

# Monetarna politika Hrvatske narodne banke od 2010. do 2015. godine

---

Vidaček, Jurica

Master's thesis / Diplomski rad

2017

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

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:122:227311>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-11-20**



Repository / Repozitorij:

[University North Digital Repository](#)



**SVEUČILIŠTE SJEVER**  
**SVEUČILIŠNI CENTAR VARAŽDIN**



DIPLOMSKI RAD br. 131/PE/2017

**MONETARNA POLITIKA HRVATSKE**  
**NARODNE BANKE OD 2010. DO 2015.**  
**GODINE**

Jurica Vidaček

Varaždin, veljača 2017.



**SVEUČILIŠTE SJEVER**  
**SVEUČILIŠNI CENTAR VARAŽDIN**  
**Diplomski studij Poslovna ekonomija**  
**Smjer: Međunarodna trgovina**



DIPLOMSKI RAD br. 131/PE/2017

**MONETARNA POLITIKA HRVATSKE**  
**NARODNE BANKE OD 2010. DO 2015.**  
**GODINE**

Student:  
Jurica Vidaček, 0311/336D

Mentor:  
izv. prof. dr. sc. Ante Rončević

Varaždin, veljača 2017.

# Prijava diplomskog rada

studenta iv. semestra diplomskog studija  
Poslovna ekonomija

IME I PREZIME STUDENTA	Jurica Vidaček	MATIČNI BROJ	0311/336D
NASLOV RADA	Monetarna politika Hrvatske narodne banke od 2010. do 2015. godine		
NASLOV RADA NA ENGL. JEZIKU	The monetary policy of the Croatian National Bank from 2010. to 2015.		
KOLEGIJ	Uvod u ekonomiju		
MENTOR	izv. prof. dr. sc. Ante Rončević		
ČLANOVI POVJERENSTVA	1. izv. prof. dr. sc. Goran Kozina, predsjednik 2. izv. prof. dr. sc. Anica Hunjet, član 3. izv. prof. dr. sc. Ante Rončević, mentor 4. doc. dr. sc. Damira Đukec, zamjenski član		

## Zadatak diplomskog rada

BROJ	131/PE/2017
OPIS	

Monetarna politika jedna je od najvažnijih politika države od vrlo velike važnosti za cjelokupno gospodarstvo i opće blagostanje države. Nemoguće je zamisliti modernu ekonomiju bez kvalitetne monetarne politike. Monetarna politika i novčani sustav čine krovotok svakog gospodarstva jer im je cilj opskrbiti svaku stanicu optimalnom količinom novca kako bi taj sustav mogao nesmetano funkcionirati.

U radu je potrebno:

- definirati pojam monetarne politike
- objasniti ciljeve i strategije monetarne politike
- navesti i objasniti vrste i instrumente provođenja monetarne politike
- dati opširnije podatke o Hrvatskoj narodnoj banci
- objasniti i prikazati djelovanje Hrvatske narodne banke prema mjerama i instrumentima kojima se koristi
- na temelju odabranih pokazatelja analizirati utjecaj monetarne politike na gospodarstvo, zaposlenost, opći životni standard i dr.
- analizu provesti u odabranom razdoblju od 2010. do 2015. na primjeru HNB-a, te na kraju
- izvesti zaključke na temelju provedene analize

U VARAŽDINU, DANA

10.02.2017.



*Ante Rončević*

DIR 01 PE

## Sažetak

Monetarna politika jedna je od najvažnijih politika u svakoj modernoj državi. Ona svojim ciljevima i instrumentima utječe na cijene, investicije, količinu novca u optjecaju, kamate i dr. Hrvatska narodna banka već godinama provodi ekspanzivnu monetarnu politiku te politiku održavanja stabilnosti kune prema euru, što je glavni preduvjet održavanja financijske stabilnosti. Središnja banka deviznim tečajem najviše utječe na realnu ekonomsku aktivnost, a njezin je utjecaj slabiji putem novčanih kretanja i kamatne stope. Tema ovoga rada jest analiza monetarne politike Hrvatske narodne banke od 2010. do 2015. godine. Cilj je rada dati teorijski pregled monetarne politike s njezinim ciljevima, zadacima, problemima i poteškoćama. Nakon teorijskog dijela, na primjeru monetarne politike Hrvatske narodne banke objašnjavaju se ciljevi, zadatci te instrumenti s konkretnim statističkim podacima. Na kraju rada provodi se analiza odabranog razdoblja za određene monetarne pokazatelje (novčana masa, cijene i tečaj te kamatne stope).

**Ključne riječi:** monetarna politika, Hrvatska narodna banka, kamatna stopa, tečaj

## **Abstract**

Monetary policy is one of the most important policies of every modern state. With its various instruments and goals, monetary policy affects prices, investments, the amount of money in circulation, interest rates, etc. Throughout the years, the Croatian National Bank has been implementing an expansionary monetary policy but also the policy of keeping Croatian currency, the kuna, stable in comparison to the euro, which is the main requirement for securing financial stability. Central Bank mostly affects real economic activity through the exchange rates, while at the same time it has a much weaker influence through monetary developments and interest rates. The main topic of this paper is the analysis of Croatian National Bank monetary policy between 2010. and 2015. The purpose of this paper is to give a theoretical overview of monetary policy with its goals, problems, tasks and difficulties. After the theoretical part, monetary policy of Croatian National Bank has been used as an example to explain objectives, tasks and instruments with matching statistics. At the end of the paper there is an analysis of a chosen period and monetary indicators such as money supply, prices, exchange rates and interest rates.

**Key words:** monetary policy, Croatian national bank, interest rate, course

## Popis korištenih kratica

<b>HNB</b>	Hrvatska narodna banka
<b>RH</b>	Republika Hrvatska
<b>MMF</b>	Međunarodni monetarni fond
<b>EU</b>	Europska unija
<b>ESSB</b>	Europski sustav središnjih banaka
<b>ESB</b>	Europska središnja banka
<b>EMU</b>	Europska monetarna unija
<b>HRK</b>	Hrvatska kuna
<b>EUR</b>	Euro
<b>CHF</b>	Švicarski franak
<b>USD</b>	Američki dolar
<b>FED</b>	Sustav federalnih rezervi
<b>BDP</b>	Bruto domaći proizvod
<b>M0</b>	Primarni novac
<b>M1</b>	Novčana masa
<b>M4</b>	Ukupna likvidna sredstva



# Sadržaj

1.	Uvod .....	1
2.	Monetarna politika.....	3
2.1.	Definicija monetarne politike.....	4
2.2.	Ciljevi i strategija provođenja monetarne politike .....	4
2.3.	Vrste monetarne politike .....	6
2.3.1.	Restriktivna monetarna politika .....	7
2.3.2.	Ekspanzivna monetarna politika .....	8
2.4.	Instrumenti monetarne politike .....	9
2.4.1.	Diskontna politika .....	10
2.4.2.	Politika otvorenog tržišta .....	11
2.4.3.	Politika obvezne rezerve .....	13
2.4.4.	Selektivna kreditna politika .....	14
3.	Hrvatska narodna banka .....	15
3.1.	Položaj i ciljevi HNB-a .....	16
3.2.	Zadaci HNB-a .....	17
3.3.	Ustroj i upravljanje HNB-om .....	18
4.	Monetarna politika Hrvatske narodne banke .....	20
4.1.	Instrumenti i mjere monetarne politike HNB-a.....	21
4.1.1.	Operacije na otvorenom tržištu .....	22
4.1.2.	Obvezna pričuva .....	24
4.1.3.	Stalno raspoložive mogućnosti .....	25
4.1.4.	Ostali instrumenti i mjere.....	26
4.2.	Osvrt na instrumente monetarne politike .....	28
4.3.	Europska monetarna unija vs. monetarna politika HR.....	29
5.	Pregled razvoja monetarne politike u Republici Hrvatskoj od 2010. do 2015.....	31
5.1.	Novčana kretanja.....	32
5.2.	Cijene i tečaj.....	35
5.3.	Kamate .....	43
6.	Zaključak .....	50

7. Literatura .....	52
Popis slika.....	55
Popis tablica.....	56

# 1. Uvod

Jedna od najpoželjnijih stvari, ako ne i najpoželjnija, u današnjem, modernom svijetu jest novac. Danas je novac pokretač svega. Ljudi ga svakodnevno spominju i svakodnevno su u doticaju s njim. Svojom popularnošću novac nije samo enigma za široku javnost, već je postao izazovno područje istraživanja za monetarne ekonomiste. Dok je ljudima najbitnije da ga imaju dovoljno na raspolaganju te ne ulaze u nevidljive i manje poznate strane novca, monetarni stručnjaci istražuju neka pitanja: odakle on dolazi, kako se stvara/poništava, koliko ga ima u optjecaju. Na ta i mnoga druga pitanja odgovor daje monetarna politika.

Monetarna politika jedna je od najvažnijih politika države, od vrlo velike važnosti za cjelokupno gospodarstvo i opće blagostanje države. Nemoguće je zamisliti modernu ekonomiju bez kvalitetne monetarne politike. Monetarna politika i novčani sustav čine krvotok svakog gospodarstva jer im je cilj opskrbiti svaku stanicu optimalnom količinom novca da bi taj sustav mogao nesmetano funkcionirati. No, tu se javlja zanimljivo pitanje: kolika je to zapravo optimalna količina novca potrebna gospodarstvu za normalno funkcioniranje? Ako ga ima previše, javlja se inflacija, ako pak ga je premalo, javlja se deflacija i recesija, a to su situacije koje su nepoželjne na tržištu.<sup>1</sup>

Tijekom povijesti monetarna politika bila je ta koja je uvijek težila razvoju nacionalnog gospodarstva, no često su očekivanja i ciljevi bili preveliki, a vremenski rokovi prekratki. Danas se također od monetarne politike očekuje da bude učinkovita u svakom pogledu, čak i onda kada je to nemoguće, što nije slučajno jer je njezina prednost u odnosu na fiskalnu politiku i druge segmente ekonomske politike ta što najbrže postiže postavljene ciljeve.<sup>2</sup>

Monetarne su institucije one institucije koje imaju sposobnost stvaranja i poništavanja novca. U njih se ubrajaju: središnje banke, banke i štedne banke. Središnje banke pripadaju posebnoj kategoriji. One su zadužene za konkretno provođenje monetarne politike te se ubrajaju među najvažnije „igrače“ na financijskim tržištima širom svijeta. Aktivnosti središnjih banaka utječu na kamatne stope, iznose kredita, ponudu novca, devizne tečajeve, a to su čimbenici koji imaju utjecaj ne samo na financijska tržišta već i na inflaciju i na

---

[1] Lovrinović, I., Ivanov, M.: Monetarna politika, RRIF plus, Zagreb, 2009. str. 12.

[2] Prašćević, A.: Monetarna politika i ekonomske recesije - ciljevi, instrumenti i efekti, Ekonomski fakultet u Nišu, Ekonomske teme, Niš, 2011., str. 154.

agregatnu potražnju.<sup>3</sup> Da bi se razumjela uloga koju središnje banke imaju na financijskim tržištima i u cjelokupnom gospodarstvu, mora se razumjeti kako one funkcioniraju: tko ih kontrolira i određuje njihove postupke, što motivira njihovo ponašanje i tko povlači konce i donosi odluke. Na ova pitanja odgovorit će se na primjeru djelovanja Hrvatske narodne banke u Republici Hrvatskoj.

Tema diplomskog rada je „Monetarna politika Hrvatske narodne banke od 2010. do 2015. godine“. U prvom dijelu rada objašnjava se važnost, ciljevi, vrste, te instrumenti monetarne politike. U drugom dijelu rada opisuje se Hrvatska narodna banka, njezin rad, ciljevi i zadatci. U trećem dijelu objašnjava se odnos monetarne politike i Hrvatske narodne banke te se kratko uspoređuje monetarna politika Hrvatske narodne banke s međunarodnom monetarnom politikom, tj. monetarnom politikom Europske unije. U zadnjem dijelu rada analiziraju se monetarna kretanja Hrvatske narodne banke u razdoblju od 2010. do 2015. godine. Svrha je rada uočiti važnost instrumenata, ciljeva i funkcioniranja monetarne politike kao podloge za uspješnu ekonomsku politiku moderne države, a isto tako upoznati se s djelovanjem i radom Hrvatske narodne banke.

---

[3] Mishkin, F.S.: Ekonomija novaca, bankarstva i financijskih tržišta, Mate d.o.o., Zagreb, 2010., str. 312.

## 2. Monetarna politika

Da bi se objasnile ključne stvari, ciljevi, zadatci, instrumenti te funkcioniranje monetarne politike, najprije se moraju definirati njezini glavni razlozi postojanja. Glavni su razlozi postojanja monetarne politike novac, novčani sustav, valuta te stabilnost cijena kao jedan od najvažnijih ciljeva monetarne politike.

Ljudi su svjesni da o novcu jedino znaju koliko ga imaju i kako ga troše. S druge strane, kako novac dolazi u optjecaj, kako se povlači iz optjecaja te koliko ga treba biti u optjecaju, pitanja su na koja mali broj ljudi zna odgovor. Novac je, kako kaže Lovrinović „*posrednik u razmjeni roba i usluga, opći ekvivalent kojim se izražava cijena svih drugih roba i usluga, univerzalna roba koja se može razmijeniti za svaku drugu robu tj. roba nad robama*“.<sup>4</sup> U najužem smislu riječi, novac danas predstavlja zakonsko sredstvo plaćanja, a u širem se smislu riječi novcem smatraju i vrste vrijednosnica koje inače predstavljaju zamjenski novac. Novac je tijekom povijesti mijenjao oblik svoga postojanja, od različitih robnih oblika, papirnatih novčanica do, danas, pohranjivanja u računalnoj memoriji banaka. Bez obzira na oblik, novac je čitavo vrijeme imao jasne funkcije: funkciju prometa i plaćanja, štednje, mjere cijena – vrijednosti te svjetskog novca.

Tijekom povijesti mijenjali su se novac, novčani oblici, novčana organizacija, pa tako i novčani sustavi i zakonske regulative vezane uz novac. U počecima, državni je interes bio isključivo vezan uz formalno oblikovanje i kovanje novca kao izvora prihoda, da bi se kasnije taj državni interes proširio na opće reguliranje novčanih kretanja novca kao i drugih novčanih oblika.<sup>5</sup> Odnos države i novca najbolje se uočava sustavom valute, odnosno razmatranjem novčanih sustava. Peršin i autori citiranjem Tomaševića tvrde da je „*valuta, najkraće rečeno, od države uređeni novčani sustav jedne države*“ te da se „*valuta može shvatiti kao i skup svih vrsta od države reguliranog novca unutar jedne narodne privrede*“. Zbog promjena u novčanoj organizaciji, promjena novčanih oblika, te promjena u novčanom sustavu kao cjelini, danas valuta teško može obuhvatiti cjelokupan skup zakonskih propisa koji reguliraju novčani sustav jedne države.

---

[4] Aglietta, M., Orlean A.: Novac i suverenitet - prijevod s francuskoga, stručna redaktura i predgovor Baletić, Z., Golden marketing - Tehnička knjiga, Zagreb, 2004., str 29.

[5] Peršin, I., Šokman, A., Lovrinović, I.: Monetarna politika, Fakultet ekonomije i turizma „Dr. Mijo Mirković“, Pula, 2001., str. 28.

## 2.1. Definicija monetarne politike

Većina autora monetarnu politiku definira na sličan način, kao dio ekonomske politike koja se sastoji od mjera koje se odnose na stvaranje, poništavanje, raspodjelu i preraspodjelu novčane kupovne snage.<sup>6</sup> Također, može se promatrati kao skup pravila, propisa, mjera i instrumenata kojima se u monetarnoj sferi društvene reprodukcije regulira količina, struktura i dinamika novčane mase, kao i optjecaj novca na razini nacionalnih, odnosno državnih ekonomija<sup>7</sup>. Za provođenje monetarne politike zadužena je središnja banka. Njezina je namjera utjecati na monetarne i kreditne agregate, kamatne stope i devizni tečaj, a u cilju ostvarivanja krajnjih ciljeva makroekonomske politike.

Temeljne su sastavnice monetarne politike emisijska, kreditna, devizna i tečajna politika. Monetarna politika sa svojim mjerama i instrumentima ima snažan utjecaj na fiskalnu, poreznu i uopće makroekonomsku politiku, ali vrijedi i obratno. Ovisno o konkretnom stanju u privredi, provodit će se odgovarajuća monetarna politika. Monetarna politika ima zadatak trajno snabdijevati privredni promet i to količinom novca koja neće izazvati nikakve poremećaje ili koja će u određenom trenutku onemogućiti izbijanje i razvijanje negativnih procesa, što bi bila posljedica nedovoljne ili pretjerano velike količine novca.<sup>8</sup>

## 2.2. Ciljevi i strategija provođenja monetarne politike

Mishkin smatra da je osnovni cilj monetarne politike *stabilnost cijena*. Stabilnost cijena poželjna je zato što rast ili pad cijena dovodi do nesigurnosti u gospodarstvu, a ta nesigurnost može negativno utjecati na gospodarski rast. Uz stabilnost cijena dužnosnici središnjih banaka spominju još pet ciljeva o kojima se raspravlja kada se govori o ciljevima monetarne politike:<sup>9</sup>

1. visoka zaposlenost
2. gospodarski rast
3. stabilnost financijskih tržišta

---

[6] <http://www.moj-bankar.hr/Kazalo/M/Monetarna-politika> (dostupno 05.10.2011.)

[7] Fiamengo, I: Monetarna politika Hrvatske narodne banke, Ekonomski fakultet u Splitu, Split, 2011., str. 17.

[8] Galí, J.: Monetary policy, inflation, and the business cycle: an introduction to the new Keynesian framework and its applications, Princeton University Press, 2015., str. 18.

[9] Mishkin, F.S., 2010., str. 395.

4. stabilnost kamatne stope
5. stabilnost na deviznim tržištima.

### **Visoka zaposlenost**

Visoka zaposlenost kao cilj monetarne politike važna je zbog dva razloga. Prvi je taj što suprotna situacija, tj. visoka nezaposlenost uzrokuje siromaštvo i probleme stanovništva, a drugi što su u gospodarstvu, kada je nezaposlenost visoka, nezaposleni ne samo radnici nego i drugi resursi, npr. tvornice koje stoje prazne, nekorištena oprema itd.

Cilj visoke zaposlenosti nije postizanje nezaposlenosti jednake nuli, nego stope iznad nule koja je konzistentna s punom zaposlenošću, pri čemu je potražnja za radnom snagom jednaka ponudi radne snage.

### **Gospodarski rast**

Cilj stabilnog ekonomskog rasta usko je povezan s ciljem visoke zaposlenosti. Razlog tomu je što će poduzeća biti spremnija ulagati u kapitalnu opremu da bi se povećala produktivnost i gospodarski rast u uvjetima kada je nezaposlenost niska. Suprotno od toga, kada je nezaposlenost visoka, a tvornice bez posla, poduzeća oklijevaju s ulaganjima u nove pogone.

### **Stabilnost financijskih tržišta**

Stabilnost financijskih tržišta omogućuje efikasno prenošenje novčanih viškova od suficitarnih prema deficitarnim subjektima i pridonosi izbjegavanju čimbenika razvoja financijske krize. Ipak, cilj financijske stabilnosti ostaje nejasan jer nema prave definicije za financijsku stabilnost i ne može se mjeriti kao što je to slučaj sa stabilnošću cijena. Iako financijska stabilnost nije izrijekom propisana zakonima koji reguliraju djelatnost središnje banke, oni potiču financijsku stabilnost kao obvezu kojom će osigurati funkcioniranje sustava plaćanja.<sup>10</sup>

### **Stabilnost kamatne stope**

Stabilnost kamatnih stopa veoma je poželjna jer promjene kamatnih stopa mogu stvoriti neizvjesnost u gospodarstvu i otežati planiranje budućnosti. Stabilnost kamatnih stopa također pridonosi očuvanju stabilnosti financijskih tržišta jer promjene kamatnih stopa stvaraju velike

---

[10] Criste, A., Lupu, I.: The central bank policy between the price stability objective and promoting financial stability, *Procedia Economics and Finance* 8, 219-225, 2014., str. 222.

neizvjesnosti financijskim institucijama. Porast kamatnih stopa može stvoriti velike kapitalne gubitke na dugoročnim obveznicima i hipotekama, gubitke koji mogu uzrokovati propast financijskih institucija koje ih posjeduju.

### **Stabilnost na deviznim tržištima**

Cilj stabilnosti na deviznim tržištima jest sprečavanje promjena uvjeta razmjene vezanih uz pad ili rast domaće valute u odnosu na strane valute. U zemljama koje su u velikoj mjeri ovisne o međunarodnoj trgovini, stabilnost na deviznim tržištima dodatno dobiva na važnosti.

Strategija provođenja monetarne politike očituje se u korištenju instrumenata monetarne politike kojima se pokušava utjecati na ostvarivanje krajnjih ciljeva. **Krajnji ciljevi**, kako objašnjava Lovrinović, javno su objavljeni i definirani zakonom o središnjoj banci kojim se određuje odgovornost središnje banke kao njezina izvršitelja.<sup>11</sup> Osim krajnjih ciljeva, također spominje **intermedijarne** i **operativne ciljeve**. To su ciljevi kod kojih se povećava djelotvornost politike u ostvarenju krajnjeg cilja, koja može biti ugrožena nepravodobnim podacima o različitim čimbenicima unutar razdoblja implementacije instrumenata monetarne politike i ostvarenja krajnjeg cilja.

### **2.3. Vrste monetarne politike**

U monetarnoj teoriji općeprihvaćeno je stajalište da je osnovni smisao monetarne politike njezino djelovanje na stupanj i dinamiku privredne aktivnosti reguliranjem obujma i strukture efektivne novčane potražnje te točnim formiranjem visine i strukture novčane mase. Prema tome, monetarna politika dijeli se na dvije vrste:<sup>12</sup>

1. restriktivna monetarna politika
2. ekspanzivna monetarna politika.

---

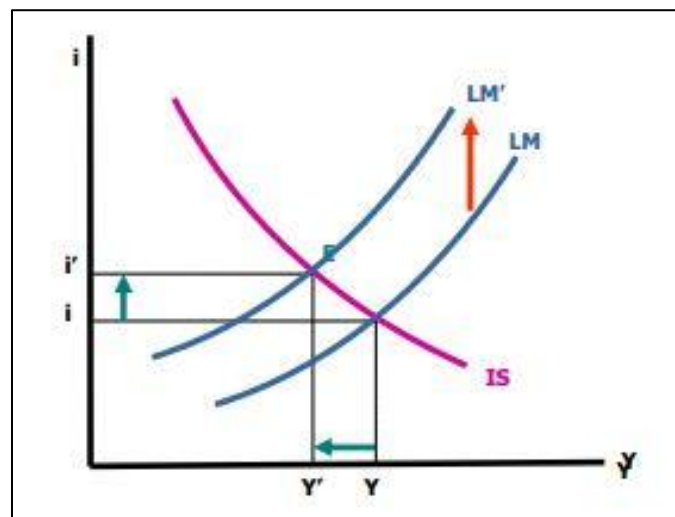
[11] Lovrinović, I., Ivanov, M., 2009., str. 206.

[12] Fiamengo, I., 2011., str. 24.



### 2.3.1. Restriktivna monetarna politika

Restriktivna monetarna politika, preko pogoršanja kreditnih uvjeta (rasta kamatnjaka) i smanjenja iznosa raspoloživih kredita banaka, ograničava rast potražnje i djeluje u pravcu snižavanja inflacije. Međutim, treba imati na umu da ograničena ponuda bankarskih kredita dovodi do smanjenja investicija, a time multiplikativno i do smanjenja nacionalnog dohotka i zaposlenosti. Usljed toga, prerestriktivne mjere monetarne politike i njima izazvani poremećaji u finansijskom sustavu mogu postati čimbenik smanjenja obujma proizvodnje i pojave recesije u gospodarstvu. Osim toga, iako politika visokih kamatnjaka u pravilu predstavlja dobar instrument eliminiranja inflacijskih pritisaka izazvanih viškom agregatne potražnje nad agregatnom ponudom, posredni učinci takve politike mogu djelovati vrlo destabilizirajuće. Naime, ukoliko su nominalni kamatnjaci znatno viši od realnih, tj. ako uključuju i rast cijena, potenciranje rasta kamatnjaka neće utjecati na zaustavljanje inflacije.<sup>13</sup> U najužem smislu može se reći da je restriktivna monetarna politika, politika smanjene ponude novca, a isto tako može se prikazati modelom IS-LM. Slika 1 prikazuje monetarnu restrikciju, odnosno smanjenje nominalne ponude novca uz fiksnu razinu cijena pri čemu dolazi do povećanja kamatnih stopa ( $i$ ) i pada outputa ( $Y$ ). To dovodi do pada raspoloživog dohotka kao i pada potrošnje. Budući da je prodaja manja, a kamatna stopa viša, investicije moraju padati.



Slika 1. Restriktivna monetarna politika preko IS-LM modela (prema: [http://web.efzg.hr/dok/MGR/varcabic//makroekonomija/poglavlje\\_5.pdf](http://web.efzg.hr/dok/MGR/varcabic//makroekonomija/poglavlje_5.pdf))

[13] Lovrinović, I., Ivanov, M.: Novac i gospodarska aktivnost, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb, 2003., str, 27.

Prilikom provođenja restriktivne monetarne politike koriste se sljedeći instrumenti:<sup>14</sup>

- povećanje eskontne stope
- povećanje kamatne stope
- ograničavanje kredita u gospodarstvu
- ograničavanje potrošačkih kredita
- povećanje stope rezervi likvidnosti
- povećanje stope obaveznih rezervi
- poticanje svih oblika štednje itd.

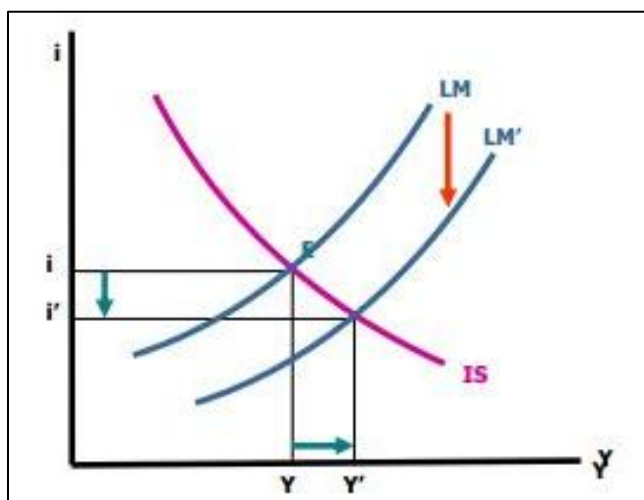
### **2.3.2. Ekspanzivna monetarna politika**

Na sličan način kao što ograničenja restriktivne monetarne politike umanjuju sposobnost eliminiranja inflacije, povratni efekti ekspanzivnog utjecaja monetarne politike umanjuju njezinu djelotvornost u poticanju gospodarskoga rasta. Ukazivanje na postojanje povratnih efekata monetarne ekspanzije predstavlja vrlo važnu odrednicu teorije monetarizma na kojoj se zasniva argument o efikasnosti monetarne politike u kratkom roku i potpune neutralnosti novca u dugom roku. Oni pri tome ne negiraju činjenicu da znatnije povećanje ponude novca djeluje na pad kamatnjaka i time neposredno potiče investicijsku, osobnu i budžetsku potrošnju. Međutim, naglašavaju da povećanje spomenutih komponenata agregatne potražnje ujedno potiče i rast cijena, a time i rast nominalnih kamatnjaka koji ionako postaju visoki zbog snažne potražnje za kreditima. To znači da ekspanzivna monetarna politika na početku potiče pad kamatnjaka, a u kasnijoj fazi uzrokuje njegov rast. Uzimajući u obzir tradicionalnu zakonitost odnosa između investicija i cijene novca, u dugom roku iščezavaju pozitivni učinci koji bi mogli doprinijeti gospodarskom rastu, a inflacija ostaje kao jedina posljedica monetarne ekspanzije.<sup>15</sup> Ekspanzivna politika potiče povećanu ponudu novca centralne banke te tako dolazi do porasta investicija. Slika 2 prikazuje monetarnu ekspanziju: povećanje nominalne ponude novca uz fiksnu razinu cijena, što uzrokuje smanjenje kamatnih stopa ( $i$ ) te porast outputa ( $Y$ ). Samim time raste raspoloživi dohodak kao i potrošnja. Tom reakcijom povećava se prodaja, kamatna stopa postaje niža, a investicije rastu.

---

[14] Prašcević, A., 2011., str. 169.

[15] Lovrinović, I., Ivanov, M., 2003., str. 28.



Slika 2. Ekspanzivna monetarna politika preko IS-LM modela (prema: [http://web.efzg.hr/dok/MGR/varcabic/makroekonomija/poglavlje\\_5.pdf](http://web.efzg.hr/dok/MGR/varcabic/makroekonomija/poglavlje_5.pdf))

Ekspanzivna monetarna politika provodi se primjenom sljedećih instrumenata:<sup>16</sup>

- sniženjem eskontne stope
- sniženjem kamatne stope na kredite u bankarskom sustavu
- povećanjem kredita gospodarstvu, povećanjem kredita stanovništvu
- smanjenjem stope obaveznih rezervi
- smanjenjem stope rezervi likvidnosti
- ekspanzivnom politikom otvorenog tržišta itd.

## 2.4. Instrumenti monetarne politike

Pred monetarnu politiku postavljaju se složeni i raznovrsni zadatci. Jedan je od najvažnijih stabilan gospodarski razvitak, pri čemu se najviše značaja pridaje stabilnosti nacionalne valute da bi se gospodarstvu osiguralo stabilno mjerilo vrijednosti. Samim time u uskoj je vezi i njezin zadatak da utječe na devizni tečaj nacionalne valute. Njezino je provođenje i koncipiranje funkcija središnje banke. Ipak, potrebne su joj određene ovlasti i instrumenti da bi tu funkciju mogla i obavljati. Instrumenti monetarne politike mogu se promatrati kao dinamičke kategorije koje se tijekom dugog niza godina neprestano razvijaju i prilagođavaju različitim ekonomskim i monetarnim okruženjima i primjeni ciljeva tekuće novčane politike.<sup>17</sup> Također, oni služe središnjoj banci za reguliranje količine novca u optjecaju, tj. ona koristi instrumente da bi uskladila količinu novca u optjecaju s realnim potrebama tržišta.

[16] Prašcević, A., 2011., str. 171.

[17] Lovrinović, I., Ivanov, M., 2009., str. 209.

Danas, u 21. stoljeću, središnje banke zemalja s razvijenim tržišnim gospodarstvom koriste se četirima tradicionalnim instrumentima monetarne politike:<sup>18</sup>

1. diskontnom politikom
2. politikom otvorenog tržišta
3. politikom obavezne rezerve
4. selektivnom kreditnom politikom.

Osim prethodno nabrojanih osnovnih instrumenata monetarne politike, u većini slučajeva centralne banke koriste se i nekim od dodatnih instrumenata kao što su:

5. moralno uvjeravanje ili džentlmenki sporazumi
6. politika privlačenja depozita.

Naravno, primjena i efekt primjene određenih monetarnih instrumenata, prije svega, ovisi o razini razvijenosti financijskih tržišta te organizaciji gospodarstva pojedinih zemalja.

#### **2.4.1. Diskontna politika**

Diskontna politika ili politika eskontne stope predstavlja najstariji instrument monetarne politike središnjih banaka pomoću kojeg one utječu na opseg bankovnih kredita, a na taj način i na količinu novca u optjecaju. Diskontna politika razvila se još u razdoblju zlatnog standarda kao prateći instrument njegovala financiranja temeljenog na zlatnom pokriću izdanih novčanica.<sup>19</sup> Diskontna politika, tj. diskontna stopa zapravo je kamatna stopa po kojoj središnja banka prima od poslovnih banaka na eskont robne mjenice ili druge vrijednosnice. Također, vrlo je bitno reći da se pod diskontnom politikom ne podrazumijeva određivanje visine kamatne stope, već postavljanje ostalih uvjeta reeskonta, kao što su uvjeti u pogledu rokova, kvalitete papira koji se reeskontira, a i tako određivanje reeskontnog plafona.

Usklađivanjem visine diskontne stope, centralne banke reguliraju visinu aktivnih kamatnih stopa poslovnih banaka te postavljaju uvjete refinanciranja na osnovi reeskonta robnih mjenica ili drugih vrijednosnica. U slučaju inflatornog kretanja cjelokupnog gospodarstva, centralna banka povisuje iznos diskontne stope. To rezultira poskupljenjem bankovnih kredita te smanjenjem njihove potražnje. U konkretnom slučaju, to je signal za sudionike novčanog

---

[18] Peršin, I., Šokman, A., Lovrinović, I., 2001., str. 259.

[19] Lovrinović, I., Ivanov, M., 2009., str. 209.

sustava da je novac postao skuplji. Veću diskontnu stopu javnost shvaća ne samo kao signal rasta cijena već i kao signal mogućeg rasta inflacije na koju je središnja banka reagirala pravodobno višom kamatnom stopom. Uz veći trošak zaduživanja i diskontnu stopu veću od razine kamatnjaka na međubankovnom tržištu, poslovne banke imaju manji interes za zaduživanje. Kako to dovodi do skupljeg pribavljanja likvidnosti banaka, dolazi i do rasta aktivnih kamatnih stopa po kojima banke daju kredite poduzećima i stanovništvu.<sup>20</sup> Nadalje, kad novac postane skuplji, rast diskontne stope djeluje i na rast pasivnih kamatnih stopa, smanjenje potražnje javnosti za gotovinom te povećanje potražnje za štednjom i oročenjima, što u konačnici dovodi do smanjenja količine novca u optjecaju, što je i krajnji cilj središnje banke. U obrnutom slučaju, recesija potiče središnju banku na snižavanje diskontne stope i na taj način pojeftinjuje bankovne kredite te potiče nove investicije. Uz nižu cijenu zaduživanja, poslovne banke mogu pribaviti viškove likvidnosti, što uzrokuje pad kamatnjaka na međubankovnom tržištu, zbog čega kasnije dolazi do smanjenja troškova zaduživanja stanovništva i na kraju veću količinu novca u optjecaju.<sup>21</sup>

Manipuliranje visinom diskontne stope dobar je instrument reguliranja unutarnjih kreditnih odnosa u uvjetima u kojima je bankarski sustav tomu prilagođen, no čestim promjenama diskontne stope, osim pozitivnih učinaka, mogu se izazvati i negativni učinci.

#### **2.4.2. Politika otvorenog tržišta**

Da bi se objasnila politika otvorenog tržišta, najprije se mora objasniti pojam otvorenog tržišta. Kada je riječ o otvorenom tržištu, ne misli se na tržište koje je nezaštićeno carinskim i sličnim mjerama, nego na tržište novca i kapitala koje je utemeljeno na interpersonalnoj osnovi. Politika otvorenog tržišta danas predstavlja najvažniji instrument monetarne politike kojim raspolažu središnje banke u razvijenim zemljama. To je instrument koji središnje banke primjenjuju regulirajući količinu novca u optjecaju. Operacijama na otvorenom tržištu središnja banka kupuje i prodaje državne vrijednosne papire, a preduvjet za provođenje politike otvorenog tržišta je visok stupanj razvijenosti financijskog tržišta.<sup>22</sup>

Kupovinom vrijednosnih papira umnožava se količina novca u optjecaju, a prodajom vrijednosnih papira novac se povlači iz optjecaja. Regulirajući tako rezerve banaka, središnja

---

[20] Amstad, M., Martin, A.: Monetary Policy Implementation: Common Goals but Different Practices. *Current issues in economics and finance*, 2011., str. 2.

[21] Peršin, I., Šokman, A., Lovrinović, I., 2001., str. 296.

[22] Lovrinović, I., Ivanov, M., 2009., str. 214.

banka postiže multiplikativne efekte na kreditnu aktivnost banaka i utječe na opću gospodarsku aktivnost u zemlji. Predmet kupoprodaja u operacijama na otvorenom tržištu redovito su kratkoročni vrijednosni papiri državnoga duga (blagajnički zapisi), vrijednosni papiri središnjih banaka, inozemni kratkoročni vrijednosni papiri, kratkoročne zadužnice s fiksnom kamatnom stopom.<sup>23</sup> Jednako tako, može se provoditi na tržištu novca putem trezorskih zapisa i na tržištu kapitala putem državnih obveznica.

Politika otvorenoga tržišta efikasan je i tržišnim odnosima primjeren instrument monetarne kontrole. Uz politiku obvezatnih rezervi, diskontnu politiku, kontingentiranje i selektivno usmjeravanje kredita, ulazi u grupu standardnih instrumenata monetarno-kreditnog reguliranja. Temeljni su uvjeti za primjenu ovog instrumenta postojanje državnih vrijednosnih papira, razvijeno novčano tržište i ekonomski interes za ulaganja u vrijednosne papire. Osim toga, preduvjet za uspješno provođenje operacija na otvorenom tržištu jest visok stupanj razvijenosti financijskoga tržišta.

Kao instrument fine prilagodbe likvidnosti i kretanja kamatnih stopa, politiku otvorenog tržišta karakterizira nekoliko prednosti u odnosu na ostale instrumente:<sup>24</sup>

- potpuna kontrola središnje banke nad provođenjem aukcija
- brza ili spora kupnja/prodaja vrijednosnih papira u ograničenim ili velikim iznosima
- jednostavne administrativne procedure
- kompenziranje eventualnih neželjenih efekata
- smanjenje špekulacija i neželjenih učinaka
- postizanje veće koordinacije upravljanja monetarnom i fiskalnom politikom te efikasnije upravljanje javnim dugom.

Kada je riječ o politici otvorenoga tržišta, vrlo bitan i vrlo čest mehanizam koji se primjenjuje pri kupnji vrijednosnica jest sporazum o reotkupu, tj. REPO sporazum. REPO sporazumom se diler koji prodaje vrijednosnice središnjoj banci obvezuje da će jednog dana uz određeni kamatnjak i određenu cijenu ponovno otkupiti te iste vrijednosnice. S druge strane, to može učiniti i središnja banka. Instrumentom *obratni repo* središnja banka djeluje u smjeru povećanja likvidnosti banaka. Funkcionira kao kredit koji središnja banka daje

---

[23] Woodford, M.: Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy, Princeton university press, 2011., str. 26.

[24] Lovrinović, I., Ivanov, M., 2009., str. 215.

poslovnim bankama uz kolateralu prihvatljivih vrijednosnih papira. Instrumentom *repo* banka smanjuje likvidnost banaka te djeluje kao kolateralizirani depozit koji središnja banka prima na polog od poslovnih banaka.

Repo i obrnuti repo veoma su pogodni instrumenti za kontroliranje prijevremenih i neželjenih promjena likvidnosti banaka i ostalih subjekata nad kojima središnja banka nema izravnu kontrolu.<sup>25</sup>

### 2.4.3. Politika obvezne rezerve

Ako neka banka želi udovoljavati zahtjevima klijenata za isplatu gotovine, mora držati jedan dio sredstava u likvidnoj formi. Politika obveznih rezervi sastoji se u određivanju stope obvezne rezerve, ali i drugih uvjeta koji određuju visinu obveznih rezervi koje poslovne banke trebaju obračunati i izdvojiti na depozite. U pravilu, središnje banke određuju jedinstvenu stopu obveznih rezervi. Obvezna rezerva izdvaja se na poseban račun kod središnje banke, čime se osigurava stabilnost bankovnog sustava.<sup>26</sup> Za razliku od politike otvorenog tržišta kao „finog“ instrumenta monetarne politike, politika obveznih rezervi smatra se „grubim“ administrativnim instrumentom. Zbog brzog i učinkovitijeg djelovanja, politika obveznih rezervi veoma je važan instrument monetarne politike kod svih središnjih banaka, a pogotovo dolazi do izražaja u zemljama sa slabije razvijenim financijskim sustavom u kojima se ne može uspješno izvršavati politika otvorenoga tržišta.

U ostvarivanju politike obveznih rezervi središnja banka mora utvrditi:<sup>27</sup>

- a) osnovicu za obračun obvezne rezerve
- b) način određivanja visine obvezne rezerve
- c) razdoblje izračuna obračunske osnovice
- d) održavanje obvezne rezerve
- e) udovoljavanje zahtjevu za obveznom rezervom
- f) pitanje ukamaćivanja sredstava obvezne rezerve
- g) kazne za neispunjavanje odredaba.

Visinu obveznih rezervi propisuje središnja banka, ovisno o monetarnoj situaciji na tržištu. Kada se procijeni da je kreditna aktivnost poslovnih banaka prevelika i da vodi k inflaciji,

---

[25] Lovrinović, I., Ivanov, M., 2009., str. 220.

[26] Mishkin, F.S., 2010., str. 378.

[27] Peršin, I., Šokman, A., Lovrinović, I., 2001., str. 305.

stopa se obveznih rezervi povećava, a u suprotnoj se situaciji smanjuje. Smatra se da je politika obvezne rezerve mnogo grublji instrument od politike otvorenoga tržišta. Ukoliko se banke ne pridržavaju propisane stope, one dolaze pod pojačan nadzor središnje banke te su dužne na neizdvojena sredstva platiti penalizirajuće kamate. Obvezna rezerva u monetarnoj se politici tretira kao instrument fiskalne politike, odnosno kao poseban porez koji središnja banka nameće ostalim bankama.<sup>28</sup>

#### 2.4.4. Selektivna kreditna politika

Za razliku od prethodnih politika, selektivna kreditna politika koja u sebi nosi snažne elemente diskrecijske politike predstavlja kvalitativnu mjeru kontrole upotrebe kredita iz primarne emisije i ukupnih novčanih tokova. Njome se postiže kontrola uporabe sredstava iz primarne emisije za točno određene namjene. Na taj se način može neposredno utjecati na ostvarivanje tekućih ciljeva gospodarske politike usmjerene na jačanje određenih grana i djelatnosti koje su iznimno važne za državu, ali isto tako uz ograničavanje kredita pojedinim privrednim sektorima ili poduzećima čiji se napredak zbog nekog razloga želi ograničiti.<sup>29</sup> Najznačajniji dio selektivne politike jest propisivanje uvjeta kreditiranja, i to ne samo u kvantitativnom već sve više i u kvalitativnom smislu. Selektivnom kreditnom politikom država bira ciljeve kao što su npr. veća zaposlenost i povećanje BDP-a. Središnja banka tom politikom aktivno utječe na razvoj pojedinih sektora, a najčešće je riječ o sektorima koji nisu zanimljivi investitorima.

Dva su oblika selektivne kreditne politike:<sup>30</sup>

1. **politika potrošačkih kredita** kojima država potiče potražnju za određenim dobrima i tako podupire razvoj određenih djelatnosti poduzeća
2. **politika otkupa vrijednosnica**, tj. refinanciranje pri čemu se utvrđuje vrsta vrijednosnica, prihvatljivost i ukupna kvota.

Najveći prigovori selektivnoj politici odnose se na povećan stupanj rizičnih odluka središnje banke koje mogu biti štetne i neobjektivne te na potiskivanje tržišnih načela poslovanja i odobravanja kredita.

---

[28] Peršin, I., Šokman, A., Lovrinović, I., 2001., str. 302.

[29] Mishkin, F. S., Eakins S. G.: Financijska tržišta i institucije, Zagreb, Mate, 2005., str. 195.

[30] Peršin, I., Šokman, A., Lovrinović, I., 2001., str. 305.



### 3. Hrvatska narodna banka

Središnja banka posebna je i najvažnija monetarna institucija u svakoj modernoj državi. Prema svojim funkcijama i karakteristikama bitno se razlikuje od svih drugih financijskih institucija. Ona kontrolira zakonima uspostavljeni jedinstveni novčani, kreditni i bankovni sustav, a sve više i sustav depozitno-kreditnih financijskih institucija. U mnogim nerazvijenim zemljama središnje banke još su uvijek pod snažnim utjecajem države i jedna je od njihovih zadaća kreditiranje države uz minimalnu kamatnu stopu. Nadalje, takvo financiranje koje zahtijeva da svi, uključujući i državu, svoje financijske potrebe moraju podmirivati na financijskim tržištima, protivno je svim tržišnim načelima.<sup>31</sup> S obzirom na velike ovlasti koje središnja banka ima te na njenu nezavisnost od vlade, neki ekonomisti smatraju da centralna banka, pored

- a) parlamenta (kao zakonodavne vlasti)
- b) vlade (kao izvršne vlasti) i
- c) sudova

predstavlja četvrtu vrstu vlasti u modernim državama.<sup>32</sup>

Središnja banka jedina je institucija koja kreira primarni novac kao monetarnu bazu ukupne monetarne kreacije. Zadaće i aktivnosti središnje banke orijentirane su na regulaciju monetarnih kretanja, kontrolu novca u optjecaju te implementaciju monetarnih instrumenata u cilju održavanja monetarne stabilnosti.<sup>33</sup>

Ustav Republike Hrvatske, donesen 21. prosinca 1990., odredio je Hrvatsku narodnu banku kao središnju banku Republike Hrvatske i utvrdio njezine odgovornosti: "Narodna banka Hrvatske je središnja banka Republike Hrvatske. Narodna banka Hrvatske odgovorna je, u okviru svojih prava i dužnosti, za stabilnost valute i za opću likvidnost plaćanja u zemlji i prema inozemstvu. Narodna banka Hrvatske u svom radu je samostalna i odgovorna Hrvatskom saboru. Dobit ostvarena poslovanjem Narodne banke Hrvatske pripada državnom

- 
- [31] Raspudić Golomejić, Z.: Koordinacija upravljanja javnim dugom i vođenja monetarne politike u Hrvatskoj, HNB, Zagreb 2007., str. 155.
  - [32] Polovina, S., Medić, Đ.: Osnove ekonomije - priručnik za studij ekonomije uz udžbenik P. Samuelson-W. Nordhaus: Ekonomija, Medinek, Zagreb, 2002., str. 372.
  - [33] Benić, Đ.: Monetarna politika: transparentnost središnje banke i ciljana inflacija, Sveučilište u Dubrovniku, Dubrovnik, 2014., str. 235.

proračunu. Položaj Narodne banke Hrvatske uređuje se zakonom". Godine 1992. donesen je Zakon o NBH-u i taj je zakon mijenjan 1995. zbog krize u bankarstvu. Naziv NBH u HNB promijenjen je 1997. godine. Zakonom o HNB-u donesenom 5. travnja 2001. utvrđeni su položaj, neovisnost, poslovi, vlasnički status i ustroj hrvatske središnje banke te je određeno da je postizanje i održavanje stabilnosti cijena osnovni cilj djelovanja HNB-a. U prosincu 2008. Zakonom o HNB-u stvorene su zakonske pretpostavke da danom pristupanja Europskoj uniji HNB postane sastavni dio Europskog sustava središnjih banaka.<sup>34</sup>

Položaj, zadaće, vlasništvo nad kapitalom središnje banke, njezine ovlasti i ustroj, kao i njezin odnos s tijelima Republike Hrvatske, bankama te međunarodnim institucijama i organizacijama uređeni su Zakonom o Hrvatskoj narodnoj banci.

### **3.1. Položaj i ciljevi HNB-a**

U ostvarivanju svojega cilja i obavljanju svojih zadataka HNB je samostalna i neovisna. Ima svojstvo pravne osobe, ali se ne upisuje u sudski registar. Sjedište joj je u Zagrebu. Pečat HNB-a sadržava grb Republike Hrvatske i naziv Hrvatska narodna banka. HNB zastupa guverner te je u isključivom vlasništvu Republike Hrvatske.

HNB je sastavni dio Europskog sustava središnjih banaka te je obavezna prema svim zakonima i propisima raditi na ostvarivanju i izvršavanju zadataka Europskog sustava središnjih banaka. Institucije i tijela Europske unije, vlade, agencije, uredi i druga tijela država članica Europske unije dužni su poštovati neovisnost i ne smiju utjecati na neovisnost Hrvatske narodne banke, donošenje i provedbu odluka Hrvatske narodne banke i njezinih tijela te ne smiju odobravati, poništavati, odgađati, ukidati ili na bilo koji drugi način utjecati na bilo koju odluku Hrvatske narodne banke u područjima iz njezine nadležnosti.<sup>35</sup>

*Cilj* Hrvatske narodne banke „ jest održavanje stabilnosti cijena. Ne dovodeći u pitanje ostvarivanje svojega osnovnog cilja, Hrvatska narodna banka podupire opću gospodarsku politiku Europske unije podupirući ciljeve Europske unije sukladno članku 3. Ugovora o Europskoj uniji. Hrvatska narodna banka djeluje u skladu s načelom otvorenog tržišnog gospodarstva, slobodne konkurencije, dajući prednost učinkovitoj raspodjeli sredstava, a u skladu s načelima iz članka 119. Ugovora o funkcioniranju Europske unije.“<sup>36</sup> U ostvarivanju

---

[34] <http://old.hnb.hr/o-hnb/h-opis-hnb.htm> (dostupno 15.11.2016.)

[35] Isto

[36] <http://www.zakon.hr/z/195/Zakon-o-kreditnim-institucijama> (07.02.2017)

svojih ciljeva, Hrvatska narodna banka mora se pridržavati pravila otvorenoga tržišnog gospodarstva i slobodne konkurencije.

Stabilnost cijena osnovni je preduvjet za održiv gospodarski razvoj. Stabilnost cijena, kao jedan od glavnih ciljeva HNB-a, ne znači da stopa inflacije mora biti jednaka nuli, već da bude blago pozitivna u dužem vremenskom razdoblju.

Niska i stabilna inflacija pridonosi gospodarskom razvitku i većoj zaposlenosti putem više kanala. Niska i stabilna inflacija povećava transparentnost cijena, odnosno omogućuje potrošačima da iz cijena dobiju pravu i kvalitetnu informaciju o relativnoj vrijednosti pojedinih dobara. Nadalje, u uvjetima stabilnih cijena smanjuje se vjerojatnost da će se kućanstva i poduzeća svojim resursima koristiti u svrhu zaštite od inflacije, umjesto da ih usmjere u proizvodnju. I zadnje, niska i stabilna inflacija pridonosi smanjenju premije na inflacijski rizik ugrađene u kamatne stope, a to je zapravo nadoknada koju vjerovnici zahtijevaju od dužnika da bi se osigurali od rizika gubitka vrijednosti svoje imovine.

### **3.2. Zadatci HNB-a**

Hrvatska narodna banka samostalna je i neovisna u okviru Ustava i zakona u cjelokupnosti poslova iz svoje nadležnosti, što se očituje u sljedećim zadacima:<sup>37</sup>

- utvrđivanju i provođenju monetarne i devizne politike
- držanju i upravljanju međunarodnim pričuvama Republike Hrvatske
- izdavanju novčanica i kovanog novca
- izdavanju i oduzimanju odobrenja i suglasnosti u skladu sa zakonima kojima se uređuje poslovanje kreditnih institucija, kreditnih unija, institucija za platni promet, institucija za elektronički novac i platnih sustava te devizno poslovanje i poslovanje ovlaštenih mjenjača
- obavljanju poslova supervizije i nadzora u skladu sa zakonima kojima se uređuje poslovanje kreditnih institucija, kreditnih unija, institucija za platni promet, institucija za elektronički novac i platnih sustava
- vođenju računa kreditnih institucija i obavljanje platnog prometa po tim računima, davanju kredita kreditnim institucijama i primanju u depozit sredstava tih institucija
- uređivanju i unapređivanju sustava platnog prometa

---

[37] <http://www.zakon.hr/z/590/Zakon-o-Hrvatskoj-narodnoj-banci> (23.11.2016.)

- obavljanju zakonom utvrđenih poslova za Republiku Hrvatsku
- donošenju podzakonskih propisa u poslovima iz svoje nadležnosti
- pridonosenju stabilnosti financijskog sustava u cjelini i
- obavljanju ostalih, zakonom utvrđenih poslova.

### 3.3. Ustroj i upravljanje HNB-om

Temeljni zakon koji uređuje djelovanje HNB-a jest Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci kojim su propisane njezine ovlasti, ustroj te njezin odnos s tijelima Republike Hrvatske, bankama i međunarodnim institucijama i organizacijama. Najviše tijelo HNB-a jest Savjet HNB-a koji je odgovoran za postizanje temeljnih ciljeva te izvršavanje zadaća HNB-a.<sup>38</sup>

Savjet HNB-a čine guverner, zamjenik guvernera, viceguverneri te najviše osam vanjskih članova.

Zadatci Savjeta su brojni, među kojima se posebno mogu izdvojiti:<sup>39</sup>

- utvrđivanje monetarne i devizne politike
- donošenje financijskog plana Hrvatske narodne banke
- utvrđivanje uvjeta odobravanja kredita kreditnim institucijama
- utvrđivanje kamatnih stopa Hrvatske narodne banke i naknada za usluge Hrvatske narodne banke
- utvrđivanje insolventnosti kreditnih institucija i odlučivanje o davanju prijedloga za pokretanje stečajnog postupka nad kreditnim institucijama ili o oduzimanju odobrenja za rad kreditnih institucija
- davanje suglasnosti za pripajanje kreditnim institucijama i za stjecanje dionica kreditnih institucija u skladu sa zakonom koji regulira poslovanje kreditnih institucija
- davanje i oduzimanje suglasnosti za imenovanje predsjednika i članova uprava i nadzornih odbora kreditnih institucija
- određivanje strategije i politike upravljanja međunarodnim pričuvama
- odlučivanje o članstvu Hrvatske narodne banke u međunarodnim institucijama i organizacijama.

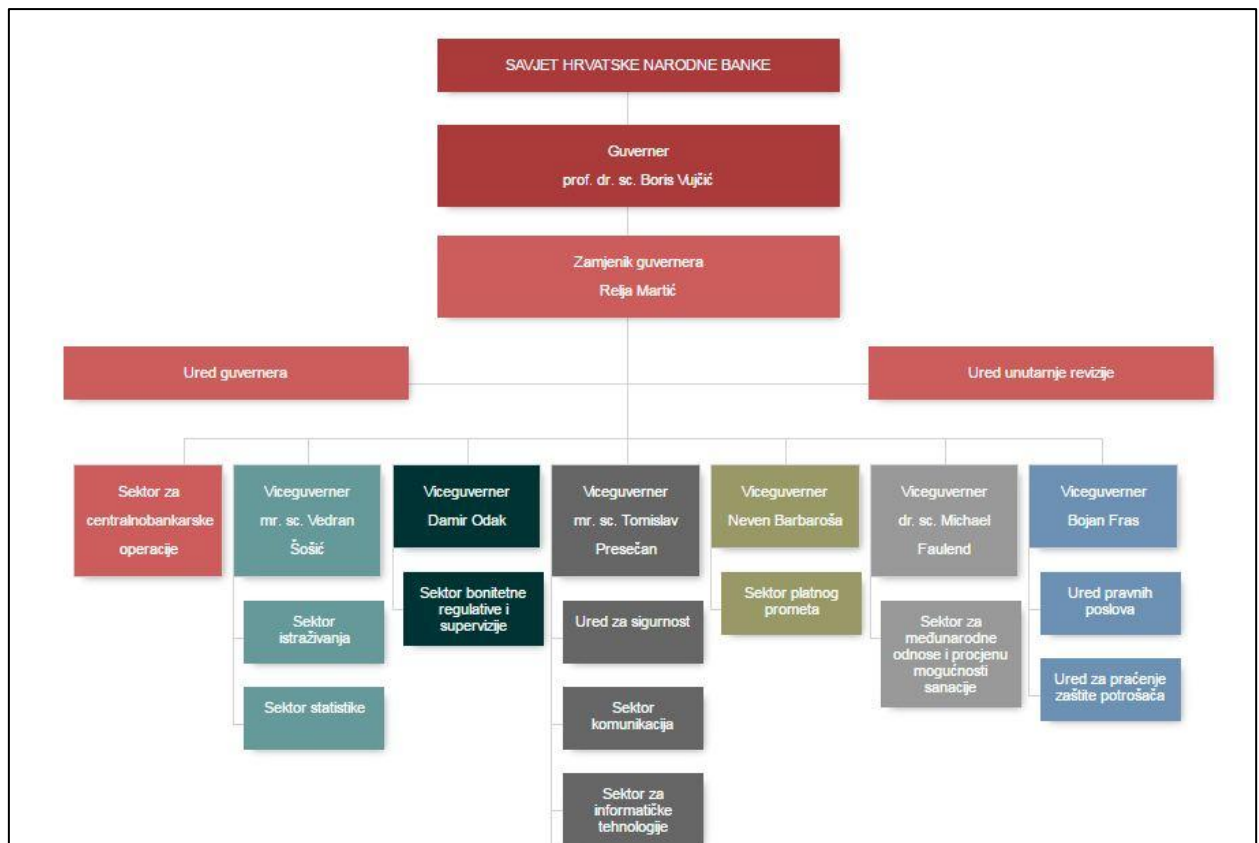
---

[38] <https://www.hnb.hr/o-nama/funkcije-i-struktura/savjet-i-rukovodstvo> (23.11.2016.)

[39] <http://www.hnb.hr/o-hnb/ho-hnb.htm> (23.11.2016.)

Guvernera, zamjenika i viceguvernera Hrvatske narodne banke imenuje Hrvatski sabor na prijedlog Odbora za izbor, imenovanja i upravne poslove i na osnovi mišljenja Odbora za financije i državni proračun, a ostale članove imenuje Savjet HNB-a.

Članovi Savjeta Hrvatske narodne banke imenuju se na šest godina, moraju biti državljani Republike Hrvatske s priznatim osobnim ugledom i profesionalnim iskustvom na monetarnom, financijskom, bankarskom ili pravnom području.



Slika 3. Organizacija Hrvatske narodne banke (preuzeto sa: <https://www.hnb.hr/o-nama/funkcije-i-struktura/organizacija> (dostupno 23.11.2016.))

O poslovima iz svog djelokruga Savjet donosi odluke na sjednicama. Predsjednik savjeta je guverner HNB-a. Guverner je odgovoran za provođenje odluka Savjeta HNB-a i on upravlja i rukovodi poslovanjem Hrvatske narodne banke. Bolje rečeno, guverner organizira rad HNB-a, predstavlja i zastupa HNB, donosi rješenja u postupku supervizije i nadzora nad kreditnim institucijama, imenuje i razrješava osobe s posebnim ovlastima i odgovornostima u HNB-u te odlučuje o mnogim drugim pitanjima.

## 4. Monetarna politika Hrvatske narodne banke

Osnovni je cilj Hrvatske narodne banke postizanje i održavanje stabilnosti cijena. HNB podupire ekonomsku politiku Republike Hrvatske ne dovodeći u pitanje svoj osnovni cilj. Hrvatska narodna banka podupire gospodarsku politiku Republike Hrvatske i pritom djeluje u skladu s načelima otvorenoga tržišnog gospodarstva i slobodne konkurencije.

Hrvatska narodna banka utvrđuje i provodi monetarnu i deviznu politiku u Republici Hrvatskoj. Radi ostvarivanja utvrđene monetarne i devizne politike, HNB može odrediti mjere i instrumente koji su mu potrebni za reguliranje kreditne aktivnosti i likvidnosti banaka i za reguliranje količine novca u optjecaju te donositi mjere u svezi s kamatnim stopama i tečajem domaće valute. HNB je ovlašten donositi podzakonske propise i druge akte kojima se regulira devizno poslovanje pravnih i fizičkih osoba. Isto tako, HNB obavlja kontrolu deviznog poslovanja u Republici Hrvatskoj u skladu sa zakonom.<sup>40</sup>

Hrvatska narodna banka ovlaštena je utvrđivati metodu za određivanje vrijednosti kune prema drugim valutama. HNB može, radi provođenja utvrđene monetarne i devizne politike, u svoje ime izdavati vlastite vrijednosne papire koji glase na domaću ili stranu valutu te na financijskim tržištima ugovarati kupnje, prodaje i zamjene vrijednosnih papira i drugih lako utrživih financijskih instrumenata, kao i prava i obveze u vezi s njima. Može odobravati kredite solventnim bankama sa sjedištem u Republici Hrvatskoj na razdoblje ne dulje od šest mjeseci. Za potrebe osiguranja povrata tih kredita mogu se upotrijebiti: financijski instrumenti određeni Zakonom o HNB-u; zadužnice koje je izdala Hrvatska narodna banka ili Republika Hrvatska, koje su plative u Republici Hrvatskoj i koje čine dio javne emisije te zadužnice određene Zakonom o HNB-u. Posebnom odlukom propisuje obvezu banaka da izdvoje i održavaju obveznu pričuvu na računu za namiru i u blagajni ili na izdvojenom računu u Hrvatskoj narodnoj banci. Obvezna pričuva određuje se u postotku propisanom s obzirom na vrstu, ročnost, veličinu i povećanje depozita i drugih obveza banke. Odlukom o obveznoj pričuvi propisuje se i osnovica te način obračuna obvezne pričuve. Na izdvojena sredstva obvezne pričuve Hrvatska narodna banka može plaćati banci naknadu, a odluku o visini te kamatne stope donosi HNB.<sup>41</sup>

HNB je tijekom 2015. godine nastavio održavati stabilnost tečaja kune prema euru te je nastavio provoditi ekspanzivnu monetarnu politiku. Takvo provođenje politike temelj je očuvanja financijske stabilnosti i ono je pogodovalo održavanju visoke likvidnosti

---

[40] Fiamengo, I., 2011., str. 43.

[41] <http://www.hnb.hr/monet/hmonet.htm> (dostupno 28.11.2016.)

monetarnog sustava za održavanje niskih domaćih kamatnih stopa na međubankovnom novčanom tržištu. U skladu s tim nastavio se i postupan pad kamatnih stopa na kredite stanovništvu i poduzećima. HNB je također spriječio deprecijacijske pritiske na tečaj i povećanje kamatnih stopa koje su uzrokovale zakonske izmjene vezane uz kredite indeksirane uz švicarski franak. Unatoč početku oporavka hrvatskog gospodarstva i padu kamatnih stopa, domaća kreditna aktivnost nije se značajno povećala zbog slabe investicijske potražnje, prezaduženosti nefinancijskih poduzeća, otežanog pristupa kreditima malih i srednjih poduzetnika te nesklonosti banaka i domaćih sektora preuzimanju rizika.<sup>42</sup>

#### **4.1. Instrumenti i mjere monetarne politike HNB-a**

Instrumentima monetarne politike HNB ostvaruje svoj osnovni cilj, a to je, kao što je već nekoliko puta navedeno, održavanje stabilnosti cijena. Stabilnost cijena u RH postiže se instrumentima koji utječu na stabilnost kretanja nominalnog tečaja kune u odnosu na euro kao nominalno sidro. S obzirom na to da je Hrvatska mala zemlja s malom ekonomijom i vrlo visokom stopom euroizacije, međunarodni tokovi kapitala izravno utječu na stabilnost tečaja kune, pa bi nestabilnost tečaja u postojećim ugovorima mogla naštetiti u makroekonomskoj stabilnosti zemlje. Da bi se takve stvari spriječile, instrumenti monetarne politike podešeni su tako da održavaju stabilno kretanje tečaja kune.<sup>43</sup>

Instrumenti monetarne politike Hrvatske narodne banke su:<sup>44</sup>

- operacije na otvorenom tržištu
- obvezna pričuva
- stalno raspoložive mogućnosti i
- ostali instrumenti i mjere:
  - minimalno potrebna devizna potraživanja
  - devizne aukcije
  - blagajnički zapisi
  - kratkoročni kredit za likvidnost.

Instrumenti monetarne politike vidljivi su u bilanci središnje banke. Instrumentima monetarne politike HNB povećava ili smanjuje likvidnost. Povećanje likvidnosti provodi se

---

[42] Godišnje izvješće HNB-a, 2015., str. 19.

[43] <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti> (dostupno 29.11.2016.)

[44] Lovrinović, I., Ivanov, M., 2009., str. 241.

kupnjom imovine ili odobravanjem kredita, a smanjenje likvidnosti postiže se uporabom obvezne pričuve ili izdavanjem vrijednosnih papira HNB-a.

#### 4.1.1. Operacije na otvorenom tržištu

Ovaj instrument HNB provodi od 2005. kada su za to stvoreni preduvjeti, vezani uz stupanj razvijenosti financijskog tržišta, a posebice sekundarnog tržišta državnih vrijednosnica. Operacije na otvorenom tržištu odnose se na kupnju ili prodaju određene imovine na financijskom tržištu. HNB provodi operacije na otvorenom tržištu prema vlastitom nahođenju prema unaprijed određenom rasporedu ili u bilo koje vrijeme koje sama odredi. U tim operacijama dobrovoljno mogu sudjelovati kreditne institucije koje to žele. Operacijama na otvorenom tržištu HNB utječe na likvidnost bankovnog sustava i kretanje kamatnih stopa na financijskom tržištu.<sup>45</sup> Operacije HNB-a mogu se provoditi kao:<sup>46</sup>

1. **povratne** – istodobno se dogovara transakcija kupnje/prodaje imovine i transakcija povratne prodaje/kupnje iste imovine za unaprijed određeni budući datum. Razliku u cijeni u tom slučaju čini cijena korištenja sredstava u razdoblju trajanja operacije. Cijena se iskazuje u obliku nominalne kamatne stope i utječe na kretanje ostalih kamatnih stopa.
2. **konačne** – dogovara se transakcija kupnje/prodaje imovine bez obaveze povratne prodaje/kupnje. U tom slučaju ne ugovora se kamatna stopa, već se na nju utječe količinom prodane/kupljene imovine.

S obzirom na učestalost i namjenu, operacije na otvorenom tržištu mogu biti:<sup>47</sup>

- a) **redovite operacije** – provode se putem operacija obratne povratne kupnje vrijednosnih papira, sustavom aukcija - standardnih ponuda na inicijativu HNB-a
- b) **operacije fine prilagodbe** – provode se prema potrebi radi upravljanja likvidnošću na tržištu i upravljanja kamatnom stopom kada treba neutralizirati učinke promjena kamatnih stopa uzrokovanih nepredviđenim promjenama na tržištu
- c) **strukturne operacije** – provode se putem izravne kupnje ili prodaje, obratni repo ili repo.

---

[45] <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/operacije-na-otvorenom-trzistu> (dostupno 29.11.2016.)

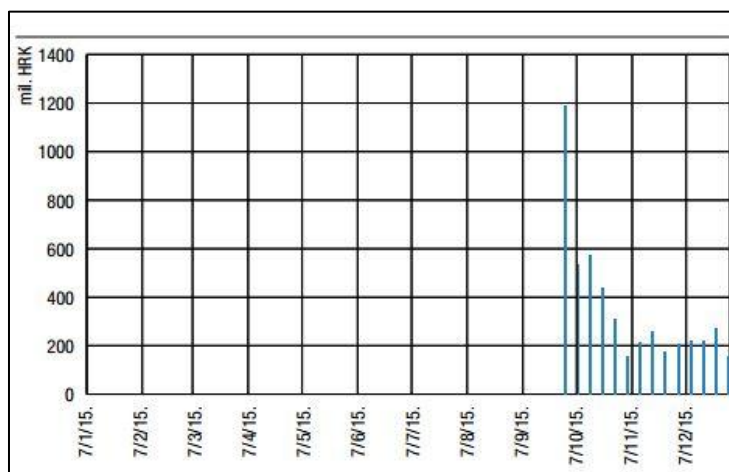
[46] Godišnje izvješće HNB-a, 2015., str. 43.

[47] Lovrinović, I., Ivanov, M., 2009., str. 242-245.



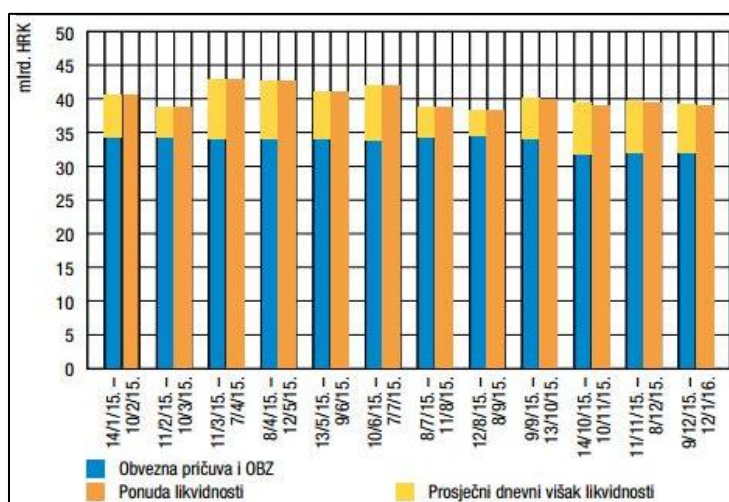
Najčešće korištene operacije HNB-a su konačne operacije, i to operacije kupoprodaje deviza. Te se operacije mogu nazvati operacije fine prilagodbe ili čak strukturne operacije.

HNB od 30. rujna 2015. ponovno provodi tjedne obratne repo operacije. Provedeno ih je 14 od ukupno plasiranih 4,9 mlrd. kuna (Slika 4). U 2015. provedene su tri konačne operacije na kojima je bankama ukupno prodano 0,8 mlrd. eura.<sup>48</sup>



Slika 4. Pregled redovitih operacija HNB-a, prema: Godišnje izvješće HNB-a 2015., str 44.

Ukupna ponuda novčanih sredstava ostvarena je u prosječnom iznosu od 40,3 mlrd. kuna, što je za 0,9 mlrd. kuna manje u odnosu na 2014. godinu. Ukupna potražnja za novčanim sredstvima ostvarena je u prosječnom iznosu od 40,3 mlrd. kuna, što je za 0,8 mlrd. kuna manje u odnosu na 2014. godinu, od čega su obvezna pričuva i obvezni blagajnički zapisi HNB-a prosječno iznosili 33,7 mlrd. kuna, a dnevni višak likvidnosti 6,7 mlrd. kuna.<sup>49</sup> (Slika 5)



Slika 5. Ponuda i potražnja za likvidnošću HNB-a prema: Godišnje izvješće HNB-a 2015., str. 44.

[48] Godišnje izvješće HNB-a, 2015., str. 44.

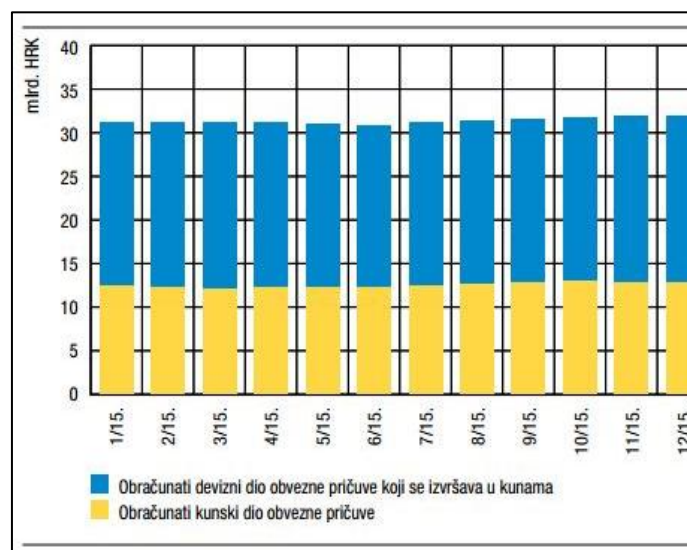
[49] Isto

#### 4.1.2. Obvezna pričuva

Obvezna pričuva obveza je kreditnih institucija da određeni postotak primljenih novčanih sredstava pohrane na račun Hrvatske narodne banke. Obveznici su banke, štedne banke te podružnice stranih banaka. Stopa obvezne pričuve iznosi 12 %. Obvezna pričuva ima snažan utjecaj na visinu kreditnog potencijala banaka i proces monetarne multiplikacije. Obvezna rezerva izdvojena u kunama čini glavninu primarnog novca, a ako se uzme u obzir i veliki iznos obvezne rezerve u devizama, obvezna rezerva čini 50 % ukupne bilance središnje banke.

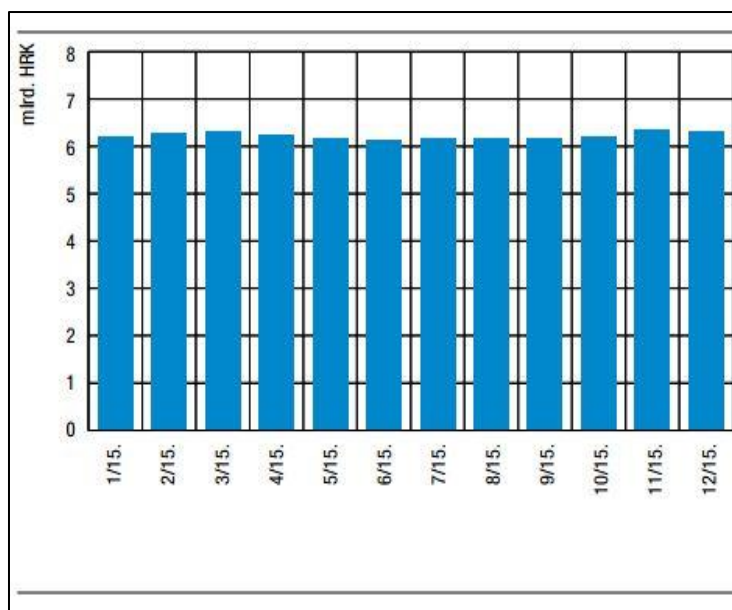
Hrvatski sustav obračuna obvezne rezerve sastoji se od: <sup>50</sup>

- **kunskog dijela** koji obuhvaća kunske izvore sredstava, i to primljene depozite i kredite u kunama, izdane dužničke vrijednosne papire u kunama, hibridne i podređene instrumente u kunama (s valutnom klauzulom i bez valutne klauzule) i ostale financijske obveze u kunama. Dio kunske obvezne pričuve izdvaja se na poseban račun kod HNB-a, a drugi se dio može održavati prosječnim dnevnim stanjima računa likvidnih potraživanja.
- **deviznog dijela** koji se sastoji od deviznih izvora sredstava, i to primljenih deviznih depozita i kredita, obveza po izdanim vrijednosnim papirima u devizama, hibridnih i podređenih instrumenata u devizama i ostalih financijskih obveza u devizama. 75 % deviznog dijela uključuje se u obračunati kunski dio i izvršava u kunama.



Slika 6. Pregled ukupnoga kunskog dijela obvezne pričuve prema: Godišnje izvješće HNB-a 2015., str. 44.

[50] Lovrinović, I., Ivanov, M., 2009., str. 247.



Slika 7. Pregled ukupnoga deviznog dijela obvezne pričuve prema: Godišnje izvješće HNB-a 2015., str. 44.

### 4.1.3. Stalno raspoložive mogućnosti

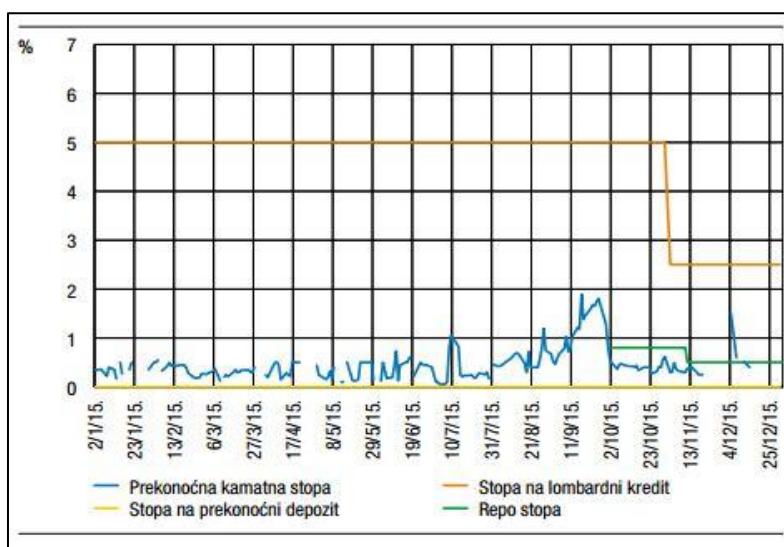
Stalno raspoložive mogućnosti koje provodi HNB kreirane su prema uzoru na praksu Europske središnje banke uz određene modifikacije. Ta operacija omogućuje kreditnim institucijama da na vlastitu inicijativu posuđuju ili deponiraju sredstva kod HNB-a, uglavnom na kraju radnog dana. HNB posluje s tri vrste stalno raspoloživih mogućnosti:<sup>51</sup>

1. **Novčani depozit** – predstavlja pogodnost namijenjenu bankama koje radni dan završavanju s viškovima likvidnosti pa mogu višak likvidnosti prekononočno deponirati kod HNB-a. Dospijeće je novčanog depozita prekononočno, s rokom povrata bankama na početku sljedećega radnog dana. Mogućnost korištenja je svakodnevna. Kamata iznosi 0,00 %.
2. **Lombardni kredit** – namijenjen je bankama, štednim bankama i podružnicama stranih banaka koje radni dan završavaju s manjkom likvidnosti. Lombardni kredit koristi se na zahtjev banke ili automatski u slučaju nevraćanja unutar dnevnoga kredita, i to isključivo na kraju radnoga dana. Banke su obvezne lombardni kredit vratiti sljedećega radnog dana. Kamatna stopa na lombardni kredit kojom se utvrđuje gornja granica kamatnog raspona na novčanom tržištu iznosila je 5,0 % godišnje do 31. listopada 2015., kada je smanjena na 2,5 % godišnje. (Slika 9)

[51] Lovrinović, I., Ivanov, M., 2009., str. 245.

3. *Unutardnevni kredit* – njime se banke, štedne banke, podružnice stranih banaka mogu svakodnevno koristiti u obliku limita na računu za namiru tijekom dana. Služi boljoj protočnosti platnih transakcija tijekom radnog dana. Dospijeće unutardnevnog kredita je do kraja dana kada je korišten, a ako nije vraćen do kraja dana, smatra se zahtjevom za lombardni kredit.

Tijekom 2015. lombardnim se kreditom koristila jedna banka jedan radni dan u iznosu od 4,5 mil. kuna, dok se unutardnevni kredit ukupno koristio jedanaest dana, u prosječnom iznosu od 586,6 mil. kuna. Novčani se depozit nije koristio.<sup>52</sup>



Slika 8. Kamatni raspon i prekonočna kamatna stopa prema: Godišnje izvješće HNB-a 2015., str. 44.

#### 4.1.4. Ostali instrumenti i mjere

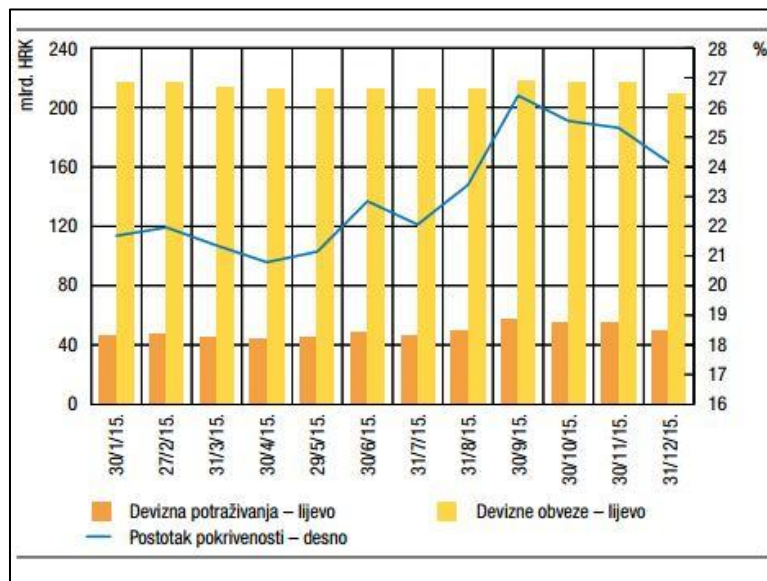
Ostali instrumenti i mjere služe kao podrška osnovnim instrumentima u provođenju monetarne politike Hrvatske narodne banke. Među ostalim instrumentima najpoznatiji je instrument minimalno potrebna devizna potraživanja, a još se koriste devizne aukcije, blagajnički zapisi i kratkoročni kredit za likvidnost.

[52] Godišnje izvješće HNB-a, 2015., str. 46.

## Minimalno potrebna devizna potraživanja

Banke, štedne banke i podružnice stranih banaka u obvezi su održavanja propisanog postotka minimalno potrebnih deviznih potraživanja u iznosu od 17 %. To je instrument koji HNB koristi za održavanje devizne likvidnosti.<sup>53</sup>

Postotak pokrivenosti deviznih obveza deviznim potraživanjima u 2015. kretao se između 20,79 % na dan 30. travnja i 26,40 % na dan 30. rujna. Postotak pokrivenosti na kraju godine iznosio je 24,15 %.<sup>54</sup>



Slika 9. Minimalna devizna likvidnost prema: Godišnje izvješće HNB-a 2015., str. 46.

## Devizne aukcije

Devizne aukcije provode se prema diskrecijskoj odluci središnje banke radi očuvanja stabilnosti domaće valute i održavanja likvidnosti plaćanja u zemlji i inozemstvu. Devizne aukcije mogu se provoditi kao obostrane operacije, pri čemu HNB i kupuje i prodaje devize, te kao jednostrane operacije u kojima HNB ili prodaje ili kupuje devize.

Hrvatska provodi režim fluktuirajućeg tečaja. To znači da tečaj nacionalne valute nije fiksiran prema nekoj stranoj valuti ili košarici valuta, već se slobodno formira na deviznom tržištu.<sup>55</sup> Tečaj, dakle, fluktuirava ovisno o ponudi i potražnji deviza na deviznom tržištu, no

[53] Godišnje izvješće HNB-a, 2015., str. 46.

[54] Isto

[55] Lovrinović, I., Ivanov, M., 2009., str. 250.

Hrvatska narodna banka povremenim uključivanjem u rad tog tržišta sprečava prevelike tečajne oscilacije i nastoji održati tečaj relativno stabilnim.

### **Blagajnički zapisi**

Blagajnički zapisi HNB-a su nematerijalni, prenosivi i nominirani u kunama. Rok dospjeća im je 360 dana. Prema Odluci o blagajničkim zapisima Hrvatske narodne banke, ista ih može otkupiti prije isteka roka na koji su zadani. Prodaju se na aukcijama uz diskont. HNB određuje datum izvršavanja aukcije, a pristup primarnom tržištu imaju banke, štedne banke, podružnice stranih banaka i HBOR. Prodajom blagajničkih zapisa HNB djeluje na smanjenje likvidnosti poslovnih banaka, a time i na smanjenje veličine primarnog novca kao baze sekundarne emisije novca.<sup>56</sup>

### **Kratkoročni kredit za likvidnost**

Banke, štedne banke i podružnice stranih banaka koje imaju problem s likvidnošću mogu koristiti kratkoročni kredit za likvidnost, uz uvjet da su solventne. HNB će odobriti kredit ako procijeni da je ugrožena stabilnost ukupnog financijskog sustava, u iznosu i na rok koji predloži komisija za praćenje likvidnosti. Rok za dospjeće kredita je do godinu dana.<sup>57</sup>

U 2015. godini banke se nisu koristile kratkoročnim kreditom za likvidnost.

## **4.2. Osvrt na instrumente monetarne politike**

Instrumenti monetarne politike podložni su promjenama koje uvjetuju različite okolnosti na financijskom tržištu. Efikasnost instrumenata s vremenom se mijenja, a Hrvatska narodna banka je ta koja ih povremeno modificira i prilagođava situacijama. HNB je dosad više puta mijenjao visinu stope obvezne rezerve, visinu kamatnjaka na lombardni kredit i kredit likvidnosti, repo stopu te stopu održavanja minimalnih deviznih potraživanja pa se tako lako očekuje da će se slične promjene događati i u budućnosti. Isto tako, središnja banka ponekad mijenja raspored izvođenja operacija na otvorenom tržištu, a ponekad uvodi nove instrumente ili ukida one koji su neefikasni. Uzimajući u obzir to da je Hrvatska članica EU-a, uobičajeno je da se Hrvatska narodna banka prilagođava monetarnoj politici Eurosustava.

---

[56] Lovrinović, I., Ivanov, M., 2009., str. 251.

[57] Peršin, I., Šokman, A., Lovrinović, I., 2001., str. 322.

### 4.3. Europska monetarna unija vs. monetarna politika HR

Ekonomska i monetarna unija (EMU) rezultat je postupne gospodarske integracije u EU-u, isto tako složeniji je i napredniji stupanj integracije Europske unije. Ona je proširenje jedinstvenog tržišta EU-a koje je obilježeno zajedničkim odredbama o proizvodima i slobodnim kretanjem robe, kapitala, radne snage i usluga. Zajednička valuta euro uvedena je u europodručju koje trenutačno čini 19 država članica EU-a. Jedinstvenu monetarnu politiku utvrđuje Europska središnja banka (ESB), a ona se dopunjuje usklađenim fiskalnim i ekonomskim politikama. U EMU-u ne postoji samo jedna institucija koja je odgovorna za ekonomsku politiku. Umjesto toga, odgovornost se dijeli između država članica i raznih institucija EU-a. Ova vrsta integracije podrazumijeva zajedničku monetarnu politiku i usko povezane ekonomske politike zemalja članica. Europska monetarna unija temelji se na zajedničkom tržištu proizvoda i usluga koje je potrebno za njezino dobro funkcioniranje jer variranje tečaja između valuta zemalja članica dovodi do problema i mogućnosti da se unutrašnje industrijsko tržište potpuno objedini.<sup>58</sup>

Institucije ekonomske i monetarne unije u najvećoj su mjeri nadležne za određivanje europske monetarne politike, pravila u vezi s izdavanjem eura i za stabilnost cijena u EU-u. Te institucije su: Europska središnja banka, Europski sustav središnjih banaka, Ekonomski i financijski odbor, Euroskupina i Vijeće za ekonomska i financijska pitanja. Europski sustav središnjih banaka (ESSB) sastoji se od Europske središnje banke (ESB) i nacionalnih središnjih banaka svih država članica EU-a. Glavni je cilj ESSB-a održati stabilnost cijena, kao što je prije spomenuto, a stabilnost cijena glavni je cilj i HNB-a. Da bi se postigao glavni cilj, Upravno vijeće ESB-a svoje odluke temelji na strategiji monetarne politike s dvama stupovima i provodi ih koristeći se standardnim i nestandardnim mjerama monetarne politike. Glavni su instrumenti standardne monetarne politike ESB-a operacije na otvorenom tržištu, stalno raspoložive mogućnosti i držanje minimalnih pričuva. Kao odgovor na financijsku krizu, Europska središnja banka promijenila je i svoju komunikacijsku strategiju pruživši smjernice buduće politike ESB-a u pogledu kamatnih stopa koje ovisi o prognozama stabilnosti cijena te je poduzela niz nestandardnih mjera monetarne politike. Te mjere uključuju kupnju imovine i državnih obveznica na sekundarnom tržištu u cilju očuvanja stabilnosti cijena i učinkovitosti transmisijskog mehanizma monetarne politike.<sup>59</sup>

---

[58] Radošević, D.: Kapitalni tokovi, tečaj i Europska monetarna unija, Visoka škola međunarodnih odnosa i diplomacije Dag Hammarskjöld, 2012.

[59] <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf> (dostupno 13.12.2016.)

Glavni ciljevi institucija ekonomske i monetarne unije (EMU) su:<sup>60</sup>

- dovršiti uspostavu unutarnjeg tržišta uklanjanjem fluktuacija deviznog tečaja i troškova vezanih uz devizne transakcije te troškova zaštite od rizika fluktuacije tečaja
- osigurati usporedivost troškova i cijena unutar Unije
- ojačati monetarnu stabilnost i financijsku snagu Unije:
  - sprečavanjem, po definiciji, svake mogućnosti špekulacije s valutama Unije
  - osiguravanjem da je nova valuta uvelike neosjetljiva na međunarodne špekulacije uz pomoć ekonomske dimenzije tako osnovane monetarne unije
  - omogućavanjem da euro postane važna rezervna i platna valuta.

---

[60] <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf> (dostupno 13.12.2016.)



## 5. Pregled razvoja monetarne politike u Republici Hrvatskoj od 2010. do 2015.

Analizom monetarne politike na primjerima novčanih kretanja, cijena i tečaja te kamatnih stopa istražit će se kakav je utjecaj monetarne politike na gospodarstvo, zaposlenost, opći životni standard, promjenu kamatne stope i dr.

Hrvatsko gospodarstvo veoma se teško oporavlja od posljedica globalne krize. To je rezultat slabe konkurentnosti na europskom i svjetskom tržištu te neravnoteža naslijeđenih iz prijašnjeg razdoblja, kada se rast temeljio na ekspanziji potrošnje i investicija u sektorima koji ne sudjeluju u međunarodnoj razmjeni. Rezultat globalne krize očituje se u nepovoljnim kretanjima realnog sektora gospodarstva u kojem se realan BDP smanjio za jednu desetinu u odnosu na 2008. godinu, a ukupna domaća potrošnja i investicije ukupno oko 15 %. U razdoblju od 2010. do 2014. Hrvatsku obilježava pad gospodarske aktivnosti i nepovoljna kretanja na tržištu rada.<sup>61</sup> Izvoz se također smanjivao tijekom godina unatoč rastu inozemne potražnje i pristupanju Europskoj uniji sredinom 2013. godine. Tek 2014. godine rast izvoza dao je pozitivan doprinos gospodarskim kretanjima. Rast izvoza nastavio se i u 2015. godini kao posljedica povećanja tržišnog udjela hrvatskog izvoza i dobre turističke sezone.

Nepovoljni trendovi u gospodarstvu doveli su do zadržavanja proračunskog manjka na povišenoj razini i do zamjetnog relativnog pogoršanja premije za rizik te gubitka investicijskoga kreditnog rejtinga države. Snažno je pala i dobit banaka, iako je operativna profitabilnost banaka ostala vrlo dobra, a adekvatnost njihova kapitala visoka. Središnja je banka upravo u razdoblju analiziranja ekspanzivnom monetarnom politikom nastojala poboljšati uvjete financiranja i poticati kreditiranje na domaćem tržištu održavajući stabilnost nominalnog tečaja kune prema euru kao ključan preduvjet za očuvanje financijske stabilnosti. Takva politika HNB-a omogućila je povoljnije zaduživanje države na domaćem financijskom tržištu unatoč rastu državnoga duga. Za preokretanje trendova i povećanje realnog rasta, u kojem Hrvatska znatno zaostaje u usporedbi s novim zemljama članicama EU-a, nužno je nastaviti i ubrzati provođenje strukturnih reformi u cilju poboljšanja poslovne klime i podizanja konkurentnosti domaćega gospodarstva te povećanja inozemnih izravnih ulaganja, a time i izvoza.<sup>62</sup>

---

[61] Izvješće za Hrvatsku 2015. s detaljnim preispitivanjem o sprječavanju i ispravljanju makroekonomskih neravnoteža, Europska komisija, Bruxelles, 2015., str. 60-65

[62] Isto

Gospodarska se aktivnost, nakon šest uzastopnih godina padanja, u 2015. povećala, čemu je pridonio rast inozemne i, u manjoj mjeri, domaće potražnje. Takva su kretanja rezultirala povećanjem zaposlenosti i padom stope nezaposlenosti. Pad cijena sirove nafte i prehrambenih sirovina na svjetskom tržištu pogodovao je domaćoj gospodarskoj aktivnosti i utjecao na daljnje smanjenje inflacije. Iznimno dobri rezultati ostvareni u turizmu, bolje povlačenje sredstava iz fondova EU-a, kao i jednokratni gubitci banaka utjecali su na izraženo poboljšanje viška na tekućem računu platne bilance. HNB je ekspanzivnom monetarnom politikom nastavio povoljno djelovati na domaće uvjete financiranja osiguravajući preduvjete za oporavak kreditne aktivnosti. Za razliku od monetarne, fiskalna je politika bila iznimno restriktivna, na što upućuje snažno smanjenje manjka opće države, dok se dug opće države nastavio povećavati. Pokazatelji poslovanja banaka u 2015. bili su pod dominantnim utjecajem primjene zakonskih odredaba o konverziji kredita u švicarskim francima zbog čega su banke iskazale gubitak, a nastavilo se i smanjivanje njihove imovine.<sup>63</sup>

## 5.1. Novčana kretanja

Tablica 1. Monetarni i kreditni agregati u milijunima kn

	Primarni novac M0	Novčana masa M1	Novčana masa M1a	Ukupna likvidna sredstva M4	Neto domaća aktiva	Plasmani	Mjesečna stopa rasta %					
							Primarni novac	Novčana masa M1	Novčana masa M1a	Ukupna likvidna sredstva M4	Neto domaća aktiva	Plasmani
<b>2010.</b>	56.249,1	47.974,1	49.566,8	232.802,6	190.934,0	245.564,3	2,8	-0,8	0,8	-2,1	0,0	-1,4
<b>2011.</b>	62.379,2	51.489,3	53.486,7	245.955,3	214.784,1	257.362,6	3,8	3,5	3,6	2,8	5,8	1,0
<b>2012.</b>	61.264,7	51.938,5	53.979,2	254.741,5	207.290,5	242.086,5	3,2	4,1	4,6	0,1	0,4	-2,2
<b>2013.</b>	62.693,1	57.897,8	60.192,6	264.927,0	202.603,4	240.772,8	2,3	2,9	3,4	0,3	0,4	-0,7
<b>2014.</b>	63.318,0	63.437,3	65.823,6	273.305,2	198.183,5	237.004,6	1,1	4,6	4,7	-0,2	0,4	-0,5
<b>2015.</b>	63.748,5	70.662,7	73.243,2	287.375,6	194.463,1	230.044,4	2,5	2,1	2,2	-0,4	0,9	-0,8

Izvor: izrada autora prema Statistički ljetopis Republike Hrvatske, 2015., str. 261.

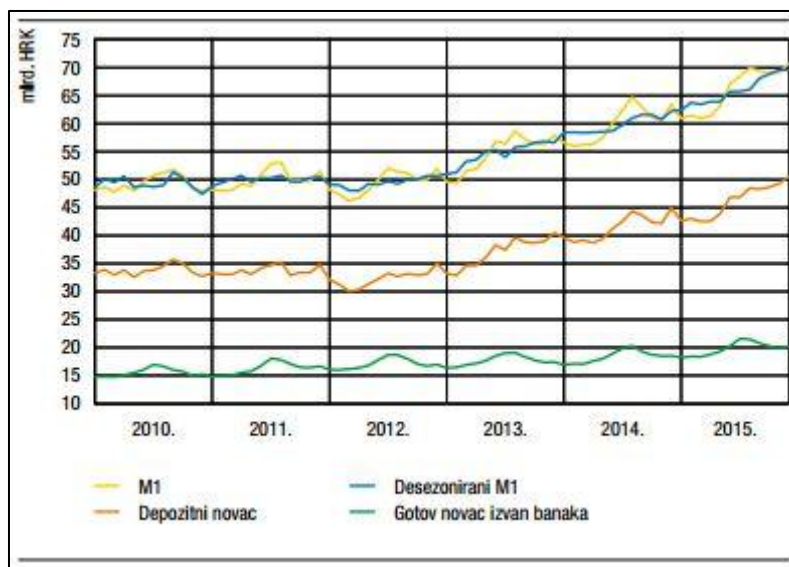
U promatranom razdoblju od 2010. do 2015. godine glavni instrument monetarne politike bile su devizne transakcije središnje banke. Učestalost i obujam deviznih transakcija bili su u

[63] Godišnje izvješće HNB-a, 2015., str 1-3.

najvećoj mjeri određeni potrebama države za konverzijom sredstava povezanih s deviznim zaduživanjem i s uplatama u proračun EU-a.

Kao što se može vidjeti u Tablici 1 primarni novac (M0) tijekom godina je rasao (izuzev 2012. godine), stoga je najuži monetarni agregat u 2015. godini dosegnuo 63,7 mlrd. kuna. U strukturi primarnog novca rast je zabilježen za gotov novac izvan kreditnih institucija i sredstva u blagajnama, a depoziti kreditnih institucija kod HNB-a umjereno su se smanjivali zbog prelijevanja likvidnosti na kunske depozite države kod središnje banke.

Trend snažnog rasta novčane mase (M1) nastavio se i treću godinu zaredom (Slika 10) te je najviše pridonio porastu ukupnih likvidnih sredstava (M4). Monetarni agregat M1 povećao se u 2015. za 7,2 mlrd. kuna (11,4 %), slično kao i prethodnih godina: u 2014. rast je iznosio 9,6 %, u 2013. godini 11,5 %, u 2012. godini 1,1 %, a u 2011. 7,5 %. Najveći dio povećanja novčane mase odnosio se na prirast depozitnog novca, što odražava povećanu sklonost domaćih sektora držanju likvidnijih oblika financijske imovine u uvjetima pada pasivnih kamatnih stopa banaka.



Slika 10. Novčana masa prema: Godišnje izvješće HNB-a 2015., str: 7.

Prema istraživanju koje je provela Krajinović<sup>64</sup>, postoji značajnost izravnog učinka novčane mase M1 na rast realne ekonomske aktivnosti i razine cijena. Konkretno, rast novčane mase od 1 postotnog boda doveo bi do rasta realne ekonomske aktivnosti oko 0,09

[64] Krajinović, E.: Analiza monetarnog transmisijskog mehanizma u hrvatskoj, Ekonomski fakultet, Zagreb, 2016., str. 49.

% . Također, takav rezultat u svojim su istraživanjima dobili Doležal<sup>65</sup> i Vizek<sup>66</sup> gdje je zabilježen porast realne ekonomske aktivnosti 0,195 %, odnosno 0,146 %. Utjecaj rasta novčane mase od 1 % na razinu cijena iznosi značajnijih 0,36 %. Postavlja se pitanje je li dobro koristiti novčanu masu M1 za poticanje rasta domaćeg gospodarstva kada ona utječe na povećanje razine cijena. Međutim, spoznajom da novčana masa ima puno snažniji utjecaj na realnu ekonomsku aktivnost nego na razinu cijena, otvara se mogućnost korištenja spomenutog kanala za poticanje rasta domaćeg gospodarstva. Naime, značajnijim rastom novčane mase mogli bi se iskoristiti pozitivni efekti na ekonomsku aktivnost, a u isto vrijeme bi negativni efekti na razinu cijena bili znatno niži. Stoga se na temelju rezultata ove analize zaključuje da kanal novčane mase ima potencijal kojim bi nositelji monetarne vlasti mogli utjecati na gospodarski rast.

---

[65] Doležal, V.: Efikasnost mehanizma monetarnog prijenosa u Hrvatskoj, Privredna kretanja i ekonomska politika 21.128, 2011., str. 38.

[66] Vizek, M.: Ekonometrijska analiza kanala monetarnog prijenosa u Hrvatskoj, Ekonomski institut, Zagreb, 2004. str. 47.

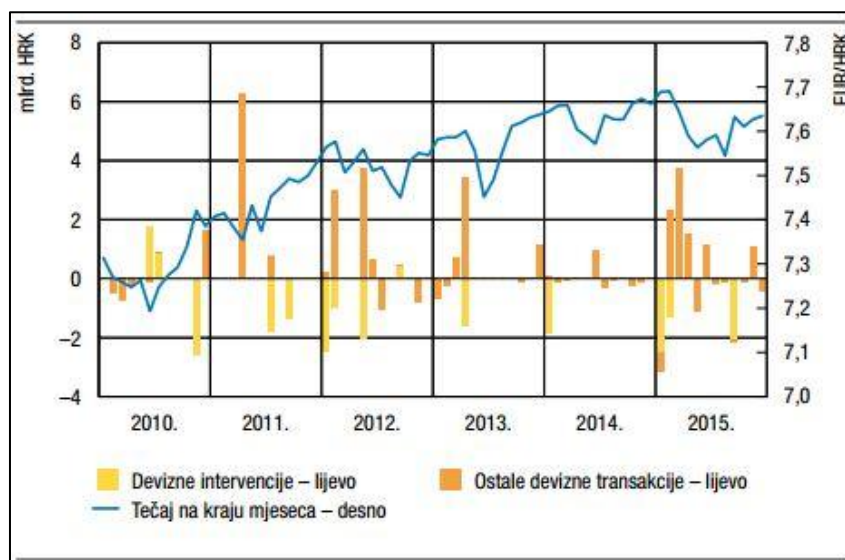
## 5.2. Cijene i tečaj

Tablica 2. Srednji devizni tečajevi HNB-a na kraju razdoblja

Godina	Mjesec	EUR/HRK	CHF/HRK	GBP/HRK	USD/HRK
<b>2010.</b>	prosinac	7,385173	5,929961	8,608431	5,568252
<b>2011.</b>	prosinac	7,530420	6,194817	8,986181	5,819940
<b>2012.</b>	prosinac	7,545624	6,245343	9,219971	5,726794
<b>2013.</b>	siječanj	7,581946	6,102661	8,824425	5,594294
	veljača	7,585661	6,223877	8,771578	5,795890
	ožujak	7,586727	6,234470	8,996475	5,918807
	travanj	7,600678	6,186958	9,026933	5,811805
	svibanj	7,556230	6,039186	8,821188	5,861177
	lipanj	7,451344	6,035432	8,702808	5,706344
	srpanj	7,490071	6,071718	8,639067	5,645215
	kolovoz	7,553891	6,129912	8,838061	5,707942
	rujan	7,611593	6,210503	9,074384	5,642397
	listopad	7,619859	6,168927	8,898586	5,538091
	studeni	7,630815	6,198371	9,157344	5,608007
	prosinac	7,637643	6,231758	9,143593	5,549000
<b>2014.</b>	siječanj	7,644916	6,252487	9,250866	5,619196
	veljača	7,658268	6,296364	9,327976	5,609220
	ožujak	7,658394	6,282006	9,264933	5,575824
	travanj	7,604192	6,233455	9,221674	5,485243
	svibanj	7,588935	6,217890	9,332188	5,574770
	lipanj	7,571371	6,224921	9,468948	5,562277
	srpanj	7,636504	6,280020	9,651800	5,698033
	kolovoz	7,627133	6,326421	9,603542	5,786899
	rujan	7,626267	6,316795	9,760997	6,015355
	listopad	7,662622	6,356912	9,748883	6,088211
	studeni	7,673128	6,384165	9,669979	6,163650
	prosinac	7,661471	6,368108	9,784765	6,302107
<b>2015.</b>	siječanj	7,694064	7,356405	10,217880	6,777717
	veljača	7,687811	7,208449	10,542802	6,842124
	ožujak	7,644596	7,308409	10,456293	7,050259
	travanj	7,590100	7,231421	10,599218	6,896956
	svibanj	7,581258	7,336228	10,552976	6,900836
	lipanj	7,580660	7,296112	10,723808	6,829423
	srpanj	7,591043	7,128409	10,816533	6,917298
	kolovoz	7,544416	6,952097	10,300950	6,687126
	rujan	7,632078	6,980772	10,317802	6,793127
	listopad	7,599739	6,993410	10,600836	6,908226
	studeni	7,626782	6,987432	10,835036	7,199832
	prosinac	7,635047	7,059683	10,361035	6,991801

Izvor: izrada autora prema Statistički ljetopis Republike Hrvatske, 2015., str. 428.

U Tablici 2 prikazani su srednji devizni tečajevi EUR/HRK, CHF/HRK, GBP/HRK, USD/HRK na kraju razdoblja. Monetarna politika u Hrvatskoj zasniva se na tečaju kune prema euru kao nominalnom sidru. Taj monetarni režim odabran je zbog visoke razine euroizacije koja obilježava hrvatsko gospodarstvo, a posebice financijski sektor s obzirom na to da je veći dio imovine i obveza banaka u stranoj valuti ili indeksiran uz stranu valutu.<sup>67</sup> Kao što se može vidjeti na Slici 11, prosječni ostvareni tečaj hrvatske kune prema euru u 2010. godini bio je 7,29 EUR/HRK, u 2011. godini 7,43 EUR/HRK, u 2012. godini 7,52 EUR/HRK, u 2013. godini 7,57 EUR/HRK, u 2014. godini 7,63 EUR/HRK te 2015. godine 7,61 EUR/HRK. To pokazuje da je kuna tijekom tih godina slabila, osim u 2015. godini kada je aprecirala 0,3 % u odnosu na prosječni tečaj u 2014. godini.



Slika 11. Devizne transakcije HNB-a i srednji tečaj EUR/HRK, prema: Godišnje izvješće 2015., str. 18.

U 2010. godini HNB je na deviznom tržištu intervenirao ukupno pet puta. Prve tri intervencije bile su usmjerene prema ublažavanju aprecijacije kune prema euru jer je HNB od poslovnih banaka otkupio ukupno 363,7 mil. EUR. Druge dvije intervencije bile su kada je HNB poslovnim bankama prodao ukupno 350,1 mil. EUR, ublažavajući deprecijacijske pritiske na domaću valutu. Neto učinak deviznih intervencija HNB-a tijekom 2010. bio je relativno nizak, za razliku od prethodne godine. Za razliku od aprecijacije prosječnoga godišnjeg tečaja kune prema euru, u 2010. je u odnosu na prethodnu godinu zabilježena deprecijacija kune prema ostalim valutama koje ulaze u košaricu za izračun efektivnog tečaja.

[67] N. Bokan, L. Grgurić, I. Krznar, M. Lang, Utjecaj financijske krize i reakcija monetarne politike u Hrvatskoj, HNB, Zagreb 2010., str. 6.

Pritom se posebno može izdvojiti doprinos deprecijacije kune prema jenu i američkom dolaru kao posljedica kretanja na svjetskome deviznom tržištu, odnosno slabljenja eura prema tim valutama zbog zabrinutosti ulagača vezane uz fiskalne probleme pojedinih zemalja članica eurozone. Cijelu 2010. godinu obilježio je trend deprecijacije realnih efektivnih tečajeva kune, što upućuje na blago poboljšanje cjenovne i troškovne konkurentnosti hrvatskog izvoza. Prosječni realni efektivni tečaj kune deflaciran potrošačkim cijenama bio je u 2010. godini 1,4 % slabiji nego u prethodnoj godini, poglavito kao posljedica spomenute nominalne deprecijacije kune prema košarici valuta glavnih trgovinskih partnera, ali istodobno i sporijeg rasta domaćih u odnosu na inozemne cijene. Pritom je kretanje domaćih potrošačkih cijena uglavnom bilo određeno slabom domaćom potražnjom i smanjenjem jediničnih troškova rada. Za razliku od potrošačkih cijena, domaće proizvođačke cijene u 2010. porasle su više nego glavnim trgovinskim partnerima, što je unatoč nominalnoj efektivnoj deprecijaciji rezultiralo neznatnom aprecijacijom prosječnoga realnoga efektivnog tečaja kune u odnosu na prethodnu godinu (0,2 %). Ipak, krajem 2010. realni efektivni tečaj kune uz proizvođačke cijene bio je slabiji nego krajem 2009. godine.<sup>68</sup>

U 2011. godini kuna je deprecirala u odnosu na euro, što je u usporedbi s 2010. iznosilo oko 2 %. Tečaj kune u 2011. godini povremeno je bio izložen aprecijacijskim pritiscima da bi krajem godine počeli djelovati deprecijacijski pritisci. Da bi se ublažili pritisci, središnja banka provela je dvije devizne intervencije te je u listopadu postavila stopu obavezne rezerve s 13 % na 14 %. Tako je HNB tijekom 2011. na deviznom tržištu intervenirao dva puta i poslovnim bankama prodao ukupno 419,4 mil. EUR (25. srpnja 238,9 mil. EUR i 19. rujna 180,5 mil. EUR) i time ublažio deprecijacijske pritiske. S druge strane, od Ministarstva financija HNB je neto otkupio 966,5 mil. EUR. Najveći dio toga iznosa odnosi se na deviznu transakciju s državom u travnju kada je HNB ukupno otkupio 850 mil. EUR, čime je konvertirao veći dio deviznih sredstava od međunarodnog izdavanja državnih obveznica. Kuna je u 2011. deprecirala i prema većini ostalih valuta iz košarice za izračun indeksa nominalnoga efektivnog tečaja kune (osim prema američkom dolaru i poljskoj valuti – zlotu). Najviše je deprecirao prosječni tečaj kune prema švicarskom franku (14,2 %), što je bio rezultat zamjetnog jačanja švicarskog franka prema euru tijekom prvih osam mjeseci 2011. U 2011. nastavio se trend blagog poboljšavanja pokazatelja cjenovne konkurentnosti hrvatskog izvoza. Realni efektivni tečaj kune deflaciran potrošačkim cijenama u 2011. prosječno je bio 2,5 % slabiji nego u prethodnoj godini, poglavito zbog spomenute nominalne efektivne

---

[68] Godišnje izvješće HNB-a, 2010., str. 19.

deprecijacije kune, ali istodobno i činjenice da je rast domaćih cijena bio sporiji od rasta inozemnih cijena. Realni efektivni tečaj kune deflacioniran proizvođačkim cijenama deprecirao je manje, 1,5 %, zato što je rast domaćih proizvođačkih cijena bio izraženiji od rasta tih cijena u većini zemalja glavnih trgovinskih partnera. Pokazatelj troškovne konkurentnosti na osnovi jediničnih troškova rada poboljšao se u 2011.<sup>69</sup>

Tijekom 2012. godine tečaj kune prema euru bio je stabilan te je od prosječnog tečaja u 2011. godini bio slabiji 1,1 %. U 2012. HNB je transakcijama na deviznom tržištu s poslovnim bankama i MF-om neto otkupio 103,9 mil. EUR, stoga se kunska likvidnost povećala za 768,2 mil. HRK. Usporedbe radi, u 2011. ukupan učinak transakcija HNB-a na deviznom tržištu bio je neto otkup 547,1 mil. EUR, odnosno povećanje kunske likvidnosti za 4 mlrd. kuna. Tijekom 2012. HNB je pet puta intervenirao na deviznom tržištu, pri čemu je četiri puta poslovnim bankama prodavao devize radi ublažavanja deprecijacijskih pritisaka na domaću valutu (4. siječnja 197 mil. EUR, 17. siječnja 130 mil. EUR, 23. veljače 131 mil. EUR i 28. svibnja 266,4 mil. EUR), a jednom je zbog izraženih aprecijacijskih pritisaka otkupio devize (19. rujna 58,1 mil. EUR). U transakcijama s Ministarstvom financija HNB je neto otkupio 770,2 mil. EUR. Deprecijacija kune u 2012., osim prema euru, forinti, češkoj kruni i zlotu, zabilježena je i prema većini ostalih valuta iz košarice za izračun indeksa nominalnoga efektivnog tečaja kune. Posebno izražena deprecijacija kune ostvarena je prema američkom dolaru (9,5 % na godišnjoj razini), jenu (9,4 %) i funti sterlinga (8,2 %), u čemu se ogledaju kretanja na svjetskome deviznom tržištu. Tako je tečaj američkog dolara prema euru u 2012. prosječno aprecirao 7,7 % u odnosu na prethodnu godinu, što je ponajviše posljedica tečajnih kretanja u prvome polugodištu koja su bila pod velikim utjecajem nepovoljnih gospodarskih pokazatelja, zabrinutosti povezanih s jačanjem dužničke krize u eurozoni i većeg zanimanja ulagača za sigurnija ulaganja. Trend poboljšavanja pokazatelja konkurentnosti hrvatskog izvoza nastavio se već treću godinu. Realni efektivni tečaj kune deflacioniran potrošačkim cijenama deprecirao je u 2012. 1,4 % na godišnjoj razini, i to zbog nominalne deprecijacije kune prema košarici valuta glavnih vanjskotrgovinskih partnera, dok je rast domaćih cijena bio brži od rasta inozemnih cijena. Realni efektivni tečaj kune uz proizvođačke cijene u 2012. aprecirao je 2,5 % na godišnjoj razini. Međutim, kada bi se njegov izračun temeljio na dinamici kretanja hrvatskih proizvođačkih cijena na inozemnim tržištima, i taj bi pokazatelj upućivao na poboljšanje konkurentnosti zbog znatno sporijeg

---

[69] Godišnje izvješće HNB-a, 2011., str. 16.



rasta hrvatskih proizvođačkih cijena industrije na inozemnim tržištima tijekom 2012. u odnosu na domaće tržište.<sup>70</sup>

U 2013. godini nastavilo se depreciranje kune koje je iznosilo 0,7 % u odnosu na 2012. godinu. Početkom godine tečaj je slabio da bi se nakon devizne intervencije središnje banke sredinom travnja stabilizirao te do kraja srpnja postupno jačao, što se može povezati s uobičajenim sezonskim kretanjima. Tijekom 2013. godine HNB je imao jednu deviznu intervenciju pri čemu je poslovnim bankama prodao 214,9 mil. EUR, dok je ostalim deviznim transakcijama HNB otkupio neto 556,2 mil. EUR. Pritom su neto devizne transakcije sa središnjom državom iznosile 625,7 mil. EUR, a konverzije kunskih sredstava koje država uplaćuje na račun Europske komisije pri HNB-u u eure 69,4 mil. EUR. Kuna je u 2013. aprecirala prema većini ostalih valuta iz košarice za izračun indeksa nominalnoga efektivnog tečaja kune (osim prema švedskoj kruni i zlotu). Posebno je izražena bila aprecijacija kune prema jenu (20,2 % na godišnjoj razini), što odražava slabljenje jena prema euru na svjetskome deviznom tržištu. Slabljenje japanske valute posljedica je snažne monetarne ekspanzije koju od početka 2013. provodi japanska središnja banka. Pokazatelji konkurentnosti hrvatskog izvoza nastavili su se popravljati i u 2013., premda se taj trend donekle usporio. Realni efektivni tečaj kune uz jedinične troškove rada za ukupno gospodarstvo nastavio je deprecirati na godišnjoj razini, iako sporije nego prethodne godine. Kretanja unutar godine pokazuju da je taj pokazatelj aprecirao tijekom prva tri tromjesečja, no u posljednjem je tromjesečju prilično snažno deprecirao zbog znatnog pada domaćih jediničnih troškova rada prouzročenog padom zaposlenosti. Realni efektivni tečaj kune uz proizvođačke cijene također je dodatno deprecirao, ali znatno slabijim intenzitetom nego godinu prije. Nasuprot tomu, realni efektivni tečaj kune uz potrošačke cijene blago je aprecirao. Tomu je uz nominalnu efektivnu aprecijaciju tečaja kune pridonio i relativno brži rast domaćih potrošačkih cijena, koje su i u 2013. godini bile pod utjecajem administrativnih odluka koje izravno ne utječu na cijene izvoznih proizvoda.<sup>71</sup>

Nominalni tečaj kune prema euru tijekom 2014. godine bio je stabilan, ali i slabiji 0,7 % nego u 2013. godini. Kretanja unutar godine pokazuju da je nominalni tečaj kune blago aprecirao prema euru u prvoj polovici godine, dok je u drugom polugodištu uglavnom deprecirao. Središnja je banka tijekom 2014. u transakcijama na deviznom tržištu ostvarila neto prodaju deviza u iznosu od 211,8 mil. EUR, čime je povučeno 1,6 mlrd. kuna. Kad je riječ o ostalim valutama, kuna je u 2014. prilično snažno deprecirala prema američkom dolaru

---

[70] Godišnje izvješće HNB-a, 2012., str. 18.

[71] Godišnje izvješće HNB-a, 2013., str. 17.

i juanu renminbiju, što je rezultat slabljenja eura prema tim valutama na svjetskom deviznom tržištu, i to pretežito u drugoj polovici godine. Naime, euro je u 2014. snažno oslabio prema američkom dolaru zbog sporijega gospodarskog oporavka u europodručju naprama SAD-u i zbog očekivanja da će FED pooštriti monetarnu politiku, a ESB dodatno popuštati u monetarnoj politici. Tečaj kune prema američkom dolaru na kraju 2014. bio je tako 13,6 % slabiji u odnosu na kraj prethodne godine. Pokazatelji cjenovne i troškovne konkurentnosti hrvatskog izvoza poboljšali su se u 2014. u odnosu na prosjek prethodne godine, što je, u uvjetima nepromijenjenoga prosječnog godišnjeg nominalnog efektivnog tečaja kune, bila isključivo posljedica povoljnijega relativnog odnosa cijena i troškova u usporedbi s većinom glavnih vanjskotrgovinskih partnera. Pritom su realni efektivni tečajevi kune uz potrošačke i proizvođačke cijene deprecirali na godišnjoj razini u 2014. u prosjeku 1,2 % odnosno 1,1 %, dok su realni efektivni tečajevi kune uz jedinične troškove rada u ukupnom gospodarstvu i prerađivačkoj industriji deprecirali 1,4 %, odnosno 4,1 %.<sup>72</sup>

U 2015. godini nominalni tečaj kune prema euru blago je ojačao, aprecirao je 0,3 % u odnosu na prosječni tečaj iz 2014. godine. Početak 2015. godine obilježili su deprecijacijski pritisci na tečaj kune prema euru koji su bili potaknuti prilagodbom valutne pozicije banaka odluci Vlade o privremenom zamrzavanju tečaja švicarskog franka za otplate kredita vezanih uz franak. Da bi ublažila slabljenje kune, HNB je tijekom siječnja i veljače dva puta intervenirala na deviznom tržištu prodajom ukupno 498,9 mil. EUR poslovnim bankama. Nakon toga tečaj kune većinom je aprecirao do sredine rujna zbog povećane ponude deviza od inozemnog zaduživanja Ministarstva financija i korporativnog sektora te pojačanog sezonskog priljeva deviza povezanog s turizmom. Donošenje zakonskih izmjena kojima se regulira konverzija kredita u švicarskim francima pojačalo je krajem rujna potražnju banaka za devizama, tj. došlo je do deprecijacijskog pritiska na tečaj kune prema euru, pa je središnja banka s ciljem njihova ublažavanja 30. rujna intervenirala na deviznom tržištu prodajom 268,3 mil. EUR poslovnim bankama. Nasuprot tomu, kuna je u 2015. oslabjela prema ostalim važnim svjetskim valutama iz košarice za izračun indeksa nominalnoga efektivnog tečaja kune. Tako je tečaj kune najviše deprecirao prema američkom dolaru (19,3 % u odnosu na prethodnu godinu) odražavajući slabljenje eura prema američkom dolaru na svjetskom deviznom tržištu početkom i na kraju 2015. Pokazatelji cjenovne konkurentnosti hrvatskoga robnog izvoza na razini cijele 2015. zamjetno su se poboljšali u odnosu na prethodnu godinu.

---

[72] Godišnje izvješće HNB-a, 2014., str. 17.

Tako su realni efektivni tečajevi kune uz potrošačke i proizvođačke cijene na godišnjoj razini u 2015. deprecirali u prosjeku 4,3 %, odnosno 3,8 %. Pritom je deprecijaciji realnih efektivnih tečajeva najviše pridonijela nominalna efektivna deprecijacija kune, a u manjoj mjeri povoljnije kretanje domaćih potrošačkih i proizvođačkih cijena u odnosu na glavne vanjskotrgovinske partnere. Realni efektivni tečajevi kune uz jedinične troškove rada upućuju i na poboljšanje troškovne konkurentnosti u ukupnom gospodarstvu 1,8 %, odnosno 3,3 % u prerađivačkoj industriji u 2015. u usporedbi s prethodnom godinom.<sup>73</sup>

Iz prijašnjih podataka može se zaključiti da devizni tečaj ima utjecaj na kretanje realne ekonomske aktivnosti i razine cijena. Jednako tako, Krajnović<sup>74</sup> u svojem istraživanju tvrdi da će deprecijacija valute od 1 postotnog boda dovesti do kontrakcije realne ekonomske aktivnosti približno 1,8 %, što je pomalo neočekivano ako se uzme u obzir ekonomska teorija koja pretpostavlja da bi deprecijacija domaće valute preko cjenovno konkurentnijeg izvoza i poskupljenja uvoza trebala utjecati na rast neto izvoza i u konačnici se odraziti na rast bruto domaćeg proizvoda. Zbog visoke euroiziranosti i zahtjeva za očuvanje stabilnosti deviznog tečaja, karakteristika monetarne politike u Hrvatskoj je procikličnost, odnosno kontrakcija u razdoblju deprecijacijskih pritisaka koji se obično javljaju tijekom recesije. Iz toga proizlazi argument za potencijalnu revaluaciju tečaja unutar određenih granica što bi moglo dovesti do umjerenog pozitivnog utjecaja na realnu ekonomsku aktivnost. U prilog revaluaciji ide i učinak deprecijacije u dugom roku od 1 % koja bi rezultirala rastom razine cijena od približno 0,5 %.<sup>75</sup> Međutim, prividne potencijalne koristi koje bi gospodarstvo ostvarilo od takve ekonomske politike treba uzeti s dozom opreza. Upravo literatura upozorava da bi korištenje deviznog tečaja za poticanje rasta domaćeg gospodarstva na koncu donijelo više štete nego li koristi. Javnost je izuzetno osjetljiva na potencijalnu devaluaciju zbog svih mogućih posljedica koje ona može eventualno izazvati – od pitanja tereta otplate anuiteta kredita, do pritisaka sindikata za održavanje realne kupovne moći dohodaka izražene u eurima. Revaluacija deviznog tečaja može biti opravdan izbor jedino pod pretpostavkom da se strukturne reforme i interna devaluacija mogu provesti u dogledno vrijeme, što je vrlo teško postići s obzirom na postojeću „snagu otpora“ spojenu u: visokom stupnju pregovaračke moći sindikata i „socijalne osviještenosti“ građana, rigidnosti radnog i drugog zakonodavstva,

---

[73] Godišnje izvješće HNB-a, 2015., str. 18.

[74] Krajnović, E., 2015., str. 47.

[75] Bokan, N. i suradnici, 2010., str. 6.

interesima političkih stranaka i državne birokracije te „nemogućnosti“ smanjenja većeg dijela javnih rashoda.<sup>76</sup>

---

[76] Ivanov, M.: Kontraciklična monetarna politika u Hrvatskoj, Zbornik radova: Razvojni potencijali hrvatskog gospodarstva, HAZU i EFZG 2014., str. 19.

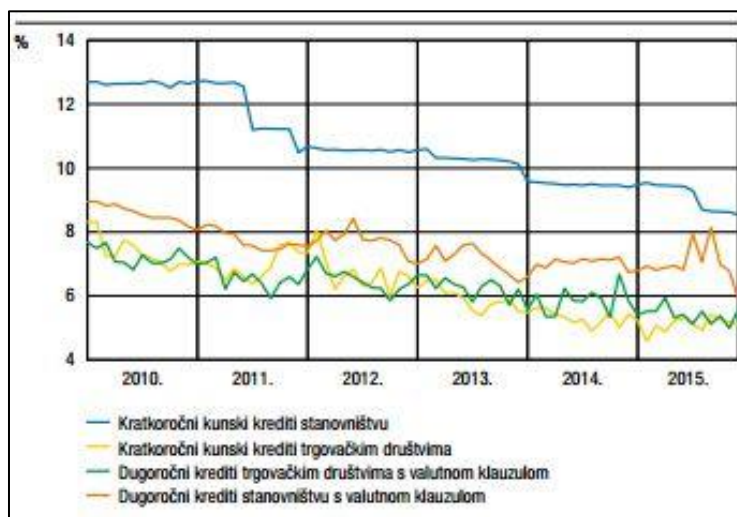
## 5.3. Kamate

Tablica 3. Odabrane kamatne stope

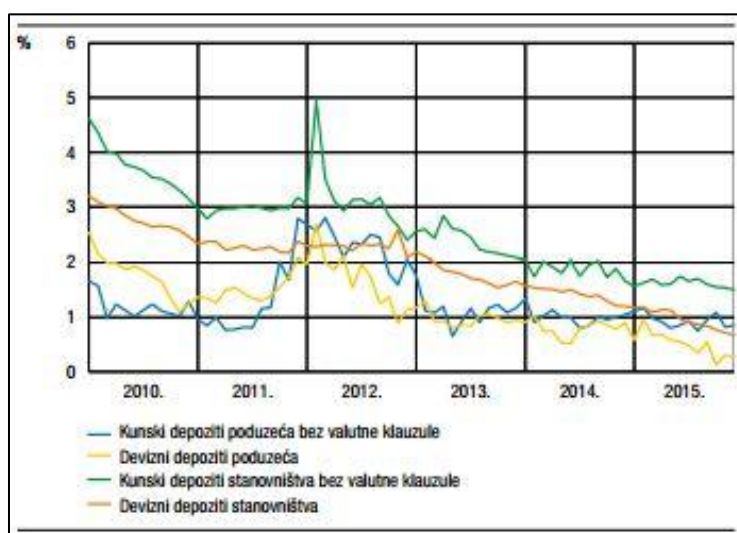
	Aktivne kamatne stope HNB-a			Prosječne vagane kamatne stope na novčanom tržištu (ukupni prosjek)	Prosječne aktivne vagane kamatne stope kreditnih institucija (novi poslovi)			Prosječne pasivne vagane kamatne stope kreditnih institucija (novi poslovi)		
	eskontna stopa HNB-a	repo stopa HNB-a	kamatna stopa na lombardne kredite		na kunske kredite bez valutne klauzule	na kunske depozite s valutnom klauzulom	na devizne kredite	na kunske depozite bez valutne klauzule	na štedne depozite po viđenju i oročene depozite s valutnom klauzulom	na kunske depozite s valutnom klauzulom
<b>2010.</b>	9,00	-	9,00	1,39	9,90	7,78	6,38	1,61	2,91	3,09
<b>2011.</b>	7,00	-	6,25	1,04	9,74	7,27	6,41	3,23	3,37	2,90
<b>2012.</b>	7,00	-	6,25	0,48	9,50	6,80	4,47	2,89	3,69	2,67
<b>2013.</b>	7,00	-	5,00	0,33	8,83	5,91	4,48	2,42	3,41	2,20
<b>2014. siječanj</b>	7,00	-	5,00	0,43	8,59	6,51	3,95	2,55	2,69	2,20
<b>veljača</b>	7,00	-	5,00	0,45	8,69	6,71	3,53	2,15	3,18	2,28
<b>ožujak</b>	7,00	-	5,00	0,61	8,60	6,22	3,99	2,37	3,12	2,06
<b>travanj</b>	7,00	-	5,00	0,31	8,53	6,45	3,39	2,28	2,91	2,26
<b>svibanj</b>	7,00	-	5,00	0,53	8,60	6,65	3,29	2,27	2,77	1,85
<b>Lipanj</b>	7,00	-	5,00	0,26	8,41	6,78	4,80	2,17	3,55	1,94
<b>srpanj</b>	7,00	-	5,00	0,24	8,34	6,75	3,93	2,01	3,01	2,17
<b>kolovoz</b>	7,00	-	5,00	0,44	8,50	6,65	3,41	2,01	2,62	2,23
<b>Rujan</b>	7,00	-	5,00	0,49	8,42	6,62	3,74	2,07	2,72	2,06
<b>listopad</b>	7,00	-	5,00	0,38	8,58	6,49	3,78	1,95	3,04	1,92
<b>studeni</b>	7,00	-	5,00	0,38	8,33	6,90	5,08	1,73	2,33	1,83
<b>prosinac</b>	7,00	-	5,00	0,36	8,38	6,14	4,49	2,07	3,11	1,93

Izvor: izrada autora prema Statistički ljetopis Republike Hrvatske, 2015., str. 428

U Tablici 3 prikazane su odabrane kamatne stope prema Statističkom ljetopisu Republike Hrvatske 2015. godine. U nastavku će se analizirati kamatne stope poslovnih banaka, tj. kamatne stope na novoodobrene kredite poduzećima, kamatne stope na novoodobrene kredite stanovništvu, kamatne stope na oročene depozite poduzeća, devizne depozite i dr. (Slika 12,13)



Slika 12. Prosječne kamatne stope poslovnih banaka na kredite, prema: Godišnje izvješće HNB-a 2015., str. 28.



Slika 13. Prosječne kamatne stope poslovnih banaka na oročene depozite, prema: Godišnje izvješće HNB-a 2015., str. 28.

Tendencija smanjivanja kamatnih stopa poslovnih banaka koja je započela potkraj 2009. godine kao reakcija na popravljavanje globalnih gospodarskih izgleda i porast sklonosti ulagača riziku, nastavila se i tijekom godina analiziranja do 2015. godine. U prvoj godini analiziranja (2010.) bilježi se snažno smanjivanje kamatnih stopa na kratkoročne kredite poduzećima bez valutne klauzule. Navedene kamatne stope smanjile su se tako s 9,29 % u prosincu 2009. na 6,98 % u prosincu 2010. godine. Nasuprot tomu, kamatne stope na kratkoročne kredite stanovništvu bez valutne klauzule pokazale su iznimnu stabilnost. U prosincu 2010. izgledale su gotovo identično kao u prosincu 2009. (12,64 % nasuprot 12,68 %). Isto tako, vagane kamatne stope na dugoročne kredite trgovačkim društvima s valutnom klauzulom bile su stabilne u 2010. godini te su se zadržale na razinama ostvarenim još 2008. godine. (7,19 % u

odnosu na 7,31 %). Vagana kamatna stopa na dugoročne kredite stanovništvu s valutnom klauzulom nakon dosezanja vrhunca u 2009., kontinuirano je padala te je u prosincu 2010. iznosila 8,16 %. Kamatne stope na kunske depozite stanovništva također su se nastavile smanjivati. Tako su kamatne stope na oročene depozite kontinuirano padale tijekom 2010. i na kraju godine bile 2,69 % za razliku od 3,58 % u 2009. godini.<sup>77</sup>

Tempo smanjivanja kamatnih stopa banaka, započet još krajem 2009., ipak je u 2011. bio znatno umjereniji u odnosu na godinu prije. Zaoštavanje dužničke krize u inozemstvu i pojačana neizvjesnost na međunarodnim financijskim tržištima krajem 2011. nepovoljno su djelovale na dostupnost inozemnih izvora financiranja. To je zaustavilo i donekle preokrenulo tendenciju smanjivanja aktivnih i pasivnih kamatnih stopa, pa su neke početkom jeseni blago porasle, ponajprije kamatne stope na kratkoročna kunska sredstva. Kamatne stope na kunske kredite bez valutne klauzule odobrene poduzećima tijekom 2011. bile su najkolebljiviji segment. Nakon stagnacije na oko 7 % početkom godine, u drugoj polovini godine naglo su porasle te dostigle razinu od 7,48 %. Kamatne stope na kratkoročne kunske kredite stanovništvu bez valutne klauzule tijekom 2011. pokazivale su iznimnu stabilnost (oko 12,6 %), da bi u srpnju pale na 11,2 % i tako se zadržale do kraja godine. Kamatne stope na dugoročne kredite trgovačkim društvima s valutnom klauzulom krajem godine zadržale su se na razini od 6,37 %, što je manje nego na kraju 2010. godine. Tendencija smanjivanja kamatnih stopa na dugoročne kredite stanovništvu s valutnom klauzulom obilježila je gotovo cijelu 2011. godinu. Krajem 2011. navedene su kamatne stope iznosile 7,53 % (0,63 postotna boda niže u odnosu na kraj 2010.). Opisana dinamika tih kamatnih stopa opisuje pokušaj banaka da atraktivnijim uvjetima potaknu stambeno kreditiranje. Jednako tako, to se može povezati i s posebnim akcijama na nenamjenske hipotekarne kredite banaka, kao i promjenama u strukturi portfelja zbog pada udjela kredita za kupnju automobila i ostalih dugoročnih kredita u uvjetima potisnute potražnje. Smanjivanje kratkoročnih kamatnih stopa na oročene depozite stanovništva bez valutne klauzule usporeno je u 2011. godini. Slična kretanja zabilježena su i kod kamatnih stopa na depozite stanovništva s valutnom klauzulom. Te su kamatne stope blago porasle tijekom drugog polugodišta 2011. te su do kraja prosinca iznosile 2,30 % na devizne depozite, odnosno 2,99 % na kunske depozite, ali svejedno se nisu vratile na razine s kraja 2010. godine. Kratkoročne kamatne stope na oročene depozite poduzeća bile su relativno stabilne, do posljednjeg tromjesečja 2011., kada su počele izrazitije rasti. Pritom su snažnije rasle kamatne stope na depozite poduzeća bez valutne klauzule te su

---

[77] Godišnje izvješće HNB-a, 2010., str. 27.

do kraja 2011. dosegule svoju najvišu razinu u posljednje gotovo dvije godine (3,78 %), dok su kamatne stope na devizne depozite poduzeća iste ročnosti ostale na još uvijek relativno niskim razinama (približno 3,0 %).<sup>78</sup>

Razdoblje niskih kamatnih stopa i dobre likvidnosti financijskog sustava na novčanom tržištu pridonijelo je i u 2012. godini blagom smanjivanju aktivnih kamatnih stopa banaka, dok su pasivne kamatne stope ostale stabilne. Kamatne stope na kratkoročne kredite poduzećima bez valutne klauzule iznosile su krajem 2012. godine 7,15 % (u prosincu 2011. iznosile su 7,48 %), dok su kamatne stope na kratkoročne kunske kredite stanovništvu bez valutne klauzule tijekom cijele 2012. bile iznimno stabilne (oko 11,2 %), još od sredine 2011. godine, kada je snižena eskontna stopa HNB-a koja ih je efektivno limitirala do 12 %. Kod dugoročnih kredita poduzećima s valutnom klauzulom kamatna stopa iznosila je 5,76 % (godinu prije 6,37 %). Kamatne stope na dugoročne kredite stanovništvu s valutnom klauzulom iskazale su vrlo blagu tendenciju rasta, ponajprije u drugoj polovici godine, te su u prosincu 2012. dosegule razinu od 7,61 %. Pasivne kamatne stope banaka ostale su uglavnom stabilne tijekom cijele 2012. godine. To se prije svega odnosi na kamatne stope na depozite stanovništvu.<sup>79</sup>

U 2013. godini nastavilo se smanjivanje aktivnih i pasivnih kamata. Kamatne stope na kratkoročne kredite poduzećima bez valutne klauzule iznosile su krajem 2013. godine 6,12 % (u prosincu 2012. godine 7,15 %), a prosječno su bile za 0,81 postotni bod niže nego u 2012. godini. Kamatne stope na kratkoročne kunske kredite stanovništvu bez valutne klauzule tako su se tijekom cijele 2013. godine kretale u vrlo uskom rasponu, od 11,01 % do 11,23 %. Kamatne stope na dugoročne kredite s valutnom klauzulom krajem 2013. godine iznosile su 6,01 % (godinu prije iznosile su 5,76 %) pa su na godišnjoj razini prosječno snižene za 0,34 postotna boda. S druge strane, kamatne stope na dugoročne kredite stanovništvu s valutnom klauzulom porasle su vrlo blago, i to ponajprije pod utjecajem kretanja kamatnih stopa na stambene kredite, koje su u prosincu 2013. iznosile 5,50 %, nasuprot 5,37 % u prosincu godinu prije. Pasivne kamatne stope banaka u 2013. snižene su u odnosu na 2012. godinu. Kratkoročne kamatne stope na oročene depozite stanovništva bez valutne klauzule smanjene su na 2,36 % u prosincu 2013. godine s 2,93 % u prosincu 2012. Slična su bila kretanja i kod kamatnih stopa na devizne depozite stanovništva koje su zadržale jednaku razliku u odnosu na kunske te su tako smanjene s 2,0 % s kraja 2012., na 1,48 % do prosinca 2013. godine. Kratkoročne kamatne stope na oročene kunske depozite poduzeća smanjene u razdoblju od

---

[78] Godišnje izvješće HNB-a, 2011., str. 27.

[79] Godišnje izvješće HNB-a, 2012., str. 27-29.



prosina 2012. do prosina 2013. godine s 3,12 % na 1,93 %. U istom su se razdoblju kratkoročne kamatne stope na oročene devizne depozite poduzeća s 2,63 % smanjile na 1,90 %.<sup>80</sup>

Dobra likvidnost domaćega financijskog sustava poduprta nastavkom ekspanzivnog usmjerenja HNB-ove monetarne politike, uz dodatno poboljšanje financijskih uvjeta na međunarodnim tržištima tijekom 2014. godine, utjecala je na pad aktivnih i pasivnih kamatnih stopa domaćih poslovnih banaka. Kamatne stope na kratkoročne kunske kredite trgovačkim društvima prosječno su snižene za 0,60 postotnih bodova na godišnjoj razini, ali se višegodišnji trend snižavanja preokrenuo u posljednjem tromjesečju 2014. pa su se krajem godine zadržale na približno jednakim razinama kao u prosincu 2013. godine (5,51 % naprama 5,43 %). Kamatna stopa na kratkoročne kunske kredite stanovništvu bez valutne klauzule u prosincu 2014. iznosila je 9,39 %, što je za 0,83 postotna boda niže u usporedbi s prosincem 2013. godine. Što se tiče kamatne stope na dugoročne kredite trgovačkim društvima s valutnom klauzulom, uz uobičajenu kolebljivost tijekom godine, u prosincu je iznosila 5,84 % (krajem 2013. bila je 6,22 %) i u prosjeku je snižena za 0,46 postotnih bodova na godišnjoj razini. Nasuprot tomu, tendencija znatnijeg snižavanja kamatnih stopa na dugoročne kredite stanovništvu s valutnom klauzulom prekinuta je njihovim blagim rastom početkom 2014., nakon kojeg se tijekom godine njihova razina stabilizirala te je u prosincu iznosila 6,74 % (2013. iznosila je 6,42 %). Glavna odrednica toga rasta bio je skokovit rast kamatne stope uobičajeno skupljih, dugoročnih potrošačkih kredita stanovništvu s valutnom klauzulom, koja je krajem 2014. iznosila 7,65 % (naprama 6,90 % godinu prije). Također, višegodišnje smanjivanje kamatnih stopa na oročene depozite nastavilo se i tijekom 2014. godine. Kamatne stope na oročene depozite stanovništva u odnosu na prethodnu godinu u prosjeku su snižene za 0,52 postotna boda, a kamatne stope na oročene depozite poduzeća za 0,19 postotnih bodova. Kamatne stope na kunske depozite poduzeća bez valutne klauzule na rok do tri mjeseca iznosile su 1,05 % krajem 2014. godine (1,17 % godinu prije), a na devizne depozite 0,90 % (krajem 2013. godine 0,95 %). Nadalje, kamatne stope na devizne depozite stanovništva oročene na rok do tri mjeseca u razdoblju od prosinca 2013. do prosinca 2014. smanjene su s 1,65 % na 1,20 %. Istodobno, slična su kretanja, ali uz nešto povećanu kolebljivost, zabilježena i kod kamatnih stopa na kunske oročene depozite stanovništva bez valutne klauzule do tri mjeseca, koje su smanjene s 2,08 % na 1,66 %.<sup>81</sup>

---

[80] Godišnje izvješće HNB-a, 2013., str. 26.

[81] Godišnje izvješće HNB-a, 2014., str. 26-27.

U 2015. godini aktivne i pasivne kamatne stope nastavile su trend snižavanja. Kod kamatnih stopa na novoodobrene kredite poduzećima nastavila se višegodišnja tendencija njihova blagog smanjivanja. Kamatne stope na kratkoročne kunske kredite poduzećima iznosile su krajem 2015. godine 5,12 % (u prosincu 2014. godine 5,43 %). Kod kamatnih stopa na novoodobrene kredite stanovništvu došlo je do pada kamatnih stopa kratkoročnih kredita koje su snižene za 0,86 postotnih bodova (s 9,39 % na 8,54 %). Kamatne stope na dugoročne kredite trgovačkim društvima s valutnom klauzulom krajem 2015. zadržale su se na 5,57 % (godinu prije iznosile su 5,84 %), pa su na godišnjoj razini prosječno snižene za 0,44 postotna boda. Na kamatne stope na kredite stanovništvu snažno su utjecale i promjene zakonskih propisa. Isto tako, kamatne stope na novoodobrene dugoročne kredite stanovništvu s valutnom klauzulom bile su relativno stabilne do prve polovice godine, nakon čega su počele varirati pod utjecajem izmjena zakonskih propisa. Unatoč tomu, cijena novoodobrenoga dugoročnog financiranja stanovništva tijekom 2015. u prosjeku je ostala na razini iz prethodne godine i iznosila otprilike 7,00 %, dok je na eurske stambene kredite u prosjeku iznosila 5,16 %. Naime, izmjenama Zakona o obveznim odnosima i Zakona o potrošačkom kreditiranju snižene su maksimalne kamatne stope. Nadalje, u prosincu 2015. kamatne stope na novoodobrene dugoročne kredite stanovništvu s valutnom klauzulom na godišnjoj su se razini snizile za 0,83 postotna boda, što je u prvom redu posljedica konverzije kredita vezanih uz švicarski franak u eurske kredite. Krajem godine ostvaren je snažan rast novoodobrenih eurskih stambenih kredita stanovništvu zbog konverzije, a to je negativno utjecalo na izračun vagane kamatne stope s obzirom na to da se snizio udio uobičajeno skupljega, dugoročnoga potrošačkog financiranja. Kratkoročne kamatne stope na oročene devizne depozite poduzeća smanjene su u razdoblju od prosinca 2014. do prosinca 2015. godine s 0,90 % na 0,28 %. U istom su razdoblju kamatne stope na oročene devizne depozite stanovništva usporedive ročnosti smanjene s 1,20 % na 0,68 %. Kamatne stope na oročene kunske depozite poduzeća bez valutne klauzule na rok do tri mjeseca krajem 2015. zadržale su se na razini od 0,85 % (u prosincu 2014. iznosile su 1,05 %), dok su se u istom razdoblju u segmentu stanovništva zadržale na razini od 1,50 % (1,66 % godinu prije). Slična kretanja kamatnih stopa ostvarena su i kod drugih kategorija depozita.<sup>82</sup>

Na temelju provedene analize, proučenim istraživanjima (Vizek, Doležal, Krajnović) zaključuje se da je monetarni pokazatelj kamatne stope najslabije razvijen u monetarnom sustavu Republike Hrvatske. Rastom kamatne stope 1 % dolazi do rasta realne ekonomske

---

[82] Godišnje izvješće HNB-a, 2015., str. 27-29.

aktivnosti za minornih 0,01 % te istodobno do smanjenja razine cijena 0,04 %. Rast kamatne stope, odnosno cijene novca, trebao bi smanjiti agregatnu potražnju i posljedično dovesti do pada ekonomske aktivnosti i razine cijena. Vjerojatno je jačanje utjecaja kamatne stope proizašlo iz nastojanja Hrvatske narodne banke da se uspostavi referentna kamatna stopa uvođenjem operacija na otvorenom tržištu 2005. godine.<sup>83</sup> Jačanje kanala kamatne stope izuzetno je važno zbog toga što je upravo taj kanal monetarne transmisije naj snažniji u većini zemalja europskog područja pa se postavlja pitanje kako će hrvatsko gospodarstvo reagirati na mjere europske monetarne politike uz takoreći neaktivni kanal kamatne stope koji također odlikuje nekonvencionalni smjer djelovanja.

---

[83] Krajnović, E., str. 50.

## 6. Zaključak

Monetarna politika u suvremenim ekonomskim sustavima vrlo je važan i nezaobilazan instrument reguliranja gospodarskih kretanja i ostvarivanja pojedinih ciljeva ekonomskih politika. Glavni je instrument antiinflacijske politike, ali se istovremeno od nje očekuje i aktivna uloga u poticanju gospodarskog rasta. Nažalost, u tom djelovanju postoje brojna ograničenja, prepreke te povratni učinci koji umanjuju njezine aktivnosti i onemogućuju njezino normalno funkcioniranje. Kao rezultat toga, novčana ekspanzija postiže samo kratkoročne pozitivne učinke na realni dohodak i zaposlenost, a u dugom roku nerijetko ostaje neželjeni učinak u vidu viših cijena robe i usluga.

Za uspješno vođenje monetarne politike svaka središnja banka odabire sebi odgovarajući cilj ili ciljeve koje će ostvariti u dugom roku. U današnje vrijeme središnje banke izabiru najčešće jedan cilj, stabilnost cijena. S obzirom na to da na krajnje ciljeve središnja banka ne može izravno djelovati, ona izabire strategiju, odnosno intermedijarne i operativne ciljeve pomoću kojih će ostvariti krajnji cilj. Krajnji cilj ima i Hrvatska narodna banka, a to je stabilnost cijena. Instrumenti kojima se HNB najčešće koristi prilikom provođenja monetarne politike jesu devizne aukcije, stalno raspoložive mogućnosti te obvezna pričuva.

Republika Hrvatska još se uvijek oporavlja od globalne krize. Taj rezultat očituje se u nepovoljnim kretanjima realnog sektora gospodarstva u kojem se realan BDP smanjio za jednu desetinu u odnosu na 2008. godinu, a ukupna domaća potrošnja i investicije ukupno oko 15 %. U razdoblju od 2010. do 2014. Hrvatsku obilježava pad gospodarske aktivnosti i nepovoljna kretanja na tržištu rada. Izvoz se također smanjivao tijekom godine unatoč rastu inozemne potražnje i pristupanju Europskoj uniji sredinom 2013. godine. Tek 2014. godine rast izvoza dao je pozitivan doprinos gospodarskim kretanjima. Rast izvoza nastavio se i u 2015. godini kao posljedica povećanja tržišnog udjela hrvatskog izvoza i dobre turističke sezone. Središnja je banka upravo u razdoblju analiziranja ekspanzivnom monetarnom politikom nastojala poboljšati uvjete financiranja i poticati kreditiranje na domaćem tržištu održavajući stabilnost nominalnog tečaja kune prema euru kao ključan preduvjet za očuvanje financijske stabilnosti. Takva politika HNB-a omogućila je povoljnije zaduživanje države na domaćem financijskom tržištu unatoč rastu državnoga duga. Za preokretanje trendova i povećanje realnog rasta, u kojem Hrvatska znatno zaostaje u usporedbi s novim zemljama članicama EU-a, nužno je nastaviti i ubrzati provođenje strukturnih reformi u cilju poboljšanja poslovne klime i podizanja konkurentnosti domaćega gospodarstva te povećanja inozemnih izravnih ulaganja, a time i izvoza.

Gospodarska aktivnost, nakon šest uzastopnih godina pada, u 2015. je rasla, čemu je pridonio rast inozemne i, u manjoj mjeri, domaće potražnje. Takva su kretanja rezultirala povećanjem zaposlenosti i padom stope nezaposlenosti. Iznimno dobri rezultati ostvareni u turizmu, bolje povlačenje sredstava iz fondova EU-a kao i jednokratni gubici banaka utjecali su na izraženo poboljšanje viška na tekućem računu platne bilance. HNB je ekspanzivnom monetarnom politikom nastavio povoljno djelovati na domaće uvjete financiranja osiguravajući preduvjete za oporavak kreditne aktivnosti. Za razliku od monetarne, fiskalna je politika bila iznimno restriktivna, na što upućuje snažno smanjenje manjka opće države, dok se dug opće države nastavio povećavati.

Djelovanjem HNB-a preko instrumenata monetarne politike te utjecajem na monetarne pokazatelje, dolazi se do zaključka da se najjači utjecaj na realnu ekonomsku aktivnost prenosi preko deviznog tečaja, u nešto manjoj mjeri na nju djeluje novčana masa M1, dok kamatna stopa ima najslabiji utjecaj. Ovim radom te provedenom analizom prikazana su kretanja monetarnih varijabli u Hrvatskoj na temelju aktualnijih podataka te je dokazano kako zbog karakteristika hrvatske ekonomske strukture (malo i otvoreno gospodarstvo nerazvijenog financijskog tržišta i visokog stupnja euroizacije), najvažniju ulogu u monetarnom prijenosu igra devizni tečaj. Direktni monetarni prijenosi putem novčane mase M1 i kamatne stope manje su razvijeni.

## 7. Literatura

### Knjige:

- [1] Aglietta, M., Orlean A.: Novac i suverenitet - prijevod s francuskoga, stručna redakтура i predgovor Baletić, Z., Golden marketing - Tehnička knjiga, Zagreb, 2004.
- [2] Galí, J.: Monetary policy, inflation, and the business cycle: an introduction to the new Keynesian framework and its applications, Princeton University Press, 2015.
- [3] Lovrinović, I., Ivanov, M.: Monetarna politika, RRIF plus, Zagreb, 2009.
- [4] Mishkin, F.S.: Ekonomija novaca, bankarstva i financijskih tržišta, Mate d.o.o., Zagreb, 2010.
- [5] Mishkin, F. S., Eakins S. G.: Financijska tržišta i institucije, Zagreb, Mate, 2005.
- [6] Peršin, I., Šokman, A., Lovrinović, I.: Monetarna politika, Fakultet ekonomije i turizma „Dr. Mijo Mirković“, Pula, 2001.
- [7] Polovina, S., Medić, Đ.: Osnove ekonomije - priručnik za studij ekonomije uz udžbenik P. Samuelson-W. Nordhaus: Ekonomija, Medinek, Zagreb, 2002.
- [8] Radošević, D.: Kapitalni tokovi, tečaj i Europska monetarna unija, Visoka škola međunarodnih odnosa i diplomacije Dag Hammarskjöld, 2012.
- [9] Woodford, M.: Interest and prices: Foundations of a theory of monetary policy, Princeton university press, 2011.

### Časopisi:

- [1] Amstad, M., Martin, A.: Monetary Policy Implementation: Common Goals but Different Practices, Current issues in economics and finance, 2011., <https://pdfs.semanticscholar.org/567d/4c3c0bad8851b0e1c07ec19eebd1ccfe04e4.pdf> (dostupno 10.11.2016.)
- [2] Criste, A., Lupu, I.: The central bank policy between the price stability objective and promoting financial stability, Procedia Economics and Finance 8, 219-225, 2014., <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S2212567114000847> (dostupno 05.11.2016.)

### Radovi na konferenciji:

- [1] Benić, Đ.: Monetarna politika: transparentnost središnje banke i ciljana inflacija, Sveučilište u Dubrovniku, Dubrovnik, 2014.
- [2] Bokan, N., Grgurić, L., Krznar, I., Lang, M., Utjecaj financijske krize i reakcija monetarne politike u Hrvatskoj, HNB, Zagreb, 2010.
- [3] Doležal, V.: Efikasnost mehanizma monetarnog prijenosa u Hrvatskoj, Privredna kretanja i ekonomska politika 21.128, 2011.
- [4] Ivanov, M.: Kontraciklična monetarna politika u Hrvatskoj, Zbornik radova: Razvoni potencijali hrvatskog gospodarstva, HAZU i EFZG, 2014.

- [5] Izvješće za Hrvatsku 2015. s detaljnim preispitivanjem o sprječavanju i ispravljanju makroekonomskih neravnoteža, Europska komisija, Bruxelles, 2015., [http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2015/cr2015\\_croatia\\_hr.pdf](http://ec.europa.eu/europe2020/pdf/csr2015/cr2015_croatia_hr.pdf) (dostupno 15.12.2016.)
- [6] Lovrinović, I., Ivanov, M.: Novac i gospodarska aktivnost, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb, 2003.
- [7] Prašćević, A.: Monetarna politika i ekonomske recesije - ciljevi, instrumenti i efekti, Ekonomski fakultet u Nišu, Niš, 2011.
- [8] Raspudić Golomejić, Z.: Koordinacija upravljanja javnim dugom i vođenja monetarne politike u Hrvatskoj, HNB, Zagreb 2007.
- [9] Vizek, M.: Ekonometrijska analiza kanala monetarnog prijenosa u Hrvatskoj, Ekonomski institut, Zagreb, 2004.

Doktorski, magistarski, diplomski radovi:

- [1] Fiamengo, I.: Monetarna politika Hrvatske narodne banke, Diplomski rad, Ekonomski fakultet u Splitu, Split, 2011.
- [2] Krajinović, E.: Analiza monetarnog transmisijskog mehanizma u hrvatskoj, Diplomski rad, Ekonomski fakultet u Zagrebu, Zagreb, 2016.

Internet izvori:

- [1] <http://www.moj-bankar.hr/Kazalo/M/Monetarna-politika>, dostupno 05.10.2011.
- [2] <http://old.hnb.hr/o-hnb/h-opis-hnb.htm>, dostupno 15.11.2016.
- [3] <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf>, dostupno 13.12.2016.
- [4] [http://web.efzg.hr/dok/MGR/varcabic//makroekonomija/poglavlje\\_5.pdf](http://web.efzg.hr/dok/MGR/varcabic//makroekonomija/poglavlje_5.pdf) dostupno 11.10.2016.
- [5] <http://www.zakon.hr/z/195/Zakon-o-kreditnim-institucijama>, dostupan 07.02.2017.
- [6] <http://www.zakon.hr/z/590/Zakon-o-Hrvatskoj-narodnoj-banci>, dostupno 23.11.2016.
- [7] <https://www.hnb.hr/o-nama/funkcije-i-struktura/organizacija>, dostupno 18.11.2016.
- [8] <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/ciljevi>, dostupno 23.11.2016.
- [9] <https://www.hnb.hr/o-nama/funkcije-i-struktura/savjet-i-rukovodstvo>, dostupno 23.11.2016.
- [10] <http://www.hnb.hr/monet/hmonet.htm>, dostupno 28.11.2016.
- [11] <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti>, dostupno 29.11.2016.

- [12] <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/operacijena-otvorenom-trzistu>, dostupno 29.11.2016.

Ostalo:

- [1] Statistički ljetopis Republike Hrvatske, Zagreb, 2015.
- [2] Godišnje izvješće HNB-a, 2015., prema:  
<http://www.hnb.hr/documents/20182/1005947/h-gi-2015.pdf/b69083ea-2b4a-48bf-a9d3-2d277c058a81> (dostupno 29.11.2016.)
- [3] Godišnje izvješće HNB-a 2014. prema:  
<http://www.hnb.hr/documents/20182/122236/h-gi-2014.pdf/b607913c-e6fb-40a2-a023-41552635090b> (dostupno 13.12.2016.)
- [4] Godišnje izvješće HNB-a 2013. prema:  
<http://www.hnb.hr/documents/20182/122233/h-gi-2013.pdf/DCF4B798-D4DC-43C4-B1E4-D04D4EF9ED51> (dostupno 03.01.2017.)
- [5] Godišnje izvješće HNB-a 2012. prema:  
<http://www.hnb.hr/documents/20182/122230/h-gi-2012.pdf/c10014f1-6abd-4e56-9fcd-27d35f4792af> (dostupno 03.01.2017.)
- [6] Godišnje izvješće HNB-a 2011. prema:  
<http://www.hnb.hr/documents/20182/122227/h-gi-2011.pdf/2b288321-d5cd-44d3-86cf-cbddb44f5380> (dostupno 03.01.2017.)
- [7] Godišnje izvješće HNB-a 2010. prema:  
<http://www.hnb.hr/documents/20182/122224/h-gi-2010.pdf/94880960-f4d8-46eb-88b0-1eeda0d56658> (dostupno 03.01.2017.)



## Popis slika

Slika 1. Restriktivna monetarna politika preko IS-LM modela.....	7
Slika 2. Ekspanzivna monetarna politika preko IS-LM modela.....	9
Slika 3. Organizacija Hrvatske narodne banke.....	19
Slika 4. Pregled redovitih operacija HNB-a, .....	23
Slika 5. Ponuda i potražnja za likvidnošću HNB-a .....	23
Slika 6. Pregled ukupnoga kunskog dijela obvezne pričuve .....	24
Slika 7. Pregled ukupnoga deviznog dijela obvezne pričuve .....	25
Slika 8. Kamatni raspon i prekonoćna kamatna stopa.....	26
Slika 9. Minimalna devizna likvidnost. ....	27
Slika 10. Novčana masa.....	33
Slika 11. Devizne transakcije HNB-a i srednji tečaj EUR/HRK.....	36
Slika 12. Prosječne kamatne stope poslovnih banaka na kredite .....	44
Slika 13. Prosječne kamatne stope poslovnih banaka na oročene depozite .....	44

## **Popis tablica**

Tablica 1. Monetarni i kreditni agregati u milijunima kn.....	32
Tablica 2. Srednji devizni tečajevi HNB-a na kraju razdoblja .....	35
Tablica 3. Odabrane kamatne stope.....	43



IZJAVA O AUTORSTVU  
I  
SUGLASNOST ZA JAVNU OBJAVU

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

Ja, **Jurica Vidaček** pod punom moralnom, materijalnom i kaznenom odgovornošću, izjavljujem da sam isključivi autor diplomskog rada pod naslovom „**Monetarna politika Hrvatske narodne banke od 2010. do 2015. godine**“ te da u navedenom radu nisu na nedozvoljeni način (bez pravilnog citiranja) korišteni dijelovi tuđih radova.

Student:

  
\_\_\_\_\_  
(vlastoručni  
potpis)

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

Ja, **Jurica Vidaček** neopozivo izjavljujem da sam suglasan s javnom objavom diplomskog rada pod „**Monetarna politika Hrvatske narodne banke od 2010. do 2015. godine**“ čiji sam autor.

Student:

  
\_\_\_\_\_  
(vlastoručni  
potpis)