

# Utjecaj inflacije na tržište kapitala u Republici Hrvatskoj

---

Trubelja, Borna

Undergraduate thesis / Završni rad

2024

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Zagreb, Faculty of Law / Sveučilište u Zagrebu, Pravni fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:199:255811>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-10-20**



Repository / Repozitorij:

[Repository Faculty of Law University of Zagreb](#)



**PRAVNI FAKULTET SVEUČILIŠTA U ZAGREBU**  
**STUDIJSKI CENTAR ZA JAVNU UPRAVU I JAVNE FINACIJE**  
**PREDDIPLOMSKI STRUČNI POREZNI STUDIJ**

**Borna Trubelja**

ZAVRŠNI RAD

# **Utjecaj inflacije na tržište kapitala u Republici Hrvatskoj**

Kolegij:

**FINANCIJSKE INSTITUCIJE I TRŽIŠTA**

Mentor:

**izv. prof. dr. sc. Jakša Krišto**

**Zagreb, 2024.**

## SADRŽAJ

1. UVOD .....	1
2. MAKROEKONOMSKO STANJE U REPUBLICI HRVATSKOJ .....	2
<b>2.1 Makroekonomski indikatori .....</b>	<b>2</b>
<b>2.2. Inflacija kao jedan od makroekonomskih indikatora .....</b>	<b>12</b>
<b>2.3. Trenutna inflacija u Republici Hrvatskoj .....</b>	<b>16</b>
<b>2.4. Uzroci inflacije u Europskoj Uniji i Republici Hrvatskoj .....</b>	<b>19</b>
<b>2.5. Reakcije središnjih banaka na inflaciju .....</b>	<b>21</b>
3. TRŽIŠTE KAPITALA U REPUBLICI HRVATSKOJ .....	25
<b>3.1. Sudionici tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj .....</b>	<b>27</b>
<b>3.2. Financijski instrumenti na tržištu kapitala .....</b>	<b>31</b>
<b>3.3. Organizacijska struktura Zagrebačke burze .....</b>	<b>35</b>
4. PRIKAZ UTJECAJA INFLACIJE NA KRETANJE DIONICA U REPUBLICI HRVATSKOJ .....	38
<b>4.1. Utjecaj inflacije na likvidnost i indekse ZSE .....</b>	<b>40</b>
<b>4.2. Usporedba s New York Stock Exchange .....</b>	<b>44</b>
<b>4.3. Usporedba s London stock Exchange .....</b>	<b>46</b>
5. PRIKAZ UTJECAJA INFLACIJE NA OBVEZNICE U REPUBLICI HRVATSKOJ 48	
<b>5.1. Utjecaj inflacije na atraktivnost i kamatne stope državnih obveznica .....</b>	<b>49</b>
<b>5.2. Utjecaj inflacije na atraktivnost i kamatne stope korporativnih obveznica .....</b>	<b>52</b>
6. ZAKLJUČAK .....	54
7. POPIS TABLICA .....	56
<b>7.1 Popis grafova .....</b>	<b>56</b>
<b>7.2 Popis slika: .....</b>	<b>56</b>
8. LITERATURA .....	57

## SAŽETAK

U ovom završnom radu bit će provedena analiza utjecaja inflacije na tržište kapitala Republike Hrvatske. U prvom dijelu prikazat će se makroekonomsko stanje Republike Hrvatske, glavni indikatori koji pomažu u određivanju makroekonomskog stanja pojedine države s dodatnom pozornošću na inflaciju. Nadalje, usporedit će se stopa inflacije u Republici Hrvatskoj s onom u Europskoj uniji te razmotriti reakcije središnjih banaka u njihovim naporima za suzbijanje inflacije. U drugom dijelu rada definirat će se tržište kapitala, njegovi financijski instrumenti i akteri te predstaviti organizacijska struktura Zagrebačke burze. U trećem dijelu rada istražiti će se kako inflacija utječe na dinamiku cijena dionica na hrvatskoj burzi te likvidnost i indeksi ZSE. Rezultati će se usporediti s nekim od vodećih svjetskih burza. Završni dio rada bavit će se utjecajem inflacije na obveznice u Republici Hrvatskoj. Analizirat će se kako promjene u inflaciji utječu na prinos obveznica i opću atraktivnost duga kao investicijske opcije. Cilj ovog rada pružiti je sveobuhvatan pregled i analizu utjecaja inflacije na tržište kapitala, uz paralele s globalnim okruženjem.

Ključne riječi: inflacija, tržište kapitala, središnja banka, dionice, obveznice, Zagrebačka burza

## ABSTRACT

In this final paper, an analysis of the impact of inflation on the capital market of the Republic of Croatia will be conducted. The first section will present the macroeconomic state of the Republic of Croatia, highlighting the main indicators that assist in determining the macroeconomic condition of a given country, with special emphasis on inflation. Furthermore, the inflation rate in the Republic of Croatia will be compared with that of the European Union, and the responses of central banks in their efforts to curb inflation will be examined. In the second section, the capital market will be defined, including its financial instruments and participants, and the organizational structure of the Zagreb Stock Exchange will be presented. The third section will explore how inflation affects stock price dynamics on the Croatian stock exchange, as well as the liquidity and indices of the ZSE. The results will be compared with some of the leading stock exchanges in the world. The final section of the paper will address the impact of inflation on bonds in the Republic of Croatia. The analysis will focus on how changes in inflation affect bond yields and the overall attractiveness of debt as an investment option. The goal of this paper is to provide a comprehensive overview and analysis of the impact of inflation on the capital market, with parallels drawn to the global environment.

Key words: inflation, capital market, central bank, stocks, bonds, Zagreb Stock Exchange

## **Izjava o izvornosti**

Ja, Borna Trubelja, pod punom moralnom, materijalnom i kaznenom odgovornošću, izjavljujem da sam isključivi autor završnog rada te da u radu nisu na nedozvoljeni način (bez pravilnog citiranja) korišteni dijelovi tuđih radova i da se prilikom izrade rada nisam koristio drugim izvorima od navedenih u radu.

A handwritten signature in black ink, appearing to be the letter 'B', is written over a horizontal dashed line.

## 1. UVOD

Inflacija je definirana kao porast opće razine cijena dobara i usluga koja dovodi do smanjenja kupovne moći domaće valute. Jedan je od glavnih makroekonomskih pokazatelja koji nastoje prikazati trenutnu gospodarsku situaciju određene zemlje, a nastaje kao posljedica neravnoteže između agregatne ponude i potražnje. Dok se uži pogled na inflaciju fokusira na njezin utjecaj smanjenja individualne kupovne moći, važno je uzeti u obzir i njezine šire ekonomske posljedice na cjelokupno financijsko tržište pojedine zemlje, a posebice na tržište kapitala.

Rad je strukturiran u četiri glavna poglavlja. Prvo poglavlje nakon uvoda analizira makroekonomsko stanje Republike Hrvatske s posebnim naglaskom na BDP, nezaposlenost i inflaciju kao osnovne makroekonomske pokazatelje. Drugo poglavlje fokusira se na tržište kapitala u Republici Hrvatskoj, uključujući njegove sudionike, financijske instrumente te organizacijsku strukturu Zagrebačke burze. Treće poglavlje istražuje utjecaj inflacije na indekse Zagrebačke burze, s komparativnom analizom utjecaja inflacije na indekse New York Stock Exchange-a i London Stock Exchange-a. Četvrto, ujedno i završno poglavlje, posvećeno je analizi utjecaja inflacije na obveznice u Republici Hrvatskoj.

Cilj ovog završnog rada je analizirati na koje načine različite vrste inflacije utječu na kretanje cijena dionica i obveznica. Utjecaj inflacije na njihova kretanja bit će razmatran kroz promjene vrijednosti dionica i obveznica te njezin utjecaj na atraktivnost tih financijskih instrumenata i investicijsko ponašanje u različitim inflacijskim uvjetima. Utjecaj inflacije na kretanje financijskih instrumenata tržišta kapitala iznimno je važan jer izravno utječe na prinose tih ulaganja. Dubinsko razumijevanje različitih vrsta inflacije te njihovog specifičnog utjecaja na dionice i obveznice omogućuje investitorima optimizaciju investicijskih strategija s ciljem očuvanja realne vrijednosti njihovog portfelja.

## 2. MAKROEKONOMSKO STANJE U REPUBLICI HRVATSKOJ

Proučavanjem ekonomskog stanja na razini cijele države bavi se makroekonomija, disciplina ekonomije, koja kroz ekonomsku analizu ispituje cjelokupnu nacionalnu privredu i utvrđuje međuzavisnosti između njenih najvažnijih agregata. Među ključnim agregatima u ovoj analizi izdvajaju se: BDP, BDP po stanovniku, tekući račun bilance, izvoz/uvoz roba i usluga, unutarnji/vanjski dug, devizni tečaj domaće valute, dug opće države, nezaposlenost te inflacija. Na makroekonomsko stanje odnosno na stanje njegovih sastavnih komponenti značajan utjecaj ima monetarna i fiskalna politika.<sup>1</sup>

Makroekonomsko stanje Republike Hrvatske bilježi pozitivan trend u posljednjih nekoliko godina. Ovo poboljšanje očituje se kroz kontinuirani rast bruto domaćeg proizvoda (BDP), povećanja izvoza roba i usluga, smanjenja duga opće države te smanjenje stope nezaposlenosti. Međutim, unatoč pozitivnim pomacima, postoje i značajni izazovi kao što su povećanje inozemnog duga, uvoz roba i usluga, kamatnih stopa te visoka stopa inflacije.<sup>2</sup>

### 2.1 Makroekonomski indikatori

Temeljnim makroekonomskim indikatorima smatraju se: BDP, nezaposlenost i inflacija koji će u ovom ulomku biti pobliže objašnjeni.

Bruto domaći proizvod (BDP) smatra se ključnim makroekonomskim pokazateljem i temeljnim indikatorom ekonomske stabilnosti zemlje. Prikazuje ukupnu vrijednost finalnih dobara i usluga proizvedenih u gospodarstvu tijekom određenog vremenskog razdoblja, najčešće godine dana.<sup>3</sup>

---

<sup>1</sup> Babić, M., Makroekonomija, 13. dopunjeno i izmijenjeno izdanje, Mate d.o.o., Zagreb, 2006., str. 14.

<sup>2</sup> Hrvatska narodna banka, Glavni makroekonomski indikatori, 15. svibnja 2024.

Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/glavni-makroekonomski-indikatori> [3. srpnja. 2024.].

<sup>3</sup> Gregory Mankiw, N., Principles of Economics, 9. edition, Cengage Learning, Inc., Boston, 2021., str. 470-473.



$$Y = C + I + G + NX$$

Y = BDP u mil. €

C = osobna potrošnja (potrošnja kućanstava na finalna dobra i usluge)

I = ulaganja ili investicijska potrošnja (potrošnja poduzeća na kapitalna dobra + izgradnja kuća/stanova)

G = državna potrošnja (državna potrošnja za financiranje projekata, javnih usluga, kupovinu dobara i usluga..)

NX = neto izvoz (predstavlja razliku izvoza i uvoza)

Razlikuju se dvije vrste bruto domaćeg proizvoda: nominalni i realni. Nominalni BDP izračunava se koristeći tekuće tržišne cijene, dok se realni BDP izračunava koristeći stalne cijene, prilagođene za inflaciju. Iako na prvi pogled slični, razlika između njih je značajna.

Nominalni BDP odražava promjene u razini cijena više, nego promjene u ukupnoj količini dobara i usluga. S druge strane, realni BDP isključivo prikazuje kretanje ukupne proizvodnje dobara i usluga, eliminirajući utjecaj promjena cijena. Stoga, realni BDP ne dopušta promjene pod utjecajem promjena cijena, dok nominalni BDP može rasti temeljem samog povećanja cijena, bez potrebe za promjenom razine proizvodnje.

Iako oba pristupa imaju svoju ulogu u ekonomskim analizama, realni BDP ističe se kao primarni pokazatelj zbog svoje sposobnosti preciznijeg odražavanja stvarne ekonomske aktivnosti i blagostanja unutar države, odnosno stvarnog prikaza ekonomskog rasta/pada koji nije iskrivljen promjenama cijena.<sup>4</sup>

Iz bruto domaćeg proizvoda (BDP-a) proizlazi još jedan važan makroekonomski indikator poznat kao BDP po stanovniku. Ovaj pokazatelj dobiva se dijeljenjem ukupnog BDP-a s populacijom zemlje, što omogućuje procjenu prosječne ekonomske aktivnosti po pojedincu. Iako ima svoje nedostatke zato što ne pruža precizan uvid u stvarne ekonomske

---

<sup>4</sup> Blanchard, O., Makroekonomija, 3. izdanje, Mate d.o.o., Zagreb, 2007., str. 24-26

situacije svakog pojedinca i dalje se smatra jednim od pouzdanijih indikatora općeg blagostanja unutar zemlje.

Bilo bi izrazito teško predočiti stvarno kretanje BDP-a, ako se ne bi prikazali temelji koje je Republika Hrvatska imala od svojih početaka. Početkom svoje neovisnosti, Hrvatska nije ostvarila povoljan start, a njezina ekonomska situacija bila je daleko od poželjne. Zemlja se suočila sa izazovima tranzicije prema tržišnom gospodarstvu i privatizaciji. Ratna situacija dodatno je pogoršala gospodarske uvjete, smanjila gospodarsku aktivnost i postavila Hrvatsku znatno ispod europskog prosjeka u tim godinama.

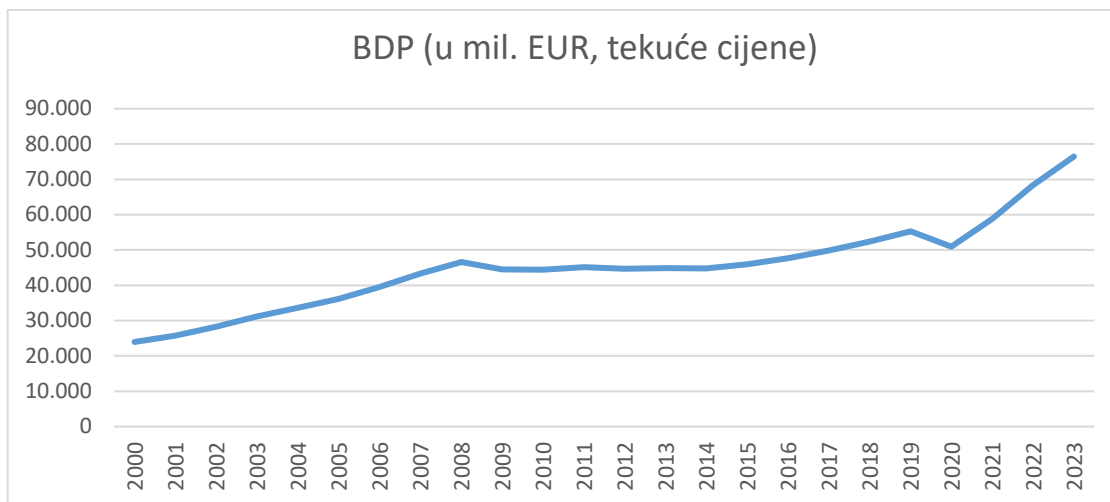
BDP Republike Hrvatske od 2000. godine pa sve do 2008. godine ima pozitivan trend rasta. Dok je nominalni BDP u prosjeku rastao 10,49%, realni je bio otprilike 4,24%.<sup>5</sup> Pozitivan trend rasta prekida se tijekom 2008. godine kada je nastupila globalna financijska kriza uzrokovana slomom tržišta drugorazrednih hipoteka u SAD-u, koji je kasnije rezultirao padom vrijednosti na burzama širom svijeta i kolapsom financijskih institucija te prerastao u jednu od najgorih ekonomskih kriza u povijesti.<sup>6</sup> Hrvatska nije bila imuna na ovu ekonomsku krizu, naprotiv, imala je brojne preduvjete za njezin razvoj unutar svojih granica, što je rezultiralo padom proizvodnje, potrošnje, investicija i opsega trgovine.<sup>7</sup>

---

<sup>5</sup> Hrvatska narodna banka, Glavni makroekonomski indikatori, 15. svibnja 2024.  
Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/glavni-makroekonomski-indikatori> [3. srpnja 2024.].

<sup>6</sup> The investopedia team, Great Recession: What It Was and What Caused It, 15. prosinca 2023.  
Dostupno na: : <https://www.investopedia.com/terms/g/great-recession.asp>, [3. srpnja 2024.].

<sup>7</sup> Ministarstvo financija Republike Hrvatske (2008). Obrazloženje makroekonomskih pokazatelja,



<sup>8</sup>**Graf 1.** BDP (u mil. EUR, tekuće cijene)

Država je pokušala stabilizirati situaciju putem antirecesijskih mjera, povećanjem stope PDV-a te uvođenjem kriznog poreza, ali bez značajnog uspjeha.<sup>9</sup> BDP je u idućih nekoliko godina doživljavao razdoblja pada ili stagnacije, sve do 2015. godine kada je u odnosu na 2014. godinu doživio rast od 2,67%. Pozitivan trend rasta BDP-a nastavlja se sve do 2020. godine kada nastupa nova kriza uzrokovana virusom COVID-19. U nastojanju da smanji utjecaj širenja virusa, država je uvela niz mjera, uključujući zatvaranje granica, ograničenje kretanja, zatvaranje obrazovnih ustanova, poslovnih objekata i tvornica. Nažalost, ove mjere nisu uspjele zaustaviti širenje virusa, već su rezultirale padom proizvodnje, osobne potrošnje, izvoza dobara i usluga te investicija. Istodobno je došlo do smanjenja javnih prihoda i povećanja državnih izdataka zbog uvođenja mjera za pomoć poduzetnicima kako bi prevladali krizu i očuvali radna mjesta.<sup>10</sup>

<sup>8</sup>Izrada autora prema podacima: Hrvatska narodna banka, Great Recession: What It Was and What Caused It, 7. lipnja 2024. Dostupno na : <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/makroekonomske-projekcije> , [10. srpnja. 2024.].

<sup>9</sup>Ministarstvo financija Republike Hrvatske, Smjernice ekonomske i fiskalne politike za razdoblje 2009.-2011., 2. rujna 2019. Dostupno na: <https://mfin.gov.hr/pristup-informacijama/publikacije/smjernice-ekonomske-i-fiskalne-politike/546> [10.srpnja 2024.].

<sup>10</sup> Vlada Republike Hrvatske, Marić: Pad BDP-a u 2020. na tragu očekivanja, ove godine rast oko 5 posto, 26. veljače 2021. Dostupno na: <https://vlada.gov.hr/vijesti/maric-pad-bdp-a-u-2020-na-tragu-ocekivanja-ove-godine-rast-oko-5-posto/31575?lang=hr> [10.srpnja 2024.].

Da bi se ublažile posljedice pandemije na razini Europske Unije uspostavljen je financijski instrument koji bi državama članicama trebao osigurati gospodarski oporavak te veću otpornost na buduće krize. Republika Hrvatska nije se u potpunosti oporavila od posljedica uzrokovanih krizom, ali uviđa se pozitivan trend rasta.<sup>11</sup>

Tijekom 2021. godine došlo je do značajnog oporavka ekonomske aktivnosti, što je rezultiralo rastom realnog BDP-a u iznosu od 13,0%. Ovaj rast BDP-a potaknut je povećanjem maloprodaje, rastom turističkih noćenja, intenziviranjem građevinske aktivnosti, industrijske proizvodnje, izvoza roba i usluga te porastom potrošnje kućanstava i državne potrošnje.<sup>12</sup>

U 2022. godini, svijet, a i Republika Hrvatska susreli su se s energetsom krizom, ratom u Ukrajini te visokom inflacijom. Usprkos tome, BDP Republike Hrvatske nastavio je pozitivan trend rasta. BDP bio je opet nošen povećanjima u trgovini na malo, pozitivnom turističkom sezonom, rastom građevinske aktivnosti, smanjenjem udjela bruto inozemnog duga, rastom izvoza usluga i dobara te potrošnje kućanstva i države. Tako je realni rast BDP-a u 2022. godini bio 7%.<sup>13</sup>

U 2023. godini trend rasta BDP-a nastavlja se, ali skromnijom stopom od 3,1%. Maloprodaja, turistička noćenja, građevinska aktivnost te potrošnja kućanstava i dalje bilježe pozitivne trendove. Međutim, dolazi do pada industrijske proizvodnje i izvoza roba

---

<sup>11</sup>European court of Auditors. Special report 01/2023: Coronavirus response investment initiative & REACT-EU, 2023., Dostupno na: [eca.europa.eu/lists/ecadocuments/sr23\\_02/sr\\_covid\\_ii-react\\_eu\\_hr.pdf](https://eca.europa.eu/lists/ecadocuments/sr23_02/sr_covid_ii-react_eu_hr.pdf) [10. srpnja.2024.]

<sup>12</sup>Hrvatski sabor, Obrazloženje makroekonomskih pokazatelja u 2021. godini, 13. svibnja 2022., Dostupno na: [https://sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2022-05-13/102907/6\\_OBRASLOZENJE\\_MAKROEKONOMSKI\\_POKAZATELJI\\_DPRH\\_2021.pdf](https://sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2022-05-13/102907/6_OBRASLOZENJE_MAKROEKONOMSKI_POKAZATELJI_DPRH_2021.pdf) [10. srpnja.2024.]

<sup>13</sup>Hrvatski sabor, Obrazloženje makroekonomskih pokazatelja u 2022. godini. 25. svibnja 2023., Dostupno na: [https://www.sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2023-05-25/202410/6\\_OBRASLOZENJE\\_MAKROEKONOMSKI\\_POKAZATELJI\\_DPRH\\_2022.pdf](https://www.sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2023-05-25/202410/6_OBRASLOZENJE_MAKROEKONOMSKI_POKAZATELJI_DPRH_2022.pdf) [10. srpnja.2024.]

i usluga koji je djelomično kompenziran snažnijim smanjenjem uvoza roba i usluga te povećanja udjela bruto inozemnog duga u BDP-u.<sup>14</sup>

		2021				2022				2023			
		I.-III.	IV.-VI.	VII.-IX.	X.-XII.	I.-III.	IV.-VI.	VII.-IX.	X.-XII.	I.-III.	IV.-VI.	VII.-IX.	X.-XII.
A	Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo	5,9	5,3	6,6	4,2	7,9	8,7	5,5	3,3	3,1	4,3	3,7	4,7
B,C,D,E	Prerađivačka industrija, rudarstvo i vađenje te ostale industrije	3,1	12,4	3,5	5,4	4,0	5,5	2,4	-3,7	1,9	2,1	3,0	5,3
C	Preprađivačka industrija	3,5	14,0	4,5	6,0	4,0	7,0	2,0	-3,0	3,5	3,7	-6,1	-11,5
F	Građevinarstvo	8,8	16,0	6,9	5,9	5,8	3,4	1,8	2,9	6,1	10,1	6,0	4,6
G, H, I	Trgovina, prijevoz i skladištenje, smještaj, priprema i usluživanje hrane	-4,7	37,2	39,4	23,4	22,2	29,5	8,6	6,3	0,7	4,2	6,1	6,9
J	Informacije i komunikacije	3,4	6,8	11,1	17,7	6,3	6,44	12,9	10,5	9,8	-0,7	-8,5	-4,4
K	Financijske djelatnosti i djelatnosti osiguranja	-4,3	4,9	1,7	0,2	2,8	0,0	1,9	2,0	3,2	-9,3	-20,4	-8,7
L	Poslovanje nekretninama	-7,5	0,1	2,2	4,3	1,6	-0,9	2,7	-1,7	21,0	9,2	-0,5	0,9
M, N	Stručne, znanstvene, tehničke, administrativne i pomoćne uslužne djelatnosti	-3,6	13,7	16,6	15,9	13,6	9,7	8,4	11,6	0,7	-1,6	-12,1	-7,1
O, P, Q	Javna uprava i obrana, obrazovanje, djelatnosti zdravstvene zaštite i socijalne skrbi	1,9	1,3	2,6	3,2	2,9	5,2	3,8	2,7	-0,2	-4,3	-14,8	-9,0
R, S, T, U	Ostale uslužne djelatnosti	-10,2	31,3	3,3	1,5	-4,2	2,4	1,2	5,0	6,6	16,4	5,9	5,2
BDV	Bruto dodana vrijednost	-0,8	13,5	13,5	9,3	7,6	10,0	5,3	3,1	2,9	3,8	1,4	4,4

<sup>15</sup> **Tablica 1.** Bruto dodana vrijednost prema proizvodnoj metodi, realne stope rasta, odnos prema istom tromjesečju prethodne godine

Hrvatska narodna banka (HNB) predviđa nastavak rasta bruto domaćeg proizvoda (BDP) tijekom cijele 2024. godine. Trenutne projekcije potvrđene su rezultatima prvog tromjesečja, u kojem su se kao glavni pokretači rasta istaknuli uslužne djelatnosti i građevinski sektor koji pridonose snažnoj osobnoj potrošnji, rastu zaposlenosti, realnih plaća i investicija.

		2023				2024			
		I.-III.	IV.-VI.	VII.-IX.	X.-XII.	I.-III.	IV.-VI.	VII.-IX.	X.-XII.
A	Poljoprivreda, šumarstvo i ribarstvo	3,1	4,3	3,7	4,7	-6,4			
B,C,D,E	Prerađivačka industrija, rudarstvo i vađenje te ostale industrije	1,9	2,1	3,0	5,3	-2,3			
C	Preprađivačka industrija	3,5	3,7	-6,1	-11,5	-1,5			
F	Građevinarstvo	6,1	10,1	6,0	4,6	13,1			
G, H, I	Trgovina, prijevoz i skladištenje, smještaj, priprema i usluživanje hrane	0,7	4,2	6,1	6,9	6,3			
J	Informacije i komunikacije	9,8	-0,7	-8,5	-4,4	9,9			
K	Financijske djelatnosti i djelatnosti osiguranja	3,2	-9,3	-20,4	-8,7	2,5			
L	Poslovanje nekretninama	21,0	9,2	-0,5	0,9	4,8			
M, N	Stručne, znanstvene, tehničke, administrativne i pomoćne uslužne djelatnosti	0,7	-1,6	-12,1	-7,1	4,4			
O, P, Q	Javna uprava i obrana, obrazovanje, djelatnosti zdravstvene zaštite i socijalne skrbi	-0,2	-4,3	-14,8	-9,0	2,2			
R, S, T, U	Ostale uslužne djelatnosti	6,6	16,4	5,9	5,2	5,9			
BDV	Bruto dodana vrijednost	2,9	3,8	1,4	4,4	3,5			

<sup>16</sup> **Tablica 2.** Bruto dodana vrijednost prema proizvodnoj metodi, realne stope rasta, odnos prema istom tromjesečju prethodne godine

<sup>14</sup>Hrvatski sabor, Obrazloženje makroekonomskih pokazatelja u 2023. godini, 22. svibnja 2024., Dostupno na : [https://www.sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2024-05-22/1142073\\_OBRAZLOZENJE\\_OPCEG\\_DIJELA\\_DPRH\\_2023.pdf](https://www.sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2024-05-22/1142073_OBRAZLOZENJE_OPCEG_DIJELA_DPRH_2023.pdf) [10.srpnja 2024.]

<sup>15</sup> Izrada autora prema podacima : Državni zavod za statistiku, BDP i nacionalni računi, 2024., Dostupno na: [BDP i nacionalni računi | Državni zavod za statistiku \(dzs.hr\)](https://dzs.hr/) [11.srpnja 2024.]

<sup>16</sup>Izrada autora prema podacima : Državni zavod za statistiku, PRVA PROCJENA TROMJESEČNOG BRUTO DOMAĆEG PROIZVODA za prvo tromjesečje 2024., 28.svibnja 2024. Dostupno na: <https://podaci.dzs.hr/2024/hr/77021> [11.srpnja.2024.]

Projekcija daljnjeg rasta temelji se na intenziviranju gospodarske aktivnosti, povećanju osobne potrošnje, smanjenju stope inflacije, povoljnim trendovima na tržištu rada i ekspanzivnoj fiskalnoj politici. Također, očekuje se oporavak robnog izvoza i investicija poduzeća.<sup>17</sup>

Nimalo manje važnim makroekonomskim indikatorom smatra se stopa zaposlenosti/nezaposlenosti. Zaposlenom osobom, prema definiciji Međunarodne organizacije rada (MOR), smatra se osoba starija od 15 godina koja je obavila najmanje jedan sat plaćenog rada u određenom tjednu ili koja je odsutna s posla zbog određenih razloga (godišnji odmor, bolest, porodiljni dopust, itd.) i za određeno razdoblje. Obuhvaćeni su svi oblici zaposlenja (zaposlenici, samozaposleni, obiteljski pomagači), bez obzira na to je li zaposlenje prijavljeno ili nije.

Nezaposlena osoba je osoba starija od 15 godina koja istovremeno ispunjava tri uvjeta: nezaposlena je u određenom tjednu, dostupna je za preuzimanje posla unutar dva tjedna, aktivno je tražila posao u posljednja četiri tjedna ili je pronašla posao koji počinje za manje od tri mjeseca.<sup>18</sup>

Razlikuju se tri vrste nezaposlenosti: ciklička nezaposlenost, frakcijska nezaposlenost i strukturna nezaposlenost. Ciklička nezaposlenost uvjetovana je postojanjem gospodarskih ciklusa vezanih uz malu potražnju za radom i povezana je sa nedostatkom potražnje za robom. Frakcijska nezaposlenost privremena je nezaposlenost koja nastaje uslijed napuštanja starog posla i traženja novog. Strukturna nezaposlenost rezultat je nepodudaranja vještina/znanja osoba i raspoloživih poslova.<sup>19</sup>

Stopa nezaposlenosti prikazuje se kao omjer nezaposlenih i ukupno raspoložive radne snage. Ona odražava opće gospodarsko zdravlje zemlje i njenu sposobnost za učinkovito

---

<sup>17</sup> Hrvatska narodna banka, Glavni makroekonomski indikatori, Sažetak proljetne makroekonomske projekcije HNB-a za Hrvatsku – lipanj 2024., 7. lipnja 2024. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/makroekonomske-projekcije> [12. srpnja 2024.].

<sup>18</sup> International labour organization ,Employment , 14. travnja 2016.  
Dostupno na: <https://www.ilo.org/resource/employment-1> [12. srpnja.2024.].

<sup>19</sup> Babić, M., Makroekonomija, 13. dopunjeno i izmijenjeno izdanje, Mate d.o.o., Zagreb, 2006., str. 212.

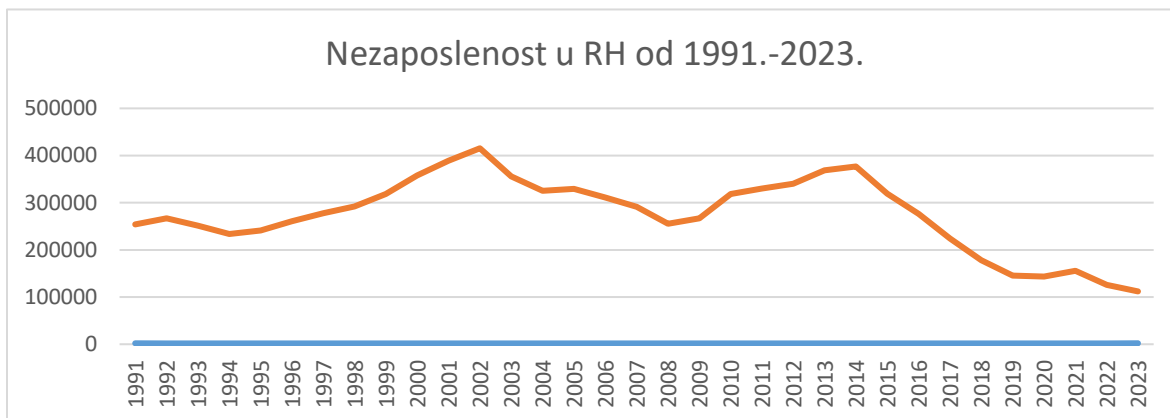
funkcioniranje. Visoka stopa nezaposlenosti rezultira ekonomskim gubitcima kroz izgubljeni proizvodnju, što dovodi do smanjenja prihoda pojedinaca, poslovnih subjekata i države, smanjenja osobne potrošnje i investicija, iseljavanja te povećanja državnih izdataka kroz socijalna davanja. Ovaj lanac uzroka i posljedica nastavlja se dalje, stoga se može reći da stopa zaposlenosti/nezaposlenosti u većoj ili manjoj mjeri utječe na sve makroekonomske pokazatelje.

Nezaposlenost u Republici Hrvatskoj predstavlja značajan socijalni i ekonomski izazov od stjecanja neovisnosti 1991. godine, kada je Hrvatska imala jednu od najviših stopa nezaposlenosti u Europi. Stopa nezaposlenosti dosegla je svoj vrhunac 2000. godine, kada je iznosila 16,1%. Nakon rekordne stope nezaposlenosti dolazi do pada u godinama koje slijede. Trend pada nezaposlenosti trajao je sve do 2008. godine, kada je stopa nezaposlenosti iznosila 8,5%. Međutim, ponovan rast nezaposlenosti došao je kao rezultat financijske krize. Nezaposlenost je krajem 2009. godine iznosila 9,2%. Negativan trend nastavljen je u sljedećim godinama pa je tako stopa nezaposlenosti u 2010. godini dosegla 11,6%, 13,7% u 2011. godini, 15,9% u 2012. godini te 17,3% u 2013. godini. U drugom kvartalu 2014. godine Hrvatska je počela pokazivati prve znakove oporavka, ali je unatoč tome nezaposlenost ostala na visokih 17,3%. U 2015. godini dolazi do pada nezaposlenosti od 1,1%. Iako se pad činio neznačajnim, bio je znak početka pozitivnog razdoblja. U idućim godinama nezaposlenost je kontinuirano opadala te je 2019. godine iznosila „samo“ 6,6%, što predstavlja pad od 10,7% u odnosu na rekordnu 2014. godinu. Trend smanjenja nezaposlenosti prekinut je 2020. godine pandemijom COVID-19. Nepovoljna gospodarska kretanja, iako ublažena Vladinim mjerama, kao što su potpore za očuvanje radnih mjesta i programi za poticanje zapošljavanja<sup>20</sup>, rezultirala su porastom stope nezaposlenosti na 7,5% 2020. godine. U narednim godinama dolazi do gospodarskog oporavka i oporavka tržišta rada, što dovodi do smanjenja nezaposlenosti 2023. godine na 6,1%. Prema projekcijama Hrvatske narodne banke za 2024. godinu,

---

<sup>20</sup>Hrvatski sabor, Obrazloženje makroekonomskih pokazatelja u 2020. godini, 21. svibnja 2021., Dostupno na: [https://www.sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2021-05-21/091102/6\\_OBRAZLOZENJE\\_MAKROEKONOMSKI\\_POKAZATELJI.pdf](https://www.sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2021-05-21/091102/6_OBRAZLOZENJE_MAKROEKONOMSKI_POKAZATELJI.pdf) [12. srpnja 2024.]

očekuje se nastavak gospodarskog rasta koji bi trebao rezultirati daljnjim padom nezaposlenosti.<sup>21</sup>



<sup>22</sup> **Graf 2.** Nezaposlenost u RH od 1991.- 2023.

Iako navedeni statistički pokazatelji mogu sugerirati na pozitivne trendove u smanjenju nezaposlenosti u Republici Hrvatskoj, važno je napomenuti da zemlja i dalje bilježi jednu od najviših stopa nezaposlenosti unutar Europske unije. Nezahvalno visoka pozicija ukazuje na potrebu za detaljnijom analizom i razumijevanjem specifičnih izazova s kojima se Republika Hrvatska suočava na tržištu rada.

Uzevši u obzir prethodni dio gdje se ukratko prikazalo kretanje nezaposlenosti u Republici Hrvatskoj kroz povijest, važno je napomenuti da svaki pad nezaposlenosti nije bio rezultat negativnih zbivanja unutar države. Dio smanjenja nezaposlenosti svakako se mora pripisati gospodarskom napretku i pozitivnoj makroekonomskoj politici.

Međutim, dio smanjenja nezaposlenosti nažalost proizlazi kao posljedica negativnih čimbenika.

<sup>21</sup> Hrvatska narodna banka, Glavni makroekonomski indikatori , 7. lipnja 2024.,

Dostupno na: <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/makroekonomske-projekcije> [12.srpnja.2024.].

<sup>22</sup> Izrada autora prema podacima: Hrvatska narodna banka, Glavni makroekonomski indikatori, 15. svibnja 2024.,Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/glavni-makroekonomski-indikatori> [12. srpnja 2024.].



Jedan od tih čimbenika negativni je migracijski saldo koji Hrvatsku muči već duži niz godina. Hrvatska nažalost doživljava migraciju kvalificiranih osoba u zemlje koje im pružaju bolje radne uvjete. Uzrok se može pronaći u neskladu između stručnih kvalifikacija i potreba tržišta rada, što dolazi kao rezultat neusklađenosti obrazovne politike s tržišnim zahtjevima.

Drugi je neaktivno stanovništvo. Ono obuhvaća osobe starije od 15 godina koje nisu zaposlene niti aktivno traže posao, a pripadaju u radno sposobno stanovništvo. U ovu skupinu pripadaju umirovljenici, studenti, učenici, domaćice te osobe koje su nekad bile dio radno aktivnog stanovništva (zaposlene ili nezaposlene), ali su uslijed dobivanja otkaza ili nemogućnosti pronalaska posla odustale od traženja zaposlenja i time postale dijelom neaktivnog stanovništva. Iako oni čine manji dio ukupnog neaktivnog stanovništva, njihov utjecaj nije zanemariv.<sup>23</sup> Uz to što prividno smanjuju nezaposlenost, negativno utječu na stopu aktivnosti koja se u posljednjih nekoliko godina kreće oko 50% točnije: 2018. godine 51,2%, 2019. godine 51,1%, 2020. godine 51,0%, 2021. godine 51,8% (Stopa aktivnosti predstavlja omjer radno sposobnog stanovništva i aktivnog stanovništva (zaposlenog i nezaposlenog))<sup>24</sup>

Treći faktor nije negativan, ali dovodi do smanjenja zaposlenosti samo na kraće vremensko razdoblje, a to je sezonsko zapošljavanje. Prema Ministarstvu rada, mirovinskog sustava, obitelji i socijalne politike sezonski posao definira se kao posao čiji se opseg i intenzitet povećavaju u skladu s povećanjem poslovnih aktivnosti određenih djelatnosti koje ovise o izmjeni godišnjih doba. Iako je sezonsko zapošljavanje nesumnjivo bolje od potpune nezaposlenosti, ova smanjenja kratkotrajna su i daju „lažnu“ sliku razine nezaposlenosti.<sup>25</sup>

---

<sup>23</sup>Eurostat statistics explained, . Glossary: People outside the labour force , [6. veljače 2024.](#), Dostupno na: [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:People\\_outside\\_the\\_labour\\_force](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:People_outside_the_labour_force) [13. srpnja 2024.].

<sup>24</sup> Državni zavod za statistiku, . Aktivno stanovništvo u Republici Hrvatskoj u 2021.- Presjek godine ,29. travnja 2022., Dostupno na: <https://podaci.dzs.hr/2022/hr/29256> [13. srpnja 2024.]

<sup>25</sup> Ministarstvo rada, mirovinskoga sustava, obitelji i socijalne politike, (2023). Pojam sezonskog posla, 4. siječnja 2023., Dostupno na: <https://uznr.mrms.hr/pojam-sezonskog-posla/> [14. srpnja 2024.]

Može se zaključiti da Republiku Hrvatsku očekuje dugotrajan proces borbe kako bi stopu nezaposlenosti dovela na optimalnu razinu. Tako dugo dok ne dođe do usklađenja obrazovnog sustava sa tržištem rada, implementacije učinkovitih aktivnih politika zapošljavanja, kojima bi se potaknulo i omogućilo otvaranje novih radnih mjesta, osposobljavanje/prekvalifikacija ljudi, povećavanja postojećih znanja, vještina i potpora za samozapošljavanje te konkretnih makroekonomskim politika orijentiranih na gospodarski razvoj države, problem nezaposlenosti neće biti riješen na zadovoljavajući način.

## **2.2. Inflacija kao jedan od makroekonomskih indikatora**

Inflacija se definira kao porast opće razine cijena dobara i usluga koja dovodi do smanjenja kupovne moći domaće valute te nastaje kao posljedica neravnoteže između agregatne ponude i potražnje.<sup>26</sup>

Klasificira se prema: intenzitetu očitovanja, dužini trajanja, štetnosti, zemljopisnom podrijetlu inicijalnog uzroka te prema početnom uzroku.

Prema intenzitetu dijeli se na:

1. blagu ili puzajuću inflaciju: do 5% u godini
2. umjerenu inflaciju: od 5% do 10% u godini
3. galopirajuću inflaciju: od 10% do 100% u godini
4. hiperinflaciju: više od 50% na mjesec

Iako je Babić M. inflaciju okarakterizirao kao bolest privrednog sustava te naveo kako se inflacija može pojaviti u različitim intenzitetima kao i svaka druga bolest, moglo bi se zaključiti da je svaka inflacija loša. U radu će biti prikazano zašto to nije u potpunosti

---

<sup>26</sup>Europska središnja banka, Što je inflacija? ,2024. , Dostupno na : [https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/what\\_is\\_inflation.en.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/what_is_inflation.en.html) [14. srpnja 2024.]

točno i na koji način blaga pa čak i umjerena inflacija pozitivno djeluju na gospodarstvo ako se drže unutar zadanih okvira (što i nije toliko lako koliko se možda čini).

Temeljna podjela inflacije ipak proizlazi iz same definicije. Inflacija nastaje kao posljedica neravnoteže agregatne ponude i potražnje i zbog toga se sve moderne teorije temelje na podjeli inflacije na inflaciju potražnje i inflaciju troškova.

Inflacija potražnje dolazi kao rezultat viška agregatne potražnje nad ponudom pri punoj zaposlenosti. Unutar same teorije inflacije potražnje postoji podjela prema uzroku viška agregatne potražnje nad ponudom.<sup>27</sup>

S jedne strane postoji monetaristička teorija (temelji se na kvantitativnoj teoriji novca) koja inflaciju potražnje smatra isključivo monetarnim problemom.<sup>28</sup> "Klasična teorija inflacije potražnje objašnjava inflaciju povećanjem novčane mase iznad porasta ukupne proizvodnje u narodnoj privredi na razini pune zaposlenosti. Pretpostavlja se da je agregatna potražnja funkcionalno ovisna i direktno proporcionalna veličini novčane mase (uz konstantnu brzinu njezina opticanja)."<sup>29</sup> Temeljem toga monetaristi smatraju da se inflacija može kontrolirati isključivo putem novčane mase.

S druge strane, keynesijanska teorija inflacije potražnje odbacuje međuovisnost količine novca i agregatne potražnje i smatra da se inflacija temelji na međuovisnosti agregatne potražnje i domaćeg proizvoda. Cijene mogu rasti i uz nepromijenjenu novčanu masu ili ostati konstantne kada novčana masa raste brže od proizvodnje.<sup>30</sup>

Inflacija ponude dolazi kao rezultat smanjenja agregatne ponude uz istu agregatnu potražnju. Razlozi smanjenja agregatne ponude mogu biti raznoliki: povećavanje neke troškovne komponente, smanjenja ekonomičnosti poslovanja, uvođenja novih fiskalnih opterećenja ili autonomnog povećanja profita zbog nesavršenosti tržišnog mehanizma.

---

<sup>27</sup> Babić, M., Makroekonomija, 13. dopunjeno i izmijenjeno izdanje, Mate d.o.o., Zagreb, 2006., str. 491-495.

<sup>28</sup> Đ.Benić, Osnove Ekonomije, 4. izdanje, Školska knjiga, Zagreb, 2004., str. 538-539.

<sup>29</sup> Babić, M., Makroekonomija, 13. dopunjeno i izmijenjeno izdanje, Mate d.o.o., Zagreb, 2006., str. 495.

<sup>30</sup> Ibidem, str. 497-499.

Iako povećanje bilo koje troškovne komponente može rezultirati porastom cijena, kao osnovni razlog, navodi se povećanje osobnih primanja iznad povećanja produktivnosti rada.<sup>31</sup>

Kako je bitno odrediti početni impuls nastanka inflacije, jednako je važno utvrditi i načine mjerenja same inflacije. Prilikom određivanja inflacije koriste se indeks potrošačkih cijena (IPC) i deflator bruto domaćeg proizvoda (BDP).

$$STOPAINF = \frac{RAZINA\ CIJENA\ (god.\ t) - RAZINA\ CIJENA\ (god.\ t - 1)}{RAZINA\ CIJENA\ (god.\ t - 1)} * 100$$

Indeks potrošačkih cijena (IPC) predstavlja opću mjeru inflacije u Republici Hrvatskoj. Odražava promjene u razini cijena dobara i usluga koje u tijeku vremena nabavlja, koristi se njima ili ih plaća referentno stanovništvo (privatna kućanstva) radi potrošnje.<sup>32</sup> Indeks potrošačkih cijena određuje se na način da se prikupljaju cijene određenih proizvoda za koje je odlučeno da su sastavni dio potrošačke košarice te se navedenim proizvodima dodjeljuju ponderi prema važnosti za proračun kućanstva.<sup>33</sup>

Uz IPC koristi se i deflator BDP-a koji se prikazuje kao omjer nominalnog i realnog BDP-a. Deflator se koristi kako bi se uklonio inflacijski utjecaj iz BDP-a, a definira se kao prosječna promjena svih cjenovnih dobara koja su uključena u nacionalni proizvod.<sup>34</sup>

Nekontrolirana inflacija predstavlja značajan problem za svako gospodarstvo. Dolazi do narušavanja ravnoteže, međuovisnosti i ponašanja privrednih subjekata radi deformacije

---

<sup>31</sup> Ibidem, str 505.

<sup>32</sup> Hrvatska narodna banka, Indeksi cijena, 24. veljače 2023.,  
Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/odabrane-nefinancijske-statistike/indeksi-cijena>> [14. srpnja 2024.]

<sup>33</sup> Europska središnja banka, Što je inflacija?, 2024.,  
Dostupno na: [https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/what\\_is\\_inflation.hr.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/what_is_inflation.hr.html)> [14. srpnja 2024.]

<sup>34</sup> Đ.Benić, Osnove Ekonomije, 4. izdanje, Školska knjiga, Zagreb, 2004., str. 536.

relativnih cijena. Novac počinje gubiti svoju temeljnu ulogu kao sredstvo razmjene te sredstvo očuvanja vrijednosti. Navedeni učinci sa sobom povlače i povećavanje straha, odnosno nesigurnosti općeg stanovništva, smanjivanja štednje te povećanja potrošnje. Kako bi se izbjegao negativan učinak inflacije, država putem monetarne i fiskalne politike nastoji ograničiti rast inflacije.

Iako se svaka pojava inflacije barem djelomično razlikuje od prethodnih i ne može se riješiti na potpuno isti način kao prošla, ne znači da država ne može razviti mehanizme borbe protiv inflacije temeljem prethodnih iskustava. Država je razvila različite mehanizme obrane ovisno o početnom uzroku nastanka inflacije.

Borba protiv inflacija potražnje, koja je izazvana viškom agregatne potražnje nad ponudom, pri punoj zaposlenosti mora biti usmjerena na eliminiranje viška potražnje nad ponudom. Kako bi se sve dovelo u novo ravnotežno stanje, država provodi određene stabilizacijske programe koji mogu biti ortodoksni ili heterodoksni.<sup>35</sup> Ortodoksni program temelji se na restriktivnoj monetarnoj i fiskalnoj politici koja se provodi kroz smanjivanje količine novca i povećavanje kamatnih stopa koje bi trebale rezultirati padom dohotka, zaposlenosti i potražnje te dovesti do manje inflacije. S fiskalne strane dolazi do povećanja poreza ili uvođenja novih poreza te smanjivanja javnih rashoda što bi trebalo rezultirati smanjenjem ukupne proizvodnje, zaposlenosti i potrošnje te dovesti do smanjenja inflacije.<sup>36</sup> Heterodoksni stabilizacijski program uz čvrstu monetarnu i fiskalnu politiku uvodi zamrzavanje cijena i kontrolu plaća kao neke od svojih komponenta kontrole.<sup>37</sup>

Borba protiv inflacije troškova vodi se borbom protiv porasta bilo koje komponente iz strukture cijene. Iako monetarna i fiskalna politika ne igraju jednako važnu ulogu kao kod inflacije potražnje, nisu bespomoćne. Borba treba biti usmjerena na one komponente na koje se može utjecati, kao što je smanjenje uvozne ovisnosti putem poticanja strukturnih

---

<sup>35</sup> Babić, M., Makroekonomija, 13. dopunjeno i izmijenjeno izdanje, Mate d.o.o., Zagreb, 2006., str. 504.

<sup>36</sup> Đ.Benić, Osnove Ekonomije, 4. izdanje, Školska knjiga, Zagreb, 2004., str. 550-551.

<sup>37</sup> Babić, M., Makroekonomija, 13. dopunjeno i izmijenjeno izdanje, Mate d.o.o., Zagreb, 2006., str. 504

promjena, suzdržavanje uvođenja novih fiskalnih obveza ili smanjenje postojećih te ograničenje porasta plaća na porast produktivnosti rada.<sup>38</sup>

Nažalost, primjena bilo koje mjere fiskalne ili monetarne politike koja utječe na ponudu ili potražnju, neizbježno nosi sa sobom neke negativne posljedice, tako da je izrazito važno držati gospodarsku ravnotežu zato što se pogrešnom politikom inflacija može izuzeti kontroli u vrlo kratkom roku.

### **2.3. Trenutna inflacija u Republici Hrvatskoj**

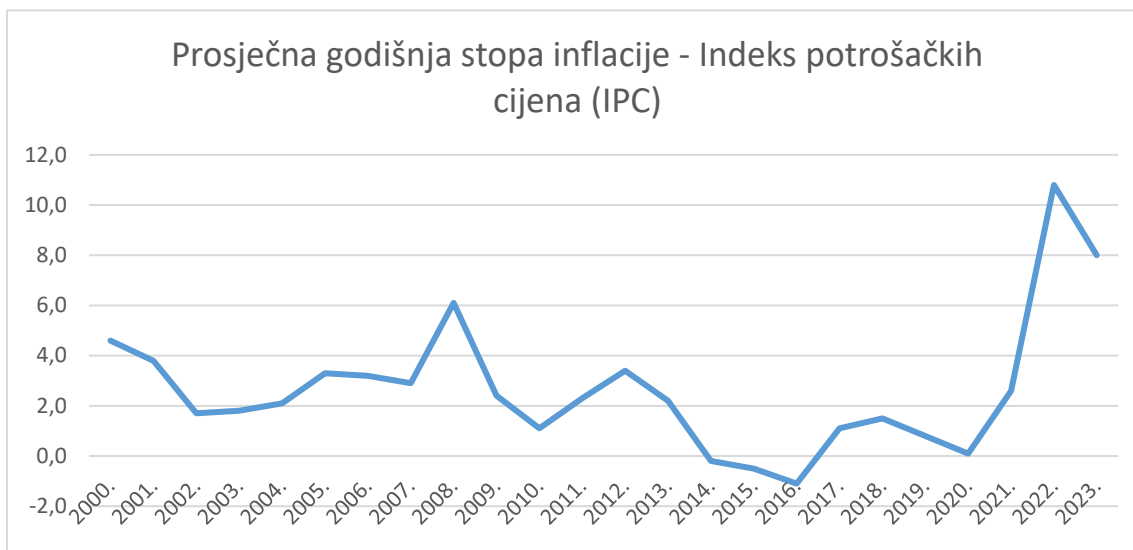
Ekonomski procesi uvijek su rezultat dugoročnih trendova i događaja, stoga je nužno ukratko analizirati kretanje inflacije kroz godine u Republici Hrvatskoj kako bi se razumjelo trenutačno stanje.

Republiku Hrvatsku zahvatila je hiperinflacija za vrijeme bivše države Jugoslavije. Nakon osamostaljenja, stanje se nije značajno poboljšalo. Hrvatska je naslijedila dug, provela neuspješnu privatizaciju, suočila se s velikim zaduživanjem i ratnim stanjem unutar države što je rezultiralo povećanjem inflacije i nezaposlenosti, odnosno stagflacijom. Do sredine 90-tih stanje se djelomično poboljšalo zahvaljujući stabilizacijskoj državnoj politici koja je bila orijentirana na jačanje i stabiliziranje utjecaja globalne financijske krize na inflaciju hrvatskog gospodarstva, stvaranje tržišne klime te stvaranje pretpostavki za stabilan razvitak i rast.<sup>39</sup>

---

<sup>38</sup> Ibidem, 509-511.

<sup>39</sup> Dujišin, Vedriš: EKONOMSKA POLITIKA U REPUBLICI HRVATSKOJ, dokumenti-članci-analize; 4. izmijenjeno i dopunjeno izdanje, Pravni fakultet, Zagreb, 2005.



<sup>40</sup> **Graf 3.** Prosječna godišnja stopa inflacije – Indeks potrošačkih cijena (IPC)

Ukoliko se analizira graf kretanja inflacije od 2000. godine do 2023. godine, može se primijetiti da je Hrvatska doživjela nekoliko snažnijih inflatornih razdoblja. Prvo veće inflatorno razdoblje dogodilo se tijekom 2008. godine kada je nastupila globalna financijska kriza. Tadašnju inflaciju opisuje se kao uvozu koja se pojavila kao rezultat poskupljenja energenata, sirovina i prehrambenih proizvoda. Inflacija je tada iznosila čak 6,1% što predstavlja povećanje od čak 3,2% u usporedbi sa 2007. godinom. Važno je napomenuti da povećanje troškova predstavlja samo početni impuls inflacije, koji se dalje razvija te poprima oblik miješane inflacije. Nakon djelomičnog oporavka od financijske krize, u Hrvatskoj nastupa razdoblje niske stope inflacije koje tijekom 2014., 2015., 2016. godine pada ispod nule. Razlozi takvog trenda pronalaze se u smanjenju cijena energenata, sirovina te u manjoj mjeri smanjenja potražnje.<sup>41</sup> U Hrvatsku se tada „vraća“ inflacija koja se u idućih nekoliko godina drži ispod 2%. Od 2020. godine pa sve do danas Hrvatsku pogađa izazov za izazovom: COVID-19 kriza, energetska kriza, geopolitička napetost i rat u Ukrajini te proces uvođenja eura. Početak COVID-19 krize bio je obilježen laganom

<sup>40</sup> Izrada autora prema podacima: Hrvatska narodna banka, Glavni makroekonomski indikatori, 15. svibnja 2024. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/glavni-makroekonomski-indikatori> [14. srpnja 2024.]

<sup>41</sup> Ministarstvo financija Republike Hrvatske (2015)., Godišnje izvješće ministarstva financija za 2014. godinu, rujan 2015, Dostupno na: <https://mfin.gov.hr/UserDocsImages//dokumenti/publikacije//Godisnjak2014.pdf> [15. srpnja 2024.]

deflacijom koja je tijekom svibnja iznosila čak -0,6%. Deflacijski pritisci u tom razdoblju mogu se pripisati kontrakciji agregatne potražnje, deflaciji troškova energenata te ekonomskoj nesigurnosti. Tijekom cijele 2020. godine stopa inflacije bila je negativna ili jednaka nuli pa je tako prosječna inflacija iznosila samo 0,1%.<sup>42</sup> Tijekom 2021. godine dolazi do rasta inflacije koja je potaknuta jačanjem uvezenih inflatornih pritisaka te je tako prosječna inflacija u 2021. godini iznosila 2,6%. Rezultat porasta inflacije može se pronaći u porastu cijena sirovina, energenata, hrane, oporavku osobne potrošnje u uvjetima ponovnog otvaranja gospodarstva (što je potaknulo proizvođače da dio troškova prenesu na krajnje potrošače), neujednačen oporavak gospodarstva koji je uzrokovao poremećaje u lancima opskrbe te doveo do povećanja cijena različitih vrsta proizvoda te rast vozarina u pomorskom prijevozu.<sup>43</sup>

U 2022. godini Hrvatska bilježi značajan rast inflacije pa se tako prosječna inflacija od 2,6% u 2021. raste na 10,8% u 2022. godini. Rezultat tako visokog skoka inflacije dolazi samo kao nastavak trenda iz 2021. godine i prelijevanje ranijeg porasta cijena. Oporavak potražnje i dalje utječe na rast cijena energenata i sirovina, a problemi s lancima opskrbe još uvijek nisu bili riješeni. Cijela situacija dobila je novu uvertiru početkom ruske agresije na Ukrajinu koja je rezultirala još višim cijenama energenata (osobito sirove nafte i prirodnog plina), prehrambenih sirovina, sirovina (sankcije i zabrana izvoza iz Rusije). Osim uvoznih inflatornih pritisaka, inflatorni pritisci dolazili su i s domaćeg tržišta rada radi velike potražnje za radnom snagom što je dovelo do rasta nominalnih plaća te na osnovi snažne turističke potražnje.<sup>44</sup> U 2023. godini dolazi do pada inflacije pa tako Hrvatska bilježi prosječnu godišnju inflaciju od 8%. Rezultat pada inflacije pronalazi se u iščezavanju poskupljenja dobara i usluga, slabljenju svih prošlih šokova od porasta cijena energenata, prehrambenih proizvoda, sirovina i poremećaja u dobavnim lancima.

---

<sup>42</sup>Hrvatska udruga banaka, Inflacija, kamatne stope i krediti u post-covid razdoblju, lipanj 2021., Dostupno na: <https://www.hub.hr/sites/default/files/inline-files/HUB%20Analize%2073.%20-%20Inflacija%2C%20kamatne%20stope%20i%20krediti.pdf> [15. srpnja 2024.]

<sup>43</sup>Hrvatska narodna banka (2022)., Godišnje izvješće 2021., 2022., Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=7a557db9-4d99-1dff-0d26-4fa8cae81bbb&groupId=20182&p\\_auth=amFBkHpt](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=7a557db9-4d99-1dff-0d26-4fa8cae81bbb&groupId=20182&p_auth=amFBkHpt) [15. srpnja 2024.]

<sup>44</sup>Hrvatska narodna banka. Godišnje izvješće 2022., 2023. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/4684927/h-gi-2022.pdf> [16. srpnja 2024.]



Hrvatska je uz sve navedene probleme uvela euro kao službenu valutu. Iako je uvođenje eura imalo relativno blag i jednokratan utjecaj na ukupnu inflaciju, kao i kod većine ostalih zemalja koje su dio europodručja, percipirana inflacije od strane potrošača bila je izuzetno visoka.<sup>45</sup>

Projekcija HNB-a za tekuću 2024. godinu inflacija je od 4%. Predviđa se nastavak slabljenja inflacijskih pritisaka i iščezavanja učinaka ranijih poskupljenja te nastavak trenda iz zadnjeg kvartala 2023. godine. Predviđa se nepromijenjeno stanje ili blagi pad energenata, pad cijena hrane, dok bi negativan utjecaj na inflaciju bio snažan pritisak na tržište rada.<sup>46</sup> Prema podacima eurostat-a može se vidjeti da se projekcije HNB-a, za trenutno razdoblje pokazuju točnima ( 1. mjesec – 4,8%, 2. mjesec- 4,8%, 3. mjesec- 4,9%, 4. mjesec- 4,7%, 5. mjesec – 4,3%, 6. mjesec- 3,5% )

#### **2.4. Uzroci inflacije u Europskoj Uniji i Republici Hrvatskoj**

Sličnosti uzroka inflacije mogu se potvrditi temeljem kretanja inflacije u Hrvatskoj i Europodručju kroz godine.

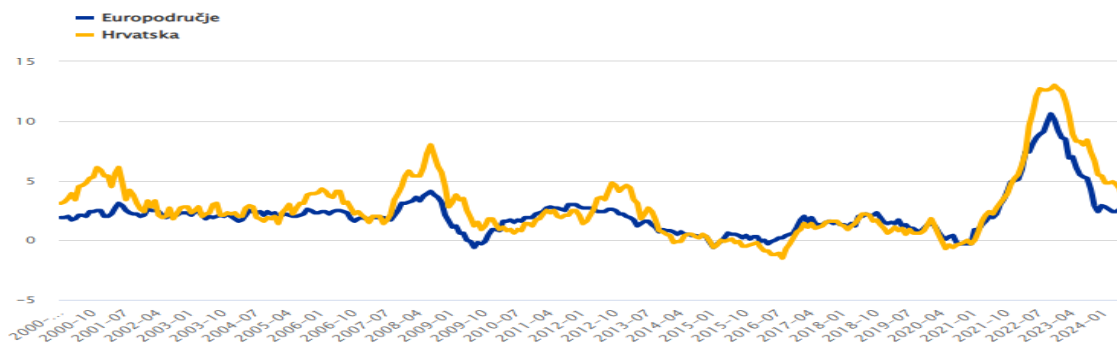
---

<sup>45</sup>Hrvatska narodna banka, Godišnje izvješće 2023., 2024.,  
Dostupno na :[https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=a29703c8-da3f-5e7a-c537-3c06d1688c9a&groupId=20182&p\\_auth=amFBkHpt](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=a29703c8-da3f-5e7a-c537-3c06d1688c9a&groupId=20182&p_auth=amFBkHpt) [16. srpnja 2024.]

<sup>46</sup>Hrvatska narodna banka, Projekcije HNB-a: U 2024. rast BDP-a 3,0%, inflacija usporava na 4,0%., 19. prosinca 2023.,  
Dostupno na :<https://www.hnb.hr/-/projekcije-hnb-a-u-2024-rast-bdp-a-3-0-inflacija-usporava-na-4-0>, [16. srpnja 2024.]

## Stopa inflacije (HICP)

(godišnje stope promjene)



<sup>47</sup> **Graf 4.** Stopa inflacije (HICP)

Europska unija bila je pogođena visokom inflacijom izazvanom velikom financijskom krizom 2008. godine. Europska središnja banka (ESB) identificirala je glavne uzroke inflacije u poremećaju na financijskom tržištu, rastu cijena energenata i hrane te prisutnosti relativno tijesnog tržišta rada.<sup>48</sup>

Drugo razdoblje povišene inflacije dogodilo se tijekom 2011. i 2012. godine, potaknuto dužničkom krizom u nekoliko europskih država (Grčku, Irsku, Portugal, Španjolsku i Italiju). Ovo razdoblje karakteriziralo je značajan negativan utjecaj na financijska tržišta i uvjete financiranja, smanjeno povjerenje u gospodarstvo.<sup>49</sup>

Razdoblje od 2022. do kraja 2023. godine obilježeno je visokom stopom inflacije izazvanom pandemijom COVID-19 (odnosno postpandemijskim oporavkom), ruskom invazijom na Ukrajinu te energetsom krizom. Otvaranje gospodarstva nakon COVID-19 pandemije obilježilo je razdoblje ograničene ponude, povećane potražnje te veliki rast

<sup>47</sup> Europska središnja banka, Inflacija i potrošačke cijene, 2024.,

Dostupno na : [https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic\\_and\\_sectoral/hicp/html/index.hr.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic_and_sectoral/hicp/html/index.hr.html) [16. srpnja 2024.]

<sup>48</sup> Europska središnja banka, Annual report 2008., 27. veljače 2009.

Dostupno na : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2008en.pdf> [16. srpnja 2024.]

<sup>49</sup> Europska središnja banka, Annual report 2012, 1. ožujka 2013.

Dostupno na : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2012en.pdf> [16. srpnja 2024.]

cijena energenata. Tijekom 2022. godine stanje se samo pogoršava radi ruske agresije na Ukrajinu koja je dodatno rezultirala šokove na strani ponude dok se potražnja počela povećavati, poremećaje u lancima opskrbe te povećanje cijena energenata, sirovina i hrane.<sup>50</sup> U 2023. godini inflacija počinje slabiti što dolazi kao rezultat smanjenja potražnje, cijene energenata i hrane te kao znak oporavka opskrbnih lanaca.<sup>51</sup>

Temeljem ove kratke usporedbe može se zaključiti da su uzroci inflacije u Europskoj Uniji i Republici Hrvatskoj poprilično slični. To dolazi kao rezultat njihove međusobne povezanosti, sličnih ekonomskih uvjeta, monetarne politike te reakcija na globalne ekonomske šokove.

## **2.5. Reakcije središnjih banaka na inflaciju**

Središnja banka predstavlja javnu ustanovu koja upravlja valutom države ili skupine država i nadzire količinu novca u opticaju.<sup>52</sup> Zadužena je za provođenje monetarne politike s osnovnim ciljem očuvanja stabilnosti cijena u uvjetima koje diktira tržište, ali i gospodarskog razvoja i napretka. Ovisno o ciljevima koji se nastoje ostvariti razlikuju se dvije vrste monetarne politike. Ekspanzivna monetarna politika često nazivana i politika jeftinog novca, koja putem povećanja razine likvidnosti u gospodarstvu nastoji potaknuti gospodarski razvoj, investicije te povećati nacionalni dohodak i zaposlenost. Provodi se kada gospodarstvu prijete recesija, odnosno depresija. Kontrakcijska monetarna politika provodi se tijekom razdoblja visoke inflacije na način da se smanjuje ponuda novca, što rezultira višom kamatnom stopom, padom investicija, dohotka i nezaposlenosti, ali i

---

<sup>50</sup> Europska središnja banka, Godišnje izvješće ESB-a za 2022. svibanj 2023., Dostupno na : <https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financial-statements/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.hr.html> , [17. srpnja 2024.]

<sup>51</sup> Europska središnja banka, ESB Godišnje izvješće 2023., travanj 2024., Dostupno na : <https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financial-statements/annual/html/ecb.ar2023~d033c21ac2.hr.html> , [17. srpnja 2024.]

<sup>52</sup> Europska središnja banka „Što je središnja banka?, 10. srpnja 2015., Dostupno na : <https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me/html/what-is-a-central-bank.hr.html> [17. srpnja 2024.]

inflacije. U ostvarivanju bilo ekspanzivne ili kontrakcijske monetarne politike, središnja banka koristi razne instrumente. Instrumenti su usmjereni na regulaciju kreditne aktivnosti, likvidnosti banaka kao i na kontrolu količine novca u opticaju. Za postizanje tih ciljeva, središnja banka koristi se operacijama na otvorenom tržištu, obveznom pričuvom, stalno raspoloživim mogućnostima te drugim instrumentima i mjerama.<sup>53</sup>

Operacije na otvorenom tržištu služe za upravljanje kamatnim stopama, likvidnošću te signaliziraju stajališta monetarne politike na način da kontroliraju cijenu i/ili količinu ponude primarnog novca. Središnja banka kupuje/prodaje vrijednosnice, devize i sl. na financijskom tržištu te odobrava kredite bankama i prikuplja njihove depozite. Ako središnja banka želi povećati likvidnost sustava, kupuje imovinu od banaka ili im odobrava kredite, dok se prodajom imovine bankama ili prikupljanjem depozita smanjuje likvidnost u sustavu. Politika obveznih rezervi omogućava središnjim bankama da putem mijenjanja stopa obveznih rezervi određuju iznose koje kreditne institucije moraju držati na računima središnjih banaka. Kroz ovu politiku, središnje banke mogu učinkovito kontrolirati ponudu novca te osigurati stabilnost i likvidnost bankovnog sustava. Povećanjem stope središnje banke smanjuju likvidnost u sustavu, dok smanjenjem povećavaju količinu primarnog novca u opticaju. Pod stalno raspoloživim mogućnostima misli se na omogućavanje kreditnim institucijama da na vlastitu inicijativu posuđuju ili deponiraju sredstva kod središnje banke putem prekonoćnih kredita ili depozita na vlastitu inicijativu.<sup>54</sup>

Prilikom provođenja monetarne politike potrebno je uzeti u obzir da su neki ciljevi komplementarni, dok su drugi međusobno kontradiktorni. Postizanje stabilnosti cijena i stabilnosti kamatnih stopa lakše je ostvariti nego istodobno postići stabilnost cijena i nisku razinu nezaposlenosti.

---

<sup>53</sup> Đ.Benić, Osnove Ekonomije, 4. izdanje, Školska knjiga, Zagreb, 2004., str. 567-568.

<sup>54</sup> Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Monetarna politika Hrvatske narodne banke, 20. studenog 2020., Dostupno na: <https://www.efzg.unizg.hr/userdocsimages/FIN/kvujeva/MONETARNA%20POLITIKA%20HRVATSKE%20NARODNE%20BANKE.pdf> [18. srpnja 2024.]

Da bi se prikazale konkretne reakcije središnjih banaka na inflaciju, analizirat će se metode koje su Hrvatska narodna banka (HNB) i Europska središnja banka (ESB) koristile u borbi protiv inflacije u posljednjih nekoliko godina.

Hrvatska narodna banka (HNB) tijekom 2020. godine na nepovoljna gospodarska kretanja i poremećaje na financijskom tržištu reagirala je provođenjem iznimno ekspanzivne monetarne politike. Putem deviznih i bilateralno deviznih transakcija bankama je plasirala znatna devizna sredstva. Strukturnim i redovitim operacijama te smanjenjem obveznih pričuva, dodatno je povećala kunsku likvidnost. Putem strukturne operacije plasirala je bankama 3,8 mlrd. kuna na rok od pet godina uz kamatnu stopu od 0,25%. Provela je program otkupa državnih vrijednosnih papira ukupne vrijednosti 20,3 mlrd. kuna. HNB je time očuvao stabilnost tečaja i tržište vrijednosnih papira.<sup>55</sup> Europska središnja banka (ESB) provodila je ekspanzivnu monetarnu politiku. Mjere monetarne politike bile su usmjerene na ublažavanje prijetnji smanjenja likvidnosti i kreditne krize uz očuvanje uvjeta izdašne likvidnosti u bankovnom sustavu. Pokrenut je program kupnje vrijednosnih papira privatnog i javnog sektora, niz neciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja i dopuštanje kreditnim institucijama da posluju ispod preporučene razine kapitala.<sup>56</sup>

Tijekom 2021. godine HNB je nastavio s provođenjem ekspanzivne monetarne politike, ali u manjem intenzitetu. Prisutne su i dalje fiskalne potpore i povoljni uvjeti financiranja te HNB nastavlja povećavati međunarodne pričuve putem otkupa deviza.<sup>57</sup> ESB je također nastavio provoditi ekspanzivnu monetarnu politiku putem programa kupnje vrijednosnih papira, operacije dugoročnijeg refinanciranja.<sup>58</sup>

---

<sup>55</sup>Hrvatska narodna banka, Godišnje izvješće 2020., lipanj 2021.,  
Dostupno na : [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=747bcefc-0d05-31c5-038c-ab636a555077&groupId=20182&p\\_auth=PIImX6YQ](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=747bcefc-0d05-31c5-038c-ab636a555077&groupId=20182&p_auth=PIImX6YQ) [18. srpnja 2024.]

<sup>56</sup>Europska središnja banka,Godišnje izvješće ESB-a za 2020., travanj 2021.,  
Dostupno na :<https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financial-statements/annual/html/ar2020~4960fb81ae.hr.html#toc12> [18. srpanj 2024.]

<sup>57</sup>Hrvatska narodna banka, Godišnje izvješće 2021., lipanj 2022.  
Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=7a557db9-4d99-1dff-0d26-4fa8cae81bbb&groupId=20182&p\\_auth=amFBkHpt](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=7a557db9-4d99-1dff-0d26-4fa8cae81bbb&groupId=20182&p_auth=amFBkHpt) [18. srpanj 2024.]

<sup>58</sup>Europska središnja banka, Godišnje izvješće 2021, travanj 2022.,

U 2022. godini monetarna politika HNB-a bila je pod utjecajem priprema za uvođenje eura i usklađivanja monetarnog instrumentarija sa zahtjevima članstva u europodručju, što je velikim dijelom amortiziralo pritiske vanjskih šokova na domaće financijsko tržište. Dolazi do povećanja likvidnosti u bankovnom sustavu, kreiranje primarnog novca otkupom deviznih sredstava Ministarstva financija u iznosu od 1,6 mlrd. eura, što upućuje na nastavak monetarne politike. HNB je također donio odluku o smanjenju obvezne pričuve te potpuno dokidanje minimalno potrebnih deviznih potraživanja.<sup>59</sup> S druge strane, monetarna politika ESB-a išla je u drugom smjeru. ESB normalizira svoju monetarnu politiku s ciljem suzbijanja iznimno visoke inflacije. Dolazi do prekida programa neto kupnje vrijednosnih papira u sklopu programa kupnje zbog pandemije te kupnje u sklopu programa kupnje vrijednosnih papira. Dolazi do povećanje kamatnih stopa na stalno raspoložive mogućnosti, ukidanje mjera ublažavanja zahtjeva povezanih s kolateralom.<sup>60</sup> U 2023. godini Hrvatska je ušla u eurozonu te je uvela euro kao službenu valutu zamijenivši kunu. Monetarne politike HNB-a i ESB-a postale su usklađene. HNB se priključuje ESB-u normalizaciji monetarne politike kako bi spustio razinu inflacije. Provođi politiku povećanja ključnih kamatnih stopa monetarne politike te ukidanje ostalih mjera povezanih s pandemijom.<sup>61</sup> U 2024. godini predviđa se nastavak trenda provođenja restriktivne monetarne politike s ciljem spuštanja inflacije pooštavanjem uvjeta financiranja.<sup>62</sup>

---

Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=f44246b4-bb6c-f4be-36af-b721c3021ef8&groupId=20182&p\\_auth=sfg39iCK](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=f44246b4-bb6c-f4be-36af-b721c3021ef8&groupId=20182&p_auth=sfg39iCK) [18. srpanj 2024.]

<sup>59</sup>Hrvatska narodna banka, Godišnje izvješće 2022., 2023.,

Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=7b25e6b9-f05d-3d00-573b-643f2d08fcf1&groupId=20182&p\\_auth=PImlx6YQ](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=7b25e6b9-f05d-3d00-573b-643f2d08fcf1&groupId=20182&p_auth=PImlx6YQ) [18. srpanj 2024.]

<sup>60</sup>Europska središnja banka, Godišnje izvješće 2022., svibanj 2023.,

Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financial-statements/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.hr.html#toc11> [18. srpanj 2024.]

<sup>61</sup>Europska središnja banka, Godišnje izvješće 2022., svibanj 2023.

Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financial-statements/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.hr.html#toc11> [18. srpanj 2024.]

<sup>62</sup>Europska središnja banka, Odluke o monetarnoj politici, 18. srpnja 2024.,

Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.mp240718~b9e0ddd9d5.hr.html> [18. srpnja 2024.]

### 3. TRŽIŠTE KAPITALA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Tržište kapitala predstavlja dio šireg financijskog tržišta. Osnovna podjela financijskog tržišta temelji se na kriteriju dospijeca financijskih instrumenata. Prema ovom kriteriju, financijsko tržište dijeli se na tržište novca i tržište kapitala. Tržište novca obuhvaća transakcije novčanom masom i kratkoročnim vrijednosnim papirima, dok tržište kapitala uključuje trgovanje vrijednosnim papirima s rokom dospijeca od jedne godine ili dulje, kao i dionicama koje su trajne prirode.<sup>63</sup>

„Tržište kapitala je institucionalno organizirano financijsko tržište određeno ponudom i potražnjom slobodnih dugoročnih vrijednosnih papira. Tržište kapitala u sustavu djelovanja uključuje skup različitih financijskih institucija kako bi se transakcije odvijale u okviru zakonskih i pravnih regulativa“<sup>64</sup>

Tržište kapitala igra ključnu ulogu za subjekte s viškom kapitala, kao i za one kojima je potreban dodatni kapital. Za subjekte s viškom kapitala, ono omogućava učinkovitu alokaciju sredstava, pružajući priliku za štednju, akumulaciju bogatstva i održavanje likvidnosti. Poduzećima i državnim jedinicama omogućava prikupljanje dugoročnog kapitala kroz izdavanje vrijednosnih papira, čime se financiraju investicije i strateški projekti.<sup>65</sup> Efikasno funkcioniranje tržišta kapitala zahtijeva potporu državne politike i zakonske regulative, interes pojedinaca za ulaganje, potrebu subjekata za prikupljanjem kapitala te postojanje institucija koje omogućuju izdavanje i trgovanje vrijednosnim papirima.

Trgovanje na tržištu kapitala odvija se na primarnom i sekundarnom tržištu. Primarno tržište služi za plasman novih emisija dugoročnih obveznica i dionica. Na ovom tržištu dugoročni vrijednosni papiri prvi put nude se investitorima u cilju prikupljanja financijskih sredstava. Primarne emisije dugoročnih obveznica mogu provoditi različiti

---

<sup>63</sup> M.Cingula, M.Klačmer, Financijske institucije i tržište kapitala, Fakultet organizacije i informatike Sveučilišta u Zagrebu, Varaždin, 2003. str. 18.

<sup>64</sup> Ibidem, str. 22.

<sup>65</sup> B.Novak, Financijska tržišta i institucije, 2. izmijenjeno i dopunjeno izdanje, Ekonomski fakultet : Sveučilište J. J. Strossmayera, Osijek, 2005., str. 8.-13.

gospodarski subjekti, kao i subjekti državne i lokalne vlasti. S druge strane, državni subjekti i lokalne vlasti ne mogu izdavati dionice zato što ne smiju prodavati svoj vlasnički udio u formi dioničkog kapitala. Nakon prve prodaje daljnji promet vrijednosnim papirima obavlja se putem burza i OTC tržišta na kojima dolazi do preprodaje vrijednosnih papira izdanih prvom emisijom.<sup>66</sup> Opseg trgovanja na sekundarnom tržištu znatno je veći od trgovanja na primarnom. Postojanje sekundarnog tržišta od izuzetne je važnosti za opstanak primarnog. Glavna funkcija sekundarnog tržišta ogleda se u osiguravanju likvidnosti investitorima, omogućujući im da brzo i efikasno pretvore kupljene vrijednosne papire u gotov novac. Na taj način, sekundarno tržište potiče povjerenje investitora u primarno tržište zato što im pruža sigurnost da će moći prodati svoje vrijednosne papire kad god to požele.

U Republici Hrvatskoj trgovanje dugoročnim financijskim instrumentima odvija se putem uređenog tržišta, odnosno burze i multilateralne trgovinske platforme. Prema definiciji Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (HANFA), burza se smatra multilateralnim sustavom koji omogućava usklađivanje ponude i potražnje za financijskim instrumentima unutar reguliranog okvira.

S druge strane, multilateralne trgovinske platforme predstavljaju specifičan oblik multilateralnog sustava za trgovanje, kojim mogu upravljati investicijska društva ili burze uz prethodno odobrenje HANFE. Iako multilateralne trgovinske platforme dijele sličnosti s burzama u smislu usklađivanja ponude i potražnje, karakterizira ih manja razina transparentnosti i povećan rizik ulaganja u usporedbi s burzama. Trenutačno u Hrvatskoj, na temelju odobrenja HANFE, posluje samo Zagrebačka burza, koja je ujedno i operater uređenog tržišta i multilateralne trgovinske platforme.<sup>67</sup>

Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj, kao i djelokrug i nadležnost HANFE u tom području, uređeni su Zakonom o tržištu kapitala (NN, br. 65/18, 17/20, 83/21, 151/22) i

---

<sup>66</sup> M.Cingula, M.Klačmer, Financijske institucije i tržište kapitala, Fakultet organizacije i informatike Sveučilišta u Zagrebu, Varaždin, 2003. str. 17.

<sup>67</sup> Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA), Tržište kapitala, 2024., Dostupno na : <https://www.hanfa.hr/getfile/42497/HANFA-Trziste-kapitala.pdf> [19. srpnja 2024.]



Zakonom o preuzimanju dioničkih društava (NN, br. 109/07, 36/09, 108/12, 90/13, 99/13, 148/13). Obuhvaćaju nacionalne i europske propise koji zajedno čine cijelinu zakonodavnog okvira.<sup>68</sup>

### **3.1. Sudionici tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj**

Sudionici tržišta kapitala u Republici Hrvatskoj su.<sup>69</sup>

1. Ulagatelji u financijske instrumente (građani, trgovačka društva, investicijski i mirovinski fondovi, društva za osiguranje, kreditne institucije (banke) i dr.)
2. Izdavatelji financijskih instrumenata (kompanije, država, državne organizacije, jedinice regionalne i lokalna samouprava)
3. Posrednici u trgovini (investicijska društva, kreditne institucije i ostali)
4. Središnje klirinško depozirano društvo
5. Zagrebačka burza

Ulagatelji u financijske instrumente dijele se na individualne investitore i institucionalne investitore. Individualnim investitorom smatra se svaka fizička osoba koja samostalno ili uz savjet ovlaštene osobe kupuje i prodaje vrijednosne papire. S druge strane, institucionalni investitori društva su koja vlastiti kapital ili kapital prikupljen od strane pojedinaca ili poduzeća ulažu na način da formiraju portfelje vrijednosnih papira. Među najveće institucionalne investitore spadaju mirovinski fondovi, investicijski fondovi te osiguravajuća društva. Budući da raspoložu velikim kapitalom, njihova financijska snaga može značajno utjecati na formiranje cijena na tržištu.<sup>70</sup> Na tržištu kapitala, najveći kupci vrijednosnica često su kućanstva koja u većini slučajeva ulažu preko institucionalnih investitora, zbog nedovoljnog interesa ili znanja za samostalno investiranje. Kućanstva

---

<sup>68</sup>Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA), (2024.), Tržište kapitala, 2024., Dostupno na : <https://www.hanfa.hr/podrucja-nadzora/trziste-kapitala/> [19. srpnja 2024.]

<sup>69</sup>Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA), Tržište kapitala, 2024., Dostupno na : <https://www.hanfa.hr/getfile/42497/HANFA-Trziste-kapitala.pdf> [19. srpnja 2024.]

<sup>70</sup> M.Cingula, M.Klačmer, Financijske institucije i tržište kapitala, Fakultet organizacije i informatike Sveučilišta u Zagrebu, Varaždin, 2003. str.82.

plasiraju svoja financijska sredstva u investicijske i mirovinske fondove, koji zatim koriste ta sredstva za kupnju financijskih instrumenata na tržištu kapitala.<sup>71</sup>

Izdavatelji vrijednosnih papira mogu biti kompanije, država, državne organizacije, jedinice regionalne i lokalne zajednica, odnosno svaka pravna osoba koja uspije steći povjerenje investitora da će steći kapitalnu dobit i dividendu od kupnje dionice ili kamatu od kupnje obveznice.<sup>72</sup> Kao što je prethodno navedeno, poduzeća imaju mogućnost izdavanja obveznica i dionica, dok država, državne organizacije te jedinice regionalne i lokalne vlasti mogu izdavati isključivo obveznice. Razlozi izdavanja vrijednosnih papira od strane državnih subjekata proizlaze iz potreba za financiranje javnih projekata, pokriće proračunskog deficita, refinanciranje postojećeg duga, podrška ekonomskim politikama te povećavanje likvidnosti. Kompanije s druge strane razloge emitiranja dionica i obveznica pronalaze u financiranju dugoročnih projekata. Odluka o tome hoće li se izdavati dionice ili obveznice temelji se na brojnim faktorima. Ako kompanije žele iskoristiti visoke cijene dionica, privući investitore, a pritom izbjeci povećanje duga te su spremne odreći se dijela vlasništva, odlučit će se za izdavanje dionica. S druge strane, do izdavanja obveznica dolazi kada su kamatne stope niske, što kompanijama omogućuje prikupljanje kapitala uz relativno niske troškove. Također, izdavanje obveznica osigurava predvidljive buduće troškove i omogućuje zadržavanje potpune kontrole nad kompanijom zato što izdavanje obveznica ne utječe na vlasničku strukturu.

Kako bi investitori u financijske instrumente i izdavatelji vrijednosnih papira mogli učinkovito i sigurno ostvarivati svoje interese na tržištu kapitala, nužna je uloga financijskih posrednika. Financijski posrednici imaju specifične uloge kako na primarnom, tako i na sekundarnom tržištu kapitala. Na primarnom financijskom tržištu sudjeluju u provođenju inicijalne javne ponude (IPO) provodeći promocije prema potencijalnim ulagateljima, izrađujući prospekte te osiguravajući usklađenost sa

---

<sup>71</sup> Frederic S. Miskin, Stanley G. Eakins, Financijska tržišta + institucije, Mate d.o.o., Zagreb, 2005., str. 242.

<sup>72</sup> M.Cingula, M.Klačmer, Financijske institucije i tržište kapitala, Fakultet organizacije i informatike Sveučilišta u Zagrebu, Varaždin, 2003. str.70.

zakonom. Nakon uspješno provedenog IPO-a, pružaju pomoć emitentu (kompaniji koja je provela IPO) u procesu uvrštavanja vrijednosnih papira na burzu, čime se omogućuje trgovanje na sekundarnom tržištu.<sup>73</sup> Osim pomoći prilikom IPO-a, sudjeluju u organizaciji i provedbi emisija novih financijskih instrumenata (dionica i obveznica), uključujući sve aktivnosti vezane uz prodaju i distribuciju. Ključna uloga financijskih posrednika na primarnom tržištu kapitala omogućavanje je emitentima i investitorima pristup financijskim instrumentima na siguran i transparentan način. Na sekundarnom tržištu kapitala financijski posrednici održavaju stabilnosti i učinkovitosti tržišta. Kroz smanjenje transakcijskih troškova, povećanje ekonomske efikasnosti i neutraliziranje problema negativne selekcije i moralnog hazarda, posrednici osiguravaju da tržište kapitala funkcionira i da svi sudionici imaju pristup potrebnim informacijama i uslugama za donošenje informiranih odluka.<sup>74</sup>

U Republici Hrvatskoj, registar financijskih posrednika koji su ovlaštene za pružanje investicijskih usluga i obavljanje investicijskih aktivnosti, vodi Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA). U ovlaštene financijske posrednike spadaju: investicijska društva, kreditne institucije i društva za upravljanje otvorenim investicijskim fondovima.<sup>75</sup> Unutar navedenih institucija bitnu ulogu igraju brokери i dileri kao bitan aspekt sekundarnog tržišta. Prema Zakonu o tržištu kapitala, broker se definira kao osoba zaposlena u investicijskom društvu koja obavlja poslove u području investicijskih usluga na temelju odobrenja koje je izdano od strane nadzornog tijela, odnosno Hrvatske agencije za nadzor financijskih usluga (HANFA).<sup>76</sup> Uloga brokera je da učinkovito i pravovremeno izvrši nalog klijenta. Klijent specificira svoje investicijske zahtjeve putem naloga, a brokera u ime investitora provodi kupovinu ili prodaju vrijednosnih papira. Dileri također

---

<sup>73</sup> Zagrebačka burza, Financiranje putem tržišta kapitala: Inicijalne javne ponude, 2024., Dostupno na: <https://zse.hr/hr/inicijalne-javne-ponude/206> [19. srpnja 2024.]

<sup>74</sup> Frederic S. Miskin, Stanley G. Eakins, Financijska tržišta + institucije, Mate d.o.o., Zagreb, 2005., str. 21.-25.

<sup>75</sup> Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA), Registar društava ovlaštenih pružati investicijske usluge i obavljati investicijske aktivnosti, 2024., Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/registri/investicijska-drustva/registar-drustava-ovlastenih-pruzati-investicijske-usluge-i-obavljati-investicijske-aktivnosti/>, [19. srpnja 2024.]

<sup>76</sup> Zakon o tržištu kapitala, Narodne novine, NN 65/18, 17/20, 83/21, 151/22.

obavljaju kupovinu ili prodaju vrijednosnih papira, ali to čine za vlastiti račun i u svoje ime.

Svako razvijeno, efikasno i sigurno tržište kapitala među nezaobilaznim institucijama ima središnju depozitarnu agenciju koja osigurava da će se proces prijeboja i namire između kupca i prodavatelja vrijednosnog papira odvijati s punom pravnom sigurnošću.<sup>77</sup> U Hrvatskoj je to Središnje klirinško depozitarno društvo koje posluje kao središnji depozitorij vrijednosnih papira, odnosno registar nematerijaliziranih vrijednosnih papira, gdje u elektroničkom zapisu vodi podatke o izdavateljima, vrijednosnim papirima, računima vrijednosnih papira i imateljima vrijednosnih papira. Neke od djelatnosti odnose se na: upravljanje središnjim depozitorijem nematerijaliziranih vrijednosnih papira, vođenje središnjeg registra financijskih instrumenata, upravljanje sustavom poravnanja i namire transakcija vrijednosnim papirima, poslove pohrane dionica u postupcima preuzimanja dioničkih društava, poslove isplate iz nematerijaliziranih vrijednosnih papira, usluge povjereništva te određivanje ISIN i CFI oznaka. Svoju djelatnost obavlja u skladu sa Zakonom o tržištu kapitala, a njezin rad nadzire HANFA.<sup>78</sup>

Sve ranije navedene sudionike moglo bi se predstaviti kao „igrače“ na tržištu kapitala, dok bi se Zagrebačku burzu moglo predstaviti kao njihovo „igralište“. Zagrebačka burza u današnjem obliku osnovana je 1991. godine od strane 25 banaka i 2 osiguravajuća društva kao centralno mjesto trgovine vrijednosnim papirima koja bi trebala predstavljati okosnicu hrvatskog tržišta kapitala. Navedene funkcije Zagrebačka burza obavlja i danas, a trgovina vrijednosnih papira odvija se putem elektroničkog trgovinskog sustava. Detaljan opis Zagrebačke burze, njezina struktura i funkcije objasniti će se u idućem poglavlju.<sup>79</sup>

---

<sup>77</sup> M.Cingula, M.Klačmer, Financijske institucije i tržište kapitala, Fakultet organizacije i informatike Sveučilišta u Zagrebu, Varaždin, 2003. str. 45.

<sup>78</sup> Središnje klirinško depozitarno društvo, 2024.,

Dostupno na: <https://www.skdd.hr/portal/f?p=100:1:33564621582835>: [20. srpnja 2024.]

<sup>79</sup> AgramBrokeri, Zagrebačka Burza, 2024., Dostupno na: <https://www.agram-brokeri.hr/zagrebacka-burza/1784> [20. srpnja 2024.]

### 3.2. Financijski instrumenti na tržištu kapitala

Financijski instrumenti koji se trguju na tržištu kapitala imaju rok dospijeca duži od godinu dana ili predstavljaju trajne vrijednosti. Vrijednosnice tržišta kapitala mogu se klasificirati u dvije glavne kategorije. Prva kategorija uključuje obveznice, koje su dužnički vrijednosni papiri, dok druga kategorija obuhvaća dionice, koje predstavljaju vlasničke vrijednosne papire.

Prema definiciji HNB-a, obveznice tržišta kapitala predstavljaju dugoročne dužničke vrijednosne papire s rokom dospijeca duljim od jedne godine. Obveznica djeluje tako da kupac obveznice, posuđuje iznos na koji obveznica glasi njenom izdavatelju, a izdavatelj obveznice jamči da će tijekom utvrđenog razdoblja imatelju obveznice isplaćivati godišnje kamate u utvrđenom iznosu te na dan dospijeca obveznice vratiti iznos na koji ona glasi. Obveznice mogu biti podijeljene prema više različitih kriterija.

Prema izdavatelju	Prema primarnom tržištu	Prema kamatnim stopama	Prema učestalosti isplate kamate	Prema učestalosti isplate glavnice
Državne obveznice	Domaće obveznice	Obveznice s fiksnom kamatnom stopom	Diskonten obveznice	Jednokratno
Municipalne (gradske i općinske) obveznice	Strane obveznice	Obveznice s promijenjivom kamatnom stopom	Obveznice s godišnjom isplatom kamata	Amortizirajuće obveznice
Korporativne obveznice	Euroobveznice	Obveznice s kombiniranom kamatnom stopom	Obveznice s isplatom kamata češće od godine dana	Amortifirajući fond
Bankovne obveznice				Opozive obveznice

<sup>80</sup>**Tablica 3.** Vrste obveznica

<sup>80</sup> Izrada autora prema podacima: Hrvatska poštanska banka, Vrste i značajke financijskih instrumenata i s njima povezanih rizika, 2016.,

Obveznice predstavljaju relativno siguran vrijednosni papir. Prema izdavatelju, najsigurnije su obično one koje izdaje država zato što je vjerojatnost državnog bankrota vrlo niska. Osim toga, država ima mogućnost povećanja novčane mase putem "printanja" novog novca, što dodatno smanjuje rizik neispunjenja obveza. Municipalne obveznice izdaju općine, gradovi ili jedinice lokalne samouprave. Što je vrijednosni papir sigurniji, to će prinos u većini slučajeva biti manji.

Korporativne obveznice smatraju se najrizičnijim obvezničkim vrijednosnim papirima, ali i unutar korporativnih obveznica postoji podjela ovisno o njihovoj sigurnosti. Kreditni rejting obveznice označava sposobnost izdavatelja da ispunjava svoje financijske obveze, odnosno da isplaćuje kamate i glavicu prema dogovorenim uvjetima. Bitno je napomenuti da i korporativne obveznice s nižim kreditnim rejtingom nisu nužno "loša" investicija, već samo nose veći rizik u usporedbi s obveznicama višeg rejtinga. Dodatna razina sigurnosti kod korporativnih obveznica može proizaći iz prava imatelja obveznice da, u slučaju neispunjavanja obveza izdavatelja, stekne pravo na imovinu izdavatelja.<sup>81</sup> Svaka obveznica, bilo da je državna, municipalna ili korporativna, sastoji se od nominalne vrijednosti i kuponske stope. Nominalna vrijednost obveznice predstavlja iznos koji izdavatelj mora isplatiti po dospijeću obveznice, dok kuponska stopa predstavlja kamatnu stopu koju izdavatelj mora plaćati.<sup>82</sup> Što se tiče kamatne stope, obveznice se mogu podijeliti prema vrsti kamatne stope te prema učestalosti isplate. Vrsta kamatne stope odnosi se na to je li kamatna stopa fiksna, promjenjiva ili kombinirana. Svaka vrsta kamatne stope ima svoje prednosti i nedostatke, a njihova profitabilnost, kako za investitore tako i za izdavatelje, uvelike ovisi o kretanjima na financijskom tržištu. Odabir odgovarajuće vrste kamatne stope može značajno utjecati na rizike i potencijalne povrate, stoga je ključno pažljivo razmotriti trenutne i očekivane tržišne uvjete prilikom donošenja

---

Dostupno na: [https://www.hpb.hr/UserDocsImages/uvjeti-poslovanja-naknade-i-kamatne-stope/vazeci-uvjeti-poslovanja/DODATAK\\_1\\_Op\\_im\\_uvjetima\\_-\\_Vrste\\_i\\_zna\\_ajke\\_financijskih\\_instrumenata\\_i\\_s\\_njima\\_povezanih\\_rizika\\_2016.pdf?vel=957861](https://www.hpb.hr/UserDocsImages/uvjeti-poslovanja-naknade-i-kamatne-stope/vazeci-uvjeti-poslovanja/DODATAK_1_Op_im_uvjetima_-_Vrste_i_zna_ajke_financijskih_instrumenata_i_s_njima_povezanih_rizika_2016.pdf?vel=957861)

[20. srpnja 2024.]

<sup>81</sup> Frederic S. Miskin, Stanley G. Eakins, Financijska tržišta + institucije, Mate d.o.o., Zagreb, 2005., str. 245

<sup>82</sup> Frederic S. Miskin, Stanley G. Eakins, Financijska tržišta + institucije, Mate d.o.o., Zagreb, 2005., str. 245

odluke. Učestalost isplate kamate također igra značajnu ulogu kako za investitora, tako i za izdavatelja. Što se tiče investitora, češća isplata kamate omogućuje veću likvidnost i pruža mogućnost daljnjeg reinvestiranja sredstava. S druge strane, za izdavatelja češća isplata kamata može predstavljati veći financijski teret zato što smanjuje sredstva koja bi mogla biti upotrijebljena za druge produktivnije investicije te povećava administrativne troškove zbog česte obrade isplata.

Prema načinu isplate glavnice, obveznice se dijele na jednokratne, amortizirajuće i opozive. Kod jednokratnih obveznica, glavnica se isplaćuje u cijelosti na dan dospijea obveznice. Amortizirajuće obveznice omogućuju postepenu isplatu glavnice i odgovarajućih kamata u obliku godišnjih, polugodišnjih ili tromjesečnih anuiteta. Opozive obveznice omogućuju izdavatelju da prijevremeno otkupi obveznice prije njihova dospijea. Mogućnost opoziva obično zahtijeva protek određenog vremena od izdavanja obveznice do trenutka kada se ona može opozvati. Cijena po kojoj izdavatelj otkupljuje obveznicu obično je jednaka nominalnoj vrijednosti ili nešto viša, uz dodatak godišnjih kamata.<sup>83</sup>

Dionice s druge strane predstavljaju vrijednosne papire s pravom vlasništva u nekom dioničkom društvu.<sup>84</sup> Dioničar posjeduje udio u poduzeću razmjerno postotku dionica koje se nalaze u njegovom vlasništvu. Zarada od dionica može se ostvarivati na dva načina. Prvi način kapitalna je dobit, koja proizlazi iz razlike između kupovne i prodajne cijene dionice. Drugi način je putem dividendi, koje se isplaćuju iz dobiti poduzeća.

Za razliku od obveznica, dionice predstavljaju znatno rizičniji oblik vrijednosnih papira. Taj rizik proizlazi iz nekoliko čimbenika. Prvi je pad cijene dionica, što može rezultirati gubitkom kapitala za investitora. Drugi je neizvjesnost isplate dividendi, koji uvelike

---

<sup>83</sup> Frederic S. Miskin, Stanley G. Eakins, Financijska tržišta + institucije, Mate d.o.o., Zagreb, 2005., str. 253

<sup>84</sup> Hrvatska poštanska banka, Vrste i značajke financijskih instrumenata i s njima povezanih rizika, 2016., Dostupno na: [https://www.hpb.hr/UserDocsImages/uvjeti-poslovanja-naknade-i-kamatne-stope/vazeci-uvjeti-poslovanja/DODATAK\\_1\\_Op\\_im\\_uvjetima\\_-\\_Vrste\\_i\\_znacajke\\_financijskih\\_instrumenata\\_i\\_s\\_njima\\_povezanih\\_rizika\\_2016.pdf?vel=957861](https://www.hpb.hr/UserDocsImages/uvjeti-poslovanja-naknade-i-kamatne-stope/vazeci-uvjeti-poslovanja/DODATAK_1_Op_im_uvjetima_-_Vrste_i_znacajke_financijskih_instrumenata_i_s_njima_povezanih_rizika_2016.pdf?vel=957861)  
[20. srpnja 2024.]

ovisi o financijskom stanju poduzeća. Osim toga, u slučaju financijskih poteškoća ili stečaja poduzeća, dioničari su zadnji u redu za isplatu, nakon vjerovnika i vlasnika obveznica, što dodatno povećava rizik.<sup>85</sup> Dionice su također vrlo osjetljive na gospodarska kretanja, a karakterizira ih i rizik likvidnosti. Unatoč znatno većem riziku u usporedbi s obveznicama, dionice pružaju mogućnost ostvarivanja zarade koja može višestruko nadmašiti početnu investiciju. Iako rizične predstavljaju temelje svakog kvalitetnog financijskog portfelja te se smatraju „kraljevima“ sekundarnog tržišta kapitala.

Po sadržaju prava koje daju dionice se mogu podijeliti na redovne i povlaštene. Redovne dionice svom imaocu osiguravaju pravo glasa na glavnoj skupštini društva, pravo na isplatu dijela dobiti društva (dividendu) te pravo na isplatu dijela ostatka likvidacijske, odnosno stečajne mase društva nakon podmirenja svih obveza prema vjerovnicima. Vlasnici redovnih dionica snose veći rizik zato što su posljednji u redu za isplatu u slučaju likvidacije.

Povlaštene dionice, s druge strane, svom imaocu osiguravaju određene povlastice, kao što su pravo na fiksnu ili unaprijed utvrđenu dividendu u novčanom iznosu ili kao postotak od nominalne vrijednosti dionice. Vlasnici povlaštenih dionica imaju pravo prvenstva pri isplati dividende, a u slučaju likvidacije društva, pravo na isplatu ostatka likvidacijske ili stečajne mase prije vlasnika redovnih dionica, ali nakon podmirenja vjerovnika. Povlaštene dionice često ne daju pravo glasa na glavnoj skupštini, osim u posebnim okolnostima određenim statutom društva. Ovisno o statutu društva, povlaštene dionice mogu imati i druga prava, poput prava na kumulativne dividende ili mogućnost pretvaranja u redovne dionice.<sup>86</sup>

---

<sup>85</sup> Frederic S. Miskin, Stanley G. Eakins, *Financijska tržišta + institucije*, Mate d.o.o., Zagreb, 2005., str. 258.

<sup>86</sup> Zakon o trgovačkim društvima, Narodne novine, NN 111/93, 34/99, 121/99, 52/00, 118/03, 107/07, 146/08, 137/09, 125/11, 152/11, 111/12, 68/13, 110/15, 40/19, 34/22, 114/22, 18/23, 130/23.

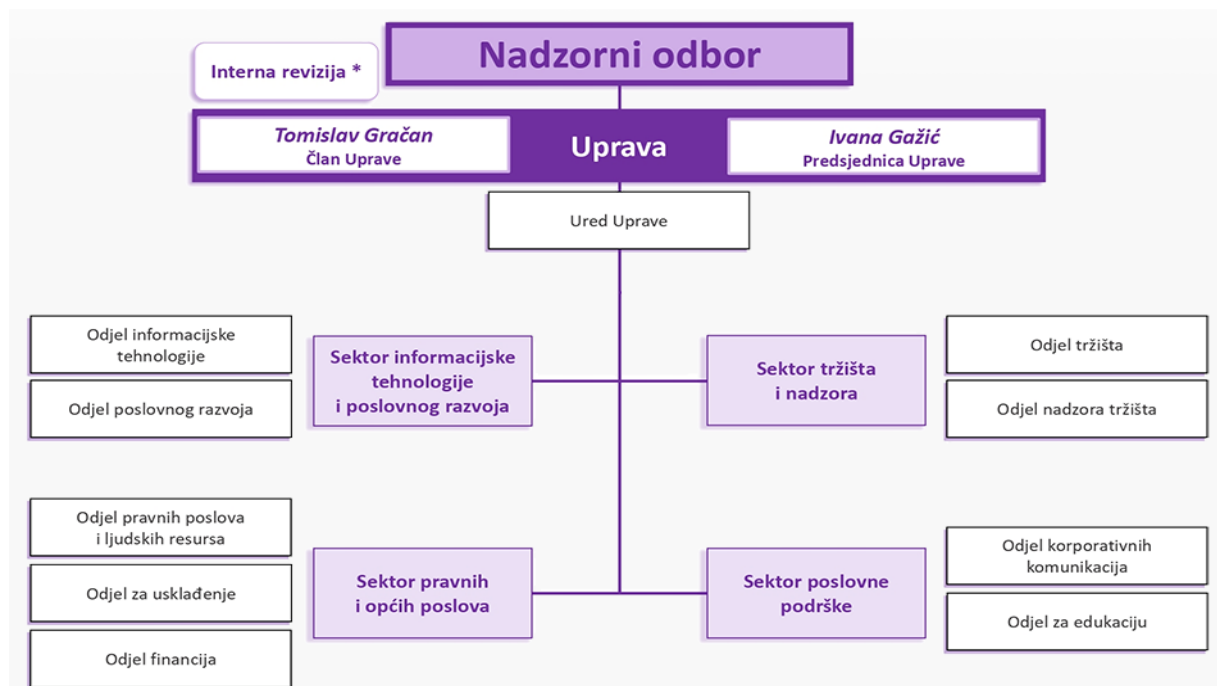


### 3.3. Organizacijska struktura Zagrebačke burze

Burza predstavlja središnje mjesto trgovanja na sekundarnom tržištu kapitala te igra ključnu ulogu u osiguravanju stabilnosti i učinkovitosti tržišta kapitala. Omogućuje transparentno, sigurno, učinkovito i održivo trgovanje vrijednosnim papirima, pruža pristup relevantnim informacijama te značajno doprinosi likvidnosti tržišta kapitala.

U Republici Hrvatskoj trgovanje na sekundarnom tržištu kapitala vrši se putem Zagrebačke burze. Organizacijska struktura burze:

- Nadzorni odbor
- Uprava društva
- Odjeli i funkcije



<sup>87</sup>Slika 1. Organizacijska struktura Zagrebačke burze (izvor: <https://zse.hr/hr/organizacijska-struktura/268>)

<sup>87</sup>Zagrebačka burza, Organizacijska struktura, 2023.,  
Dostupno na : <https://zse.hr/hr/organizacijska-struktura/268> [21. srpnja 2024.]

Detaljna organizacijska struktura Zagrebačke burze, o kojoj odlučuje Uprava, uređena je Statutom društva. Statut ujedno definira i djelatnosti kojima se društvo bavi:

1. Upravljanje uređenim tržištima
2. Prikupljanje, obrada i objavljivanje podataka o trgovanju
3. Upravljanje multilateralnom trgovinskom platformom
4. Razvoj, održavanje i raspolaganje računalnim programima za upravljanje uređenim tržištem, prikupljanje, obradu i objavljivanje podataka o trgovanju, organizaciju i provedbu izobrazbe namijenjene sudionicima tržišta kapitala
5. Usluge organizacije i provedbe izobrazbe namijenjene sudionicima tržišta kapitala
6. Izdavačka djelatnost
7. Dodjeljivanje i administriranje jedinstvenih identifikacijskih oznaka LEI (engl. Legal Entity Identifier)
8. Objavljivanje izvješća o trgovanju za račun investicijskih društava
9. Usluge informacijskog društva

Poslove društva vodi Uprava društva koja se sastoji od dva člana koji upravu zastupaju samostalno ili pojedinačno te se biraju na rok od najviše 5 godina. Funkcioniranje i rad uprave uređen je Poslovníkom o radu Uprave dok je predsjednik Uprave odabran od strane nadzornog odbora.

Nadzorni odbor sastoji se od najviše 9 članova, koji se biraju sukladno odredbama propisa koji uređuju tržište kapitala te osnivanje i poslovanje trgovačkih društava. Članove Nadzornog odbora bira Glavna skupština na mandat od tri godine. Nakon imenovanja, članovi Nadzornog odbora iz svojih redova biraju predsjednika i zamjenika predsjednika. Nadzorni odbor djeluje na sjednicama i putem komisija koje može osnovati, može ovlastiti jednog od svojih članova ili stručnu osobu izvan Nadzornog odbora za određene zadatke. U okviru svojih ovlasti, Nadzorni odbor obavlja sljedeće funkcije:

1. Imenuje i opoziva upravu društva
2. Zastupa društvo prema upravi i sklada ugovore o radu s upravom društva
3. Nadzire rad i poslovanje društva

4. Daje suglasnost na odluke i druge akte Uprave društva kada je to propisano zakonom ili statutom.
5. Podnosi Glavnoj skupštini godišnje izvješće o obavljenom nadzoru
6. Odlučuje o izmjeni Statuta društva ukoliko se radi o usklađivanju njegova teksta sa odlukama nadležnih tijela društva
7. Imenuje i razrješava članove svojih komisija u svrhu pripreme odluka koje donosi i nadzire njihovo provođenje
8. Donosi Poslovnik o svom radu, ukoliko utvrdi da je to svrhovito

Odjeli unutar organizacijske strukture Zagrebačke burze svrstani su u različite sektore, koji grupiraju srodne funkcije radi efikasnijeg upravljanja i operativnosti. Tako u sektor informacijske tehnologije i poslovnog razvoja pripada: odjel informacijske tehnologije i odjel poslovnog razvoja. U sektor pravnih i općih poslova pripada: odjel pravnih poslova i ljudskih resursa, odjel za usklađenje, odjel financija. U sektor tržišta i nadzora: odjel tržišta i odjel nadzora tržišta. U sektor poslovne podrške: odjel korporativnih komunikacija i odjel za edukaciju.<sup>88</sup>

---

<sup>88</sup> Zagrebačka burza, Organizacijska struktura, 2023.,  
Dostupno na : <https://zse.hr/?id=380> [21. srpnja 2024.]

#### 4. PRIKAZ UTJECAJA INFLACIJE NA KRETANJE DIONICA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Iako povijesni podaci pokazuju da dionice najbolje kotiraju kada se inflacija kreće između 2% i 3%, ne postoji jednoznačan odgovor koji u potpunosti obuhvaća utjecaj inflacije na kretanje dionica.<sup>89</sup> Tržište kapitala treba promatrati kao dinamičan sustav u kojem isti input može dovesti do različitih ishoda zbog različitih reakcija investitora. Prilikom donošenja investicijskih odluka, investitori uzimaju u obzir niz faktora, pri čemu posebnu pozornost obraćaju na očekivanu dobit kompanija. Utjecaj inflacije na vrijednost dionica ovisi upravo o tome kako investitori percipiraju njezin potencijalni utjecaj na korporativnu dobit, bilo da je riječ o rastu ili padu inflacije.

Stanje niske i stabilne inflacije pozitivno je povezano s rastom vrijednosti dionica. Stabilna inflacija od 2% do 3% smatra se izrazito poželjnom za gospodarstvo.<sup>90</sup> Razdoblje takve “idealne“ inflacije obilježeno je sigurnošću, stabilnošću i povjerenjem u financijski sustav. Navedena situacija idealna je za razvitak poduzeća, što prepoznaju i investitori. Središnja banka održava relativno nisku kamatnu stopu, što rezultira smanjenim troškovima zaduživanja koji potiču ulaganje i širenje poduzeća. Niske kamatne stope također prebacuju fokus investitora sa obveznica na dionice. Investitori ovu situaciju smatraju izrazito povoljnom za kompanije i njihov profit pa su skloniji ulaganju u dionice što naravno rezultira njihovim rastom.

Ukoliko inflacija počne kontinuirano padati ispod 2% uočava se njezin negativni utjecaj na vrijednost dionica. U takvim uvjetima dolazi do smanjenja potrošnje, investicija, povećanja realnog duga, stagnacije gospodarskog rasta te stvaranja opće nesigurnosti u društvu. Svi ovi faktori negativno utječu na kretanje dionica. Investitori pretpostavljaju da

---

<sup>89</sup>Zucchi K., *Inflation's impact on Stock Returns*, Investopedia, 29. kolovoza 2023.,

Dostupno na: <https://www.investopedia.com/articles/investing/052913/inflations-impact-stock-returns.asp>  
[1. kolovoza 2024]

<sup>90</sup> Europska središnja banka, *Inflacija i potrošačke cijene*, 2024.,

Dostupno na: [https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic\\_and\\_sectoral/hicp/html/index.hr.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic_and_sectoral/hicp/html/index.hr.html)  
[1. kolovoza 2024]

kompanije neće moći osigurati prihvatljivu razinu profita zbog problema uzrokovanih deflacijom, što u konačnici rezultira padom vrijednosti dionica.

U slučaju kontinuiranog rasta inflacije mogu se očekivati različiti ishodi, ovisno o brzini rasta inflacije te je li inflacija bila očekivana ili ne. Ukoliko je inflacija bila očekivana te je rasla umjereno ne bi trebala imati negativan utjecaj na dionice. Nominalna vrijednost dionica trebala bi pratiti inflatorna kretanja, pod uvjetom da korporacije uspješno preusmjere povećane troškove na potrošače ili na drugi način neutraliziraju utjecaj inflacije na svoju profitabilnost. Slična situacija trebala bi se i dogoditi prilikom bržeg rasta inflacije, ako je on bio očekivan. Problem nastaje kada inflacija dođe neočekivano i počne ubrzano rasti. Takva situacija izrazito negativno utječe na percepciju investitora, koji u takvim situacijama brzo prodaju svoje dionice rezultirajući padom njihove vrijednosti. Ista situacija vrijedi kada visoka inflacija počne padati. Ukoliko je pad inflacije bio očekivan te umjeren utjecaj na vrijednost dionica trebao bi biti pozitivan ili u najmanju ruku neutralan. Slična situacija trebala bi se dogoditi, ako inflacija pada brže ukoliko je bila očekivana. S druge strane, neočekivani i ubrzan pad inflacije imat će negativne utjecaje na vrijednosti dionica (niti jedna od navedenih reakcija nije apsolutna te uvijek postoji mogućnost anomalija).

Važno je naznačiti da promjena u razini inflacije također ne utječe jednako na različite vrste dionica. Ako se analizira utjecaj inflacije na tzv. „growth stocks“, koje su definirane kao dionice tvrtki čija vrijednost, prihodi, dobit ili novčani tok raste brže od ostatka tržišta, uočava se da ove dionice najbolje kotiraju u uvjetima niske inflacije, kada postoji obilje „jeftinog“ kapitala za njihov razvoj. Međutim, u slučaju smanjenja dostupnosti „jeftinog“ novca, što je posljedica povećanja kamatnih stopa od strane središnjih banaka kao odgovor na visoku inflaciju, „growth stocks“ podložne su značajnim negativnim učincima.<sup>91</sup>

S druge strane, „value stocks“ predstavljaju dionice tvrtki koje na burzi kotiraju niže nego što bi u stvari trebale. Karakterizira ih niski omjer vrijednosti nasuprot zarade, relativna

---

<sup>91</sup> Adams M., *How To Invest In Growth Stocks*, Forbes advisor, 30. travnja 2024., Dostupno na: [What Are Growth Stocks? – Forbes Advisor](#) [1. kolovoza 2024.]

stabilnost i niska razina volatilitnosti te visoki prinosi od dividendi.<sup>92</sup> „Value stocks“ najčešće su povezane s velikim i uglednim kompanijama koje privlače investitore zainteresirane za dugoročna ulaganja s nižim razinama rizika i stabilnim isplata dividendi. U uvjetima visoke inflacije, ove dionice obično ostvaruju bolji učinak u usporedbi s „growth stocks“, zahvaljujući svojoj stabilnosti i otpornosti na ekonomske promjene.

#### 4.1. Utjecaj inflacije na likvidnost i indekse ZSE

Likvidnost vrijednosnica predstavlja mogućnost, odnosno koliko brzo, lako i jeftino se vrijednosnica može konvertirati u novac bez većih troškova. Likvidnost vrijednosnica na sekundarnom tržištu određuje dubina samog tržišta.<sup>93</sup>

Zagrebačka burza računa 11 dioničkih indeksa te 2 obveznička indeksa.

CROBEXC prvi je dionički indeks koji je Zagrebačka burza počela računati još 1997. godine. Ovaj indeks pripada u kategoriju cjenovnih indeksa, pri čemu je težina svake dionice u indeksu određena prema njezinoj free float tržišnoj kapitalizaciji, koja se izračunava množenjem broja izdanih dionica s trenutnom tržišnom cijenom jedne dionice. CROBEXC uključuje najlikvidnije dionice s najvećom tržišnom kapitalizacijom na tržištu, pri čemu nijedna pojedina dionica ne smije činiti više od 10% ukupnog udjela u indeksu. Bazna vrijednost je 1000 bodova.<sup>94</sup>

Kako bi neka dionica bila uključena u navedeni indeks mora ispunjavati određene uvjete:

---

<sup>92</sup>Cussen M. P., *Value or Growth Stocks: Which is better?*, Investopedia, 27. srpnja 2023.,

Dostupno na: [Value or Growth Stocks: Which Is Better? \(investopedia.com\)](https://www.investopedia.com/terms/v/value-growth-stocks-which-is-better/) [1. kolovoza 2024]

<sup>93</sup> Frederic S. Miskin, Stanley G. Eakins, *Financijska tržišta + institucije*, Mate d.o.o., Zagreb, 2005., str. 234.

<sup>94</sup> Zagrebačka burza, *Indeksi*, 2024., Dostupno na: [Indeksi \(zse.hr\)](https://www.zse.hr/indeksi/) [15. kolovoza 2024.].

1. U obzir se uzimaju samo dionice uvrštene na uređeno tržište kojima se trgovalo više od 75% ukupnog broja trgovinskih dana u šestomjesečnom razdoblju koje prethodi reviziji.
2. Dionica mora zadovoljavati kriterij udjela u free float tržišnoj kapitalizaciji.
3. Dionica mora zadovoljavati određeni udjel u prometu ostvarenom unutar knjige ponuda u prethodnih 6 mjeseci.

Svakom od navedenih kriterija propisuje se težina od 50%. Računa se vagani tržišni udjel i dionice se rangiraju prema njemu. U sastav indeksa ulazi najmanje 15, a najviše 25 dionica s najvećim rangom.<sup>95</sup>

Indeks CROBEX10, koji se računa od 2009. godine, predstavlja cjenovni indeks temeljen na dionicama s najvećom free float tržišnom kapitalizacijom unutar indeksa CROBEX. Težinski udjel svake dionice u ovom indeksu određen je prema njezinoj free float tržišnoj kapitalizaciji, pri čemu je maksimalni udio pojedine dionice ograničen na 20%.<sup>96</sup>

Burzovni indeksi služe za praćenje kretanja cijelokupnog tržišta. Ovi indeksi pružaju uvid u opće tržišne trendove i poprilično dobro prikazuju trenutnu ekonomsku klimu, što pomaže u donošenju informiranih investicijskih odluka.<sup>97</sup>

---

<sup>95</sup> Zagrebačka burza, Odluka o indeksu CROBEX ®, 2020.,  
Dostupno na: [Microsoft Word - 2020-CROBEX-Odluka.doc \(zse.hr\)](#) [15. kolovoza 2024].

<sup>96</sup> Zagrebačka burza, Indeksi, 2024., Dostupno na: [Indeksi \(zse.hr\)](#) [15. kolovoza 2024]

<sup>97</sup> Frederic S. Miskin, Stanley G. Eakins, Financijska tržišta + institucije, Mate d.o.o., Zagreb, 2005., str. 261.

# CROBEX

Kretanje indeksa u zadnjih 5 godina ▾



<sup>98</sup> **Graf 5.** Kretanje indeksa CROBEX u zadnjih 5 godina

Godina	2020.	2021.	2022.	2023.
Nominalni godišnji pad/rast	-14,29%	17,76%	-7,78%	26,77%
Prosječna godišnja inflacija	0,1%	2,6%	10,8%	8%
Realni godišnji pad/rast	-14,38%	14,78%	-16,77%	17,38%

<sup>99</sup> **Tablica 4.** Realni pad/rast vrijednosti CROBEX indeksa po godinama od 2020.-2023.

<sup>98</sup> Zagrebačka burza, Indeks CROBEX, 2024., Dostupno na: [CROBEX \(zse.hr\)](https://zse.hr) [15. kolovoza 2024]

<sup>99</sup> Izrada autora prema podacima sa: Zagrebačka burza, Indeks CROBEX, 2024., Dostupno na: [CROBEX \(zse.hr\)](https://zse.hr) [15. kolovoza 2024]



# CROBEX10

Kretanje indeksa u zadnjih 5 godina ▾



<sup>100</sup> Graf 6. Kretanje indeksa CROBEX10 u zadnjih 5 godina

Referentno razdoblje utjecaja inflacije na vrijednost i likvidnost CROBEX indeksa bit će razdoblje od 2019. do 2024. godine. Navedeno razdoblje obilježeno je drastičnim promjenama u razini inflacije. CROBEX indeks najnižu vrijednost, a ujedno i najgoru likvidnost u navedenom periodu doživljava tijekom 2020. godine. Kontrakcija agregatne potrošnje i ekonomska nesigurnost rezultirali su izrazito niskom prosječnom inflacijom od 0,1%. Pad vrijednosti indeksa predstavlja reakciju investitora na potencijalne negativne posljedice koje bi ovako niska razina inflacije mogla imati na poslovanje, odnosno dobit korporacija.

U 2021. godini prosječna inflacija porasla je na 2,6%, uglavnom potaknuta ponovnim otvaranjem gospodarstva i rastom potražnje. Ovaj rast inflacije s 0,1% na 2,6% pridonio je stabilizaciji gospodarskih uvjeta i obnovi povjerenja investitora u tržište kapitala. Obnova povjerenja odnosi se na stav investitora da će kompanije biti u mogućnosti

---

<sup>100</sup>Zagrebačka burza, Indeks CROBEX10, 2024., Dostupno na: [CROBEX10 \(zse.hr\)](https://zse.hr) [15. kolovoza 2024]

optimizirati troškove i poboljšati profitabilnost prenoseći dio tih povećanja troškova na krajnje kupce.

Razdoblje tijekom 2022. godine obilježeno je izrazito visokom prosječnom inflacijom od 10,8%. Porast inflacije nije imao drastičan negativan utjecaj na kretanje vrijednosti CROBEX indeksa, ali ni vrijednost indeksa nije rasla razmjerno s inflacijom. Razlog tome proizlazi iz toga da je dio investitora smatrao da će kompanije biti u mogućnosti povećanje troškova prebaciti na svoje kupce, dok je drugi dio smatrao situaciju previše nesigurnom te investirao u sigurnije vrijednosne papire. Negativni utjecaj visoke inflacije povećao se u trećem i četvrtom kvartalu kada na tržištu dolazi do kontinuiranog pada vrijednosti indeksa. Sve viša razina inflacije unijela je povećanu dozu nesigurnosti koja je rezultirala povlačenjem novog dijela investitora u sigurnije investicije.

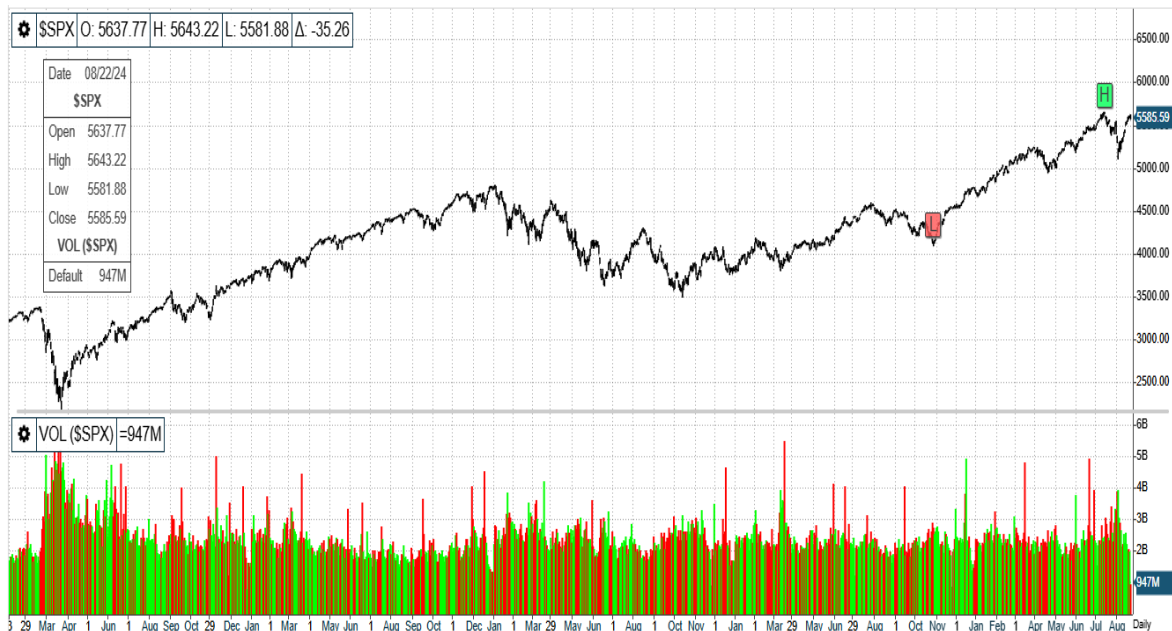
Tijekom 2023. godine dolazi do pada razine inflacije. Pad prosječne inflacije od 10,8% u 2022. godini, na 8% u 2023. godini te na 2,2% u trećem kvartalu 2024. godine imao je izuzetno povoljan utjecaj na kretanje CROBEX indeksa. Niska i stabilna inflacija pozitivno je utjecala na investitore, što je u konačnici rezultiralo porastom vrijednosti indeksa. Ponovno je potvrđeno da razdoblje niske i stabilne inflacije najbolje djeluje na likvidnost i vrijednost indeksa.

#### **4.2. Usporedba s New York Stock Exchange**

New York Stock Exchange smatra se najpristupljivijom i najvećom burzom na svijetu. Karakterizira ju visoka razina transparentnosti, likvidnosti te tržišna kapitalizacija od oko 23 bilijuna dolara. Ekvivalent CROBEX indeksu Zagrebačke burze na američkom tržištu predstavlja S&P 500 indeks. S&P 500 prati kretanja dionica 500 najvećih kompanija kojima se trguje u Sjedinjenim Američkim Državama

Godina	2020.	2021.	2022.	2023.
Nominalni godišnji pad/rast	16,11%	24,61%	-17,90%	22,45%
Prosječna godišnja inflacija	1,8%	1,2%	4,7%	4,1%
Realni godišnji pad/rast	14,06%	23,13%	-21,59%	17,63%

<sup>101</sup> **Tablica 5.** Realni pad/rast vrijednosti S&P 500 indeksa po godinama od 2020.-2023



<sup>102</sup> **Graf 7.** Kretanje S&P 500 indeks od 2019.-2024.

Iz prikazanog grafa može se uočiti da S&P 500 indeks pokazuje značajno veću razinu stabilnosti u odnosu na različite vrste inflacije u usporedbi s CROBEX indeksom. Ova stabilnost može se pripisati: diverzifikaciji indeksa, veličini kompanija te stavovima investitora.

S&P 500 indeks uključuje 500 najvećih američkih kompanija iz različitih sektora, što doprinosi visokoj razini diversifikacije. Ova diversifikacija omogućava da se utjecaj inflacije rasporedi među različitim kompanijama unutar indeksa od kojih neke bolje, a neke lošije reagiraju na promjene u inflacijskom okruženju. Kompanije uključene u S&P

<sup>101</sup> Izrada autora prema podacima: The New York stock exchange, 2024., Dostupno na: [The New York Stock Exchange | NYSE](https://www.nyse.com/) [16. kolovoza 2024.].

<sup>102</sup> The New York stock exchange, 2024., Dostupno na: [The New York Stock Exchange | NYSE](https://www.nyse.com/) [16. kolovoza 2024.].

500 indeks globalne su kompanije koje posjeduju razvijene strategije i resurse za upravljanje različitim vrstama inflacije, što dodatno stabilizira indeks.

S druge strane, CROBEX indeks obuhvaća većinom lokalne i regionalne kompanije koje su podložne utjecaju unutarnje inflacije. Zbog ograničenog pristupa resursima, tržištima i njihovog regionalnog karaktera nisu u mogućnosti neutralizirati inflaciju na način kao kompanije uključene u S&P 500 indeks.

Treći važan faktor percepcija je investitora. Investitori imaju puno veće povjerenje u kompanije koje čine S&P 500 indeks, što rezultira većom stabilnošću indeksa unutar razdoblja promijenjive inflacije. Povjerenje investitora u S&P 500 rezultat je visoke transparentnosti, dugoročnog uspjeha i stabilnosti kompanija unutar indeksa.

Kombinacija visoke diversifikacije S&P 500 indeksa, uključenost multinacionalnih korporacija i snažno povjerenje investitora u kompanije S&P 500 indeksa, ključni su čimbenici koji objašnjavaju njegovu veću stabilnost u odnosu na CROBEX indeks.

### 4.3. Usporedba s London stock Exchange

London Stock Exchange smatra se jednom od najstarijih i najvažnijih burza na svijetu. Tržišna kapitalizacija burze kreće se oko 4 bilijuna dolara. Ekvivalent hrvatskog CROBEX indeksa te američkog S&P 500 indeks za Ujedinjeno Kraljevstvo predstavlja FTSE 100 indeks koji uključuje 100 najvećih kompanija kojima se trguje na Londonskoj burzi.

Godina	2020.	2021.	2022.	2023.
Nominalni godišnji pad/rast	-14,7%	14,30%	-0,45%	0,44%
Prosječna godišnja inflacija	0,85%	2,59%	9,07%	7,31%
Realni godišnji pad/rast	-15,42%	11,41%	-8,73%	-6,40%

<sup>103</sup> **Tablica 6.** Realni pad/rast vrijednosti FTSE 100 indeksa po godinama od 2020.-2023.

<sup>103</sup> Izrada autora prema podacima: The London Stock Exchange, 2024., Dostupno na: [FTSE 100 FTSE overview | London Stock Exchange](#)> [17. kolovoza 2024.].



<sup>104</sup> **Graf 8.** Kretanje FTSE 100 indeksa od 2019.-2024.

Kretanje FTSE 100 indeksa može se usporediti s kretanjima S&P 500 indeksa. FTSE 100 indeks također obilježava visoka diversifikacija, prisutnost multinacionalne korporacije i visoka razina povjerenja investitora. Ipak FTSE 100 indeks nije toliko stabilan kao američki S&P 500 indeks. Manja stabilnost može se prepisati većem udjelu kompanija za koje investitori smatraju da su osjetljivije na razdoblja promjenjive inflacije. Drugi se razlog svakako odnosi na povjerenje investitora u kompanije uključene u FTSE 100 indeks. Važno je napomenuti da povjerenje investitora u kompanije FTSE 100 indeksa i CROBEX indeksa nije nisko, nego je povjerenje investitora u S&P 500 indeks izrazito visoko.

<sup>104</sup>The London Stock Exchange, 2024., Dostupno na: [FTSE 100 FTSE overview | London Stock Exchange](#)> [17. kolovoza 2024.].

## 5.PRIKAZ UTJECAJA INFLACIJE NA OBVEZNICE U REPUBLICI HRVATSKOJ

Inflacija u Republici Hrvatskoj djeluje na obveznice izravno i neizravno. Izravni učinak inflacije ogleda se kroz njezin utjecaj na realnu vrijednost obveznica, dok se neizravni učinak očitava kroz njezin utjecaj na promjene kamatnih stopa.

Prilikom rasta inflacije dolazi do pada realne kamatne stope i obezvrijeđivanja stvarne vrijednosti glavnice obveznice. Pad inflacije, s druge strane, rezultira porastom realne kamatne stope i povećanjem stvarne vrijednosti glavnice obveznice. Ovo vrijedi samo za obveznice s fiksom kamatnom stopom. Kod obveznica s promijenjivom kamatnom stopom prilikom rasta inflacije dolazi do rasta nominalne kamatne stope kako bi se neutralizirao utjecaj inflacije, dok pad inflacije rezultira njezinim padom.

Neizravni način na koji inflacija utječe na obveznice očituje se kroz njezin utjecaj na kamatne stope. Kada inflacija raste uobičajeno dolazi do porasta kamatnih stopa. To negativno utječe na vrijednost postojećih obveznica zato što nove obveznice, koje će se izdati u budućnosti, postaju privlačnije za investitore zbog viših kamatnih stopa. S druge strane, pad inflacije pozitivno utječe na već izdane obveznice (ako su izdane tijekom razdoblja više inflacije jer se pretpostavlja da imaju veću kamatnu stopu), ali dovodi do izdavanja novih obveznica s nižom kamatnom stopom.

Obveznice kao dužnički vrijednosni papiri imaju veću primjenu u razdobljima niske inflacije, nego u razdobljima visoke inflacije. Tijekom niske inflacije, izdavatelji mogu ponuditi obveznice s relativno niskom nominalnom kamatnom stopom koje su i dalje privlačne investitorima. Nasuprot tome, u razdobljima visoke inflacije, obveznice su manje privlačne izdavateljima zato što visoka inflacija zahtijeva znatno višu nominalnu kamatnu stopu kako bi realna kamatna stopa bila dovoljno atraktivna za investitore.<sup>105</sup>

---

<sup>105</sup> Mishkin, F.S., Eakins, S.G; Financijska trzista + institucije 245.- 257.)

## 5.1. Utjecaj inflacije na atraktivnost i kamatne stope državnih obveznica

Prema podacima Zagrebačke burze, vidljivo je da se državne obveznice u Republici Hrvatskoj izdaju s različitim rokovima dospijea, koji variraju od dvije godine pa sve do dvadeset godina. Gotovo sve obveznice koriste fiksnu kamatnu stopu, pri čemu se kamate obračunavaju na godišnjoj razini. Isplate kamata vrše se periodično, najčešće svakih šest ili dvanaest mjeseci.

Prije nego što se analizira utjecaj inflacije na atraktivnost i kamatne stope državnih obveznica, važno je napomenuti da nije prikladno uspoređivati obveznice s drastično različitim rokovima dospijea. Obveznice s dužim razdobljem dospijea nose znatno veći rizik, u odnosu na one s kraćim dospijecom, prvenstveno zbog neizvjesnosti vezane uz buduće promjene kamatnih stopa i inflacije. Zbog toga, dugoročne obveznice redovito imaju znatno više kamatne stope kako bi kompenzirale investitore za preuzimanje većeg rizika.

DRŽAVNE OBVEZNICE - dospijea do 10 godina				
SIMBOL	DATUM IZDANJA	DATUM DOSPIJEĆA	KAMATNA STOPA	PERIOD ISPLATE
H24BA	27.11.2019.	27.11.2024.	0,25% - fiksna godišnji obračun	6 mj.
H253A	03.03.2020.	03.03.2025.	0,25% - fiksna godišnji obračun	6 mj.
H287A	05.07.2021.	05.07.2028.	0,50% - fiksna godišnji obračun	6 mj.
H302E	04.02.2022.	04.02.2030.	1,25% - fiksna godišnji obračun	6 mj.
H267E	15.07.2022.	15.07.2026.	2,1250% - fiksna godišnji obračun	6 mj.

<sup>106</sup> **Tablica 7.** Kretanje indeksa CROBEX10 u zadnjih 5 godina

<sup>106</sup> Izrada autora prema podacima: Zagrebačka burza, Vrijednosni papiri, 2024., Dostupno na: [https://zse.hr/hr/vrijednosni-papiri/26?status=LISTED\\_SECURITIES&model=ALL&type=ALL](https://zse.hr/hr/vrijednosni-papiri/26?status=LISTED_SECURITIES&model=ALL&type=ALL) [17. kolovoza 2024.].

Može se vidjeti da su kamatne stope obveznica pratile nisku razinu inflacije do 2021. godine. Povećanje inflacije zajedno s ekonomskom nesigurnošću nakon 2021. godine rezultiralo je rastom kamatnih stopa obveznica.

DRŽAVNE OBVEZNICE - dospijeće 10/11 godina				
SIMBOL	DATUM IZDANJA	DATUM DOSPIJEĆA	KAMATNA STOPA	PERIOD ISPLATE
H257A	09.07.2015.	09.07.2025.	4,50%- fiksna godišnji obračun	6 mj.
H26CA	14.12.2015.	14.12.2026.	4,25% - fiksna godišnji obračun	6 mj.
H282A	07.07.2017	07.02.2027	2,875% - fiksna godišnji obračun	6 mj.
H297A	09.07.2018.	09.07.2029.	2,375% - fiksna godišnji obračun	6 mj.
H338A	24.11.2023.	24.11.2033.	3,75% - fiksna godišnji obračun	6 mj.
H347A	12.07.2024.	12.07.2034.	3,50% - fiksna godišnji obračun	6 mj.

<sup>107</sup>**Tablica 8.** Državne obveznice - dospijeće 10 ili više godina

Razdoblje oko 2015. godine u Hrvatskoj, obilježeno je visokim kamatnim stopama na državne obveznice, unatoč tome što se inflacija kretala oko -0,5%. Visoke kamatne stope bile su posljedica povećane nesigurnosti i rizika koje je izrazito niska inflacija u kombinaciji sa političkom nestabilnošću i visokom razinom javnog duga donijela za sobom.

<sup>107</sup> Izrada autora prema podacima: Zagrebačka burza, Vrijednosni papiri, 2024., Dostupno na: [https://zse.hr/hr/vrijednosni-papiri/26?status=LISTED\\_SECURITIES&model=ALL&type=ALL](https://zse.hr/hr/vrijednosni-papiri/26?status=LISTED_SECURITIES&model=ALL&type=ALL) [17. kolovoza 2024.].



Ako se usporede kamatne stope obveznica izdanih u razdoblju od 2017.-2018. i 2023. godine, može se vidjeti da su obveznice izadne tijekom 2023./2024. godine imale veću kamatnu stopu kao odgovor na stanje povećanja inflacije, odnosno stanje visoke inflacije.

DRŽAVNE OBVEZNICE - dospijeće 15 ili više godina				
H34BA	27.11.2019.	27.11.2034.	1,0% - fiksna godišnji obračun	6 mj.
H403E	03.03.2020.	03.03.2040.	1,25% - fiksna godišnji obračun	6 mj.

<sup>108</sup>**Tablica 9.** Državne obveznice - dospijeće 15 ili više godina

Niska razina inflacije te pozitivna makroekonomska kretanja rezultirala su niskom razinom kamatnih stopa čak i na obveznice sa rokom dospijeća na 15 ili više godina (ako se uzme u obzir razdoblje koje je uslijedilo, može se reći da investitori nisu prošli najbolje).

Državne obveznice gotovo uvijek zadržavaju svoju atraktivnost radi sigurnosti, predvidljivog povratka i likvidnosti koje pružaju svojim investitorima.

---

<sup>108</sup> Izrada autora prema podacima: Zagrebačka burza, Vrijednosni papiri, 2024., Dostupno na: [https://zse.hr/hr/vrijednosnipapiri/26?status=LISTED\\_SECURITYES&model=ALL&type=ALL](https://zse.hr/hr/vrijednosnipapiri/26?status=LISTED_SECURITYES&model=ALL&type=ALL) [17. kolovoza 2024.].

## 5.2. Utjecaj inflacije na atraktivnost i kamatne stope korporativnih obveznica

Korporativne obveznice u Republici Hrvatskoj izdaju se većinom na razdoblja od oko 5 godina sa fiksom kamatnom stopom koja se obračunava na godišnjoj razini s periodom isplate od šest do dvanaest mjeseci.

U odnosu na državne obveznice predstavljaju znatno veći rizik investiranja. Osim roka dospjeća, na kamatne stope značajno utječu bonitet tvrtke koja izdaje obveznice i kretanje kamatnih stopa na državne obveznice. Tvrtke s visokom ocjenom boniteta često mogu izdati obveznice s nižim kamatnim stopama zato što investitori percipiraju manji rizik u njihovim obveznicama. Nasuprot tome, tvrtke s nižim ocjenama boniteta obično moraju ponuditi više kamate kako bi kompenzirale povećani rizik od neispunjavanja obveza i privukle investitore.

KORPORATIVNE OBVEZNICE				
SIMBOL	DATUM IZDANJA	DATUM DOSPIJEĆA	KAMATNA STOPA	PERIOD ISPLATE
3JDG2	18.12.2019.	18.12.2024.	1,75% - fiksna godišnji obračun	6 mj.
3ATG2	11.12.2020.	11.12.2025.	0,875% - fiksna godišnji obračun	6 mj.
3MSA	20.07.2021.	20.07.2026.	0,7% - fiksna godišnji obračun	6 mj.
3INA	06.12.2021.	06.12.2026.	0,875% - fiksna godišnji obračun	6 mj.
3RIB6	26.06.2023.	26.06.2026.	4,50% - fiksna godišnj obračun	12 mj.
3ZGH2	11.07.2023.	11.07.2028.	4,90% - fiksna godišnji obračun	6 mj. <sup>5</sup>

<sup>109</sup> **Tablica 10.** Korporativne obveznice

<sup>109</sup> Izrada autora prema podacima: Zagrebačka burza, Vrijednosni papiri, 2024., Dostupno na: [https://zse.hr/hr/vrijednosni-papiri/26?status=LISTED\\_SECURITIES&model=ALL&type=ALL](https://zse.hr/hr/vrijednosni-papiri/26?status=LISTED_SECURITIES&model=ALL&type=ALL) [17. kolovoza 2024.].

Iako tržište korporativnih obveznica u Republici Hrvatskoj nije razvijeno kao u nekim drugim Europskim zemljama, može se potvrditi da kamatne stope korporativnih obveznica također prate porast razine inflacije.

Atraktivnost korporativnih obveznica pada u uvjetima visoke inflacije, pri čemu je taj pad posebno izražen kod obveznica izdavatelja s nižim bonitetnim ocjenama. Razlog tomu, leži u činjenici da investitori za takve obveznice često traže veće kamatne stope kao kompenzaciju za povećani rizik. Kada inflacija raste i realne kamatne stope obveznica opadaju, privlačnost tih obveznica se znatno smanjuje. Investitori stoga mogu odlučiti prodati ove obveznice kako bi preusmjerili svoja ulaganja u instrumente koji bolje odgovaraju novim tržišnim uvjetima.

S druge strane, iako inflacija također negativno utječe na atraktivnost korporativnih obveznica s visokom bonitetnom ocjenom, taj utjecaj je manje izražen. Obveznice s visokim bonitetom i dalje nude privlačne karakteristike sigurnosti i stabilnosti koje privlače investitore. Stoga, iako realni prinosi padaju s rastom inflacije, investitori i dalje često zadržavaju ove obveznice zbog njihove relativne sigurnosti i pouzdanosti.

## 6. ZAKLJUČAK

Utjecaj inflacije na tržište kapitala može se analizirati kroz njezine posljedice na kretanje dionica i obveznica. Inflacija ima izrazito složen učinak na kretanje dionica. Iako sama po sebi ne dovodi izravno do rasta ili pada cijena dionica, ključan je njezin utjecaj na očekivanja investitora. Upravo ta očekivanja igraju presudnu ulogu u određivanju kako će različite razine odnosno promjene u razini inflacije djelovati na kretanja cijena dionica. Ako investitori procijene da će razdoblje niske ili visoke inflacije negativno utjecati na profitabilnost i poslovne rezultate kompanija te da one neće uspjeti prenijeti posljedice inflacije na kupce doći će do pada cijena dionica. S druge strane, ako investitori vjeruju da promjene u inflaciji neće smanjiti razinu profita, cijene dionica neće negativno reagirati na inflatorna kretanja. Percepcija investitora o tome hoće li inflacija na profitabilnost kompanija utjecati pozitivno, negativno ili neutralno uvelike ovisi o tome je li promjena u razini inflacija bila predviđena ili ne te kojom se brzinom ona kreće. Ako promjena u razini inflacije nije bila očekivan te dođe do naglog porasta ili pada, to neizbježno dovodi do povećane razine nesigurnosti na tržištu. U takvim uvjetima investitori često preusmjeravaju svoja ulaganja prema sigurnijim oblicima investiranja, što u konačnici može dovesti do pada cijena dionica. S druge strane, ako su promjene u razini inflacije bile predviđene, čak i kad dođe do intenzivnijeg rasta ili pada, ne bi trebalo doći do negativne reakcije cijena dionica. U takvim slučajevima, predvidljivost inflacijskih kretanja omogućava investitorima da unaprijed prilagode svoje strategije, čime se smanjuje razina nesigurnosti i stabilizira tržište dionica. Iako različite razine inflacije različito utječu na cijene dionica, nesumnjivo je da dionice najbolje kotiraju kada je inflacija u rasponu od 2% do 3%. Razdoblje takve inflacije obilježeno je sigurnošću, stabilnošću i povjerenjem u financijski sustav što izrazito pozitivno utječe na kretanje cijena dionica. Utjecaj inflacije na kretanje vrijednosti obveznica znatno je jednostavnije nego njezin utjecaj na dionice. Povećanje inflacije dovodi do smanjenja realne vrijednosti i atraktivnosti već izdanih obveznica, dok pad inflacije povećava njihovu realnu vrijednost i atraktivnost. Kod budućih izdanja obveznica, visoka inflacija uzrokuje porast nominalne

kamatne stope kako bi se očuvala njihova atraktivnost u uvjetima visoke inflacije, dok niska inflacija rezultira izdavanjem obveznica s nižim nominalnim kamatnim stopama.

Razumijevanje učinka inflacije na kretanja financijskih instrumenata tržišta kapitala ključno je za svakog ozbiljnog investitora, jer omogućuje stratešku prednost u odnosu na one koji njezin utjecaj zanemaruju ili ga smanjuju isključivo na aspekt smanjenja kupovne moći valute.

## 7. POPIS TABLICA

Tablica 1. Bruto dodana vrijednost prema proizvodnoj metodi, realne stope rasta, odnos prema istom tromjesečju prethodne godine .....	7
Tablica 2. Bruto dodana vrijednost prema proizvodnoj metodi, realne stope rasta, odnos prema istom tromjesečju prethodne godine .....	7
Tablica 3. Vrste obveznica .....	31
Tablica 4. Realni pad/rast vrijednosti CROBEX indeksa po godinama od 2020.-2023. .	42
Tablica 5. Realni pad/rast vrijednosti S&P 500 indeksa po godinama od 2020.-2023. ....	45
Tablica 6. Realni pad/rast vrijednosti FTSE 100 indeksa po godinama od 2020.-2023. .	47
Tablica 7. Kretanje indeksa CROBEX10 u zadnjih 5 godina .....	49
Tablica 8. Državne obveznice - dospijeće 10 ili više godina .....	50
Tablica 9. Državne obveznice - dospijeće 15 ili više godina .....	51
Tablica 10. Korporativne obveznice .....	52

### 7.1 Popis grafova

Graf 1 BDP (u mil. EUR, tekuće cijene).....	5
Graf 2 Nezaposlenost u RH od 1991.- 2023. ....	10
Graf 3 Prosječna godišnja stopa inflacije – Indeks potrošačkih cijena (IPC).....	17
Graf 4 Stopa inflacije (HICP) .....	20
Graf 5 Kretanje indeksa CROBEX u zadnjih 5 godina .....	42
Graf 6. Kretanje indeksa CROBEX10 u zadnjih 5 godina .....	43
Graf 7. Kretanje S&P 500 indeks od 2019.-2024. ....	45
Graf 8. Kretanje FTSE 100 indeksa od 2019.-2024.....	47

### 7.2 Popis slika:

Slika 1. Organizacijska struktura Zagrebačke burze.....	35
---	----

## 8. LITERATURA

Stručna literatura;

Gregory Mankiw, N., Principles of Economics, 9. edition, Cengage Learning, Inc., Boston, 2021.,

Blanchard, O., Makroekonomija, 3. izdanje, Mate d.o.o., Zagreb, 2007

Babić, M., Makroekonomija, 13. dopunjeno i izmijenjeno izdanje, Mate d.o.o., Zagreb, 2006.,

Đ.Benić, Osnove Ekonomije, 4. izdanje, Školska knjiga , Zagreb, 2004.,

Dujišin, Vedriš: EKONOMSKA POLITIKA U REPUBLICI HRVATSKOJ, dokumenti-članci-analize; 4. izmijenjeno i dopunjeno izdanje, Pravni fakultet, Zagreb, 2005

M.Cingula, M.Klačmer, Financijske institucije i tržište kapitala, Fakultet organizacije i informatike Sveučilišta u Zagrebu, Varaždin, 2003.

B.Novak, Financijska tržišta i institucije, 2. izmijenjeno i dopunjeno izdanje, Ekonomski fakultet : Sveučilište J. J. Strossmayera,Osijek,2005.,

Frederic S. Miskin, Stanley G. Eakins, Financijska tržišta + institucije, Mate d.o.o., Zagreb, 2005

Članci i izvješća s službenih web stranica:

Hrvatska narodna banka, Glavni makroekonomski indikatori, 15. svibnja 2024.

Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/glavni-makroekonomski-indikatori> [3. srpnja 2024.].

The investopedia team, Great Recession: What It Was and What Caused It, 15. prosinca 2023.

Dostupno na: : <https://www.investopedia.com/terms/g/great-recession.asp>, [3. srpnja 2024.].

Hrvatska narodna banka, Makroekonomske projekcije, 7. lipnja 2024. Dostupno na: :

<https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/makroekonomske-projekcije> , [10. srpnja. 2024.].

Ministarstvo financija Republike Hrvatske, Smjernice ekonomske i fiskalne politike za razdoblje 2009.-2011., 2. rujna 2019.

Dostupno na: <https://mfin.gov.hr/pristup-informacijama/publikacije/smjernice-ekonomske-i-fiskalne-politike/546> [10.srpnja 2024.].

Vlada Republike Hrvatske, Marić: Pad BDP-a u 2020. na tragu očekivanja, ove godine rast oko 5 posto, 26. veljače 2021.

Dostupno na: <https://vlada.gov.hr/vijesti/maric-pad-bdp-a-u-2020-na-tragu-ocekivanja-ove-godine-rast-oko-5-posto/31575?lang=hr> [10.srpnja 2024.].

European court of Auditors. Special report 01/2023: Coronavirus response investment initiative &REACT-EU, 2023.,Dostupno na: [eca.europa.eu/lists/ecadocuments/sr23\\_02/sr\\_covid\\_ii-react\\_eu\\_hr.pdf](https://eca.europa.eu/lists/ecadocuments/sr23_02/sr_covid_ii-react_eu_hr.pdf) [10.srpnja.2024.]

Hrvatski sabor, Obrazloženje makroekonomskih pokazatelja u 2021. godini,13. svibnja 2022.,

Dostupno na: [https://sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2022-05-13/102907/6\\_OBRASLOZENJE\\_MAKROEKONOMSKI\\_POKAZATELJI\\_DPRH\\_2021.pdf](https://sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2022-05-13/102907/6_OBRASLOZENJE_MAKROEKONOMSKI_POKAZATELJI_DPRH_2021.pdf) [10.srpnja.2024.]

Hrvatski sabor, Obrazloženje makroekonomskih pokazatelja u 2022. godini. 25. svibnja 2023.],

Dostupno na:[https://www.sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2023-05-25/202410/6\\_OBRASLOZENJE\\_MAKROEKONOMSKI\\_POKAZATELJI\\_DPRH\\_2022.pdf](https://www.sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2023-05-25/202410/6_OBRASLOZENJE_MAKROEKONOMSKI_POKAZATELJI_DPRH_2022.pdf)> [10. srpnja.2024.]

Hrvatski sabor, Obrazloženje makroekonomskih pokazatelja u 2023. godini, 22. svibnja 2024.,

Dostupno na : [https://www.sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2024-05-22/114207/3\\_OBRASLOZENJE\\_OPCEG\\_DIJELA\\_DPRH\\_2023.pdf](https://www.sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2024-05-22/114207/3_OBRASLOZENJE_OPCEG_DIJELA_DPRH_2023.pdf) [10.srpnja 2024.]

Državni zavod za statistiku, BDP i nacionalni računi, 2024.,

Dostupno na: [BDP i nacionalni računi | Državni zavod za statistiku \(dzs.hr\)](https://dzs.hr/BDP_i_nacionalni_racun_i) [11.srpnja 2024.]

Državni zavod za statistiku, PRVA PROCJENA TROMJESEČNOG BRUTO DOMAĆEG PROIZVODA za prvo tromjesečje 2024., 28.svibnja 2024.

Dostupno na: <https://podaci.dzs.hr/2024/hr/77021> [11.srpnja.2024.].



Hrvatska narodna banka, Glavni makroekonomski indikatori, Sažetak proljetne makroekonomske projekcije HNB-a za Hrvatsku – lipanj 2024., 7. lipnja 2024. Dostupno na: <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/makroekonomske-projekcije> [12. srpnja 2024.].

International labour organization ,Employment , 14. travnja 2016.  
Dostupno na: <https://www.ilo.org/resource/employment-1> [12. srpnja.2024.].

Hrvatski sabor, Obrazloženje makroekonomskih pokazatelja u 2020. godini, 21. svibnja 2021., Dostupno na: [https://www.sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2021-05-21/091102/6\\_OBRAZLOZENJE\\_MAKROEKONOMSKI\\_POKAZATELJI.pdf](https://www.sabor.hr/sites/default/files/uploads/sabor/2021-05-21/091102/6_OBRAZLOZENJE_MAKROEKONOMSKI_POKAZATELJI.pdf) [12. srpnja 2024.]

Hrvatska narodna banka, Glavni makroekonomski indikatori , 7. lipnja 2024.,  
Dostupno na: <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/makroekonomske-projekcije> [12.srpnja.2024.].

Hrvatska narodna banka, Glavni makroekonomski indikatori, 15. svibnja 2024.,Dostupno na:  
<https://www.hnb.hr/statistika/glavni-makroekonomski-indikatori> [12. srpnja 2024.].

Eurostat statistics explained, . Glossary: People outside the labour force , **6. veljače 2024.**,  
Dostupno na: [https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:People\\_outside\\_the\\_labour\\_force](https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Glossary:People_outside_the_labour_force) [13. srpnja 2024.].

Državni zavod za statistiku, . Aktivno stanovništvo u Republici Hrvatskoj u 2021.- Presjek godine ,29. travnja 2022., Dostupno na: <https://podaci.dzs.hr/2022/hr/29256> [13. srpnja 2024.].

Ministarstvo rada, mirovinskoga sustava, obitelji i socijalne politike, (2023). Pojam sezonskog posla, 4. siječnja 2023., Dostupno na: <https://uznr.mrms.hr/pojam-sezonskog-posla/> [14. srpnja 2024.].

Europska središnja banka, Što je inflacija? ,2024. , Dostupno na : [https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/what\\_is\\_inflation.en.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/what_is_inflation.en.html) [14. srpnja 2024.]

Hrvatska narodna banka, Indeksi cijena, 24. veljače 2023.,  
Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/odabrane-nefinancijske-statistike/indeksi-cijena> [14. srpnja 2024.]

Europska središnja banka, Što je inflacija?, 2024.,  
Dostupno na: [https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/what\\_is\\_inflation.hr.html](https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me-more/html/what_is_inflation.hr.html) [14. srpnja 2024.]

Hrvatska narodna banka, Glavni makroekonomski indikatori, 15. svibnja 2024.  
Dostupno na: <https://www.hnb.hr/statistika/glavni-makroekonomski-indikatori> [14. srpnja 2024.]

Ministarstvo financija Republike Hrvatske (2015)., Godišnje izvješće ministarstva financija za 2014. godinu, rujan 2015, Dostupno na:  
<https://mfin.gov.hr/UserDocsImages//dokumenti/publikacije//Godisnjak2014.pdf> [15. srpnja 2024.]

Hrvatska udruga banaka, Inflacija, kamatne stope i krediti u post-covid razdoblju, lipanj 2021.,  
Dostupno na: <https://www.hub.hr/sites/default/files/inline-files/HUB%20Analize%2073.%20-%20Inflacija%20i%20kamata%20i%20krediti.pdf> [15. srpnja 2024.]

Hrvatska narodna banka (2022)., Godišnje izvješće 2021., 2022.,

Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=7a557db9-4d99-1dff-0d26-4fa8cae81bbb&groupId=20182&p\\_auth=amFBkHpt](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=7a557db9-4d99-1dff-0d26-4fa8cae81bbb&groupId=20182&p_auth=amFBkHpt) [15. srpnja 2024.]

Hrvatska narodna banka. Godišnje izvješće 2022., 2023.

Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/4684927/h-gi-2022.pdf> [16. srpnja 2024.]

Hrvatska narodna banka. Godišnje izvješće 2022., 2023.

Dostupno na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/4684927/h-gi-2022.pdf> [16. srpnja 2024.]

Hrvatska narodna banka, Godišnje izvješće 2023., 2024.,

Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=a29703c8-da3f-5e7a-c537-3c06d1688c9a&groupId=20182&p\\_auth=amFBkHpt](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=a29703c8-da3f-5e7a-c537-3c06d1688c9a&groupId=20182&p_auth=amFBkHpt) [16. srpnja 2024.]

Hrvatska narodna banka, Projekcije HNB-a: U 2024. rast BDP-a 3,0%, inflacija usporava na 4,0%., 19. prosinca 2023.,

Dostupno na: <https://www.hnb.hr/-/projekcije-hnb-a-u-2024-rast-bdp-a-3-0-inflacija-usporava-na-4-0>, [16. srpnja 2024.]

Europska središnja banka, Inflacija i potrošačke cijene, 2024.,

Dostupno na: [https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic\\_and\\_sectoral/hicp/html/index.hr.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic_and_sectoral/hicp/html/index.hr.html) [16. srpnja 2024.]

Europska središnja banka, Annual report 2008., 27. veljače 2009.

Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2008en.pdf> [16. srpnja 2024.]

Europska središnja banka, Annual report 2012, 1. ožujka 2013.

Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2012en.pdf> [16. srpnja 2024.]

Europska središnja banka, Godišnje izvješće ESB-a za 2022. svibanj 2023.,

Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financial-statements/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.hr.html>, [17. srpnja 2024.]

Europska središnja banka, ESB Godišnje izvješće 2023., travanj 2024.,

Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financial-statements/annual/html/ecb.ar2023~d033c21ac2.hr.html>, [17. srpnja 2024.]

Europska središnja banka „Što je središnja banka?, 10. srpnja 2015.,

Dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/ecb-and-you/explainers/tell-me/html/what-is-a-central-bank.hr.html> [17. srpnja 2024.]

Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Monetarna politika Hrvatske narodne banke, 20. studenog 2020., Dostupno na:

<https://www.efzg.unizg.hr/userdocsimages/FIN/kvujeva/MONETARNA%20POLITIKA%20HRVATSKE%20NARODNE%20BANKE.pdf> [18. srpnja 2024.]

Hrvatska narodna banka, Godišnje izvješće 2020., lipanj 2021.,

Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=747bcefc-0d05-31c5-038c-ab636a555077&groupId=20182&p\\_auth=PImlx6YQ](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=747bcefc-0d05-31c5-038c-ab636a555077&groupId=20182&p_auth=PImlx6YQ) [18. srpnja 2024.]

Europska središnja banka, Godišnje izvješće ESB-a za 2020., travanj 2021.,

Dostupno na :<https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financial-statements/annual/html/ar2020~4960fb81ae.hr.html#toc12> [18. srpanj 2024.]

Hrvatska narodna banka, Godišnje izvješće 2021., lipanj 2022.

Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=7a557db9-4d99-1dff-0d26-4fa8cae81bbb&groupId=20182&p\\_auth=amFBkHpt](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=7a557db9-4d99-1dff-0d26-4fa8cae81bbb&groupId=20182&p_auth=amFBkHpt) [18. srpanj 2024.]

Europska središnja banka, Godišnje izvješće 2021, travanj 2022.,

Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=f44246b4-bb6c-f4be-36af-b721c3021ef8&groupId=20182&p\\_auth=sfg39iCK](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=f44246b4-bb6c-f4be-36af-b721c3021ef8&groupId=20182&p_auth=sfg39iCK) [18. srpanj 2024.]

Hrvatska narodna banka, Godišnje izvješće 2022., 2023.,

Dostupno na: [https://www.hnb.hr/c/document\\_library/get\\_file?uuid=7b25e6b9-f05d-3d00-573b-643f2d08fcf1&groupId=20182&p\\_auth=PImlx6YQ](https://www.hnb.hr/c/document_library/get_file?uuid=7b25e6b9-f05d-3d00-573b-643f2d08fcf1&groupId=20182&p_auth=PImlx6YQ) [18. srpanj 2024.]

Europska središnja banka, Godišnje izvješće 2022., svibanj 2023.,

Dostupno na :<https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financial-statements/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.hr.html#toc11> [18. srpanj 2024.]

Europska središnja banka, Godišnje izvješće 2022., svibanj 2023.

Dostupno na :<https://www.ecb.europa.eu/press/annual-reports-financial-statements/annual/html/ecb.ar2022~8ae51d163b.hr.html#toc11> [18. srpanj 2024.]

Europska središnja banka, Odluke o monetarnoj politici, 18. srpnja 2024.,

Dostupno na:<https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2024/html/ecb.mp240718~b9e0ddd9d5.hr.html> [18. srpnja 2024.]

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA) , (2024)., Tržište kapitala, 2024.,

Dostupno na : <https://www.hanfa.hr/podrucja-nadzora/trziste-kapitala/> [19. srpnja 2024.]

Zagrebačka burza,Financiranje putem tržišta kapitala: Inicijalne javne ponude, 2024.,

Dostupno na :<https://zse.hr/hr/inicijalne-javne-ponude/206> [19. srpnja 2024.]

Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA), Registar društava ovlaštenih pružati investicijske usluge i obavljati investicijske aktivnosti, 2024.,

Dostupno na: <https://www.hanfa.hr/registri/investicijska-drustva/registar-drustava-ovlastenih-pruzati-investicijske-usluge-i-obavljati-investicijske-aktivnosti/>, [19. srpnja 2024.]

Središnje klirinško depozitarno društvo, 2024.,

Dostupno na: <https://www.skdd.hr/portal/f?p=100:1:33564621582835:> [20. srpnja 2024.]

AgramBrokери, Zagrebačka Burza, 2024., Dostupno na:<https://www.agram-brokeri.hr/zagrebacka-burza/1784> [20. srpnja 2024.]

Hrvatska poštanska banka, Vrste i značajke financijskih instrumenata i s njima povezanih rizika, 2016.,

Dostupno na:[https://www.hpb.hr/UserDocsImages/uvjeti-poslovanja-naknade-i-kamatne-stope/vazeci-uvjeti-poslovanja/DODATAK\\_1\\_Op\\_im\\_uvjetima\\_-\\_Vrste\\_i\\_znacajke\\_financijskih\\_instrumenata\\_i\\_s\\_njima\\_povezanih\\_rizika\\_2016.pdf?vel=957861](https://www.hpb.hr/UserDocsImages/uvjeti-poslovanja-naknade-i-kamatne-stope/vazeci-uvjeti-poslovanja/DODATAK_1_Op_im_uvjetima_-_Vrste_i_znacajke_financijskih_instrumenata_i_s_njima_povezanih_rizika_2016.pdf?vel=957861) [20. srpnja 2024.]

Zagrebačka burza,Organizacijska struktura, 2023.,

Dostupno na : <https://zse.hr/hr/organizacijska-struktura/268> [21. srpnja 2024.]

Zucchi K., *Inflation's impact on Stock Returns*, Investopedia, 29. kolovoza 2023.,  
Dostupno na: <https://www.investopedia.com/articles/investing/052913/inflations-impact-stock-returns.asp>  
[1. kolovoza 2024]

Europska središnja banka, *Inflacija i potrošačke cijene*, 2024.,  
Dostupno na: [https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic\\_and\\_sectoral/hicp/html/index.hr.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/macroeconomic_and_sectoral/hicp/html/index.hr.html)  
[1. kolovoza 2024]

Adams M., *How To Invest In Growth Stocks*, Forbes advisor, 30. travnja 2024.,  
Dostupno na: [What Are Growth Stocks? – Forbes Advisor](#) [1. kolovoza 2024.]

Cussen M. P., *Value or Growth Stocks: Which is better?*, Investopedia, 27. srpnja 2023.,  
Dostupno na: [Value or Growth Stocks: Which Is Better? \(investopedia.com\)](#) [1. kolovoza 2024]

Zagrebačka burza, *Indeksi*, 2024., Dostupno na: [Indeksi \(zse.hr\)](#) [15. kolovoza 2024.].

Zagrebačka burza, *Odluka o indeksu CROBEX ®*, 2020.,  
Dostupno na: [Microsoft Word - 2020-CROBEX-Odluka.doc \(zse.hr\)](#) [15. kolovoza 2024].

Zagrebačka burza, *Indeks CROBEX10*, 2024., Dostupno na: [CROBEX10 \(zse.hr\)](#) [15. kolovoza 2024]

U.S Bureau of Labor Statistics, 2024., Dostupno na: [U.S. Bureau of Labor Statistics : U.S. Bureau of Labor Statistics \(bls.gov\)](#)> [16.08 2024.].

The New York stock exchange, 2024.,  
Dostupno na: [The New York Stock Exchange | NYSE](#) [16. kolovoza 2024.].

Office for National Statistics, *Inflation and price indices*, 2024., Dostupno na: [Inflation and price indices - Office for National Statistics \(ons.gov.uk\)](#) [16. kolovoza 2024.].

The London Stock Exchange, 2024., Dostupno na: [FTSE 100 FTSE overview | London Stock Exchange](#)> [17. kolovoza 2024.].

Zagrebačka burza, *Vrijednosni papiri*, 2024.,  
Dostupno na: [https://zse.hr/hr/vrijednosni-papiri/26?status=LISTED\\_SECURITIES&model=ALL&type=ALL](https://zse.hr/hr/vrijednosni-papiri/26?status=LISTED_SECURITIES&model=ALL&type=ALL) [17. kolovoza 2024.].

Pravni propisi:

Narodne novine., (2008), Zakon o tržištu kapitala: Članak 5. stavak 1. točka 12. [internet], [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2008\\_07\\_88\\_2812.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2008_07_88_2812.html), [19.07.2024.].

Narodne novine, (2023)., Zakon o trgovačkim društvima, Članak 167.[Internet], Dostupno na :<https://www.zakon.hr/z/546/Zakon-o-trgova%C4%8Dkim-dru%C5%A1tvima>> [21.07.2024.]