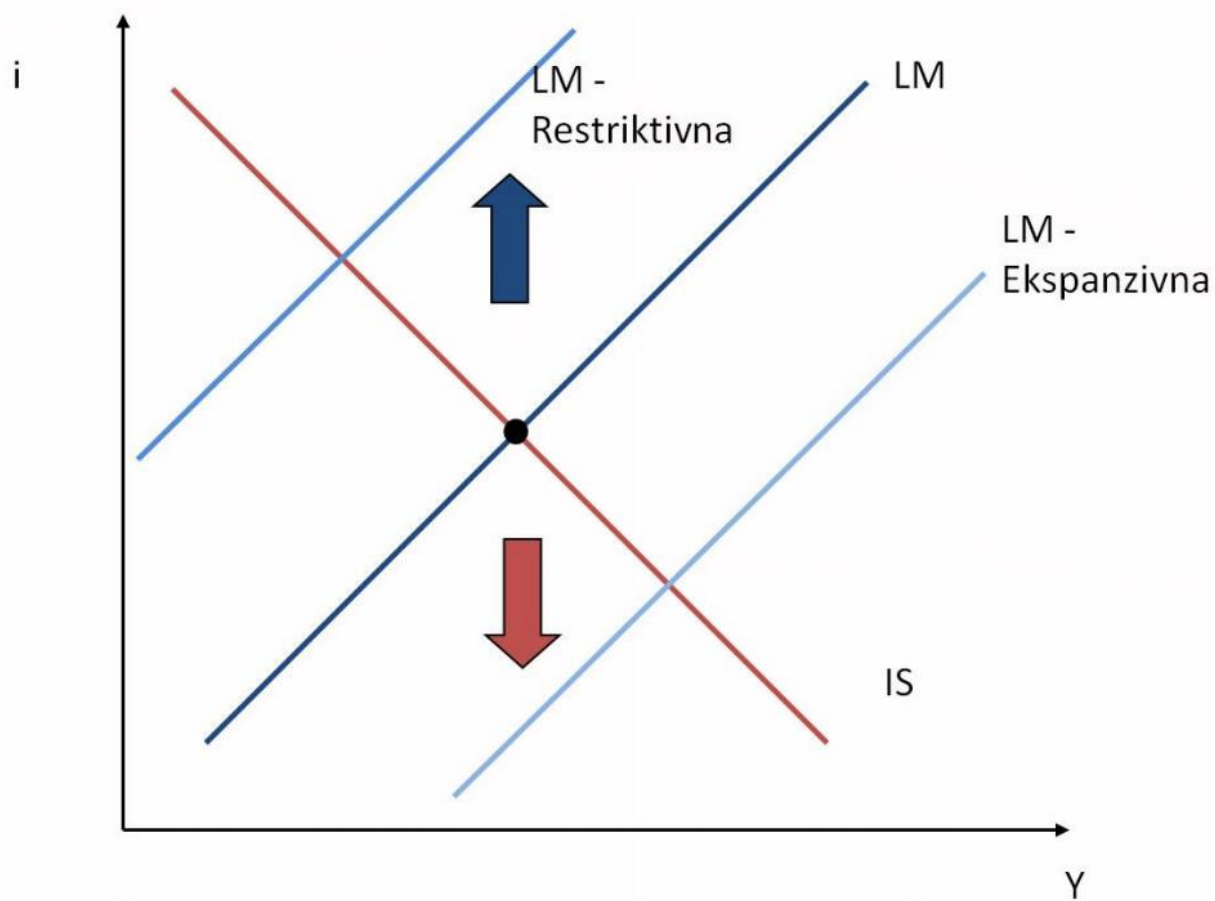
## **Ekspanzivna monetarna politika**

Ovo je monetarna politika kojoj je cilj povećati novčanu masu u gospodarstvu smanjenjem kamatnih stopa, kupnjom državnih vrijednosnih papira od strane središnjih banaka i smanjenjem obveznih pričuva za banke. Ekspanzivna politika smanjuje nezaposlenost i potiče poslovne aktivnosti i potrošačku potrošnju. Opći je cilj ekspanzivne monetarne politike poticanje gospodarskog rasta. Međutim, to također može dovesti do veće inflacije, vidljiv je trenutno primjer federalnih rezervi SAD-a koji upravo u trenutku pisanja ovoga rada provode agresivno ekspanzivnu politiku tiskanja novca kako bi umanjili ekonomski utjecaj epidemije. Navedeno je u ovom trenutku rezultiralo općom inflacijom koja se prelijeva na druge države svijeta, te posebice na eurozonu kao važnog trgovačkog partnera SAD-a.

## **Restriktivna monetarna politika**

Cilj restriktivne monetarne politike je smanjiti novčanu masu u gospodarstvu. To se može postići povećanjem kamatnih stopa, prodajom državnih obveznica i povećanjem obvezne pričuve za banke. Restriktivna monetarna politika posebice se koristi kada vlada želi kontrolirati razinu inflacije. Prikaz utjecaja različitih monetarnih politika na grafikonu IS-LM modela vidljiv je na slici 1.

Slika 1. Prikaz utjecaja monetarne politike na kamatnjak (vertikalna os) i ekonomsku veličinu (horizontalna os).



Izvor: Arčabić (2015.) *Monetarna politika u Hrvatskoj*

## 2.1. Instrumenti monetarne politike

Za provedbu monetarne politike središnje banke koriste se instrumentima monetarne politike. Neki od najznačajnijih instrumenata monetarne politike su:

- Stalno raspoložive mogućnosti:
  - a) Lombardni krediti – nevraćeni unutarnevni kredit. Odobrava se na kraju dana.
  - b) Unutardnevni krediti – služi za pokrivanje dnevne potrebe likvidnosti poslovnih banaka.
  - c) Novčani depoziti – Prekonoćni depoziti – Kreditne institucije mogu višak likvidnosti požojit kod središnje banke

Prema ovim instrumentima središnjaj banka određuje kamatne stope po ko

- Sredstva obvezne pričuve tj. obveznih rezervi - Središnje banke obično uspostavljaju minimalni iznos pričuva koje mora imati komercijalna banka. Promjenom potrebnog iznosa središnja banka može utjecati na novčanu masu u gospodarstvu. Ako monetarne vlasti povećaju iznos obvezne rezerve, komercijalne banke pronalaze manje novca za posudbu svojim klijentima i time se smanjuje novčana masa. Za sredstva deponirana temeljem obvezne pričujve središnje banke ne isplaćuju kamate. Stopa obavezne pričuve utječe na monetarni muliplikator, koji pak dalje utječe na kreditni muliplikator.
- Kupovina ili prodaja vrijednosnih papira i deviza na otvorenom tržištu – Središnja banka može ili kupiti ili prodati vrijednosne papire. Kod kupnje pretežno se radi otkup trezorskih zapisa<sup>2</sup> a kod prodaje radi se o prodaju blagajničkih zapisa<sup>3</sup>. Prodajom vrijednostnih papira smanjuje se količina novca u opticaju, dok kupnjom vrijednosnih papira središnja banka povećava količinu novca u opticaju. Radi kontroliranja oscilacije deviznog tečaja središnje banke provode i intervencije na deviznom tržištu, ukoliko postoje aprecijacijski ili deprecijacijski pritisci veći od planiranog. Središnja banka prodaje devize i domaća valuta apricira jer se smanjuje količina u opticaju, dok kad središnja banka kupuje devize domaća valuta

---

<sup>2</sup> Komercijale napise izdaje ministarstvo financije za financiranje tekućeg manjka u proračunu i dospijevaju unuar godinu dana.

<sup>3</sup> Blagajničke zapise izdaje središnja banka radi kontroliranja novčane mase u opticaju

deprecira jer se povećava količina novca u opticaju (Perišin, I., Šokman, A. I Lovrinović, I. 2001).

Ukratko, prethodno navedeni instrumenti su samo instrumenti utjecaja na tržište, te se svaki od njih može upotrijebiti na dva načina – ka povećanju pojedinih parametara ili njihovom smanjenju. Odluke o upotrebi instrumenta i donose se temeljem monetarne analize u skladu s prethodno definiranim ciljevima.



## **2.2. Monetarna politika RH**

Unutar ovog poglavlja prikazuje se ukratko monetarna politika suvremene RH. Prikaz se daje iz više perspektiva, te se sastoji od detaljnog prikaza organizacije, misije i strukture Hrvatske Narodne Banke (HNB), dodatno prikazuju se instrumenti koji se koriste u monetarnoj politici i samoj strukturi HNB-a.

### *2.2.1. HNB*

Prema svojoj funkciji, HNB je središnja banka Republike Hrvatske. Iz navedenog proizlazi kako je cilj HNB-a održavanje stabilnog monetarnog i ekonomskog okruženja unutar države. Njezino djelovanje je u bliskoj suradnji s drugim europskim središnjim bankama kao dio Europskog sustava središnjih banaka. Svoju misiju ostvaruje putem različitih primjena monetarnih politika s ciljem dugoročne stabilnosti, a na njezinom čelu je savjet – upravljačko tijelo koje se sastoji od guvernera i viceguvernera banke. Savjet jedan dio svojih upravljačkih moći prenosi na guvernera u svojem svakodnevnom poslovanju čime se omogućuje lakša i brža primjena novih direktiva i brže razrješavanje sporova. Osim same financijske stabilnosti ekonomije, sekundarni ciljevi HNB-a se sastoje od održavanja međunarodnih pričuva, sanacije ugroženih novčanih institucija i nadzora nad novčarskim institucijama i u zadnje vrijeme, nakon pridruživanja Hrvatske EU, pridruživanje mehanizmima za olakšano uvođenje eura kao službenu valutu. Uz navedeno, također joj je i zadaća osigurati zaštitu i integritet novca u optjecaju te zaštititi potrošače od krivotvorenog novca. U sljedećem poglavlju, opisuje se detaljnije instrumente monetarne politike na raspolaganju HNB-u (HNB, 2021.).

### *2.2.2. Instrumenti monetarne politike HNB – a*

Instrumentima monetarne politike Hrvatska narodna banka ostvaruje svoje zadane ciljeve u sklopu svojih ovlasti. Osnovni cilj HNB-a je stabilnost cijena. Stabilnost cijena u Hrvatskoj postiže se upotrebom instrumenata koji utječu na stabilnost kretanja nominalnog tečaja kune u odnosu na euro kao nominalno sidro. Stabilnost deviznog tečaja odabrana je iz praktičnog razloga jer je Hrvatsko gospodarstvo iznimno visoko euroizirano i uvezno ovisno, te je značajan dio štednje pučanstva koji drže u poslovnim bankama denominiran u eurima, samim tim upotreba kamatnih stopa kao osnovnog instrumenta za postizanje stabilnosti cijena nije primjenjiva.

Unutar male otvorene ekonomije poput Hrvatske, međunarodni tokovi kapitala izrazito utječu na kretanje tečaja, pa bi nestabilnost tečaja u postojećim međunarodnim odnosima nepovoljno utjecala na makroekonomsku stabilnost zemlje. Instrumenti monetarne politike iz tog razloga su podešeni na način koji omogućuje održavanje stabilnosti kretanja tečaja. Implicitno je time određena i kamatna stopa koja je jednaka kamatnoj stopi zemlje uz čiju je valutu vezana domaća valuta uvećana za premiju za rizik i samim time omogućena daljnja integracija RH u monetarne sustave EU.

Okvir za provođenje monetarne politike Hrvatske narodne banke primjenjuje ove kategorije instrumenata:

- Operacije na otvorenom tržištu
- Obvezna pričuva
- Stalno raspoložive mogućnosti
- Ostali instrumenti i mjere.

Instrumentima monetarne politike Hrvatska narodna banka koristi sukladno vlastitim procjenama. Povećavanje likvidnosti provodi se kupnjom imovine ili odobravanjem kredita, dok se smanjenje likvidnosti postiže upotrebom obvezne pričuve, odnosno prodajom imovine ili izdavanjem vrijednosnih papira Hrvatske narodne banke. Krediti koje odobrava Hrvatska narodna banka osigurani su financijskim instrumentima poput

dužničkih vrijednosnih papira, a lista prihvatljivoga kolaterala je od prije poznata (HNB, 2021.).

Protustranke u operacijama na otvorenom tržištu i stalno raspoloživim mogućnostima mogu biti samo kreditne institucije koje su obveznici obvezne pričuve. Ostali instrumenti i mjere primjenjuju se na iste protustranke. Pojedine vrste instrumenata koje HNB koristi u svom radu moguće je vidjeti u tablici 1.

Tablica 1. Tablični prikaz instrumenata monetarne politike koje koristi HNB s specifikacijama dospijeća..

Kategorije operacija monetarne politike	Vrsta instrumenta		Dospijeće
	Povećanje likvidnosti	Povlačenje likvidnosti	
<b><u>Operacije na otvorenom tržištu</u></b>			
<b>Redovite operacije</b>	Kredit uz financijsko osiguranje	Repo posao	Jedan tjedan
<b>Operacije fine prilagodbe</b>		Repo poslovi	Valutni ugovori o razmjeni
<b>Strukturne operacije</b>	Valutni ugovori o razmjeni	Oročeni depoziti	
	Kupovina vrijednosnih papira	Izdavanje dužničkih vrijednosnih papira HNB-a	
	Kupovina stranih valuta	Prodaja vrijednosnih papira	
		Prodaja stranih valuta	
<b><u>Stalno raspoložive mogućnosti</u></b>			
<b>Prekonoćni kredit</b>	Kredit uz financijsko osiguranje	Nije primjenjivo.	Prekonoćno

<b>Prekonoćni depozit</b>	Nije primjenjivo.	Oročeni depozit	
---------------------------	-------------------	-----------------	--

*Izvor: Prilagodba autora prema Pipunić(2018.) Instrumenti monetarne politike HNB-a.*

## 2.3. Monetarna politika Europska Monetarna Unija

Ovo poglavlje analogno prethodnom daje kratki uvod u monetarnu politiku EMU. Osnovno tijelo koje provodi monetarnu politiku je savez središnjih banki EU pod vodstvom ESB-a. Iz tog razloga postoje određene specifičnosti monetarne politike EMU naspram nacionalnih politika zbog činjenice kako je EU znatno veći ekonomski blok. Dodatno, prikazuju se instrumenti kojima ESB upravlja tržištem te na kraju se daje i kratak povijesni prikaz kretanja parametara tržišta na razini EMU kao uvod za kasniju komparativnu analizu.

### 2.3.1. Europska središnja Banka (*European Central Bank*)

Prethodno je objašnjeno kako se monetarna politika odnosi na mjere kontrole novca koje provodi centralna banka pojedine države.

Ugovorima iz Maastricha pred promjene naziva Europske zajednice (EZ) u Europsku uniju (EU) jedno od načela integracije između država članica EU je i monetarna unija (eng. Economic and Monetary Union – u daljnjem tekstu: EMU) kao osnova današnje Europske Unije (EU). Danas EU čine dvadeset i sedam država članica na europskom kontinentu koje zajedno čine jednu jedinstvenu ekonomsku uniju, dok su pojedine članice – njih devetnaest zajedno odlučile činiti jedinstvenu novčanu politiku sa zajedničkom valutom – eurom.

U navedenu svrhu, unutar EU ne postoji jedinstveno tijelo zaduženo za ekonomsku politiku unije, već je to podijeljeno kroz više različitih institucija (Kersan-Škabić, I. 2015.):

- Europsko vijeće – Određuje glavne smjernice ekonomskih politika.
- Vijeće Europske Unije (Vijeće EU) – Koordinira ekonomske politike svih zemalja i odlučuje može li pojedina država članica uvesti euro kao svoju valutu.

- 'Eurogrupa' – Koordinira politike od zajedničkog interesa za zemlje članice euro-zone.
- Država članica – Postavljaju nacionalne proračune unutar prethodno određenih granica deficita i zaduženja, dodatno određuju vlastite, nacionalne, politike vezane uz rad, mirovine i tržišta kapitala.
- Europska komisija – Provjerava i nadgleda pridržavanje smjernica i politika nad državama članicama.
- Europska centralna banka – Postavlja monetarnu politiku na razini euro-zone s ciljem stabilnosti cijena kao primarnog. Dodatno, zadaća joj je i kontrola i supervizija financijskih institucija unutar euro-zone.
- Europski parlament – Dijeli posao formuliranja legislative s Vijećem i vrši provjeru ekonomskih politika kroz institucije demokracije kroz tzv. novi „Europski Dijalog“ kao jednim od glavnih alata u navedene svrhe.

Kroz suradnju svih tijela moguće je govoriti o ekonomskoj politici koja je monolitna na razini eurozone usprkos značajnim razlikama između pojedinih država članica u gotovo svim ostalim pogledima. Razumijevanjem ovakve raspodjele zadaća i zadataka vezanih uz ekonomske politike stvara se podloga za razumijevanje monetarne politike na razini EMU.

Prethodno je prikazano kako je monetarna politika dio ekonomske politike pojedine države, tj. u ovom slučaju unije država. Monetarna politika je dio ekonomske politika jedne države, za čiju provedbu je zadužena središnja banka kojom se pokušavaju ostvariti pojedini makroekonomski interesi poput kontrole inflacije, potrošnje, likvidnosti i rasta pojedinačne države. U svojoj naravi, monetarna politika preko kontrole novca, njegove cijene u smislu kamate, količine u opticaju istog, vrijednost prema drugim valutama tj. tečaja, nastoji ostvariti zadane ciljeve (Božina, L. 2008.). Naspram fiskalne politike koju provede države članice s izuzetkom carinske politike koja je u nadležnosti europske unije, monetarnu politiku sprovodi središnja banka uz pomoć pojedinačnih instrumenata kao što su tečaj, kamatnjak i pričuve.

Pokazatelji monetarne politike ogledaju se u sljedećim parametre:

- Kamatnjak na novčanom tržištu.
- Količina novca u opticaju.
- Uvoz i izvoz dobara i usluga.

Idejom nastanka Europske unije kao jedinstvenog tržišta, bez ograničenja na kretanje dobara, kapitala, usluga i ljudi<sup>4</sup>, nastala je i potreba za stabilizacijom cijena i međusobnih odnosa između valuta. Razlozi za nastanak današnje EU su primarno bili ekonomske prirode kako bi se stabilizirali odnosi cijena između država članica, time olakšala međusobna ekonomska aktivnost pojedinih sudionika međunarodne trgovine, a zatim su prerasli u današnje geopolitički veće ciljeve gdje se teži sve više prema jednoj jedinstvenoj uniji kao znatno moćnijeg ekonomskog i političkog bloka na svjetskoj razini. Kako bi se takav ekonomski blok oformio, bilo je potrebno iznimno puno koraka i prilagodbi, no prvenstvene promjene su bile motivirane ekonomskim aktivnostima i kao takve direktno su se ticale monetarne politike svih država članica. Prvi pokušaji monetarne kooperacije unutar EU započeli su 1971. s Wernerovim tzv. planom „zmije u tunelu“ gdje su se koordinirale ekonomske politike više zemalja i pokušalo se kontrolira i reducira fluktuacije između europskih valuta time što su vrijednosti valuta postavljene na određene vrijednosti naspram američkog dolara Baselskim dogovorom 1972. kada su postavljene granice fluktuacije od 2.25 posto fluktuacije naspram nominalne vrijednosti američkog dolara. Kolaps tog pokušaja dogovora međunarodnog monetarnog režima propao je već 1972. kada je američki dolar počeo naglo fluktuirati kao odgovor na naftnu krizu<sup>5</sup> (Vujčić, B, ur. 2003). Kao odgovor na navedeni kolaps europske države su restrukturirale dogovor koji se potom temeljio na tada najjačoj europskoj valuti – njemačkoj marci (njem. Deutsche Mark – DM). Time je postavljena osnova za daljnji razvoj Europskog monetarnog sustava (eng. European Monetary System) koji je postao kasnija osnova i jedan od kamena temeljaca ka integraciji država u EMU 1999. i kasnijem uvođenju nove, zajedničke valute.

---

<sup>4</sup> Ograničenja postoje jedino u mobilnosti radne snage u smislu gdje prilikom pristupanja novih država članica, stare postojeće države članice imaju mogućnost uvođenje određenih barijera prilikom zapošljavanja radnika iz tih država najviše 7 godina od trenutka prijema države članice u Europskoj uniji..

<sup>5</sup> Države članice OPEC-a naglo su podigle cijenu sirove nafte.

Kako bi se nova valuta dovela implementira, stvorena je nova centralna banka – ESB unutar Delorsovog plana u tri koraka (Kersan-Škabić, I. 2015.):

- Stvaranje zajedničke carinske unije i zajedničkog tržišta europskih država.
- Koordinacija monetarnih politika svih država članica.
- Posljednji korak bilo je stvaranje zajedničke europske valute kao sredstva za dodatno olakšavanje trgovine na unutarnjem tržištu EU.

ESB unutar Eurozone analogno obnaša ulogu nacionalne centralne banke na razini države – Europska Središnja Banka (eng. European Central Bank – ECB) – njezina osnovna zadaća je kontrola zajedničke valute i stabiliziranje cijena na unutarnjem tržištu kako bi se olakšala trgovinska razmjena na razini cjelokupne zone. Iako zemlje pristupanjem Europskoj Monetarnoj Uniji gube monetarnu neovisnost, nacionalne središnje banke ne prestaju s poslovanjem već postaju potružnice ESB-a (ECB, 2021).

Nadalje, ESB je kao što je prethodno prikazano europski ekvivalent nacionalne centralne banke za Eurozonu. Kao takva, ESB je dio tzv. Eurosustava – organizacije koja broji ESB i 19 centralnih banki koje zajednički tvore Eurozonu. Eurosustav je izrazito važno razlikovati od Europskog Sustava Centralnih Banki (eng. European System of Central Banks – ESCB) iz razloga što je ESCB organizacija svih centralnih banki članica EU (njih 27), dok je Eurosustav organizacija centralnih banki koje tvore monetarnu uniju u vidu prihvaćanja Eura kao zajedničke valute (19 članica) plus od 2002. godine Kosovo i Crna Gora koje formano nisu dio EMU-a ali su dio Eurozone.

Osnivanje ESB-a predviđeno Maastrichtskim ugovorom 1992. te je s radom započela dana 01. lipnja 1998. godine. Svoju značajnu ulogu odigrala tijekom svjetske financijske krize 2008. godine i posljedice koje su navedena događanja ostavila unutar Eurozone prije svega na države članice unutar Eurozone. Osnovni cilj ESB-a je stabilnost cijena i stabilnost tržišta Eurozone kao preslika cilja nacionalne banke za stabilnošću cijena unutar pojedine države. Navedeni cilj je prikazan u članku 2 Statuta ESB. Osnovne zadaće su prikazane kroz članak 3, redom one glase:

- Postavljanje monetarne politike Eurozone.
- Provedba monetarne politike Eurozone.



- Briga o stranim rezervama ECBS-a.
- Održavanje financijskih tržišta kroz TARGET2 platformu za plaćanje na razini EU.
- Razvoj platforme analogne TARGET2 za tržišta vrijednosnica.

Zadaće su joj kao takve iznimno zahtjevne i raznovrsne, što je i za očekivati s obzirom na njezinu ulogu centralnog bankarskog tijela za tržište od preko 340 milijuna stanovnika, no usprkos navedenom, njezini počeci su bili znatno skromniji i nalaze se već u prvim pokušajima stabilizacije ekonomskih tržišta Europe u desetljeću koja su netom uslijedilo pojavom svjetske financijske krize 2008. godine i problemi vezani uz pojedini države članice Eurozone kao što su Portugal, Irska, Grčka i Španjolska (PIGS) gdje ESB nije djelovala samostalno već u kordinaciji s Međunarodnim Monetarnim Fondom (MMF) i njemačkom saveznom vladom preciznije Ministarstvom financija Savezne republike Njemačke.

U svojoj organizaciji ESB prikazuje jasnu distinkciju naspram drugih nacionalnih centralnih banki. Osnovna razlika je u njezinom formalno pravnom obliku koji čini ESB trgovačkim, tj. specifičnije, dioničkim društvom. Nasuprot uobičajenog dioničkog društva, njezine dionice su vlasništvo pojedinih država i nisu transferabilne. Osnovu za alokaciju dionica, tj. postotka vlasništva dana je 1998. na osnovu veličine zemalja i njihovih BDP-a, no ona se u međuvremenu znatno izmijenila zbog promjenjive prirode veličine stanovništva i BDP-a. Iz tog razloga se vlasništvo u ESB-u ponovo raspodjeljuje svakih pet godina prema periodičnim izvješćima Europske Komisije o broju stanovnika i BDP-u pojedinih država. Uz takvu strukturu, postoje četiri tijela koja zajedno izvršavaju i nadgledaju rad ESB:

- Izvršni odbor
- Upravna skupština
- Opća skupština
- Nadzorni odbor

### 2.3.2. Instrumenti monetarne politike ESB – a

Instrumenti monetarne politike koje provodi ESB su instrumenti kojima ESB kontrolira monetarnu politiku Eurozone i time indirektno i direktno utječe na valuaciju eura, ali i upotpunjuje pojedine nacionalne ekonomske politike čime im postavlja prostor za daljnji rast i razvoj.

Osnovni instrumenti provetbe monetarne politike ESB-su (Official Journal of the European Union, 2011):

1. Operacije na otvorenom tržištu ( open market operations).
2. Stalno raspoložive mogućnosti posuđivanja i deponiranja (standing facilities).
3. Prosječna (minimalne) rezerve (Average (minimum) reserves)

Ad 1) Operacije na otvorenom tržištu su osnovni alat provođenja monetarne politike. Osnovna uloga im je održavanje željene kamatne stope i održavanjem željene likvidnosti. Operacije na otvorenom tržištu mogu se podijeliti u 5 skupina i to:

- povratne transakcije - Repo ugovori i kolateralni zajmovi.
- izravne transakcije (outright transactions)
- izdavanje potvrda o dugu ( issuance of debt certificates).
- devizni swapovi (exchange rate swaps).
- prikupljanje oročenih depozita (collection of fixed-term deposits).

Ad 2) Stalno raspoložive mogućnosti posuđivanja i deponiranja odnose se na transakcije isključivo za održavanje likvidnosti finaciskog sustava prije svega poslovnih banaka a posredno i cijelog gospodarstva prvestveno na području Europske Monetar Unije a onda i Europske Unije. Stalno raspoložive mogućnosti posuđivanja i deponiranja dijele se na dvije grupe:

- Marginalna mogućnost posuđivanja – Kratkoročna posuđivanja kod radi održavanja kratkoročne likvidnosti. Prihvatljivi kolateral su vrijednosni papiri. Kamatna stopa je gornja granica prekonoćnog kamatnjaka.
- Mogućnost depozita – mogućnost poslovnih banaka da višak likvidnosti deponiraju kod središnje banke prekonoćno ili na kraći vremenski rok. Kamatna stopa je stopa koja je određena za prekonoćne depozite.

Ad 3) Prosječne (minimalne) rezerve. Stopu koju izravno definira ESB. Odnosi se na kreditne institucije koje moraju deponirati određeni iznos sredstava na osnovu odobrenih zajmova. Jedan je od učinkovitijih instrumenta koji služi za kontroliranje kreditne aktivnosti kreditnih institucija kao i određivanja monetarnog multiplikatora a time i na količinu novca u opticaju. Stopa prosječne (minimalne rezerve) određuje se na osnovu prosjeka odobrenih sredstava u mjesec dana, a datumi koji se uzimaju za izračun su između 25. u mjesecu (n) do 24. u sljedećem mjesecu (n+1).

### *2.3.3 Alati za provođenje monetarne politike ESB-a*

Osnovni alat za provođenje monetarne politike ESB su kamatne stope. Kroz navedene ugovore ESB kontrolira aktivnost kreditnih institucija i utječe na njihove kamatne stope kao osnovni čimbenik utjecaja na tržište. Navedeni alati se potom dijele u pojedinačne instrumente koje je moguće kategorizirati u tri glavne kategorije (Place de Luxembourg, 2011):

- Depoziti i prekonoćni krediti
- Stalno raspoložive mogućnosti
- Operacije refinanciranja i operacije dugročnog refinanciranja.
- Operacije fine prilagodbe

Specifikacije pojedinih alata i instrumenata moguće je vidjeti u tablici 2.

Tablica 2. Prikaz instrumenata monetarne politike raspoloživih ESB.

Vrsta instrumenta	Ime instrumenta	Vrijeme dospjeća	Trenutna stopa
Stalno raspoložive mogućnosti	Prekonočno kreditiranje	Prekonočno	0,25%
	Prekonočni depozit	Prekonočno	-0,5%
Operacije refinanciranja	Opće operacije refinanciranja	Sedam dana	0%
	Dugoročne operacije refinanciranja	3 mjeseca do 3 godine	Prema EURIBOR-u
	Ciljane dugoročne operacije refinanciranja	Do 4 godine	-0,5% ili manje
	Pandemijske hitne dugoročne operacije refinanciranja	8 do 16 mjeseci	-0,25%
Kupovina imovine	Kupovina pokrivena obveznicama	Nije primjenjivo.	Nije primjenjivo.
	Kupovina pokrivena vrijednosnim papirima	Nije primjenjivo.	Nije primjenjivo.
	Program kupovine vrijednosnih papira	Nije primjenjivo.	Nije primjenjivo.
	Program kupovine u javnom sektoru	Nije primjenjivo.	Nije primjenjivo.
	Program kupovine korporativnog poslovanja	Nije primjenjivo.	Nije primjenjivo.
	Pandemijski hitni program kupovine	Nije primjenjivo.	Nije primjenjivo.
Obvezne pričuve	Minimalne pričuve	Nije primjenjivo.	0%

Izvor: ECB Monetary Policy Tools - A brief review (2020.) Dostupno na: <https://placeduluxembourg.wordpress.com/2011/11/16/ecb-monetary-policy-tools/> [Pristupljeno: 3. lipnja 2021.]

### 3. INVESTICIJSKI CIKLUSI

Ciklusi su rasprostranjeni u svim aspektima života; oni se kreću od vrlo kratkoročnih, poput životnog ciklusa pojedinih kukaca, koji žive samo nekoliko dana, do životnog ciklusa planeta koji traje milijarde godina. Bez obzira na koje tržište se misli, zajedničko im je da prolaze iste faze i ciklični su. Tržišta rastu, ekspandiraju, dosežu vrhunac, zatim kontraktiraju, te padaju do određene razine. Kada je jedan tržišni ciklus završen, započinje sljedeći, te se time ciklus nastavlja.

Kod investiranja je najčešći problem u tome što većina investitora i trgovaca ili ne prepoznaju da su tržišta ciklična ili ne uočavaju činjenicu da će doći kraj trenutne tržišne faze. Još jedan važan izazov je da je čak i kada prihvate postojanje ciklusa, gotovo je nemoguće točno odrediti vrh ili dno jednog od njih. Međutim, razumijevanje ciklusa neophodno je u slučaju maksimiziranja povrata ulaganja ili trgovanja.

Moderna makroekonomska teorija služi pri modeliranju makroekonomskih efekata i pokazatelja. Postoje brojne ekonomske škole razmišljanja vezane uz modernu makroekonomsku teoriju: Neo-Keynesijanska, Chicago škola tzv. „slatkovodna“ (engl. freshwater) škola, austrijska škola ekonomske teorije i mnoge druge.

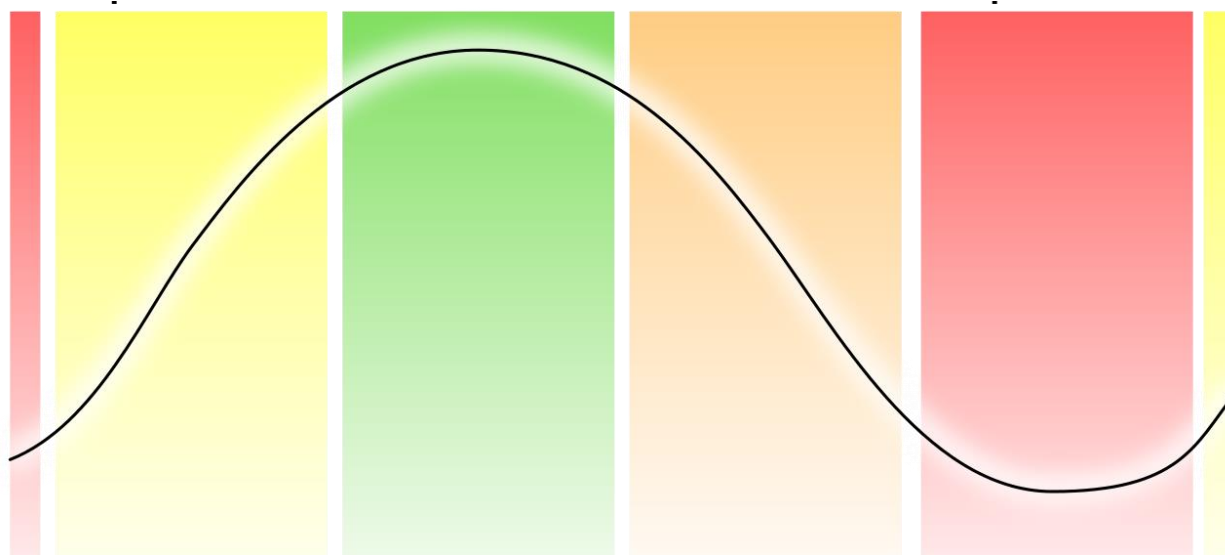
Ono što je zajedničko gotovo svim školama je prisustvo ekonomskih ciklusa koje se ogledavaju kroz različita tržišta. U najkraćoj mogućoj definiciji, ekonomski procesi se temelje na ciklusima poslovnih aktivnosti. U svojoj osnovi svaki tržišni ciklus se sastoji od četiri točke koje je moguće opisati kroz više različitih pristupa:

- Ekonomski oporavak – faza rane akumulacije:
  - U fazi akumulacije tržište je doseglo dno, a osobe koje rano usvajaju i razliku od njega vide priliku da uskoče i skupe popuste.
- Ekonomski boom, tj. ekspanzija ekonomije – faza nadoknade i faza distribucije:

- U fazi nadoknade čini se da se tržište izravnilo, a većina investitora uskače, dok rani investitori novac unovčavaju. U fazi distribucije osjećaji investitora se miješaju u blago pesimistične, cijene su nestalne, prodavači prevladavaju i kraj rasta je blizu.
- Ekonomska recesija – prvi dio faze kontrakcije:
  - U fazi kontrakcije cijene, zakašnjeli investitori pokušavaju prodati i spasiti ono što mogu, dok rani investitori ljudi traže znakove dna kako bi se mogli vratiti.
- Ekonomska depresija – drugi dio faze kontrakcije.

Slikovni prikaz pojedinih faza i točaka tržišnih investicijskih ciklusa vidljiv je na slici broj 2.

*Slika 2. Grafički prikaz različitih faza ekonomskih i investicijskih ciklusa. Redom s lijeva na desno: ekonomska ekspanzija, ekonomski boom, recesija i ekonomska depresija.*

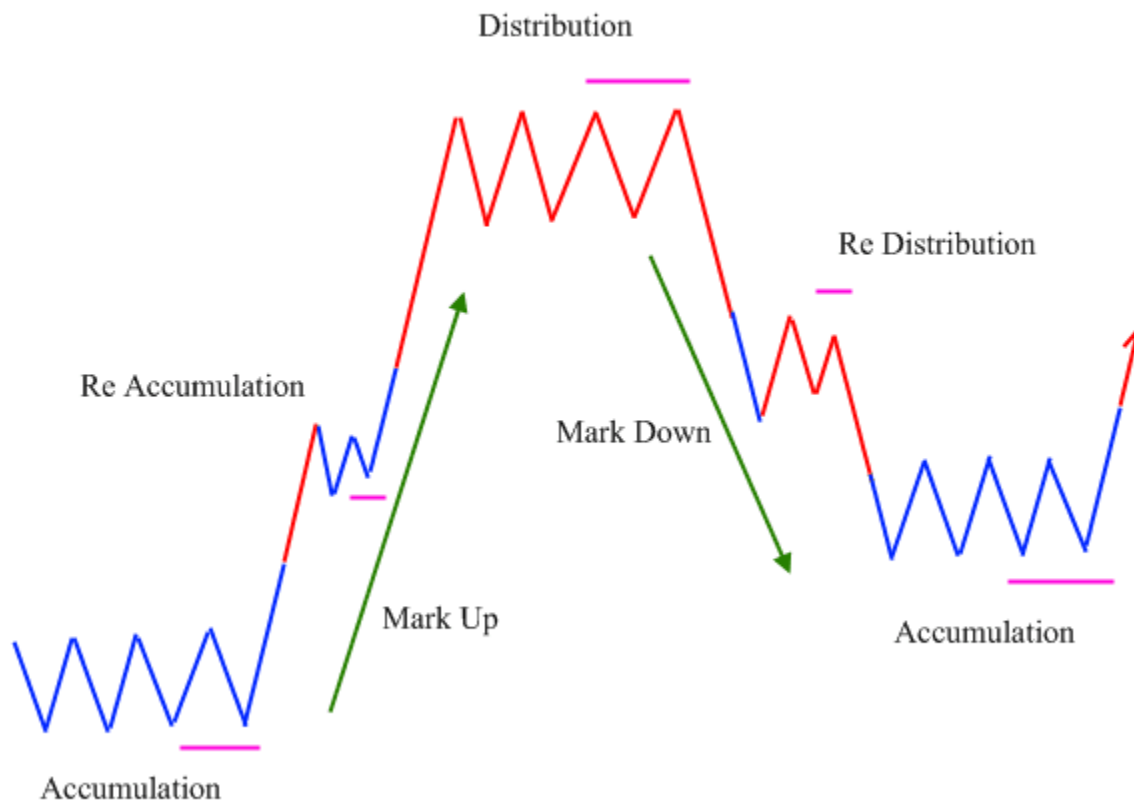


*Izvor: Wikimedia Commons (2020.), Dostupno na:  
[https://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/thumb/f/fb/Economic\\_cycle.svg/1280px-Economic\\_cycle.svg.png](https://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/thumb/f/fb/Economic_cycle.svg/1280px-Economic_cycle.svg.png)  
 [Pristupljeno: 5. lipnja 2021.]*

Fluktuacije i kretanja gospodarstva su postojala od davnina, tržišta nikada se nisu ponašala monotono već je uvijek postojala određena doza izmjene ovisno o vanjskim utjecajima. Prve korake ka razumijevanju ovakvih promjena tržišta su učinjena u 19. stoljeću istraživanjima statističara Clementa Juglara (Cycle Research Institute 2021.). Razumijevanje načina na koji svaka faza djeluje i kako imati koristi razlika je između

stvaranja gubitaka i krajnjeg profitiranja. Također ove faze se mogu prikazati i dijagramom poput sljedećeg na slici broj 3.

Slika 3. Prikaz faza investicijskih ciklusa.



Izvor: CRG(2018.) *Composite Man*, Dostupno na:  
[https://miro.medium.com/max/616/1\\*Fckl4UPmpp\\_VdJakX5K59A.png](https://miro.medium.com/max/616/1*Fckl4UPmpp_VdJakX5K59A.png) [Pristupljeno 7. lipnja 2021.]

## 1. Faza akumulacije

Ova se faza događa nakon što je tržište doseglo dno, a inovatori (Visoko upućeni industrijalci i ulagači) i rani korisnici (fond menageri i ulagači s povlaštenim informacijama ili preciznim procjenama) počinju kupovati, računajući da je najgore prošlo. U ovoj su fazi procjene vrlo povoljne, a općenito raspoloženje na tržištu i dalje je pesimistično.

Restriktivne mjere monetarne politike podupiru stvaranje pesimizam u javnosti naročito kod neinstucionalnih ulagača te dovode rasprodaje imovine ulagača koji su već pretrpjeli određene gubitke,

Međutim, u fazi akumulacije cijene su se korigirale i za svakog investitora koji odustane, postoje drugi koji će pokupiti njegovu trenutnu tržišnu prednost, tj. popust na cijenu proizvoda i/ili vrijednosnice. Ukupni sentiment na tržištu počinje se mijenjati s negativnog na neutralni.

## **2. Faza nadoknade – rast tržišta**

U ovoj je fazi tržište neko vrijeme stabilno i počinje se kretati sve više. Rana većina investitora se priprema. U ovu skupinu spadaju analitičari koji, budući da tržište postavlja sve više i više vrhunce prije kratkoročnih padova, prepoznaju da su se smjer i raspoloženje na tržištu promijenili.

Kako se ova faza počinje privoditi kraju, većina malih i privatnih investitora uskače i količina trgovanja počinju se znatno povećavati. Primarni cilj nije držanje imovine radi povrata kroz dividende ili otvarivanja profita kroz rad tvrtke koja je predmet ulaganja već se počinje koristiti i u špekulativne svhe.

Držanje imovine u špekulativne svrhe dovodi do stvaranje što dovodi do balona vrijednosti. Vrijednosti se penju daleko iznad realne vrijednosti imovine, te se stopa povrata na ulaganja smanjuje. Dok većina ulazi, rani inovatori u ovom trenutku unovčavaju vrijednosti svojih investicija.

No, kako se cijene počinju izravnavati ili kako se rast usporava te povrat na uložena sredstva se smanjuje, potaknuti pozitivnim informacijama s tržišta dolazi do ulaska velikog broja malih ulagača čija potražnja dovodu do povećanje cijena. Cijene čine posljednji parabolni potez, poznat u tehničkoj analizi kao prodajni vrhunac kada se često dogode najveći dobiti u najkraćim razdobljima, no ciklus se bliži vrhu.



### **3. Faza vrhunca – faza distribucije**

U trećoj fazi tržišnog ciklusa prodavači počinju dominirati. Ovaj dio ciklusa identificira se razdobljem u kojem se optimistični osjećaj iz prethodne faze pretvara u mješoviti osjećaj. Cijene često mogu ostati zaključane u rasponu trgovanja koji može trajati nekoliko tjedana ili čak mjeseci.

Primjerice, kad je industrijski prosjek Dow Jones dosegao vrhunac u siječnju 2000., trgovao je blizu svog prethodnog vrhunca i tamo je boravio više od 18 mjeseci. Nasuprot tom primjeru faza distribucije može doći i proći brzo. Za Nasdaq Composite indeks faza distribucije trajala je manje od mjesec dana, jer je dosegla vrhunac u ožujku 2000. godine, a ubrzo nakon toga povukla se već u travnju iste godine.

Kad je ova faza gotova, tržište mijenja smjer. Klasični uzorci poput dvostrukih i trostrukih vrhova, kao i uzorci glave i ramena, primjeri su karakterističnih kretanja koji se javljaju tijekom faze distribucije .

### **4. Faza depresije**

Faza depresije se ujedno i naziva faza korekcije. Prema nekim autorima predstavlja vraćanje vrijednost imovine na stvarnu vrijednost. Nastaju gubitci ponajviše malih investitora investitora koji koriste financijske poluge tj. čija se ulaganja zasnivanju na dugu te im je vlastiti kapital značajno manji od ukupnog ulaganja.

### **Trajanje ciklusa i primjer tržišnih ciklusa**

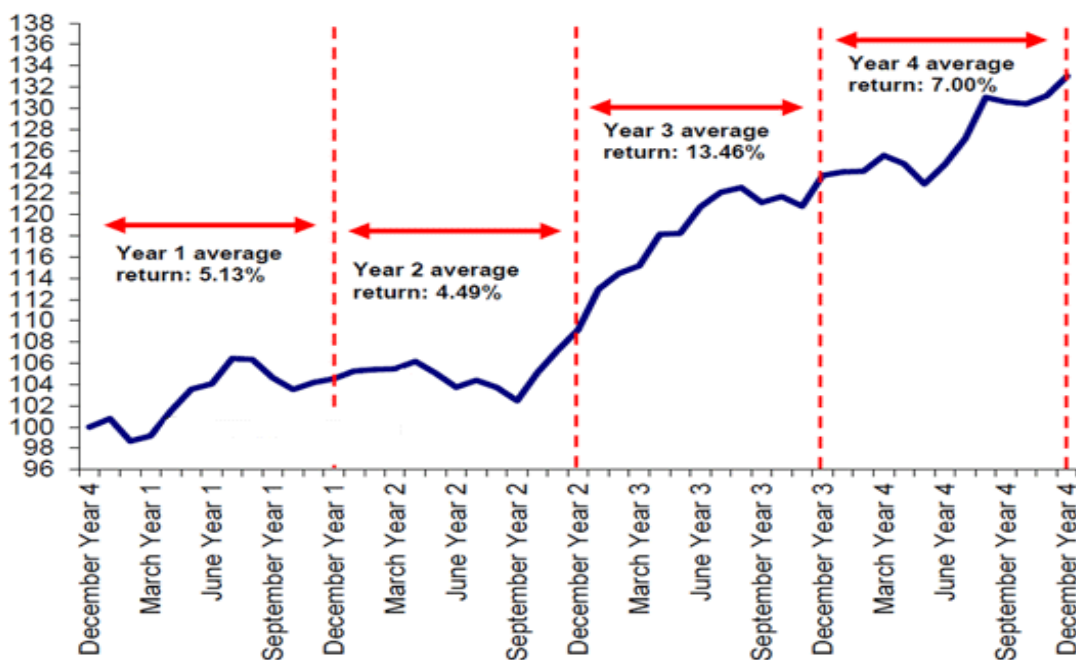
Ciklusi mogu trajati od nekoliko tjedana do nekoliko desetaka godina, ovisno o samom tržištu i pojedinoj vrsti investicije koja se promatra. Primjerice, dnevni trgovac koji koristi petominutna razdoblja mogu uočiti četiri ili više cjelovitih ciklusa dnevno, dok za investitora nekretnina ciklus može trajati 20 ili više godina.

Jedan od najboljih primjera fenomena tržišnog ciklusa je učinak američkog četverogodišnjeg predsjedničkog ciklusa na tržišta dionica, nekretnine, obveznice i robe.

Teorija o ovom ciklusu kaže da se ekonomske žrtve uglavnom podnose tijekom prve dvije godine predsjedničkog mandata. Kako se izbori bliže, administracije imaju običaj činiti sve što mogu kako bi potaknule gospodarstvo, tako da glasači izlaze na birališta zaposleni i s osjećajem ekonomskog optimizma. Zbog navedenog investicijski ciklusi neki autori nazivaju još i političkim ciklusima (Kaluderović, J. 2002.).

Kamatne su stope uglavnom niže u godini izbora, kako bi se podupreo rast gospodarstva i time zadržavanje na vlastit političke opcije koja je u tom trenutku na vlasti (Investopedia, 2021.). U slici 4. prikazan je je stope povrata i u odnosu na mjesece od od zavešetka izbora u Sjedinjenim američkim državama.

Slika 4. Prikaz ekonomskih ciklusa vezanih uz američke predsjedničke mandate.



Izvor: Meisler, Seth. (2015.) *The Presidential Election Cycle and the Seven-Year Itch*, Dostupno na: <https://www.affiancefinancial.com/news/presidential-election-cycle-and-seven-year-itch> [Pristupljeno 12. lipnja 2021.]

Američka burza je također imala koristi od povećane potrošnje i smanjenih kamatnih stopa tijekom izbornih godina, kao što je to sigurno bio slučaj na američkim izborima 1996. i 2000. Većina predsjednika iz tog razloga može procijeniti jesu li birači nezadovoljni gospodarstvom kad izlaze na birališta, jer su time šanse za reizbor male. Primjerice George Bush stariji je izgubio izbore 1992. upravo zbog lošeg ekonomskog stanja države u izbornoj godini.

### 3.1. Vrste investicija

Ovo poglavlje detaljno prikazuje različite vrste investicije koje su dostupne korporativnim entitetima i pojedinim investitorima, namjera ovoga poglavlja je prikazati različite ciljeve investicija kao i njihove asocijacije s pojedinim investicijskim ciklusima koji se detaljnije prikazuju u nastavnom potpoglavlju. U svojem načelu investicije poduzeća je moguće podijeliti u grubim crtama na sljedeće kategorije:

- Investicije u ljudski kapital.  
Investicije kojima se nastoji privući novi ljudski kapital i talente ili poboljšati postojeći kroz njihovu edukaciju i specijalizaciju u poslovanju.
- Investicije u građevinske objekte.  
Investicije u građevinske objekte vezane uz rad ili općenito radi kasnijeg povrata. U kraćem roku postoji i brza kupovina nekretnina, njihov renovacije i kasnije prodaja, no u svojoj osnovi promatraju se nekretnine i građevinski objekti kao investicijski instrumenti za dugoročno poslovanje.
- Investicije u opremu  
Investicije vezane uz redovito poslovanje poduzeća ili investitora, uz njih se najčešće povezuje pojam amortizacije i/ili otpisa ovisno o samoj prirodi pojedinog poslovanja matične tvrtke tj. investitora.
- Investicije u istraživanje i razvoj  
Najskuplji oblik investicija s najdugoročnijim oblikom povrata. Vezuje ih se najčešće uz inovacije tehnologije i poslovnih procesa uz pomoću kojih se ostvaruje znatna prednost pred konkurencijom novim proizvodom ili procesom kojim se smanjuje trošak proizvodnje ili pružanja usluge.

O svakome od ovih oblika investicija slijedi više u sljedećim poglavljima.

### 3.1.1. Investicije u ljudski kapital

Kao i ostali inputi u proizvodnju, ljudski kapital je neizostavan u svakom poslovanju. Ljudski kapital ogleda se u proizvodnosti zaposlenika tj. stavljanje u omjer broj jedinica outputa s ponderiranim prosjekom inputa. Povećanje ulaganja u ljudski kapital ogleda se kroz postizanje veće produktivnosti djelatnika i višu razinu njihovih vještina.

Ulaganje u ljudski kapital ogleda se kroz ulaganje države i ulaganje u od strane poslovnih subjekata poboljšanje radnih vještina svojih uposlenika. Financiranje besplatnog školovanje učenika i studenta, programi cjeloživotnog obrazovanja i programi prekvalifikacije financirane od strane države, neovisno o tome koja razina vlasti snosi teret i u kojem omjeru predstavljaju i dalje najveći dio ulaganja u ljudski kapital gotovo u svim zemljama. Ulaganje od strane poslovnih subjekata u ljudski kapital, odnosi se na plaćanje usavršavanje svojih djelatnika, privlačenje novih djelatnika sa specifičnim vještinama, kao i usavršavanja koja se provode unutar poslovnog subjekta.

Pojavom automatizacije i digitalizacije proizvodnih sustava, značajno se smanjio udio ljudskog kapitala u proizvodnju, međutim, došlo je do povećanja udjela uslužnih djelatnosti u ukupnom BDP-u prije svega u razvijenim zemlja, a time i udio zaposlenih u uslužnim djelatnostima. Prema podacima Eurostata, 74% zaposlenih u Europskoj uniji bilo je zaposleno u uslužnim djelatnostima (DZS, 2020). Stalno prilagođavanje promjenjivim tržišnim uvjetima privlači poduzeća da ulažu svoju energiju i financiraju osoblje poboljšavajući svoje kompetencije. Tvrtke poboljšavaju svoje ljudske resurse i posljedično povećavaju svoju psihološku i profesionalnu imovinu ulažući u ljudski potencijal pojedinaca poboljšavajući njihove vještine i kompetencije.

Postoje i drugi oblici putem kojih tvrtka može osigurati ulaganje u ljudske resurse, na primjer:

- Poboljšanjem radnih uvjeta korištenjem učinkovitih i inovativnih zaštitnih pomagala i alata.

- Drugi način je poboljšanje zdravstvenih uvjeta zaposlenika kroz kvalitetan socijalni program.
- Treći oblik ulaganja u ljudske resurse koji se susreće u praksi je poboljšanje i proširenje poslovnih vještina, kompetencija i sposobnosti postignutih visokokvalitetnim korporativnim obrazovanjem.

Svi gore navedeni oblici ulaganja u ljudske resurse imaju za cilj sveukupni razvoj pojedinaca, a također i stjecanje novih vještina kompetencija, kompetencija i sposobnosti, kao i promjenu ponašanja i stava pojedinaca prema tvrtki i njezinim ciljevima.

Prilikom ulaganja u ljudski kapital, poduzeće treba obratiti pažnju na kriterije koji se koriste za ulaganja u stalni kapital, uzimajući u obzir i specifičnosti i čimbenike koji utječu na cjelokupni investicijski proces. Pri razmatranju filozofije strateškog planiranja u ljudske resurse potrebno je uzeti u obzir dva kriterija:

- Prvo, izvedivost ulaganja koja odgovara na temeljna pitanja o dostupnosti potrebnih resursa, učinkovitosti, vremenskom faktoru, veličini uloženog kapitala i slično.
- Drugi je kriterij prihvatljivost ulaganja. Tada investitor potvrđuje ispravnost odluke o provedbi ulaganja. Postupak ocjenjivanja uzeti će u obzir odgovarajuće pristupe i metode, uključujući vremenski faktor, a također i rizik ulaganja u ljudske resurse tvrtke.

Sljedeće pitanje koje treba uzeti u obzir pri odlukama tvrtke o ulaganju u ljudske resurse je činjenica da je takva odluka ograničena i ovisi uglavnom o procijenjenom opsegu i dostupnosti kapitalnih izdataka, kao i o očekivanom iznosu prihoda od upravljanja investicijama, trošku kapitala i optimalno kvantificirana procjena investicijskog razdoblja.

Ovakva ulaganja u pravilu prikazuju najkraći povrata investicije a shodno tome i vezane su uz najkraće cikluse ulaganja – Kitchinov ciklus o čemu će se više raspraviti u kasnijim poglavljima (Drábek, J. 2017.).

### 3.1.2. Investicije u građevinske objekte

Investicijska nekretnina može biti dugoročni pothvat ili kratkoročno ulaganje. S ovim posljednjim investitori će se često baviti špekulacijom i renovacijom, gdje se nekretnine kupuju, preuređuju ili obnavljaju i prodaju s dobiti u kratkom roku. Pojam investicijska nekretnina može se koristiti i za opisivanje druge imovine koju investitor kupuje radi buduće procjene, poput umjetnosti, vrijednosnih papira, zemlje ili drugih predmeta kolekcionarstva, no u opsegu ovoga rada se promatraju samo građevinski objekti tj. nekretnine u užem smislu.

Investicije u nekretnine generiraju neki oblik dohotka - rente, marže prilikom prodaje ili kapitalnog prinosa prilikom rasta cijena nekretnija.

Ulagачi ponekad provode studije kako bi utvrdili najbolju i najprofitabilniju uporabu nekretnine. To se često naziva najvišom i najboljom uporabom nekretnine. Na primjer, ako se investicijska nekretnina nalazi u zoni mješovite komercijalne i stambene upotrebe, investitor odvažne prednosti i nedostatke obje, dok ne utvrdi koja ima najveću potencijalnu stopu povrata, te zatim koristi imovinu na taj način.

Ulaganja u građevinske objekte, usko je povezano s mjerama monetarne politike prije svega s kamatom, iz razloga što se radi visokim ulaganja i u većini slučajeva investitori se zadužuju prilikom realizacije ulaganja. Poznata je činjenica da cijene nekretnina imaju suprotan smjer od kretanje

Postoje više vrsta investicija u građevinske objekte, redom one su:

- Stambene investicije.  
Stambeni objekt za najam popularan su način da investitori dopunjuju svoj prihod. Investitor koji kupi ili gradi stambenu nekretninu i iznajmljuje je stanarima može naplaćivati najamninu ili je prodati i uz određenu maržu.  
Stambeni objekti koji investitor gradi ili kupuje kako bi stanovao u istoj.
- Građevinski objekti za proizvodne pogone i uslužne djelatnosti.

Posovni subjekti komercijalne nekretnine koje se koriste isključivo u poslovne svrhe. Radi se o ulaganju u građevinske objekte za pokretanje novih proizvodnih pogona ili proširenje postojećih kapaciteta.

- Investicije u infrastrukturne projekte.

Pojedini građevinski objekti poput, cesta, autocesta, mostova, zračnih luka i luka, željeznica elektrana, hidro-akumulacionih jezera, vodovod, telekomunikacijska mreža, elektro-distribucijska mreža, itd., predstavljaju infrastrukturne projekte, jer je će postojanje istih unaprijediti gospodarsko određenog područja gdje se ulaganje provodi. Kod infrastrukturnih projekata u pravili se radi o javnom odnosno javno-privatnom ulaganju a rjeđe o privatnom ulaganju, iz razloga što su povrati jako dugi pa privatnim ulagačima nisu zanimljivi i/ili nemogućnost nampate korištenje iste.

Karakteristično za ulaganje u građevinske objekte, što je usko povezano s kamatnim stopama na tržištu. Ulaganja u građevinske objekte pokazuju obrnuto proporcionalno kretanje u odnosu na kretanje kamatne stope. U uvjetima niskih kamatnih stopa cijene nekretnina rastu a time i ulaganja u nekretnine gdje spadaju i građevinski objekti rastu. Vrijedi i obrnuto.

Razlozi rasta cijena nekretnina i rast ulaganja u građevinske objekte u uvjetima niskih kamatnih stopa tj. u uvjetima ekspanzivne monetarne politike a to su dostupnost hipotekarnih kredita po nižoj kamatnoj stopi koji generiraju povećanje potražnje za građevinskim objektima te smanjenje prihoda od kamata na štednju, gdje onda ulagači ostvaruju veće prinose kroz ulaganje u nekretnine u odnosu na one koje bi dobili na štednju ili ulaganje u vrijednosnice. Isto tako, u uvjetima niskih kamatnih stopa, tvrke se prije zadužuju kroz kredite ili emitiranje obveznica nego emisije dionica.

### *3.1.3. Investicije u opremu*

Postrojenja, strojevi, alati i prema su dugotrajna materijalna imovina koju poduzeće posjeduje i koristi u svom poslovanju za ostvarivanje outputa a time u prihoda. Ne očekuje

se da će se osnovna oprema potrošiti ili pretvoriti u novac u kratkom roku (manjem od godina dana).

Investicije u opremu kao i kod investicije u građevinske objekte namijenjene za gospodarsku djelatnost podijeljene su u tri vrste:

- Ulaganju u nove kapacitete.

Ulaganju gdje dolazi do opremanja novih proizvodne/uslužne pogone, uzrokovane povećanom potražnjom za određenim postojećim proizvodima ili novim ulaganjima koje investitor realizira. Posljedica je tržišnih kretanja i dostupnosti novčanih sredstava za realizaciju ulaganja.

- Ulaganja u proširenje postojećih kapaciteta,

Uslijed povećanja potražnje za određenim proizvodima ili uslugama, gdje poslovni subjektu imaju veću potražnju od kapaciteta koji su im na raspolaganju, te i u budućnosti očekuju isti trend, odlučuju se za ulaganje proširenje kapaciteta, kroz gradnju ili najma poslovnog prostora i kupnju odnosno najma opreme.

- Ulaganje u zamjenu.

Kod ulaganja u zamjenu radi se o ulaganjima gdje se određena oprema zamjenjuje istom zbog istrošenosti iste ili otpisa i/ili se radi o zamjeni opreme boljih proizvodnih performansi i troškovne učinkovitosti. Zamjena opreme naprednijom opremom dolazi zbog tehnološkog napretka gdje se nabavlja oprema s većim kapacitetima, bržim procesom proizvodnje, smanjenje potrošnje energije i manjeg škartiranja materijala, te većom stopom automatizacije procesa, a sve u cilju održanja tržišne konkretnosti. Ciklusi zamjene opreme, ovise o tehnološkom napretku određene industrije kao i o regulatornim zahtjevima (unutar EU zbog cijene koju tvrtke plaćaju prema emisiji CO<sub>2</sub>, dolazi od zamjene opreme gdje se nastoji koristiti čistiji energenti poput zemljinog i naftnog plina).

Od sva tri nabrojena razloga investicija u opremu, odluke o proširenju kapaciteta su više vezane uz djelovanje monetarne politike pod pretpostavkom da postoji stabilno rastuće tržište. U uvjetima ekspanzivne monetarne politike dolazi do povećane agregatne



potražnje, pa su poslovni subjekti više motivirani za ulaganje u istu, te je postojećim tržišnim akterima jednostavnije proširenje kapaciteta u odnosu na pokretanje novih, tj. ulazak novih konkurenata.

#### *3.1.4. Investicije u istraživanje i razvoj*

Istraživanje i razvoj (eng. Research and Development – „R&D“) dio je poslovanja tvrtke koje vrši potragu za znanjem za razvoj, dizajn i unapređenje svojih proizvoda, usluga, tehnologija ili procesa. Uz stvaranje novih proizvoda i dodavanje značajki starim, ulaganje u istraživanje i razvoj povezuje različite dijelove strategije i poslovnog plana tvrtke, poput marketinga i troškovnu efikasnost.

Istraživanje i razvoj sastoje se od istražnih aktivnosti koje osoba ili poduzeće odluči obaviti sa željenim rezultatom otkrića koje će stvoriti potpuno novi proizvod, liniju proizvoda ili uslugu. Istraživanje i razvoj nije samo stvaranje novih proizvoda, jer se njime mogu ojačati postojeći proizvod ili usluga s dodatnim značajkama. Istraživanje se odnosi na bilo koju novu znanost ili razmišljanje koje će rezultirati novim proizvodom ili novim značajkama za postojeći proizvod. Istraživanje se može podijeliti na osnovno ili primijenjeno istraživanje. Osnovno istraživanje nastoji istražiti znanstvene principe s akademskog stajališta, dok primijenjeno istraživanje to osnovno istraživanje koristi u stvarnom okruženju.

Razvojni dio odnosi se na stvarnu primjenu nove znanosti ili razmišljanja, tako da se novi ili sve bolji proizvod ili usluga mogu početi oblikovati.

Istraživanje i razvoj u osnovi je prvi korak u razvoju novog proizvoda, ali razvoj proizvoda nije isključivo istraživanje i razvoj. Rezultat istraživanja i razvoja, razvoj proizvoda može se odnositi na cjelokupni životni ciklus proizvoda, od ideje do prodaje, renovacije do na kraju otpisa i odlaganja.

Istraživanje i razvoj dovode do veće produktivnosti, diferencijacije proizvoda i supstituciju postojećih proizvoda. Tvrtke stječu konkurentsku prednost izvodeći proces na neki način koji njihovi rivali ne mogu lako ponoviti. Ako naponi istraživanja i razvoja dovedu do

poboljšane vrste poslovnog procesa - smanjenja graničnih troškova ili povećanja granične produktivnosti - lakše je nadmašiti konkurente. Istraživanje i razvoj često dovodi do nove vrste proizvoda ili usluge, to je najčešće pojava u sektorima poput industrijskih strojeva, vozila, poluvodiča, računalne tehnologije i farmaceutskih proizvoda.

Inovativni novi proizvodi ili značajke mogu povećati tržišni udio dajući kupcima poboljšani proizvod po istoj cijeni, ili bolji proizvod po većoj cijeni, mogu smanjiti troškove proizvodnje a time povećat profitabilnost tvrtke i konkurentnost ili pak plasirati na tržište potpuno novi proizvod. Povećano sudjelovanje na tržištu, koristi od upravljanja troškovima, napredak u marketinškim sposobnostima i usklađivanje trendova - sve su to razlozi zbog kojih tvrtke ulažu u istraživanje i razvoj.

Iako se resursi dodijeljeni istraživanju i razvoju ne vraćaju direktno i kratkoročno, inovacije stečene ovim istraživanjem zapravo mogu smanjiti troškove učinkovitijim proizvodnim procesima ili učinkovitijim proizvodima.

Investicije u istraživanja i razvoj mogu biti financiranje javnim sredstvima, privatnim i financiranim javno-privatnim partnerstvima.

**Privatne investicije u istraživanja i razvoj** najčešće se financira od strane samih tvrtki, gdje se stvaraju najčešće poboljšane postojeće proizvode. Također, prisutan je i trend Venture Capital fondovima ili fondova visokog rizika kao i privatnih bogatih ulagača koji ulažu u Start-up-ove koji imaju inovativne ideje koje bi se mogle komercijalizirati. Nedavni primjer privatnog financiranja ulaganje privatnih ulaganja u tvrtku BioNTech SE i tvrtke Pfizer Inc. koje su izradile inovativno cjepivo za Sars-CoV 2 (Covid-19).

**Javnim sredstvima** se u praksi financiraju istraživanja koja se provode istraživačke institucije poput instituta i sveučilišta. Radi se istraživanjima za koje ne postoji privatni interes te je javni istrest istraživanja veći od privatnog. Primjer javnog financiranja istraživanja i razvoje razvoj cjepiva od strane Europske unije za Sars-CoV 2 (Covid-19), gdje je Europska unija financirala razvoj cjepiva od strane Oxfordskog sveučilišta i tvrtke AstraZeneca, a zauzvrat će AstraZeneca isporučiti cjepivo po cijenama gotovo jednakim troškovima proizvodnje.

**Javno-privatno financiranje investicija u istraživanje i razvoj** odnose se na istraživanja koja su rizična da bi ih sprovele same tvrtke, u pravilu ukoliko uspiju mogu se komercijalizirati i gotovo uvijek imaju komponentu javnog interesa. Takve primjere nalazimo najviše u Sjedinjenim američkim državama gdje postoji praksa financiranja javno-privatnih istraživanja i razvoja prije svega u obrambenoj industriji.

U Tablici 3. prikazanu su 10 najvećih korisnika financiranja istraživanja i razvoja od strane State Departmenta u Sjedinjenim američkim državama u 2019. godini s usporednom na 2018. godinu.

*Tablica 3. Prikaz 10 najvećih korisnika sredstava namijenjenim javno-privatnim financiranje istraživanja i razvoja od stran State Departmenta u 2019. i 2018. godini (u USD)*

<b>2019.</b>	<b>NAZIV TVRTKE</b>	<b>IZNOS U USD \$</b>	<b>2018.</b>	<b>DJELATNOST</b>
1	LEIDOS INC.	7.369.054.000	2	Obrana, zrakoplovstvo, biomedicina
2	GENERAL DYNAMICS	6.778.705.000	1	Obrana
3	NORTHROP GRUMMAN CORP.	6.587.836.000	3	Obrana
4	LOCKHEED MARTIN CORP.	6.386.153.000	5	Obrana
5	RAYTHEON	5.683.669.000	4	Obrana
6	BOEING CO.	5.666.767.000	6	Obrana, zrakoplovstvo
7	BOOZ ALLEN HAMILTON	4.797.109.000	7	IT
8	PERSPECTA	3.605.806.000	8	Obrana
9	SCIENCE APPLICATIONS INTERNATIONAL CORP.	3.514.509.000	9	IT
10	CACI INTERNATIONAL	2.827.068.000	10	Obrana, IT

*Izvor: Izrada autora na osnovu podataka Washington Technology, The Authority for Government Contractors and Partners, Dostupno na: <https://washingtontechnology.com/toplists/top-100-lists/2019.aspx> [Pristupljeno, 25.08.2021.]*

Iz Tablice 3. vidljivo je da od prvih 10 najvećih korisnika financiranja istraživanja i razvoja od strane State Departmenta u Sjedinjenim američkim državama u 2019. i 2018. godini 8 njih se prvenstveno bavi proizvodnjom i uslugama u obrambenoj industriji dok su dvije tvrtke u Informacijsko-tehnološkoj industriji(IT).

## 3.2. Vrste investicijskih ciklusa

Prethodno su prikazane različite vrste investicija koje su najčešće u fokusu investitora unutar poduzeća, te su njihove cijene često pod utjecajem trenutnih ekonomskih tržišta i ciklusa koji su prisutni na njima. Iz perspektive ovoga rada prikazana su četiri najznačajnija ekonomska ciklusa (Babić, M 2007.) i (Benić, Đ. 2016.):

- **Kitchinov ciklus**

Još se naziva i ciklusom ponude i potražnje ili ciklus zaliha, njegova je specifičnost da je kratkog roka – približno četrdeset mjeseci što nastaje zbog vremenskog raskoraka informacija o potražnji i implementacije proizvodnih strategija koje rezultiraju deficitom ili suficitom proizvoda na zalihama. U osnovi govori da poslovnim subjektima potrebno određeno vrijeme od trenutka kada s tržišta dobiju informaciju da je potražnja veća od ponuđene količine te da mogu povećati proizvodnju i obrnuto.

- **Juglerov ciklus**

Srednjoročni proizvodni ciklusi, unutar koji se javljaju manji poslovni ciklusi koji u svojoj osnovi izrazito slični Kitchinovim ciklusima, no prvi su ekonomski ciklusi koji su uočeni tijekom 19. st. Njihova trajanja su 7 do 11 godina ovisno o pojedinom ciklusu, te ovise od ulaganja u opremu i kapital. Osnovna pretpostavka je da povećanje investicija ima pozitivan učinak na gospodarstvo i stvara pozitivne cikluse tj. cikluse ekspanzije dok smanjenje investicija ima negativan učinak na gospodarstvo i dovodi do recesije (Arčabić, V. 2018.).

- **Kuznetsov ciklus**

Ciklusi investicija koji nastaju zbog demografskih promjena, te su srednjoročnog trajanja – približno 15 do 25 godina, naziva se još i građevinski ciklus, jer se zasniva na investicijama u građevinskim sektoru i srodnim sektorima. U svojoj osnovi bazira se na demografskim kretanjima, pot pretpostavkom da će povećanje blagostanja na određenom području potaknuti poboljšanje demografske slike a time i povećati potrebu

za stambenim prostorom što povećava potražnju za stambenim objektima a time i investicijama u građevinske objekte (Arčabić, V. 2018.).

- **Kondratiev ciklus**

Najdugoročniji ekonomski ciklusi koji su javno prihvaćeni od strane ekonomskih stručnjaka, njihovo trajanje je približno 60 godina, te su usko povezani s tehnološkim razvojem novih tehnologija i revolucijom i stvaranjem novih djelatnosti i grana ekonomije, ratova kao i novih nalazišta zlata.

Svi ovi ciklus skupno oblikuju ekonomsko okruženje i trenutnu ekonomsku situaciju, no svakog od njih vode drugačiji pokretači, te su intrinzično različiti po svojim međuovisnostima zbog činjenice da pojedini ciklusi posjeduju zajedničke uzročnike, no svi su oni jednako pod utjecajem globalne ekonomije i optimizma investitora kao glavnoj pokretačkoj snazi ekonomskih i investicijskih ciklusa. U nastavku detaljnija pojašnjenja pojedinih ciklusa.

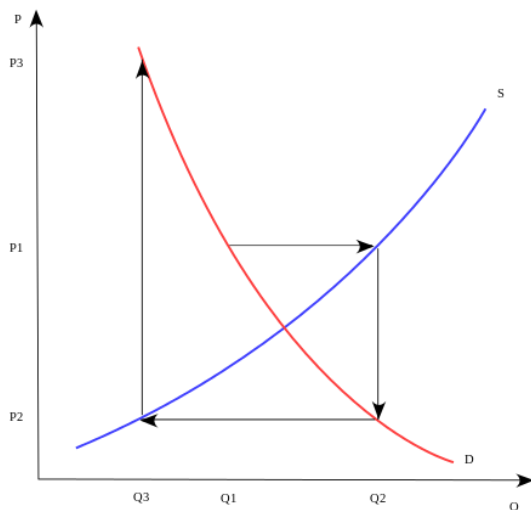
### 3.2.1. Kitchinovi ciklusi

Kitchinov ciklus je najkraći ekonomski ciklus po duljini trajanja. Pretpostavka teorije je da se ciklusi objašnjavaju vremenskim gapovima između informacija sa tržišta do proizvođača. U uvjetima povećane potražnje poslovni subjekti nastoje povećati ponudu i time ostvariti veću profitabilnost. Posljedično povećanje proizvodnje od strane većeg broja poslovnih subjekata dolazi prvo do zasićenja tržišta a zatim i do stvaranja viškova na tržištu i u zalihama proizvođača. Stvaranje višak ponude u odnosu na potražnju dovodi do pada cijene proizvoda. Prvo se eliminiraju, viškovi s tržišta, zatim viškovi iz skladišta. Međutim, nije jedini problem zalihe gotovih proizvoda, već je i problem viškova zaliha sirovina i materijala koji proizvođači imaju (Kitchin, 1923.)

Razdoblje između povećane potražnje i investicije u zalihe sirovina i materijala kreće se u rasponu od 0,3 do 0,6 godina dok cijene se korigiraju u razdoblju od 0,2 do 0,3 godine (Kwasnicki, W, 2008.). Kitchinovi ciklusi su bazirani na poljoprivrenim proizvodima, koji su ovisili od usjevima i prinosima po usjevima. Moore je 1917. godine dokazao da cijenu pamuka kao gotovog proizvoda određuje površina pod usjevima pamuka kao i prinos po usjevima. Također, slične cikluse uočeni su u Njemačkoj 1928. godine, gdje je cijena svinjetine koje se pridaje na tržištu broju ovise o trenutnoj proizvodnji svinja. Ukoliko je proizvodnja svinja veća od trenutne potražnje cijene svinjetinom dolazi do pada cijena i obrnuto neovisno o tome što je potrebno više mjeseci tovljenja svinja prije stavljanja na tržište.

Na slici 6. prikazan je model paučine odnosno diagram paučine

Slika 5. Prikaz ponude (horizontalna os) naspram cijene proizvoda (vertikalna os). Horizontalne strelice prikazuju odluke proizvođača, dok vertikalne prikazuju reakcije tržišta.



Izvor: Wikiwand (2020.)

[https://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/thumb/b/ba/Cobweb\\_theory\\_%28divergent%29.svg/440px-Cobweb\\_theory\\_%28divergent%29.svg.png](https://upload.wikimedia.org/wikipedia/commons/thumb/b/ba/Cobweb_theory_%28divergent%29.svg/440px-Cobweb_theory_%28divergent%29.svg.png)

Krivulja na Slici 6. označena je crvenom bojom i pokazuje kako su trenutne cijene povezane s trenutnom proizvodnjom. Nije prava krivulja potražnje je pokazuje cijene i trenutnu proizvodnju a ne cijene potražnju. Strelice označene crnom bojom pokazuje kako je pomake povezan s prošlim cijenama. Plava krivulju pokazuje povećanje investicija u proizvodnji. Stoga bi visoka cijena u prvom razdoblju pokrenula niz investicije u proizvodnji. U nedostatku novih parametara ravnoteže, te bi promjene trajale neodređeno vrijeme u budućnosti.

### 3.2.2. Juglerovi ciklusi

Juglerovi ciklusi dobili su naziv po francuskom statističaru Clément Juglaru koji se među prvima je priučavao kretanja u gospodarstvu u uočio je fluktuacije koje se javljaju u unutar 7 do 11 godina. Prema Jugleru, uzrok recesija ili padova kako ih je on nazivao nije ništa drugo do ekspanzije ili prosperiteta kako ih je Juglar nazivao. On je na ekonomske padove gledao kao na korekciju vala koji je izazvao snažan ekonomski rast, tj. da su padovi ekonomske aktivnosti prirodno kretanje ekonomije, a propast djela poslovnih subjekta prepisivao je „prirodnoj selekciji“ u gospodarstvu. Jugler ne prihvaća izravnu povezanost između gospodarske krize i monetarne krize, navodi da gospodsku krizu izaziva propadanje, robe koja nije kupljena, propast poduzeća i problem duga. Za njega je gospodarska kriza opasnija od monetarne (Dal-Pont Legard, M. i Hegemann, H, 2007.)

Njegovi nasljednici prije svega Joseph Schumpeter, koji je ujedno i prepisao Juglaru teoriju poslovnih ciklusa, prilikom istraživanja, uočio je da ekonomski ciklusi imaju fazu ekspanzije kada gospodarstva rastu i faze recesija tj. kriza. Karakteristično je to da se unutar kretanja gospodarstva prema ekspanziji ili recesiji, javljaju kratkoročni pod ciklusi u obliku devijacija oko trenda. Pretežito trajanje tih ciklusa je oko 40 mjeseci. Ovim se nadovezuju na Kitchinovu teoriju kratkotrajnih ciklusa. Inače Juglerovi ciklusu spadaju u red srednjoročnih ekonomskih ciklusa (Britannica, 2021).

Nadalje, Schumpeter i Sombart navode da recesije dovode do poboljšanja proizvodnih procesa i stvaraju inovacije. Za Juglara nije bilo dvojbe o tome da li se mogu spriječiti oscilacije u ekonomskim ciklusima, već da ih treba razumjeti, predvidjeti i ubrzati ih tj. nastojati što prije izaći iz krize (Dal-Pont Legard, M. i Hegemann, H, 2007.).



Slika 6. Prikaz Juglarovih ciklusa kroz godine.



Izvor: <https://mikesmoneytalks.s3.us-west-2.amazonaws.com/wp-content/uploads/2015/01/31234840/chart2s.jpg>

### 3.2.3. Kuznetsovi ciklusi

Godine 1930., američki ekonomist Simon Kuznets objavio je rad „Secular Movements in Production and Prices“ o istraživanju dugoročnih trendova. U svom istraživanju uočio je dugoročne trendove u obliku valova, čije je trajanje bilo dulje od poslovnih ciklusa. Uočio je da prosječno trajanje valova tj. ciklusa iznosi 22 godine za proizvodne cikluse i prosječno trajanje valova/ciklusa od 23 godine za cijene. U svojem istraživanju Kuznets je eliminirao učinke poslovnih ciklusa i primarnih trendova, te je cikluse koje je uočio nazvao "sekundarnim tržišnim kretanjima".

Mose Abramowitz u svom istraživanju „THE NATURE AND SIGNIFICANCE OF KUZNETS CYCLES“ navodi da je Kuznets vjerovao u da se primjene u cijenama i proizvodnji dešavaju gotovo podjednako u različitim djelatnostima, u svom radu nije se osvrtao na dokazivanje te činjenice.

Prvi koji je uočio povezanost između promjena u proizvodnji i cijena gotovo istovremeno u gotovo u svim djelatnostima bio je Arthur F. Burns. Kasnije su povodnja slična istraživanja u drugim zemljama gdje je potvrđeno postojanje Kuznetsovih ciklusa. Istraživanje je proveo na osnovu podataka za Sjedinjene Države, u svom radu „Production Trends in the United States Since 1870“ objavljenom 1934. godine, tako da je analizirao serije podataka o proizvodnji iz više djelatnosti u razdoblju od 1870. do 1930. godine, računajući stope rasta preklapajućih desetljeća gdje bi iz za računanje prosjeka za desetljeće koristio 5 godina, što je izrazio kao odstupanje od stope rasta. Uočio je da postoje trendovi u kretanju proizvodnje te ih je nazvao trend-ciklusima Burns je zapazio da je od svih gospodarskih grana najviše odstupanja tj. nepravilnosti bilo u poljoprivredi. Kod ostalih djelatnosti trend kretanja bio jednak za gotovo sve djelatnosti, te srednje stope rasta pokazivale oscilacije unutar trenda. Burns je zaključio da uzrok podudarnost trendova u različitim djelatnostima izuzev poljoprivrede je nalazi još od razdoblja

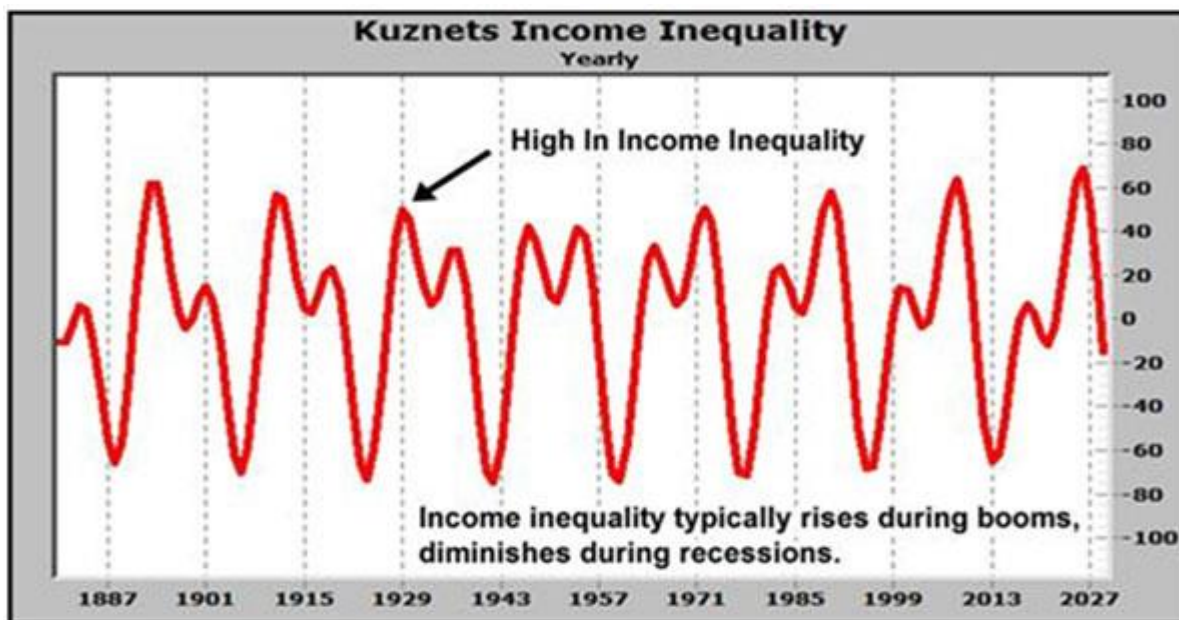
građanskog rata, tj. potvrdio je da postoje uzroci koju sežu od završetka građanskog rada u Sjedinjenim državama 1865. godine, što znači da postoje trendovi dulji od 5 godina.

Kuznetsovi ciklusi se još nazivaju i građevinski ciklusu, jer takvi ciklusu pojaviše uočeni u investicijama u građevinske objekte. Kuznetsove cikluse povezuje s demografskim kretanjima i po danas prihvaćenim normama je da Kuznetsovi ciklusi traju od 15 do 20 godina. Pod pretpostavkom rasta gospodarstva raste i u broj djece u kućanstvima te je javlja potreba za stambenim objektima. Isto tako rast gospodarstva dovodi do imigracija stanovništva. Povećana potražnja za stambenim objektima dovodi do povećanja investicija u građevinske objekt. S obzirom na to da pučanstvo u Sjedinjenim Državama kupuje nekretnine u prosjeku svakih 15 do 20 godina.

Zaključak koji možemo izdvojiti je da rastom gospodarstva povećava se blagostanje koje se pozitivno odražava na demografske trendove kroz prirodni priraštaj i

Kuznetsove cikluse na primjeru nejednakosti prihoda u SAD-u vidljiv je na slici sedmoj (Britannica, 2021.)

Slika 7. Prikaz Kuznetsovih ciklusa kroz godine.



Izvor: <https://mikesmoneytalks.s3.us-west-2.amazonaws.com/wp-content/uploads/2015/01/31234840/chart41.jpg>

### 3.2.4. Kondratijevi ciklusi

Kondratievi ciklusi dobili su naziv po ruskom i sovjetskom znanstveniku Nikolaj Kontratieff (1892-1938). Kondratievi ciklusu su dugoročni ekonomski ciklusi koju traju od 40-60 godina. Objašnjenje Kondratievih ciklusa u osnovi nalazi se u tehnološkim inovacijama gdje uvođenjem novih tehnologija tj. novih znanstvenih otkrića namijenjeni upotrebom za široke mase. Kondratievi ciklusi nazivaju se još i K-valovi, dugi ciklusi i super-ciklusi (Investopedia, 2021).

Danas su evidentirana 6 ciklusa i trenutno se nalazimo u 7 ciklusu prema Kondratievoj klasifikaciji. U nastavku popis ciklusa kao i izumi koji su ih potaknuli

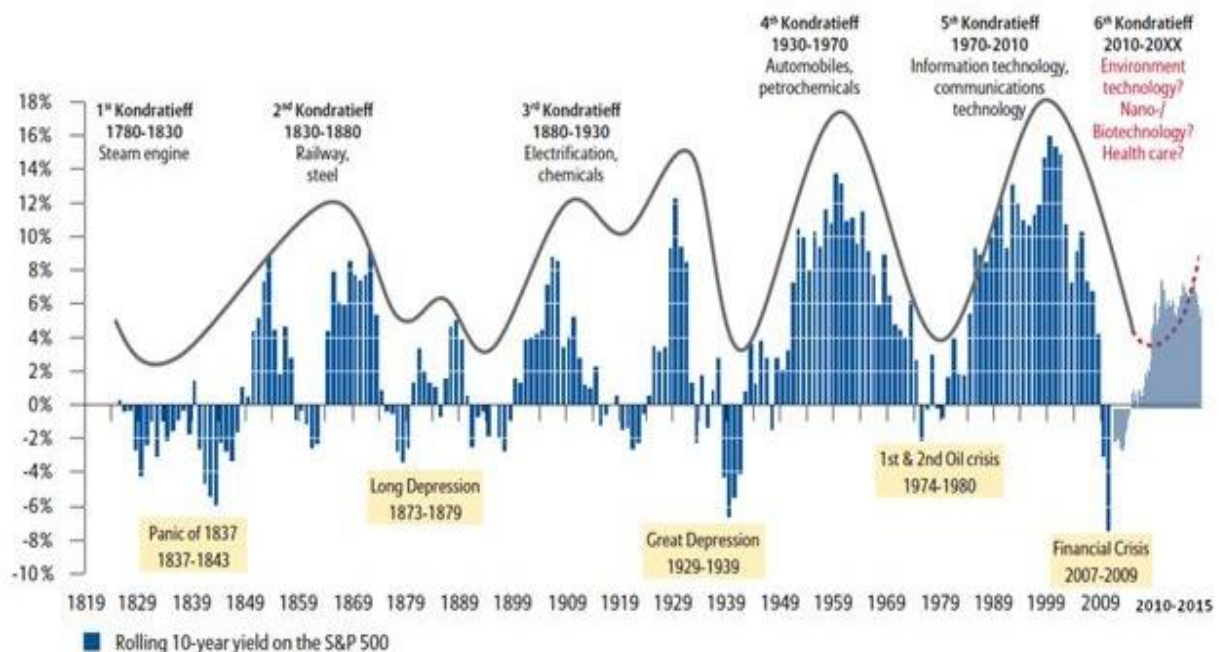
1. 1780 – 1830. Izum parnog stroja i industrijska revolucija
2. 1830 - 1880. Parni strojevi i željeznice,
3. 1880 - 1930. Naizmjenična električna energija i razvoj kemijske industrije.
4. 1930 – 1970. Masovna proizvodnja automobila, razvoj prometnica i uporabe naftnih derivata kao najznačajnijeg energenta.
5. 1970 – 2010. Razvoj informacijskih i telekomunikacijskih tehnologija i uvođenje FOREX-a.
6. 2010 do danas nalazimo se u valu gdje dominiraju energetska transformacija s fosilnih goriva na obnovljive izvore energije, razvoj NANO tehnologije, biotehnologije.

Sve cikluse karakterizira da započinju određenom krizom u završavaju određenom krizom. Tako je prvi ciklus počeo 1780. godine nakon krize izazvana pomorske blokade Sjedinjenih država od strane Kraljevske mornarice Velike Britanije, što je onemogućilo izvoz u Europu. Izum parnog motora (parnog cilindra) doveo je do razvoja transportna te mogućnost korištenja istog kao pogonskog stroja u željezničkom prijevozu. Isto i je našao primjenu i u drugim granama industrije te se značajno povećala produktivnost i smanjili troškovi proizvodnje. Isto je izazvalo nezaposlenost jer su strojevi počeli zamjenjivati ljude (U.S. HIStory, 2021). Kraj prvog odnosno početak drugog vala je pojava krize u SAD poznata kao Panika (The Panic) izazvana vođenja pogrešne monetarne i fiskalne politike od strane Kongresa u SAD i

vlade Ujedinjenog Kraljevstva, te velike oscilacije u cijeni zlata i srebra, pad cijene pamuka kao i pucanja balona nekretnina tj. pad cijene zemljišta koje je bilo predmet špekulacija. Za posljedicu je imalo, visoku nezaposlenost, propadanje poslovnih subjekata i nemirima. U drugom K-valu od 1830. do 1880. godine koji dolazi do razvoja željeznica u diljem svijeta i proizvodnja čelika u visokim pećima uz upotrebu koksa kao energenta za topljenja rude željeza. Razvoj željeznica, pozitivno se odrazio na svjetsku ekonomiju, jer je smanjio troškove transportna sirovina i robe, vrijeme isporuke i potaknuo međunarodnu trgovinu. Proizvodnja visokokvalitetnih čelika omogućila je stvaranje i dugotrajnih strojeva i alata. Drugi val završava nastankom krize izazvane oscilacijama valuta i čestim kolapsima bankovnog sustava diljem svijeta (Campbell S, 2020.). U trećem valu nakon godina dolazi do izuma naizmjenične električne energije, proces proizvodnje i distribucije se pojednostavljuje, u industriji sve više se koriste elektromotori, što je dovelo do značajnog napretka u industrijskog proizvodnji i stvaranje novih inovativnih proizvoda te poboljšanja ukupnog blagostanja u svijetu. Treba napomenuti da su navedeni ciklusi prije svega vezani uz SAD čija teritorija nije bila zahvaćena 1. svjetskim ratom. Kraj trećeg odnosno početak četvrtog vala obilježen je velikom depresijom, krize nastale nakon sloma burzi u SAD koja se prelila na ostatak svijete izuzev Sovjetskog saveza koji je već prije prešao na sustav planske ekonomije. Posljedica je bila velika nezaposlenost i hiper inflacije diljem Europe. Tijekom 30 godina 20. stoljeća, automobili su se počeli proizvoditi na trakama, dolazi do razvoja cestovne infrastrukture posebno u SAD i Njemačkoj, nafta je postala glavni izvor energije u transportu, benzinski i dizel e motori su usavršeni. Posljedica je bila jačanje transportne mreže, veća mobilnost i povećanje obujma međunarodne trgovine. Tijekom drugog svjetskog rata dolazi do povećanja inovacija namijenjene u vojne svrhe koje će nakon rata naći primjenu u civilne svrh (mlazni motori u zrakoplovstvu, nuklearna energija). Četvrti val završava pojavom prve i druge naftne krize, koja je izazvala nagli skok cijena nafte na svjetskom tržištu kao i nestašice naftnih derivata i odustajanje od konvertibilnosti američkog dolara prema zlatu i uvođenje FOREXA. U petom K-valu, dolazi do napretka u informacijskim i telekomunikacijskim tehnologijama. Razvoj računala i njihova dostupnost u svim granama potaknula je nove izume, razvoj informacija i ubrzala procese planiranja,

projektiranja i proizvodnje. Razvoj telekomunikacija se ogleda prije svega kroz uvođenje interneta u civilne svrhe kao osnovni komunikacijski kanal za prijenos informacija tj. podataka. To je sve omogućilo unapređenje postojećih proizvoda i omogućilo stvaranje novih proizvoda i usluga. Isto tako, jaz između dostupnosti informacija je smanjen. Peti val završava pojavom financijske krize tj. kraja kraha burzi u SAD-u, što je posljedično izazvalo i velike padove burzi širom svijeta i problema sa servisiranje postojećih dugova od strane država i poslovnih subjekata. Financijska kriza iz 2008. godine formalno je trajala do 2010. godine kad počinje 6. K-val u kojem se trenutno nalazimo. Očekivanja su da će ovo biti val transformacije izvora energije s naglaskom na obnovljive izvore energije i energije vodika, razvoj NANO tehnologije i njena primjena, razvoj biotehnologije i poboljšanja zdravlja ljudi (Investopedia, 2021.).

Slika 8. Prikaz Kondratijevih ciklusa kroz godine.



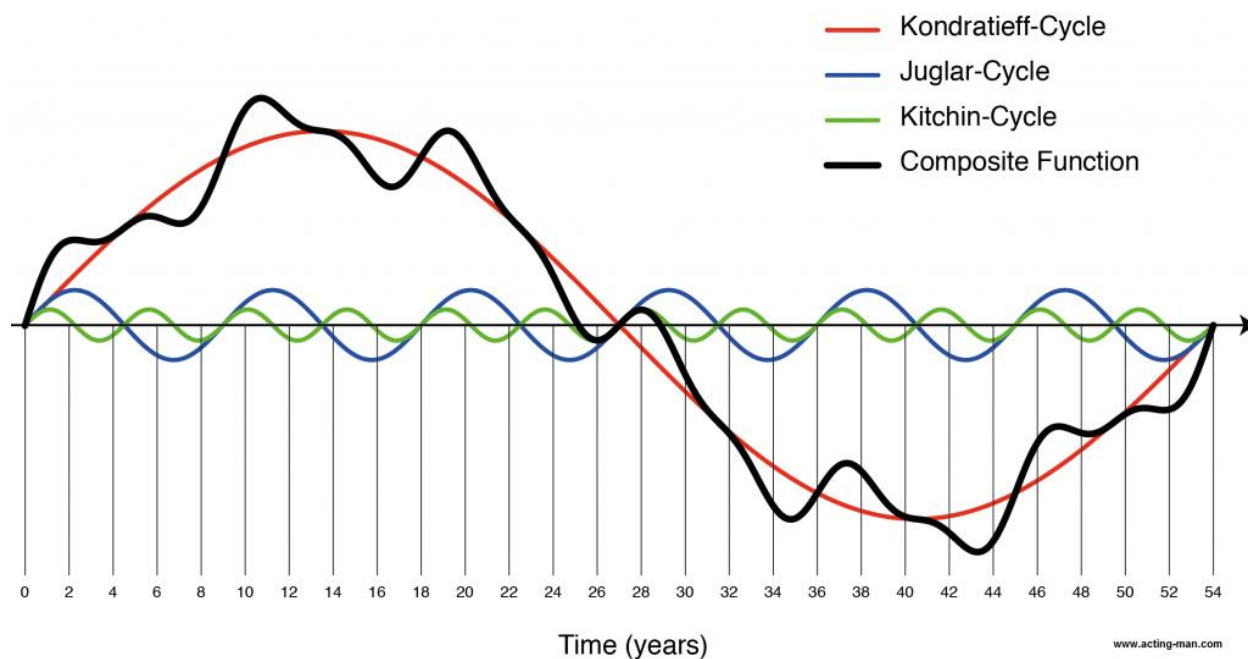
Izvor: <https://cdn.corporatefinanceinstitute.com/assets/kondratieff-wave.jpg>

Kretanje Kondratievih ciklusi ne može izravno povezati s djelovanjem pojedinih mjera monetarne i fiskalne politike ali njihovi početci i krajevi uvijek su bilo označenim krizama i posljedicama koje se mogu pripisati monetarnoj politici i/ne djelovanju instrumenta i mjera monetarne politike.

### 3.3. Načelo superpozicije investicijskih ciklusa

Kako se svi ovi prethodno navedeni ciklusi istovremeno događaju u globalnoj ekonomiji, te svaki od njih ima različite uzroke i parametre po kojima se odvija, gotovo nikada se oni ne poklapaju, već svaki od njih djeluje po svojem obrascu, a zajednički utjecaju se potom zbrajaju kako bi se dobila ekonomska slika. Karakteristično je da unutar jednog Kontratievog ciklusa nalaze tri Kuznetsova ciklusa, dok se unutra jednog Kuznetsovog ciklusa nalaze tri Juglerova ciklusa koji se u pravilu sastoji od tri Kitchnova ciklusa. Primjer je moguće vidjeti na slici broj 6 u nastavku.

Slika 9. Prikaz različitih ciklusa s njenim kompozitnim djelovanjem na tržišta (crnom bojom).



Izvor: <https://snbchf.com/wp-content/uploads/2016/05/2-Long-Wave-1024x536.png>

Vidljivo je kako je rezultatna krivulja nepravilna zbog razlike u fazama i periodima pojedinih ciklusa.



## **4. KOMPARATIVNA ANALIZA MONETARNE POLITIKE I INVESTICIJSKIH CIKLUSA**

Unutar ovog poglavlja detaljno se prikazuju monetarne politike ESB i HNB-a na razdobljima od uvođenje eura kao platnog sredstva unutar Europske monetarne unije od strane Europske Središnje Banke u siječnju 1999. do 2018. Navedena razdoblja se dijele na cikluse prema kretanjima ekonomskih tržišta te se detaljno prikazuju postupci obje banke i slijed događaja i programa kojima su uspješno provedene reforme i izvršene financijske operacije kako bi se prebrodila razdoblja krize i omogućila razdoblja što duljeg ekonomskog rasta. Informacije unutar ovog poglavlja prikupljene su putem istraživanja dostupne literature i publikacija ESB i HNB-a, te su završeno komparirane unutar diskusije gdje se primjenjuju saznanja investicijskih ciklusa kako bi se uvidjeli trendovi tržišta i utjecaj pojedinih monetarnih politika kako bi se generirali rezultati vezani uz njihovu uspješnost ali i objašnjenja za pojedina politike u slučajevima kada su one primijenjene nasuprot uvaženom mišljenju ili čak i protivno tržišnom stanju. Time je ova analiza vrhunac skupljenih saznanja tijekom pisanja ovoga rada i primjena na povijesnim modelima tržišta kao što su tržišta EU i RH.

### **4.1. Analiza monetarne politike ESB-a**

U svrhe analize monetarne politike, uzima se u obzir razdoblje rada ESB-a za koje postoje javno dostupni podaci putem istraživanja literature i internetskih izvora. Navedeno razdoblje je od siječnja 1999. do lipnja 2018. godine. Prema govoru koji je održao Vitor Constancio Prema izlaganju Vitora Constancioa, Vice guverner ESB-a, 4. svibnja 2018. godine na konferenciji „Central Banks in Historical Perspective: What Changed After the Financial Crisis?“ održanoj na Malti, povjesno djelovanje ESB-a podjelio je u četiri faze i to (Constâncio, V., 2018. ESB):

- Kraj tehnološkog ciklusa komunikacijskih tehnologija, posebice interneta – siječanj 1999. do lipnja 2003.
- Razdoblje ekonomskog napretka – Srpanj 2003. do lipnja 2007.

- Razdoblje financijske krize i krize eurozone uzrokovanom državnim dugovima – Srpanj 2007. do lipnja 2013.
- Razdoblje ekonomskog oporavka – Srpanj 2013. do lipnja 2018.
- Razdoblje nakon 2018. i ESB tijekom COVID-19 pandemije

Razlozi za ovakvu podjelu čini činjenica što svako pojedino razdoblje sačinjava jedan ciklus tržišnih faza, inflacije i posljedično ekonomskog rasta.

#### *4.1.1. Kraj tehnološkog ciklusa komunikacijskih tehnologija (1999. – 2003.)*

Početak 2000. godine po prvi put u povijesti javila se kriza koju je izazvalo ulaganje u tehnološke kompanije tzv. dot com špekulativni balon i kasnija kriza. Kriza je uslijedila nakon emisije jedinstvene valute unutar Eurozone što je predstavljano i prvi izazov za ESB. Početak emisije Eura kao jedinstvene valute doveo je do značajnog rasta monetarnog agregata M3, gdje su stope rasta kretale od 4,5% do 10,9% što je izazvalo bojaznost od stvaranja veće inflacije od predviđenih 2% što se na kraju nije desilo.

Ovo razdoblje je obilježila nova strategija politike orijentirana na stabilnost cijena, često se u literaturi ova strategija naziva strategijom robusnosti. kako bi se ovo ostvarilo potrebno je bilo definirati cjenovnu stabilnost, postavio se okvir monetarne politike ESB-a u dva stupa – uloga novca i temeljne procjene kretanja cijena tj. procjene inflacije, te su ostvareni ciljevi komunikacije i odgovornosti prema općenitoj Eurozoni.

Postavljen je izrazito širok operativni okvir s tjednim operacijama refinanciranja za koje je bilo karakteristično špekulativno pretjerivanje s cijenama. Sekundarno, postavljen je sustav ekonomskih koridora kako bi se stabilizirale međusobne valutne razlike s pripravnim financijskim instrumentima kako bi se održali ti devizni koridori kao priprema za opću upotrebu zajedničke valute, tj. eura u narednim godinama. Omogućuje se široka lepeza kolaterala kod kreditiranja i općenitih novčanih operacija te je osiguran veliki broj protustranaka u ugovornim novčarskim operacijama, tj. financijskih institucija (Corporate finance institute, 2021.) i (Constâncio, V., 2018. ESB).

Značajne karakteristike rada ESB-a uočene kroz ovo razdoblje

- Rane projekcije i politike deviznih stopa i kamatnjaka su izuzetno nestabilne, no ubrzo financijske projekcije dobivaju značajnu pouzdanost.
- ESB prvi put biva postavljena pred izazovom kontrole inflacije kada je euro doživio deprecijaciju, te je stopa inflacije porasla iznad 3 posto.
- U rujnu 2000. odrađene su međuovisne i skupne devizne intervencije kako bi se olakšalo uvođenje eura i zamjenu postojećih valuta.
- Raspad dot com balona pokreće monetarnu politiku u smjeru ograničavanja kamatne stope na kreditiranje operacija refinanciranja u lipnju 2003.
- Monetarna politika kreće odvajati novac i kamatne stope čime se podriva prethodno značajan M3 pokazatelj – pokazatelj općeg novčanog agregata.

Ovakvim postupcima se monetarna politika ESB-a uspješno izborila s financijskom krizom koja je bila uzrokovana špekulativnim tehnološkim balonom na njenim samim počecima i usred početka primjene nove zajedničke valute.

#### *4.1.2. Razdoblje ekonomskog napretka (2003. – 2007.)*

Nakon prethodnog razrješenja tehnološke krize, zajednička valuta omogućava gospodarski uspon i rast, no dolazi do neravnoteža zaduživanja između pojedinih država članica. Općenito, ovo razdoblje obilježava pokušaj ESB.-a da stvori gospodarski rast bez politike tzv. „oslanjanja na vjetar“ (eng. „leaning against the wind“ – LAW). U općim slučajevima LAW politika omogućava strožu monetarnu politiku u cilju stabilnosti kako bi se spriječila financijska kriza, no njezini nedostaci se očituju u višoj razini nezaposlenosti i nižoj razini inflacije. Navedeno se postiže novom strategijom održavanja inflacije ispod ali blizu razine od 2 posto. Prestaje se s godišnjim osvrtima na M3 referentnu vrijednost, te se općenito monetarna analiza postavlja u sekundarnu poziciju kao dio dugoročne strategije.

Godine 2006. je postavljen ESB simpozij gdje se raspravljalo o ulozi novca i postavljeni su temelji za istraživačke programe kojima se nastojalo proširiti alate monetarne analize čime bi se dobili efikasniji alati za buduće djelovanje.

Značajne karakteristike rada ESB-a uočene kroz ovo razdoblje:

- Asimetričnosti rast novčanih tržišta između pojedinih država.
- Osigurana je dugotrajna stabilna stopa kamatnjaka u razdoblju od čak 30 mjeseci.
- Izražene su rasprave o ulozi novca, cijena i financijskoj stabilnosti u modernom europskom društvu i pravcu budućeg djelovanja.
- Kamatnjak na opće operacije kreditiranja podignut 2005. te se na navedeno provelo dubinsko istraživanje vezano uz politiku „oslanjanja na vjetar“ koje je zaključilo da ne postoje dokazi toga.
- Rastuća neravnoteža monetarnih tržišta pojedinih država članica uzrokuje pojedine države da se prezadužuju čime dovode u opasnost budućnost cijele eurozone u narednom razdoblju.
- Financijske institucije agresivno kreditiraju građane čime također postavljaju temelj za buduću krizu.

Ovaj ciklus usprkos sporom početku, naglo ubrzava, te se ističe kao stanje izuzetne ekonomske stabilnosti u povijesti eurozone, no ubrzo se vide pojedini negativni efekti koji su osnovni uzroci krize narednog razdoblja.

Nadalje, 2007. godine ESB je u svojim analizama uočila makroekonomske neravnoteže kod nekoliko država članica gdje je postojala osnovana bojaznost od prelijevanja krize na ostale članice te je predloženo da se makroprudencijalna politika bude osnovni alat za prevenciju i rješavanje makroekonomskih neravnoteža. (Constâncio, V., 2018. ESB).

#### *4.1.3. Razdoblje financijske krize i krize eurozone uzrokovanom državnim dugovima (2007. – 2013.)*

Ovo razdoblje je u svojem trajanju definitivno bilo najteže razdoblje za djelovanje ESB-a ujedno je bio i test za Euro kao zajedničku valutu i test sposobnosti ESB-a za reagiranjem u kriznim situacijama. Došlo je do dvije krize zaredom – globalna financijska kriza 2008., te potom kriza državnih dugova 2010. čime se ovo razdoblje također naziva i ciklusom kojeg je uzrokovala dvostruka recesija. U prve reakcije uslijedile su na podizanje

kamatnih stopa zbog pretjerane bojazni od stvaranja inflacije. Zatim uvedene su mjere preporuka državama članicama EMU-a koje su fiskalnim problemima i kod kojih su uočene veće makroekonomske neravnoteže. Kao kolateral zaduženja poslovnih banaka kod ESB-a, povećana je lista prihvatljivih instrumenata kako bi se osigurala likvidnost banaka i smanjio rizik od „Bank run-a“ unutar EMU a time i kolaps financijskog sektora. Te mjere za posljedicu imale su udvostručenje bilance ESB-a u razdoblju od Značajne karakteristike rada ESB-a uočene kroz ovo razdoblje od 2007. godine do sredine 2012. godine. Pojedini ekonomski analitičari upozoravali su da rast bilance ESB-a može potaknuti inflaciju, nije se pokazao opravdanim kao i činjenica da njihova upozorenja nisu imala ni teorijska ni empirijska uporišta da rast veličine bilance središnje banke može izazvati inflatorne pritiske.

- Politika operacijskog okvira zauzima glavnu ulogu s načelom odvajanja monetarnog agregata i kreditiranja.
- Postavljaju se instrumenti za zajmodavce zadnje linije (eng. „Lender of last resort“ – LLR) kako bi se osigurala dugoročna likvidnosti banaka, te su uvedene operacije refinanciranja s dospijećem od 3 godine.
- Pojačava se uloga nefinancijskog monetarnog instrumenta – otkup dugova od strane poslovnih banaka s fiksnom stopom u punom iznosu (eng. Full rate tender with full allotment – FRFA) kako bi se spriječilo da financijske institucije koje su došle do znatnih problema s likvidnosti zbog potencijalnog nemogućnosti naplate potraživanja od zajmoprimca.
- Eurozona doživljava dužničku krizu zbog prezaduženja pojedinih država članica tj. Nepridržavanja Maastrichtskih kriterija o visini javnog duga i stopi deficita u fiskalnog godini opće države.
- Ograničava se sudjelovanje u programima tržišta vrijednosnih papira u nastojanju ograničenja krize.
- Kraj krize dolazi u lipnju 2012. postavljanjem programa izravnih monetarnih transakcija (eng. Outright Monetary Transaction – OMT) – Izravnih djelovanja ESB-a u otkupu obveznica prezaduženih država članica što je u suprotnosti s prethodnom politikom izravnih monetarnih intervencija, no time je spriječeno daljnje produbljivanje dužničke krize u cjelokupnoj Eurozoni.

Ovo razdoblje je bilo iznimno turbulentno u radu ESB-a, no postupnim usmjeravanjem njenog djelovanja ka obliku koji više sličí državnim središnjim bankama omogućeno je sprječavanje daljnje krize i kasniji ekonomski oporavak (Constâncio, V., 2018. ESB).

#### *4.1.4. Razdoblje ekonomskog oporavka (2013. – 2018.)*

Ovaj financijski ciklus obuhvaća oporavak od prethodnih recesija. Postavljaju se niske kamatne stope na kreditiranje, te je glavna zadaća ESB-a tijekom ovog razdoblja bila oporavak od niskih stopa inflacije. Jedan od načina na koji je navedeno postignuto je postavljanjem kamatne stope od 0 posto na depozite čime se nastojalo pokrenuti depozitni kapital u bankama na kreditiranje. U najkraćim crtama, operacije ESB-a tijekom ovog razdoblja su se sastojale od trostrukog pristupa putem:

- Negativne stope kreditiranja.
- Ciljanjem i selekcijom dugoročnih operacija refinanciranja.
- Program kupovine vrijednosnica čime se ostvaruje tzv. „Kvantitativno olakšanje“ (eng. „Quantitative easing“).

Nadalje, stopa inflacije ostala je niska tijekom cijelog razdoblja tako da je u listopadu 2013. godinu pala ispod 1% na mjesečnog razini. Financijski sektor je visokolikvidan, te se smanjila brina kolanja novca.

Postavljaju se zahtjevi također za bližu integraciju ESB-a i zaduživanja država. Također postavljene su osnove za transparentno objavljivanje računa i dugovanja država i veću savjetodavnu funkciju ESB-a. Postavljanjem ovakvih zahtjevima i programa, poslovanje ESB-a postaje veoma slično poslovanju drugih središnjih banaka čime se omogućuje lakše i brže djelovanje (Constâncio, V., 2018. ESB).

#### *4.1.5. Razdoblje nakon 2018. i ESB tijekom COVID-19 pandemije*

Tijekom 2018. i tijekom 2019. godine nije bilo značajnih intervencija od strane ESB-a. Financijski sektor je visokolikvidan, referentne kamatne stope su i dalje niske inflacija je manja od 2%. Krajem 2019. godine, pojavila se pandemija izazvana Sars-CoV 2 virusom tzv. Korona virus. Došlo je do ograničavanja kretanja stanovništva, brojne djelatnosti su bile primorane na zatvaranje. Pojavila se bojaznost od sustavne ugroze unutar cijele EU. Pojavom pandemije ECB je dovela dvije značajne odluke (ESB, 2021.):

- Pandemic emergency purchase programme (PEPP)– program se odnosi na otkup imovine poslovne banke. Program je predviđao do ukupno 750 milijardi do kraja 2020. godine, te je 4. lipnja 2020. godine povećan na 1,35 trilijuna eura do kraja 2022. godine.
- Valutne Swap operacije sa središnjim bankama članica EU koje nisu dio Eurozone gdje ESB je prihvatio valute države članica. Program je proveden a kako bi se zaštitile devizne rezerve i smanjila izloženost nagle deprecijacije ostalih valuta unutar EU.

Rezultat djelovanja ESB-a, je niska stopa inflacije u tijekom cijele 2020. tri kvartala 2021. godine dok za četvrti kvartal planirana je 2,6%, zbog otvaranja ekonomija i poskupljenja sirovina i energenata a svjetskom tržištu.

## 4.2. Analiza monetarne politike HNB-a

Kako bi se mogla provesti komparativna analiza unutar ovoga rada, promatrano razdoblje rada HNB-a je također jednako prethodnom razdoblju rada ESB-a od siječnja 1999. do srpnja 2018. U navedene svrhe moguće je govoriti o sljedećim fazama kretanja monetarnih tržišta na primjeru ekonomije RH:

- Razdoblje konsolidacije (1994.-2000.)
- Razdoblje reformi tijekom tehnološke krize (2001.-2003.)
- Razdoblje reformi tijekom ekonomskog oporavka (2003.-2007.)
- Razdoblje financijske krize (2008.-2015.)
- Razdoblje ekonomskog oporavka (2015.-2018.)

### 4.2.1. Razdoblje konsolidacije (1994.-2000.)

RH je kroz svoju povijest prošla kroz fazu konsolidacije monetarnog sustava kao mlade države, navedeno se provodilo u razdoblju od 1994. do 2000. Tadašnja politika HNB-a tj. tadašnje Narodne Banke Hrvatske se sastojala od regulacije sljedećih parametara i posljedično stabilizacije cijena i monetarnog tržišta:

- Održavanje stabilnog tečaja.
- Regulacije monetarnog agregata koji je doživio naglo povećanje zbog unosa novca iz inozemstva.
- Saniranje pojedinih financijskih institucija i cjelokupnog sustava koji je bio u derutnom stanju nakon osamostaljenja RH.

Ovakvim stabilizacije značajki tržišta omogućeno je metastabilno tržište koje je bilo spremno za temeljite reforme pred nastojanjima RH da uđe u EU. Problem ovakvog stanja tržišta je bila nepripremljenost na tehnološku krizu u svijetu koja se negativno očitala na RH.



#### *4.2.2. Razdoblje reformi tijekom tehnološke krize (2001.-2003.)*

Tijekom tehnološke krize HNB se suočila s potrebom strukturnih reformi novčarskog sustava i realne sfere gospodarstva. Nastojanja tadašnje uprave HNB-a za osiguranje stabilnosti cijena u izrazito negativno makroekonomskom okruženju globalnog gospodarstva rezultirali su sljedećim monetarno-političkim postupcima:

- Osiguranje likvidnosti bankarskog sektora putem smanjenja kamatnih stopa na kredite.
- Smanjenje stope inflacije na ekonomski beneficianu razinu.
- Usklađivanje monetarne politike s MMF-om kako bi se implementirao „stand by“ aranžman.
- Osiguranje stabilnosti deviznog tečaja od 3.5 HRK po DEM.

Unutar ovakvog okruženja važno je napomenuti činjenicu kako je zbog izrazitog povećanja monetarnog agregata hrvatska populacija osjetila isključivo visoku stopu nezaposlenosti kao utjecaj tehnološke krize, no zbog manjka tehnoloških poduzeća uslijed prethodnog osamostaljenja posljedice ove krize za RH su bile minorne. U takvom okruženju HNB je postavio osnove za ekonomski oporavak koji je uslijedio u sljedećem financijskom ciklusu.

#### *4.2.3. Razdoblje reformi tijekom ekonomskog oporavka (2003.-2007.)*

Tijekom ekonomskog oporavka do globalne financijske krize 2007. geopolitika RH je doživjela značajne promjene i napretke, te je došlo do sljedećih značajnih reformi koje su bitno utjecale na tržišnu situaciju:

- Reforma tržišta rada i gospodarstva
- Reforma mirovinskog sustava
- Proces privatizacije banaka.
- Pojava leasinga i njegova regulacija

Usprkos navedenim reformama, monetarna politika RH se i dalje oslanja na načela prethodnog razdoblja te nisu provedene značajne promjene osim adresiranja trgovačkog deficita s inozemstvom.

#### *4.2.4. Razdoblje financijske krize (2008.-2015.)*

Tijekom globalne financijske krize HNB je zbog aktivnih mjera ka pridruživanju Europskoj Uniji bio ograničen u svojim mogućnostima rada. Tijekom razdoblja od 2008. do 2010. je monetarna politika HNB-a bila usredotočena na sljedeće ciljeve:

- Tijekom 2009. osigurati likvidnost tekućeg kreditiranja države.
- Tijekom 2010. omogućeno je inozemno refinanciranje
- U navedenom razdoblju su uspostavljenje rezerve likvidnosti kako bi se omogućilo izdržljivost na iznenadne ekonomske šokove u budućnosti.

Unutar takvog okruženja privatni sektori financijske ponude ali i potražnje su bili izrazito pogođeni i avertirani prema riziku. Upravo je averzijom rizika prema ponudi kredita usprkos tekućoj likvidnosti bankarski sektor doveo do produbljenja krize u RH čime je ona završila tek 2015. godine.

Razlog za takvu promjenu ponašanja banaka je promjena monetarne politike u ekspanzivnu pomoću niskih kamatnih stopa na kreditiranje od strane HNB-a 2014. godine. Ekspanzivnu politiku HNB nije bio u mogućnosti provoditi sve do ulaska u sustave europskih središnjih banaka i olakšano kreditiranje iz inozemstva tijekom 2013. Upravo je time olakšano provođenje protucikličke i ekspanzivne politike tijekom 2014. što je rezultiralo i prvim gospodarskim rastom 2015. i konačnim izlaskom RH iz krize. Izlaskom iz krize i boljom kontrolom nad svojim monetarnim tržištem RH je ostvarila preduvjete za integraciju i ulazak u tečajne režime EU i posljedično integracije u Eurozonu.

#### *4.2.5. Razdoblje ekonomskog oporavka (2015.-2018.)*

Tijekom financijskog oporavka od krize poduzete su mjere usklađivanja politike HNB-a s politikom ESB-a radi ulaska u režime integracije eura i kasniji lakši ulazak u eurozonu. Unutar ovog razdoblja se pojavljuje sudjelovanje i integracija monetarne politike HNB-a s programima monetarne politike ESB-a u sve većoj mjeri čime se usklađuju tržišta kao i prihvaćanje politike kvantitativnog olakšanja, te praćenje kretanja kamatne stope kreditiranja ESB-a sa značajnom razlikom da je monetarno tržište RH zauzelo stav zadržavanja pozitivnih kamatnih stopa naspram negativnih prisutnih kod ESB-a. S druge strane, kamatne stope na depozite usko prate kretanja ESB-a.

#### *4.2.6. Razdoblje nakon 2018. i ESB tijekom COVID-19 pandemije*

Nakon 2018. godine HNB nastoji ograničavati rast potrošačkih kredita. Po prvi put uvodi penalizaciju Managementa banke kroz vraćanje bonusa ako prekrše pravila o ograničavanju rasta potrošačkih kredita. Nadalje, vrše se usklađivanja s ESB-om, glede regulacija, pripreme za uvođenje euro se nastavljaju.

Pojavom pandemije dolazi do deprecijacijskih pritiska na kunu, gdje je HNB nekoliko puta intervenirala. Kao posljedica intervencije HNB-a na novčanom tržištu došlo je pada deviznih rezervi. Kako bi se spriječilo daljnje opadanje deviznih rezervi HNB je s ESB-om dogovorio zamjenu valuta u iznosu od 2 mlrd. eura.

### 4.3. Analiza investicija i kamatnih stopa

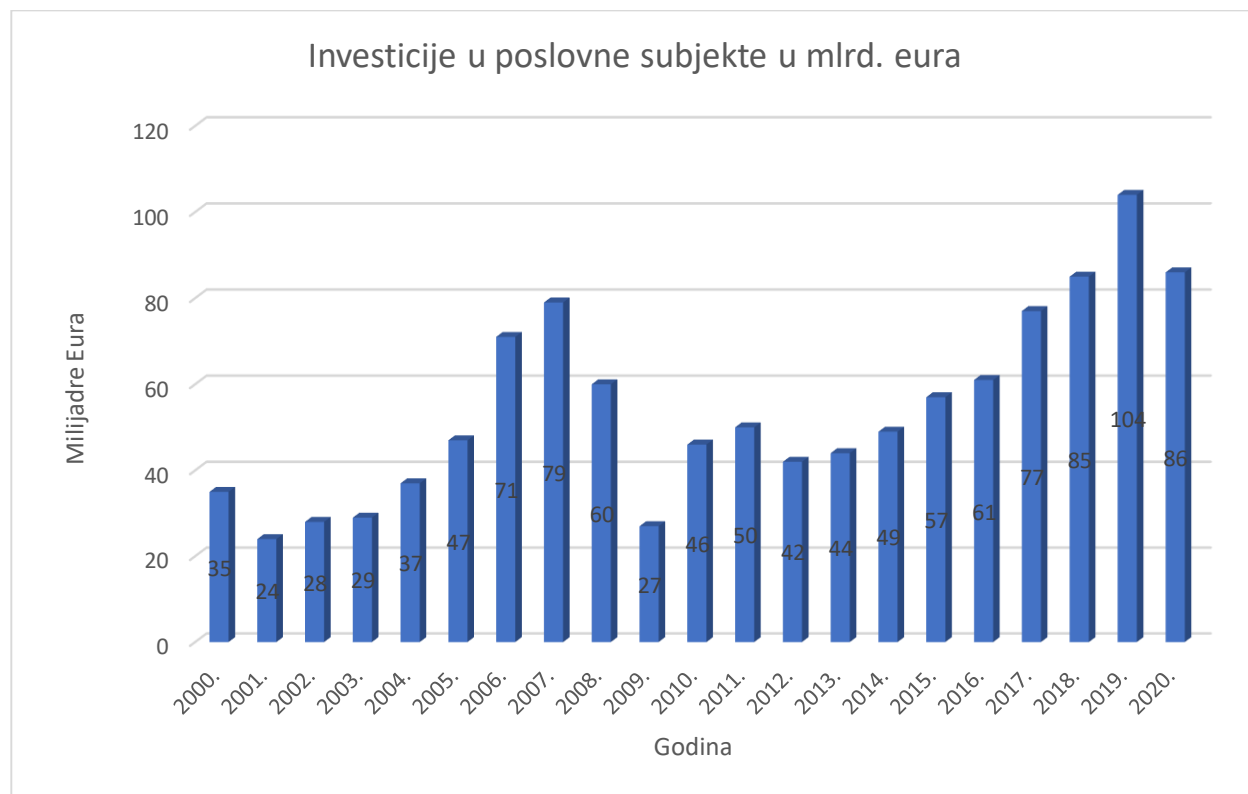
Investicije koje će se razmatrati u ovom poglavlju su investicije u fondove i investicije u realni sektor promatrano razdoblje je od 2000. godine do 2020. godine. Cilje je uočiti da li investicije unutar EU pokazuju određene trendove te kasnije iste usporediti s mjerema monetarne politike ESB-a i HNB-a.

#### 4.3.1. Financijske investicije u realnom sektoru

Institucionalni investitori, su specijalizirane tvrtke za upravljanje tuđom imovinom uz naknadu. Najjači institucionalni investitori koji se javljaju na tržištu EU su Mirovinski fondovi, investicijski fondovi i fondovi rizičnog kapitala.

Grafikonu 1, prikazana su kretanja investicija zadnjih dvadeset godina unutar EU. Radi se u investicija koje provode institucionalni investitori, poduzeća i privatni ulagači.

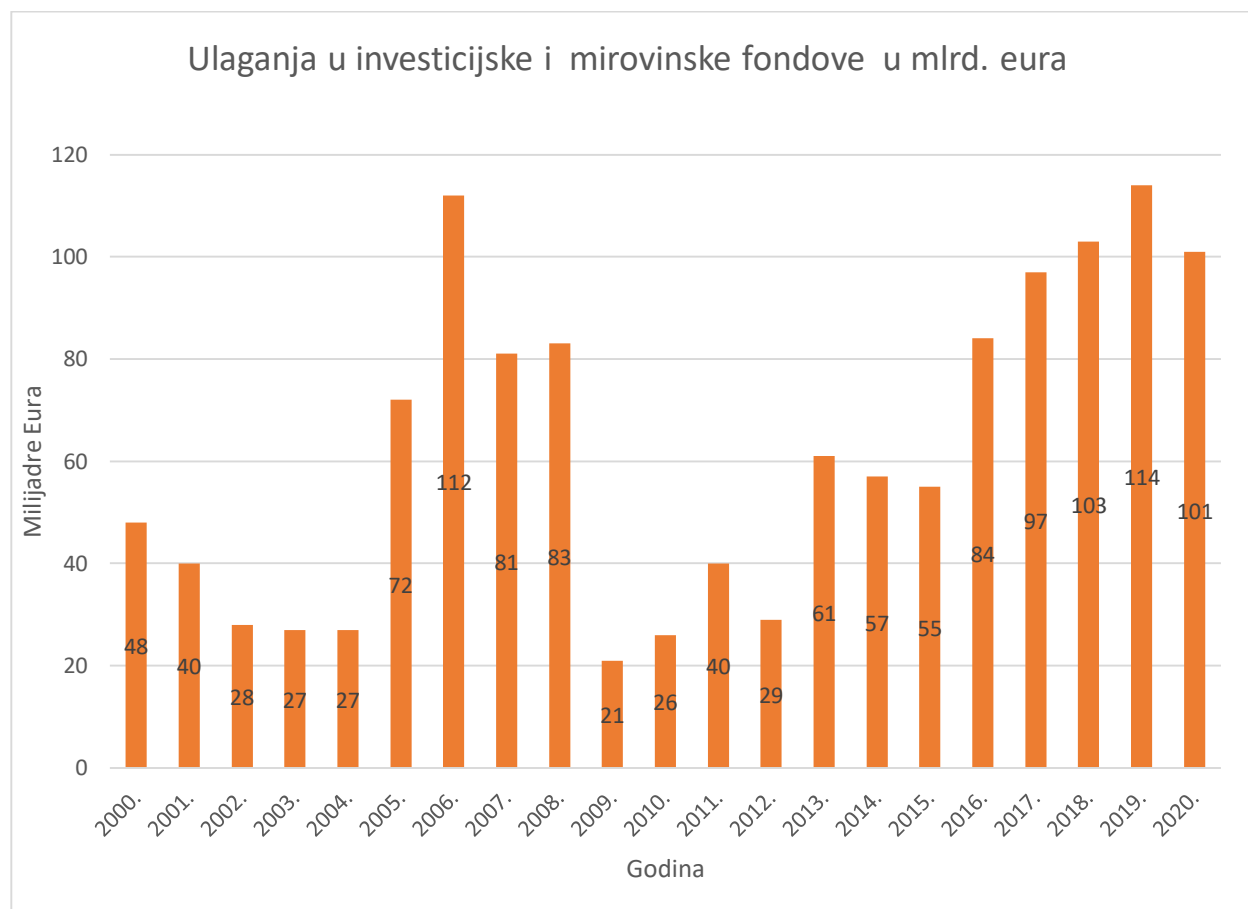
Grafikon 1. Investicije u poslovne subjekte u mlrd. eura



Izvor: Izrada autora, na temelju podataka Invest Europe

Iz Grafikona 1 vidimo da postoje dva vrhunca ulaganja i to 2007. godine, oko 79 milijarde eura i 2019. godine 104 milijarde eura, dok je najmanje ulaganje provedeno 2001. godine u iznosu 24 milijardi kada onda kreće rast do 2007. godine i 2009. godine kada su investicije iznosile 27 milijardi te su postepeno rasle do 2019. godine, s padom u 2012. godini u odnosu na 2011. godinu. Investicije u poslovne subjete prije svega ondase se na ulaganja u kapital društva, ulaganja u dugotrajnu imovinu i istraživanja i razvoj. U 2020. godini oko 64% investicija bilo je domaćeg podrijetla, 29% između država članica EU, te 7% je bilo izvan EU. Oko 37% ulaganja odnosilo se na ICT sektor, 19% na potrošačku robu i 16% u zdravstvo i biotehnologiju. Oko 60% ulaganja odnosilo se na mala i srednja poduzeća - MSP (eng. Small and Medium Enterprises) (Invest Europe, 2021.).

Grafikon 2. Ulaganja u investicijske i mirovinske fondove u mlrd. eura od 2000. do 2020. godine



Izvor: Izrada autora, na temelju podataka Invest Europe

Na Grafikonu 2 prikazane se ulaganja u investicijske fondove i mirovinske fondove tj. institucionalne investitorore koa obika štednje tj. plasman višak sredstava. Kretanje je gotovo identično kao i ulaganje u realni sektor. Najveća visina ulaganja realizirana je 2006. i 2019. godine oko 112 odnosno 114 mlrd. kuna, dok najmanja 2009. godine svega 21 mlrd. eura. U 2020. godini najviše kapitala prikupili su mirovinski fondvi oko 29% ukupno prikupljenih od strane fondova, investicijski fondovi za upravljanje imovinom oko 20%, pirvatni ulagači i obiteljske zaklade oko 13% (Invest Europe, 2021.). Oko 42% prikupljenih sredstava fondova je podrijetlom je izvan EU, najviše se odnosi na sredstva iz Sjeverne Amerike.

Investicije predstavljaju sastavni dio BDP-a. Povećanjem investicija povećava se BDP određene zemlje. Investicije mogu biti Greenfield i Browfield kad se radi o stranim investicijama. Greenfield investiiije su kad strno ulagači pokreću potpuno novu tvrtku i ilažu o gradnju i opremanje, dok Browndfield investicije se ondose kada strani ulagači kupuju ostojeće poslovne jedinice ili cijele poslovne subjekte.

#### *4.3.2. Analiza bruto investicija u dugotrajnu imovinu za Hrvatsku, Europsku uniju, Euro područje, Sloveniju, Slovačku i Mađarsku.*

U ovom djelu prikazane su visina bruto investicija u dugotrajnu imovinu za odabranje zemlje i područja u razdoblju od 2000. do 2020. godine. Podaci su prikupljeni iz baze podataka EUROSTATA. Razdoblje je odabrano iz praktičnih razloga što su 2000. godine puštene u promet novčane eura, dok je 2020. godina zadnja godine za koju su dostupni podaci. Zemlje koje odabrane za analizu su postranzicijske i imaju status novih članica EU. Nadalje, Slovenija i Slovačka su dio EMU-a, dok mađarksa poput Hrvatske koristi vlastitu valutu. Ujedno i spadaju u red manjih zemalja EU po broju stanovnika. Iznosi bruto investicija su iskazani u tekućim cijena u eurima.

## Republika Hrvatska (HR)

Tablica 4. Ukupne bruto investicije u dugotrajnu imovinu u Hrvatskoj u razdoblju od 2000. do 2020. godine

Razdoblje/struktura	Bruto investicije u dugotrajnu imovinu, u milionima eura-tekuće cijene	Udio investicija u BDP-u, u %
2000.	4.704,0	20,1
2001.	5.293,6	20,6
2002.	6.364,0	22,4
2003.	7.929,0	25,8
2004.	8.597,4	25,7
2005.	9.276,2	25,4
2006.	10.683,3	26,6
2007.	11.771,7	26,8
2008.	13.525,9	28,2
2009.	11.366,8	25,2
2010.	9.573,7	21,2
2011.	9.069,9	20,2
2012.	8.617,7	19,6
2013.	8.610,7	19,7
2014.	8.356,5	19,3
2015.	8.721,3	19,5
2016.	9.350,3	20,1
2017.	9.824,3	20,0
2018.	10.578,8	20,4
2019.	11.401,7	21,0
2020.	10.961,8	22,2
<b>Prosjek</b>	<b>9.265,6</b>	<b>22,4</b>
<b>Minimum</b>	<b>4.704,0</b>	<b>19,3</b>
<b>Maksimum</b>	<b>13.525,9</b>	<b>28,2</b>

Izvor: Izrada autora, temeljem podataka EUROSTATA

U promatranom radoblju u Hrvatskoj, investicije u dugotrajnu imovinu prosječno su iznosile 9.265.600.000 eura. Najmanje investicija zabilježeno je 2000. godine 4.704.000.000 eura dok je najviše 2008. godine 13.525.900.000 eura. Od 2008. do 2014. godine bilježi se pad investicija te od 2015. godine kreće oporavak. Prosječan udio investicija u BDP-u je 22,4%.



## Republika Slovenija (SI)

Tablica 5. Ukupne bruto investicije u dugotrajnu imovinu u Sloveniju u razdoblju od 2000. do 2020. godine

Razdoblje/struktura	Bruto investicije u dugotrajnu imovinu, u milionima eura-tekuće cijene	Udio investicija u BDP-u, u %
2000.	5.994,9	27,4
2001.	6.126,4	26,4
2002.	6.136,4	24,6
2003.	6.570,1	25,0
2004.	7.204,2	26,0
2005.	7.744,5	26,6
2006.	8.733,2	27,7
2007.	10.049,0	28,7
2008.	11.166,5	29,4
2009.	8.748,5	24,1
2010.	7.666,1	21,1
2011.	7.391,1	19,9
2012.	6.899,6	19,0
2013.	7.157,3	19,6
2014.	7.191,0	19,1
2015.	7.247,8	18,7
2016.	7.028,7	17,4
2017.	7.879,8	18,3
2018.	8.834,4	19,3
2019.	9.495,4	19,6
2020.	8.860,5	18,9
<b>Prosjek</b>	<b>7.815,5</b>	<b>22,7</b>
<b>Minimum</b>	<b>5.994,9</b>	<b>17,4</b>
<b>Maksimum</b>	<b>11.166,5</b>	<b>29,4</b>

Izvor: Izrada autora, temeljem podataka EUROSTATA

U promatranom radoblju u Sloveniji, investicije u dugotrajnu imovinu prosječno su iznosile 7.815.500.000 eura. Najmanje investicija zabilježeno je 2000. godine 5.994.900.000 eura dok je najviše 2008. godine 11.166.500.000 eura. Od 2008. do 2012. godine bilježi se pad investicija te od 2015. godine kreće oporavak. Prosječan udio investicija u BDP-u je 22,7%.

## Slovačka Republika (SK)

Tablica 6. Ukupne bruto investicije u dugotrajnu imovinu u Slovačkoj u razdoblju od 2000. do 2020. godine

Razdoblje/struktura	Bruto investicije u dugotrajnu imovinu, u milionima eura-tekuće cijene	Udio investicija u BDP-u, u %
2000.	5.845,8	26,1
2001.	6.911,3	28,9
2002.	7.276,1	27,6
2003.	7.334,7	24,4
2004.	8.285,7	23,8
2005.	10.324,1	26,2
2006.	11.663,9	25,6
2007.	14.325,6	25,4
2008.	16.359,7	24,8
2009.	13.332,7	20,8
2010.	14.396,2	21,1
2011.	16.592,2	23,3
2012.	14.942,6	20,3
2013.	15.202,8	20,4
2014.	15.570,2	20,4
2015.	18.918,5	23,7
2016.	17.019,0	21,0
2017.	17.805,8	21,1
2018.	18.706,8	20,9
2019.	20.183,8	21,5
2020.	17.879,2	19,5
<b>Prosjek</b>	<b>13.756,0</b>	<b>23,2</b>
<b>Minimum</b>	<b>5.845,8</b>	<b>19,5</b>
<b>Maksimum</b>	<b>20.183,8</b>	<b>19,5</b>

Izvor: Izrada autora, temeljem podataka EUROSTATA

U promatranom radoblju u Sloveniji, investicije u dugotrajnu imovinu prosječno su iznosile 13.756.000.000 eura. Najmanje investicija zabilježeno je 2000. godine 5.994.900.000 eura dok je najviše 20019. godine 20.183.800.000 eura. Od 2000. godine Slovačka bilježi trend rasta investicija uz manje oscilacije oko trenda. Prosječan udio investicija u BDP-u je 23,2%. U usporedbi s Hrvatskom i Sloveniom od 2000. godine kada su imali približan iznos bruto investicija Slovačka je do 2019. godine gotovo četverostručila.

## Mađarska (HU)

Tablica 7. Ukupne bruto investicije u dugotrajnu imovinu u Mađarskoj u razdoblju od 2000. do 2020. godine.

Razdoblje/struktura	Bruto investicije u dugotrajnu imovinu, u milionima eura-tekuće cijene	Udio investicija u BDP-u, u %
2000.	13.067,0	25,5
2001.	14.914,6	24,9
2002.	17.734,1	24,7
2003.	17.820,0	23,6
2004.	20.165,9	24,1
2005.	21.710,4	23,9
2006.	21.642,6	23,5
2007.	24.264,7	23,7
2008.	25.292,2	23,4
2009.	21.418,4	22,7
2010.	20.023,6	20,1
2011.	19.957,7	19,6
2012.	19.197,1	19,2
2013.	21.261,9	20,8
2014.	23.388,5	22,1
2015.	25.008,3	22,2
2016.	22.663,8	19,5
2017.	28.133,4	22,2
2018.	33.680,6	24,8
2019.	39.624,9	27,1
2020.	37.164,6	27,3
<b>Prosjek</b>	<b>23.244,5</b>	<b>23,1</b>
<b>Minimum</b>	<b>13.067,0</b>	<b>19,2</b>
<b>Maksimum</b>	<b>39.624,9</b>	<b>27,3</b>

Izvor: Izrada autora, temeljem podataka EUROSTATA

U promatranom radoblju u Mađarskoj, investicije u dugotrajnu imovinu prosječno su iznosile 23.244.500.000 eura. Najmanje investicija zabilježeno je 2000. godine 13.067.000.000 eura dok je najviše 20019. godine 39.624.900.000 eura. Od 2000. godine Mađarska bilježi trend rasta investicija uz manje oscilacije oko trenda. Prosječan udio investicija u BDP-u je 23,1%. Mađarska od je u razdoblju od 2000. do 2019. godine gotovo utrostručila.

## Europska Monetarna Unija (EMU-19)

Tablica 8. Ukupne bruto investicije u dugotrajnu imovinu na razini EMU- a u razdoblju od 2000. do 2020. godine.

Razdoblje/struktura	Bruto investicije u dugotrajnu imovinu, u milionima eura-tekuće cijene	Udio investicija u BDP-u, u %
2000.	1.595.354,7	22,7
2001.	1.637.424,8	22,3
2002.	1.640.041,9	21,6
2003.	1.678.299,7	21,5
2004.	1.758.128,9	21,6
2005.	1.850.932,3	21,9
2006.	2.008.132,2	22,6
2007.	2.165.834,9	23,1
2008.	2.189.714,3	22,8
2009.	1.944.393,9	21,0
2010.	1.958.179,9	20,5
2011.	2.021.069,4	20,6
2012.	1.979.448,2	20,1
2013.	1.939.756,0	19,5
2014.	1.980.727,4	19,5
2015.	2.092.497,6	19,9
2016.	2.191.503,4	20,3
2017.	2.312.335,4	20,6
2018.	2.431.109,4	21,0
2019.	2.647.187,0	22,1
2020.	2.484.619,4	21,8
<b>Prosjek</b>	<b>2.024.128,1</b>	<b>21,3</b>
<b>Minimum</b>	<b>1.595.354,7</b>	<b>23,1</b>
<b>Maksimum</b>	<b>2.647.187,0</b>	<b>19,5</b>

Izvor: Izrada autora, temeljem podataka EUROSTATA

U Tablici 8, prikazani su zborni podaci o investicijama u dugotrajnu imovinu za svih 19. članica EMU-a. Iste su prosječno su iznosile 2.024.128.100.000 eura. Najmanje investicija zabilježeno je 2000. godine 1.595.354.700.000 eura dok je najviše 2019. godine 2.647.187.000.000 eura. Od 2000. godine na razini cijel EMU bilježi trend rasta investicija uz manje oscilacije oko trenda. Prosječan udio investicija u BDP-u je 21,3%.

## Europska unija (EU-27)

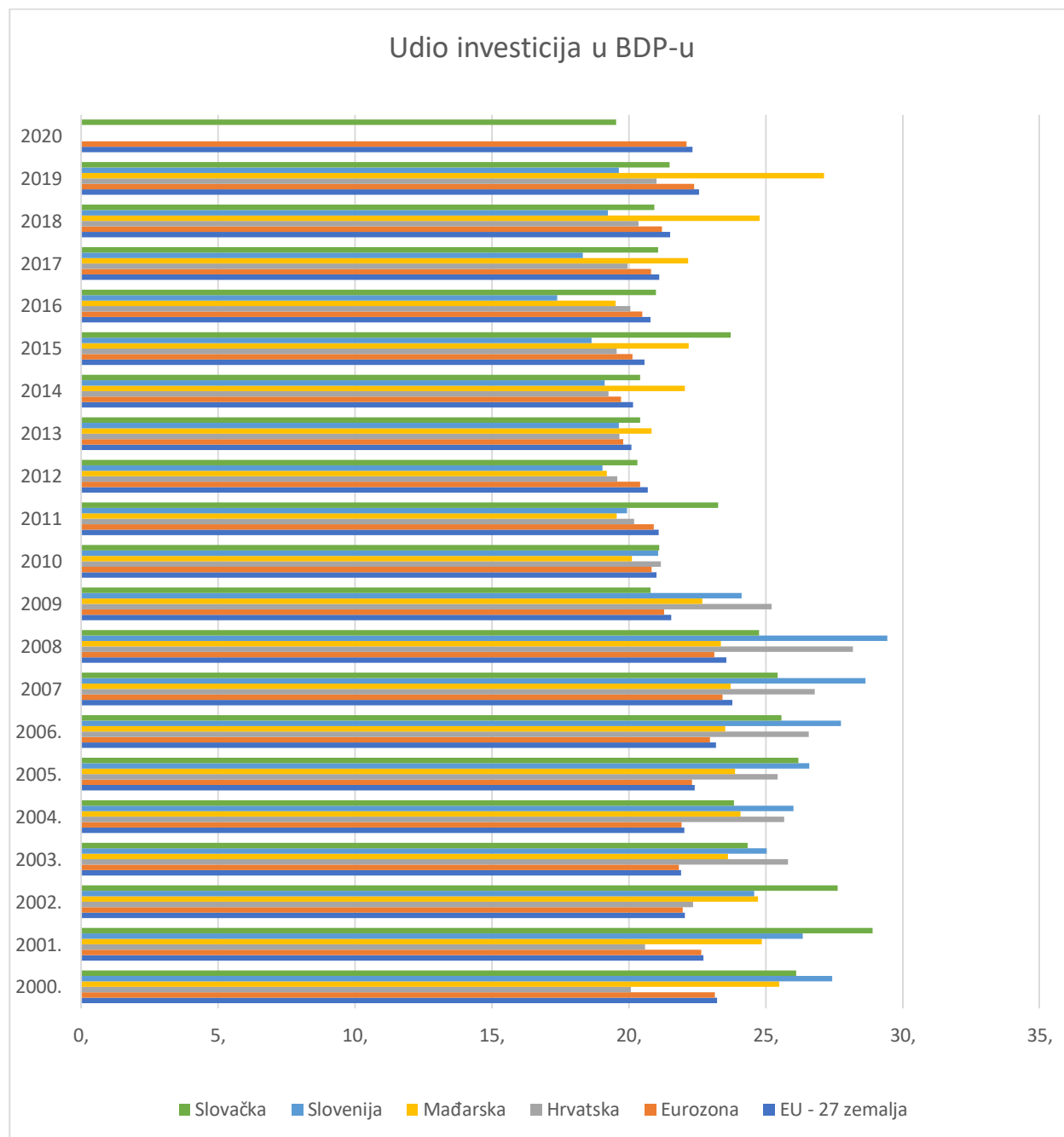
Tablica 9. Ukupne bruto investicije u dugotrajnu imovinu na razini EMU- a u razdoblju od 2000. do 2020. godine..

Razdoblje/struktura	Bruto investicije u dugotrajnu imovinu, u milionima eura-tekuće cijene	Udio investicija u BDP-u, u %
2000.	1.790.212,5	22,7
2001.	1.837.814,6	22,3
2002.	1.844.392,8	21,6
2003.	1.884.545,0	21,5
2004.	1.980.043,4	21,6
2005.	2.100.709,4	22,0
2006.	2.296.145,2	22,7
2007.	2.509.898,8	23,4
2008.	2.569.998,9	23,2
2009.	2.246.839,5	21,2
2010.	2.273.564,3	20,7
2011.	2.357.034,8	20,8
2012.	2.317.833,8	20,4
2013.	2.277.199,5	19,8
2014.	2.332.314,6	19,8
2015.	2.469.268,9	20,2
2016.	2.564.965,0	20,4
2017.	2.715.507,2	20,8
2018.	2.859.334,5	21,1
2019.	3.101.345,0	22,1
2020.	2.928.468,0	21,9
<b>Prosjek</b>	<b>2.345.592,2</b>	<b>21,4</b>
<b>Minimum</b>	<b>1.790.212,5</b>	<b>19,8</b>
<b>Maksimum</b>	<b>3.101.345,0</b>	<b>23,4</b>

Izvor: Izrada autora, temeljem podataka EUROSTATA

U Tablici 9, prikazani su zborni podaci o investicijama u dugotrajnu imovinu za svih 27. članica EU-a. Iste su prosječno su iznosile 2.345.592.200.000 eura. Najmanje investicija zabilježeno je 2000. godine 1.790.212.500.000 eura dok je najviše 2019. godine 3.101.345.000.000 eura. Od 2000. godine na razini cijelom EMU bilježi trend rasta investicija uz manje oscilacije oko trenda. Prosječan udio investicija u BDP-u je 21,4%.

Grafikon 3. Udio investicija u BDP-u za Hrvatsku, EU 27, Euro područje, Slovačku, Sloveniju i Mađarsku u razdoblju od 2000. do 2020. godine.



Izvor: Izrada autora, na temelju podataka EUROSTATA

U Grafikonu 3. prikazan je udio investicija u BDP-u, za EU 27, Euro područje, Hrvatsku, Slovačku, Mađarsku i Sloveniju za razdoblje od 2000. do 2020. godine. za 2020. godinu podaci su samo za Slovačku, EU 27 i Eurozonu. Vidljivo je da udio investicija u BDP-u u prosjeku kreću oko 17-28%.

#### 4.3.2. Kamatne stope u Hrvatskoj i u EMU

U ovom djelu prikazat ćemo kretanje kamatnih stopa na novčanom tržištu za Hrvatsku od 2002. do 2019. godine dok za EMU od 2000. do 2020 godine. Kamate koje ćemo promatrati su: Kamate s dospijecem od 1, dana, kamate s dospijecem od 1. mjeseca, kamate s dospijecem od 3. mjeseca, kamate s dospijecem od 6. mjeseci i kamate s dospijecem od godinu dana.

Tablica 10. Prikaz kamatnih stopa na novčanom tržištu EMU-a u razdoblju od 2000. do 2020. godine (prosječna vagana vrijednosti).

	Dospjeće 1 dan	Dospjeće 1 mjesec	Dospjeće 3 mjeseca	Dospjeće 6 mjeseci	Dospjeće godinu dana
2000.	4,12	4,24	2,18	4,55	4,79
2001.	4,39	4,33	3,08	4,16	4,09
2002.	3,29	3,31	4,28	3,35	3,49
2003.	2,32	2,35	4,64	2,30	2,33
2004.	2,05	2,08	1,22	2,15	2,27
2005.	2,09	2,14	0,81	2,23	2,33
2006.	2,83	2,94	1,39	3,23	3,44
2007.	3,87	4,08	0,57	4,35	4,45
2008.	3,87	4,28	0,22	4,73	4,83
2009.	0,71	0,89	0,21	1,43	1,61
2010.	0,44	0,57	-0,02	1,08	1,35
2011.	0,87	1,18	-0,26	1,64	2,01
2012.	0,23	0,33	-0,33	0,83	1,11
2013.	0,09	0,13	-0,32	0,34	0,54
2014.	0,09	0,13	-0,36	0,31	0,48
2015.	-0,11	-0,07	-0,43	0,05	0,17
2016.	-0,32	-0,34	-0,26	-0,17	-0,03
2017.	-0,35	-0,37	-0,33	-0,26	-0,15
2018.	-0,36	-0,37	-0,32	-0,27	-0,17
2019.	-0,39	-0,40	-0,36	-0,30	-0,22
2020.	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31
Prosjek	1,39	1,47	0,72	1,68	1,83
Minimum	-0,46	-0,50	-0,43	-0,37	-0,31
Maksimum	4,39	4,33	4,64	4,73	4,83

Izvor: izrada autora na osnovu podataka ESB-a

Iz Tablice 10, vidljivo je da kamate padaju od 2000. godine. Značajan pad vidljiv kamatnih stopa desio se 2009. godine, dok od 2015. godine one su negative. Prve na promjene

reagiraju s manjim dospijećem a onda s one s većim. Isto tako, u pravilu dulje razdoblje dospijeće u prosjeku je nešto veće s povećam dospijeća.

Tablica 11. Prikaz kamatnih stopa na novčanom tržištu ZIBOR u razdoblju od 2002. do 2019. godine (prosječna vagana vrijednosti).

	Dospjeće 1 dan	Dospjeće 1 mjesec	Dospjeće 3 mjeseca	Dospjeće 6 mjeseci	Dospjeće godinu dana
2002.	3,59	3,89	4,38		
2003.	3,55	5,03	5,37	5,77	
2004.	5,31	10,11	7,33	7,61	
2005.	3,62	5,98	6,21	6,45	
2006.	2,9	4,24	4,49	4,67	4,82
2007.	5,18	5,73	5,66	5,58	5,59
2008.	5,96	6,88	7,17	7,19	7,20
2009.	7,16	9,15	8,96	8,68	8,41
2010.	1,04	1,57	2,44	3,32	4,12
2011.	1,03	2,11	3,15	3,84	4,39
2012.	1,23	2,12	3,42	4,14	4,58
2013.	0,59	0,94	1,50	2,10	2,66
2014.	0,47	0,75	0,97	1,32	1,81
2015.	0,7	1,05	1,23	1,43	1,88
2016.	0,48	0,68	0,86	1,03	1,37
2017.	0,37	0,52	0,60	0,69	0,84
2018.	0,31	0,44	0,50	0,51	0,54
2019.	0,29	0,39	0,46	0,47	0,51
<b>Prosjek</b>	2,43	3,42	3,60	3,81	3,48
<b>Minimum</b>	0,29	0,39	0,46	0,47	0,51
<b>Maksimum</b>	7,16	10,11	8,96	8,68	8,41

Izvor: izrada autora na osnovu podataka HNB-a.

Iz Tablice 11. vidljivo je da kamatne stope na novčanom tržištu u Hrvatskoj, za razliku od kamatnih stopa na novčanom tržištu EMU-a, ne pokazuju konstanta trend opadanja. Najveće kamatne dnevne kamatne stope su 2009. godine, dok najmanje 2019. godine. od 2010. godine na dalje bilježe konstantan pad. U postotu su puno veće nego na tržištu EMU-a.



#### 4.4. Diskusija rezultata analize

Iz rezultata ove analize vidljivo je kako su razdoblja financijskih ciklusa približno jednako popraćeni na razini oba ekonomska bloka. Zanimljiva činjenica za uočiti vezano uz tehnološki balon je što ona označava sredinu, tj. vrhunac i kasniji pad petog Kondratijevog ciklusa u moderno doba, no da je njezin utjecaj bio mitigiran činjenicom što je tadašnji Juglerov ciklus bio na vrhuncu uspona radi čega je došlo do krize relativno ograničenog obima na razini EMU.

S druge strane, na razini RH ova kriza se gotovo i nije osjetila, dapače ekonomija i monetarna politika HNB-a su bili usmjereni ka stalnom rastu zbog povećanja novčanog agregata koje je uslijedilo završetkom Domovinskog rata.

Važno je međutim imati na umu kako je za razdoblje dvostruke krize EMU (Globalna financijska kriza 2008. i dužnička kriza 2010.) EMU prikazala brži izlaz iz krize nego RH. Razlog za navedeno se može postaviti u činjenici što je Hrvatska nisko industrijalizirana i ovisna o tercijarnom sektoru. Nasuprot njoj HNB je sve do 2010. bio u obvezi ispuniti uvjete za pristup članstva u EU te je tek po njihovom ispunjenju 2010. stvorena rezerva za buduće iznenadne ekonomske šokove kakve je ESB već posjedovala.

Kombinirajući navedeno, s ekonomskim udarcem koji je nastupio u EMU zbog dužničke krize 2010. dok se privatni gospodarski sektor RH još nije oporavio zbog usmjerenosti politike HNB-a ka osnovnom cilju stabilnosti cijena s malo djelovanja ka ostalim ciljevima ekonomske politike, doveli su do značajnog produbljenja krize, te je povjerenje ulagača i investitora vraćeno tek 2014. kada je HNB bila u mogućnosti početi provoditi izrazito ekspanzivnu politiku radi čega su financijske institucije ponovo počele olakšano kreditirati građane i gospodarski sektor. Nedugo zatim, 2015. je BDP doživio prvi rast od početna globalne financijske krize što je označilo kraj krize u Hrvatskoj.

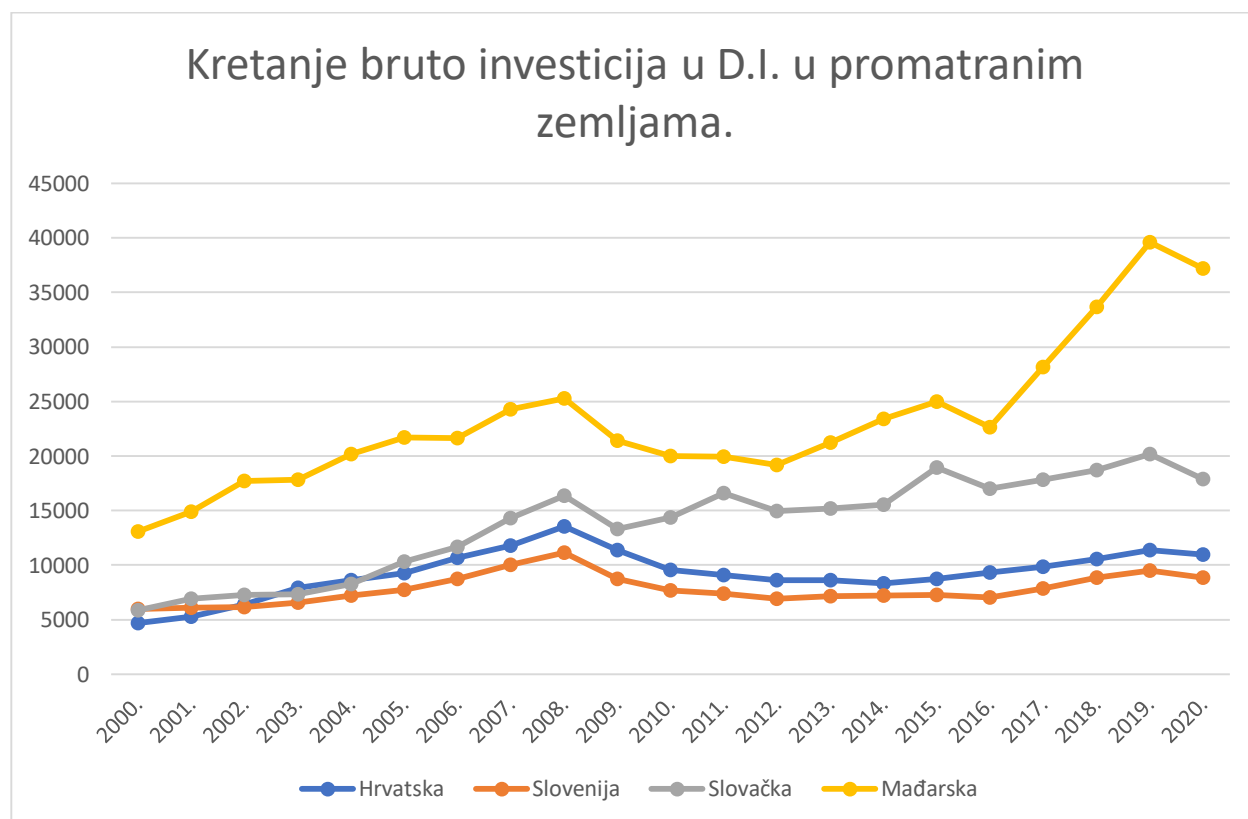
Očito je iz ovoga kako je EMU uspješnije prebrodila veće fluktuacije globalnih tržišta zbog njezine veličine tj. ne samo zbog veličine ekonomskog bloka već i činjenice što je ESB znatno samostalnija od HNB-a koji mora svoje postupke usklađivati s ESB-om te nije u

moćnosti neograničeno djelovati sam i ograničeno korištenje većinu alata. Također, unutar ESB-a većina bankarskog sustava je domaća tj. vlasništvo je unutar EMU-a.

Na primjerima financijskih kriza za promatrano razdoblje moguće je zaključiti kako je gospodarstvo RH bilo manje otporno na kretanja globalnih tržišta nego što je to bio slučaj EMU. Isto tako, kapitaliziranost kreditnih institucija u Hrvatskoj je bila bolja nego unutar EMU, tako da nije bilo financijske ugroženosti bankovnog sustava te nije bilo dokapitalizacije banaka od strane države za razliku od banaka unutar EMU gdje nije bio rijedak slučaj tijekom financijske krize. Paradoksalno i pored stabilnosti financijskog sustava kriza unutar EMU-a je trajao dulje nego unutar EMU-a.

Ipak, i pored teoretskih pretpostavki da monetarna politika utječe na investicije, očito da i ostali parametri mogu ograničiti njeno djelovanje. U grafikonu 4. prikazane su kretanja bruto investicija u dugotrajnu imovinu za Hrvatsku i Mađarsku kao zemlje koje imaju svoju valutu, zatim za Sloveniju i Slovačku koje su članice EMU-a.

Grafikon 4. Kretanje investicija u Hrvatskoj, Sloveniji, Slovačkoj i Mađarskoj u razdoblju od 2000. do 2020. godine



U Grafikonu 4 . vidljivo je da Slovenija i Slovačka pred toga što su članice EMU-a imaju različito kretanje investicija u promatranom razdoblju. Nadalje, kretanje investicija u Sloveniji gotovo da je jednako kao u Hrvatskoj, dok Mađarska između 2016. i 2019. godine bilježi snažan rast.

Ovime je u svojoj osnovi dat preliminarni dokaz hipoteze ovoga rada kako su veći ekonomski blokovi otporniji na fluktuacije investicijskih ciklusa, no za potpunu potvrdu potrebno je u budućnosti obaviti istraživanje većeg opsega s više različitih ekonomskih blokova različitih veličina kako bi se stvorili definitivni zaključci čime bi se ova hipoteza mogla definitivno i bez sumnje opovrgnuti ili dokazati. Navedeno bi bilo uputno napraviti u budućem istraživanju vezanog uz ovu tematiku. Dodatno, bilo bi uputno proučiti druge velike ekonomske blokove s jednako tako jakim centralnim bankama poput SAD-a i NR Kine kako bi se moglo komparirati mogućnosti središnje banke s trajanjem krize i također odvojiti ovaj parametar u samome istraživanju hipoteze u budućnosti.

## 5. ZAKLJUČAK

Unutar ovoga rada dat je prikaz problematike monetarne politike središnjih banaka i investicijskih ciklusa prisutnih u globalnom gospodarstvu. U uvodu se uvodi u samu problematiku veličine ekonomskog bloka i pristupa središnjih banaka ka monetarnoj politici za vrijeme financijskih ciklusa. Nakon osnovnog uvoda prikazuje se i detaljno objašnjava pojam monetarne politike s alatima kojima se ona upravlja – tzv. instrumentima monetarne politike. Objašnjava se uloga koju u monetarnoj politici ima središnja banka, te se tematika kreće ka opisivanju HNB-a, njezinih struktura i samih financijskih instrumenata za provođenje monetarne politike. Nakon HNB-a postavljene je fokus na ESB kao drugu članicu kasnije analize i jednako tako daje se kratak prikaz njezine strukture, organizacije, vodstva i ciljeva. Nakon same ESB prikazani su instrumenti monetarne politike koje provodi ESB. ESB i HNB su u svojoj osnovi središnje banke koje djeluju na različitim gospodarskim blokovima – ekonomijama, koje su podložne investicijskim ciklusima. Rad zatim nastavlja u objašnjavanje pojma investicijskih ciklusa, investicija, vrsta investicija kao i trajanje s kojima se povezuje njihova dobit. Uz same vrste investicije prikazani su i osnovni makroekonomski poslovni – gospodarski tj. investicijski ciklus na primjerima četiri ciklusa. Kraj samog poglavlja o investicijskim ciklusima je prikazalo skupni utjecaj pojedinačnih ciklusa tj. drugim riječima načelo superpozicije – zbrajanja ciklusa kako bi se dobila valna funkcija koja opisuje kretanje tržišta. Vrhunac ovoga rada se sastoji od prikaza rada ESB i HNB kroz različite ekonomske cikluse, tj. faze razvoja gospodarstva ovisno o njihovoj geopolitici i situaciji na globalnom financijskom tržištu, koja i visinu investicija i prikaz kamatnih stopa, te njihovo kretanje. Za svaku od ovih dviju banki se odjeljuju distinktivni periodi koji se potom detaljno opisuju kroz ciljeve politike obje banke te instrumente kojima se ona provodi. Zaključuje se kako hrvatske RH pokazuje anomalno ponašanje koje može dati preliminarni dokaz hipoteze, no nije dovoljno da bi bila potpuna potvrda zbog velikog broja vanjskih parametara koje bi bilo uputno istražiti u budućim istraživanjima na većem broju ekonomija različitih veličina i struktura djelatnosti gospodarstva. Gospodarstvo malih ekonomija je iz očitih razloga puno osjetljivije na kretanja globalnog tržišta što daje poticaj

za pridruživanje RH EMU u što kraćem roku. Isto tako, kamatne stope nisu jedini razlog kretanja i investicija.

## LITERATURA

1. Agénor, P. R. & Montiel, P. J. (2008.). *Development macroeconomics*, Princeton University Press.
2. Bobinac, B. (2018.) *Monetarna politika u RH*, Veleučilište Nikola Tesla u Gospiću
3. Babić, M. (2007.) *Makroekonomija*, Petnaesto dopunjeno i izmijenjeno izdanje, MATE, Zagreb.
4. BeniĆ, Đ (2016). *Makroekonomija*. Zagreb: Školska knjiga
5. Cespedes, L. F., Chang, R. & Velasco, A. (2000.). *Balance Sheets and Exchange Rate Policy*.
6. The Editors of Encyclopaedia Britannica, (2021) *Simon Kuznets*, Dostupno na: <https://www.britannica.com/biography/Simon-Kuznets> [Pristupljeno 01.09.2021]
7. The Editors of Encyclopaedia Britannica, (2021) *Jugler cycle*, Dostupno na: <https://www.britannica.com/topic/business-cycle#ref920246> [Pristupljeno 29.08.2021]
8. Chatterjee, S. (2000.). *From cycles to shocks: Progress in business cycle theory*. *Business Review* br. 3.. str. 27 do 37.
9. Chen, J. (2020.) *Investment Property*
10. Dal-Pont Legard, Muriel. i Hegemann, Haral. (2007.) *Business Cycles in Juglar and Schumpeter*, *The History of Economic Thought*, Vol. 49, No. 1, 2007 Dostupno na: <https://www.jshet.net/old/annals/het47-0/4901/legrandandhagemann4901.pdf> [Pristupljeno 02.09.2021]
11. Drábek, J. (2017.) *Investing in Human Capital as a Key Factor for the Development of Enterprises*
12. Dragojević Mijatović, A. (2011.) *Monetary Policy in Croatia: Challenges in the Medium Term* Članak s osme međunarodne konferencije: «Economic Integration, Competition and Cooperation», 6-9 travnja, Opatija, Sveučilište u Rijeci – Ekonomski fakultet
13. Eichengreen, B. & Hausmann, R. (1999.). *Exchange rates and financial fragility*. *Proceedings*, str. 329. do 368.

14. Gramont, C. A. V. & Végh, C. A. (2013.). *Open economy macroeconomics in developing countries*: MIT press.
15. Grinin, Leonid. (2010.). *A Mathematical Model of Juglar Cycles and the Current Global Crisis*.
16. Hartmann, P. i Smets, F. (2019.) *European Central Bank The First 20 Years of the European Central Bank: Monetary Policy*
17. Harvey, C.; Thomas M.; van Dijk, H.. (2007). *Trends and cycles in economic time series: A Bayesian approach*. Journal of Econometrics. br. 140 vol. 2. str. 618. do 649.
18. Kaluđerović, J. (2002.), *Biznis ciklusi, Institut za strateške studije i prognoze*, Podgorica (ISSP), Dostupno na: <http://issp.me/wp-content/uploads/2012/10/Bussiness-cycles.pdf>
19. Kwasnicki, Witold. (2008.), *Kitchin, Juglar and Kuznetz business cycles revisited*, Sveučilište Wrocław, Poljska. Dostupno na: [http://kwasnicki.prawo.uni.wroc.pl/todownload/Kwasnicki\\_cyclesJEB0.pdf](http://kwasnicki.prawo.uni.wroc.pl/todownload/Kwasnicki_cyclesJEB0.pdf)  
[Pristupljeno 26.07.2021.]
20. Kenton, W. (2021.) *Fixed Asset*, Dostupno na: <https://www.investopedia.com/terms/f/fixedasset.asp>
21. Kitchin, J. (1923). *Cycles and Trends in Economic Factors*. Review of Economics and Statistics. br. 5., vol. 1., str.10. do 16. Dostupno na: <https://www.britannica.com/topic/business-cycle#ref920246> [Pristupljeno 08.09.2021]
22. Korotayev; Andrey, V.; Tsirel, Sergey V. (2010). *A Spectral Analysis of World GDP Dynamics: Kondratieff Waves, Kuznets Swings, Juglar and Kitchin Cycles in Global Economic Development, and the 2008–2009 Economic Crisis*, Structure and Dynamics. vol. 4 br. 1. str. 3. do 57.
23. Mandel, Ernest (1980). *Long waves of capitalist development: the Marxist interpretation*. New York: Cambridge University Press
24. Moses Abramovitz (1961.) *The Nature and Significance of Kuznets Cycles, Economic Development and Cultural Change* , Apr., 1961, Vol. 9, br. 3, Essays in

- the Quantitative Study of Economic Growth, str. 225. do 248., The University of Chicago Press Dostupno na: <https://www.jstor.org/stable/1151797>.
25. Nefiodow, Leo A. & Simone (2014). *The Sixth Kondratieff. The New Long Wave of the Global Economy*. Charleston.
26. Reinhart, C. M., Rogoff, K. S. & Savastano, M. A. (2014). *Addicted to Dollars*. *Annals of Economics and Finance*, 15(1), 1-51.
27. Rey, H. (2013) *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*.
28. Rosen, S.; Murphy, K.; Scheinkman, J. (1994), "Cattle cycle", *Journal of Political Economy*, br. 102, vol. 3., str. 468. do 492.
29. Ross, S. (2015.) *Why You Should Invest in Research and Development (R&D)*
30. Službena stranica HNB-a i popratne publikacije, Dostupno na: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)
31. Šmihula, Daniel (2011). *Long waves of technological innovations*". *Studia Politica Slovaca*. br. 54 str. 50. do 69.
32. Campbell S, (2020), *The Panic 1837*, *The Economic Historian*, Dostupno na: <https://economic-historian.com/2020/11/panic-of-1837/> [Pristupljeno 26.07.2021.]
33. U.S. History, (2020), *The Economic Crisis of the 1780s*, Dostupno na: <https://www.ushistory.org/us/14d.asp> [Pristupljeno 26.07.2021.]
34. Constâncio, V., (2018.), *Central Banks in Historical Perspective: What Changed After the Financial Crisis?* , Europska središnja banka. Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2018/html/ecb.sp180504.en.html#footnote.5> [Pristupljeno 01.08.2021.]
35. Vujčić, B. (ur), (2003.) *EURO Europska monetarna unija i Hrvatska*, Masmedia, Zagreb.
36. Kersan-Škabić, I. (2015.) *Ekonomija Europske unije*, Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, Fakultet ekonomije i turizma „Dr. Mijo Mirković“, Pula



37. <https://cyclesresearchinstitute.org/cycles-research/economy/juglar/>

38. <https://www.europarl.europa.eu/factsheets/hr/sheet/86/europees-monetair-beleid>

**[https://www.dzs.hr/european\\_economy/bloc-3a.html](https://www.dzs.hr/european_economy/bloc-3a.html)**

## **POPIS SLIKA**

Slika 1. Prikaz utjecaja monetarne politike na kamatnjak (vertikalna os) i ekonomsku veličinu (horizontalna os).....	8
Slika 2. Grafički prikaz različitih faza ekonomskih i investicijskih ciklusa. Redom s lijeva na desno: ekonomska ekspanzija, ekonomski boom, recesija i ekonomska depresija. ....	24
Slika 3. Prikaz faza investicijskih ciklusa. ....	25
Slika 4. Prikaz ekonomskih ciklusa vezanih uz američke predsjedničke mandate. ....	28
Slika 5. Prikaz ponude (horizontalna os) naspram cijene proizvoda (vertikalna os). Horizontalne strelice prikazuju odluke proizvođača, dok vertikalne prikazuju reakcije tržišta.....	40
Slika 6. Prikaz Juglarovih ciklusa kroz godine.....	43
Slika 7. Prikaz Kuznetsvovih ciklusa kroz godine.....	44
Slika 8. Prikaz Kondratijevih ciklusa kroz godine.....	48
Slika 9. Prikaz različitih ciklusa s njenim kompozitnim djelovanjem na tržišta (crnom bojom). ....	50

## POPIS TABLICA

Tablica 1. Tablični prikaz instrumenata monetarne politike koje koristi HNB s specifikacijama dospjeća.....	13
Tablica 2. Prikaz instrumenata monetarne politike raspoloživih ESB.....	22
Tablica 3. Prikaz 10 najvećih korisnika sredstava namijenjenim javno-privatnim financiranje istraživanja i razvoja od stran State Departmenta u 2019. i 2018. godini (u USD) .....	37
Tablica 4. Ukupne bruto investicije u dugotrajnu imovinu u Hrvatskoj u razdoblju od 2000. do 2020. godine .....	66
Tablica 5. Ukupne bruto investicije u dugotrajnu imovinu u Sloveniju u razdoblju od 2000. do 2020. godine .....	67
Tablica 6. Ukupne bruto investicije u dugotrajnu imovinu u Slovačkoj u razdoblju od 2000. do 2020. godine .....	68
Tablica 7. Ukupne bruto investicije u dugotrajnu imovinu u Mađarskoj u razdoblju od 2000. do 2020. godine. ....	69
Tablica 8. Ukupne bruto investicije u dugotrajnu imovinu na razini EMU- a u razdoblju od 2000. do 2020. godine.....	70
Tablica 9. Ukupne bruto investicije u dugotrajnu imovinu na razini EMU- a u razdoblju od 2000. do 2020. godine.....	71
Tablica 10. Prikaz kamatnih stopa na novčanom tržištu EMU-a u razdoblju od 2000. do 2020. godine (prosječna vagana vrijednosti).....	73
Tablica 11. Prikaz kamatnih stopa na novčanom tržištu ZIBOR u razdoblju od 2002. do 2019. godine (prosječna vagana vrijednosti).....	74

## SAŽETAK

Ovaj rad se bavi usporedbom monetarnih politika HNB-a i ESB-a u susret investicijskim ciklusima i kretanjima na monetarnim tržištima. Detaljno se objašnjavaju monetarne politike i instrumenti obiju središnjih banaka kao i objašnjenje njihovih ciljeva i djelovanja. Nadalje, objašnjavaju se investicijski ciklusi kao svojevrsan produžetak poslovnih ciklusa i prikazuju se najznačajniji dokazani ciklusi. Vrhunac rada je komparativna analiza monetarnih politika obiju banki i analiza njihove prikladnosti za tadašnju ekonomsku situaciju.

**Ključne riječi:** Komparativna analiza monetarne politike, HNB, ESB, investicijski ciklusi

## ABSTRACT

This paper deals with a comparative analysis of the usage of monetary policy instrument between the Croatian National Bank and the European Central Bank while dealing with the investment cycles and monetary markets on which they operate. Explained in detail is the monetary policy and instruments of both banks as well as an explanation of their goals and modes of operation. Afterwards, the bulk of this paper deals with investment cycles as extensions of business cycles with an explanation of the most significant cycles. The pinnacle of this paper is the comparative analysis of the monetary policy of both banks and the analysis of the suitability depending on the underlying economic situation.

**Key words:** Comparative analysis of monetary policy, HNB, ECB, investment cycles