

# INSTRUMENTI MONETARNE POLITIKE HNB-a

---

**Pipunić, Lea**

**Undergraduate thesis / Završni rad**

**2018**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:124:888435>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-12-28**

*Repository / Repozitorij:*

[REFST - Repository of Economics faculty in Split](#)



UNIVERSITY OF SPLIT



**SVEUČILIŠTE U SPLITU**  
**EKONOMSKI FAKULTET**

**ZAVRŠNI RAD**

**INSTRUMENTI MONETARNE POLITIKE HNB-a**

**Mentor:**

**izv.prof.dr.sc. Mario Pečarić**

**Student:**

**Lea Pipunić**

**Split, kolovoz, 2018.**

## Sadržaj

<b>1. UVOD .....</b>	<b>3</b>
1.1. Definicija problema i cilj rada.....	3
1.2. Metode istraživanja .....	3
1.3. Struktura rada .....	3
<b>2. MONETARNA POLITIKA HNB-A .....</b>	<b>4</b>
2.1. Ciljevi monetarne politike HNB-a.....	4
2.2. Okvir monetarne politike HNB-a.....	5
2.3. Tečajni režim HNB-a.....	6
<b>3. INSTRUMENTI MONETARNE POLITIKE HNB-A.....</b>	<b>8</b>
3.1. Obvezna rezerva .....	9
3.2. Operacije na otvorenom tržištu.....	14
3.3. Stalno raspoložive mogućnosti .....	22
3.3.1. Lombardni kredit (prekonoćni kredit) .....	22
3.3.2. Novčani depozit (prekonoćni depozit) .....	23
3.3.3. Unutardnevni kredit .....	23
3.4. Ostali instrumenti i mjere monetarne politike HNB-a.....	24
3.4.1. Devizne intervencije .....	25
3.4.2. Minimalno potrebna devizna potraživanja.....	30
3.4.3. Blagajnički zapisi.....	31
3.4.4. Kratkoročni kredit za likvidnost .....	32
<b>4. ZAKLJUČAK.....</b>	<b>33</b>
<b>5. SAŽETAK.....</b>	<b>35</b>
<b>6. LITERATURA .....</b>	<b>36</b>
<b>7. POPIS SLIKA, GRAFIKONA I TABLICA.....</b>	<b>39</b>

# **1. UVOD**

## **1.1. Definicija problema i cilj rada**

Hrvatska narodna banka kao centralna banka u Republici Hrvatskoj za osnovni cilj ima održavanje stabilnosti cijena. Cijeli financijski sustav u državi ovisi o radu, metodama i instrumentima koje koristi Hrvatska narodna banka. Time se podupire i opća gospodarska politika Hrvatske.

Problem istraživanja jest efikasnost korištenja instrumenata u postizanju ciljeva monetarne politike. Radi se o kvalitativnim i kvantitativnim instrumentima, a to su: operacije na otvorenom tržištu, obvezna pričuva, stalno raspoložive mogućnosti, ostali instrumenti i mjere. Cilj rada je analizirati njihovu adekvatnost kroz utjecaj na stabilnost cijena te financijsku stabilnost.

## **1.2. Metode istraživanja**

Za ovaj završni rad korištena je dostupna znanstvena literatura, bilteni, godišnja izvješća Hrvatske narodne banke kao i internet stranice. Uz opće metode znanstvenog istraživanja korištene za kritičku analizu dosadašnjih istraživanja, u radu se koriste i specifične statističke metode s ciljem kvantitativne analize instrumenata.

## **1.3. Struktura rada**

Završni rad sastoji se od pet poglavlja. Prvo poglavlje predstavlja uvodni dio u rad u kojem su definirani problem, ciljevi rada te metode istraživanja. U drugom dijelu rada definirana je monetarna politika HNB-a, vrsta monetarne politike, učinci monetarne politike na gospodarstvo te izabrani instrumenti od strane Hrvatske narodne banke. Treće poglavlje primarno je posvećeno instrumentima monetarne politike koje koristi HNB, te su u tom dijelu detaljno obrađeni. Rad završava zaključkom i popisom literature.

## **2. MONETARNA POLITIKA HNB-A**

Monetarna politika dio je ekonomske politike kojom središnja banka upravlja ukupnom količinom novca radi postizanja određenih ciljeva. Monetarnu politiku u Republici Hrvatskoj provodi Hrvatska narodna banka putem svojih instrumenata: operacijama na otvorenom tržištu, obveznom pričuvom, stalno raspoloživim mogućnostima i ostalim instrumentima i mjerama.

### **2.1. Ciljevi monetarne politike HNB-a**

U Republici Hrvatskoj jedini krajnji cilj monetarne politike HNB-a jest stabilnost cijena, a kao indirektan cilj se koristi nominalno sidro deviznog tečaja. Općenito, ciljevi monetarne politike mogu biti: visoka zaposlenost, ekonomski rast, stabilnost cijena, stabilnost kamatnjaka, stabilnost financijskih tržišta i stabilnost na deviznom tržištu. Postavlja se pitanje kolika je 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.

Uspješno vođenje monetarne politike ključno je za razvoj gospodarstva. Prekomjerno ekspanzivna monetarna politika dovodi do visoke inflacije koja smanjuje učinkovitost gospodarstva i otežava gospodarski rast. Pretjerano restriktivna monetarna politika može uzrokovati ozbiljnu recesiju u kojoj proizvodnja pada, a nezaposlenost raste. Može dovesti i do deflacije, odnosno pada razine cijena. Deflacija može biti vrlo štetna za gospodarstvo jer potiče financijsku nestabilnost i može pokrenuti financijsku krizu. Zbog troškova inflacije, cilj ekonomske politike jest održavanje stabilne razine cijena koja je poželjna zato što rast razine cijena tj. inflacija dovodi do nesigurnosti u gospodarstvu.

Stoga je cilj politike zadržavanje stope inflacije unutar određenog raspona. Niska i stabilna inflacija povećava transparentnost cijena, što znači da središnja banka javnosti točno i u pravo vrijeme pruža sve informacije o svojim odlukama i postupcima. Time potrošači mogu znati relativnu vrijednost pojedinih dobara te lakše predvidjeti njihove promjene za razliku od visokih stopa inflacije kada relativne cijene mnogo osciliraju i stvaraju nesigurnost jer negativno utječu na donošenje ekonomskih i investicijskih odluka. Investitori će smanjiti u tom slučaju opseg svojih aktivnosti jer u uvjetima visoke inflacije budućnost je neizvjesna. Dakle, kućanstva i poduzeća pokušat će se zaštititi od visoke inflacije, te u tim uvjetima svoje bogatstvo neće usmjeriti na proizvodnju.

U suprotnom, kod nižih stopa inflacije cijene su stabilnije, nisu podložne velikim promjenama i lako je uspoređivati vrijednosti dobara. U ovim uvjetima potrošači i poduzeća će moći lakše odlučivati o potrošnji, štednji i investicijama.

Glavni zadatak HNB-a zapravo je ostvarivati niske stope inflacije, između 2 do 3 posto godišnje. (Lovrinović, Ivanov, 2009.). Prema HNB-u, prosječna godišnja stopa inflacije u Hrvatskoj u razdoblju od 2000. do 2015. godine iznosila je 2,5%, što za Hrvatsku narodnu banku znači uspješno održavanje niske inflacije. (<https://www.hnb.hr/-/ciljevi-monetarne-politike>). Ukoliko nije prisutna stabilnost cijena, dolazi do opće nesigurnosti i „poremećaja“ u donošenju odluka o investiranju, potrošnji, štednji i zaduživanju. Zadatak HNB-a je i održavanje financijske stabilnosti.

## **2.2. Okvir monetarne politike HNB-a**

Središnji element uspješne monetarne politike je korištenje nominalnog sidra, odnosno nominalne varijable. Ukoliko je nominalna varijabla unutar uskog raspona, stvaraju se niska i stabilna inflacijska očekivanja. Način na koji središnja banka instrumentima monetarne politike ostvaruje svoj cilj predstavlja okvir monetarne politike. Obično se odabire određena varijabla na čiju razinu i trend kretanja se može utjecati kako bi se ostvario osnovni cilj. S obzirom na odabir varijable (kamatna stopa, nominalni tečaj, monetarni agregat), okvir monetarne politike se može npr. temeljiti na tečajnom sidru, monetarnom sidru, ciljanju inflacije. ( Lovrinović, Ivanov, 2009.)

Dakle, s aspekta HNB-a, okvir monetarne politike HNB-a temelji se na održavanju stabilnosti nominalnog tečaja kune prema euru. Stabilan tečaj kune prema euru predstavlja nominalno sidro monetarne politike kojim HNB stabilizira inflacijska očekivanja, a time i inflaciju.

Na izbor monetarnog okvira i sidra monetarne politike HNB-a presudila je izrazito visoka razina euroizacije, koja ujedno ima i najveći utjecaj na odabir, zatim činjenica da je Hrvatska ima malo i otvoreno gospodarstvo koje ima visoku uvoznu ovisnost i visoku zaduženost u stranoj valuti. Prema definiciji, euroizacija je pojam koji označuje visoku zastupljenost strane valute, odnosno eura, kao valute štednje i mjerila vrijednosti u nekom gospodarstvu. (<https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/okvir-monetarne-politike>).

Zbog visoke inflacije koja je bila zavlдалa u prošlim vremenima u Hrvatskoj, stvorilo se ogromno nepovjerenje u domaću valutu zbog čega se euroizacija zadržala na visokoj razini unatoč stabilnosti kune otkako se uvela do danas.

Jedan od razloga zašto je neophodno održavati stabilnost tečaja kune prema euru jest održavanje financijske stabilnosti od strane banaka koje se moraju zaštititi od rizika promjene tečaja s dodatnim ciljem zadržavanja povjerenja klijenata. Rezultat svega jest povezanost velikog dijela plasmana hrvatskih banaka uz tečaj strane valute, jer banke zbog velikog udjela deviznih depozita, odobrava i velik dio kredita u stranoj valuti ili vezanih valutnom klauzulom uz tečaj strane valute. Nadalje, zbog ovisnosti s inozemstvom zbog uvoza i izvoza dobara ali i visoke stope euroizacije, svaka promjena tečaja kune u odnosu na euro dovela bi do promjena cijena. Pojavila bi se neizvjesnost u poslovanju tj. izloženost mnogim promjenama na koje država ne može znatno utjecati jer je povezana i ovisna o inozemstvu.

Prema podacima HNB-a, udio izvoza i uvoza robe i usluga u bruto domaćem proizvodu iznosio je 90% u 2014. godini. Osim toga, i cijene izvoznih usluga, koje su najviše povezane s turizmom, uvelike su povezane s tečajem kune prema euru budući da više od 60% dolazaka i noćenja stranih gostiju u Hrvatskoj ostvaruju gosti iz zemalja europodručja. S obzirom na činjenicu da uvoz u Hrvatsku iz zemalja europodručja je iznosio u 2014. godini oko 60%, porast tečaja kune prema euru dovest će sigurno i do rasta tih cijena dobara izraženih u kunama odnosno porasta opće razine cijena-inflacije. (Izvor: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/okvir-monetarne-politike>)

Može se zaključiti da su zbog visokog uvoza, domaće cijene osjetljive na promjene tečaja. Uz to, znatnije promjene tečaja kune prema euru ugrozilo bi hrvatske građane, poduzeća i samu državu jer zbog velikog zaduženja svih sektora vezanog uz tečaj eura, njihov dug bi se znatno povećavao.

### **2.3. Tečajni režim HNB-a**

Devizni tečaj cijena je domaćeg novca izraženog u stranoj valuti, odnosno koliko jedinica nacionalnog novca treba dati za jedinicu stranog novca. Ovisnost tečajne politike odnosno kretanje domaće valute, zastupljena je najviše u zemljama s malim i otvorenim gospodarstvom u kojim je zastupljena neka inozemna valuta (euro, dolar). Sukladno tečajnom režimu HNB-a, Hrvatska narodna banka provodi politiku upravljanog fluktuirajućeg tečaja. Prema ovom tečajnom režimu, s jedne strane, domaća valuta nije fiksno vezana uz neku drugu

stranu valutu, već odražava kretanja na deviznom tržištu, i drugo, nominalni tečaj kune prema euru stabilan je zbog povremenih HNB-ovih deviznih intervencija. (Izvor: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/tečajni-rezim>)

Prema tome, tečaj kune prema euru formira se na tržištu na temelju ponude deviza i potražnje za devizama. Neophodno je povremeno uključivanje HNB-a na devizno tržište kako bi se spriječile značajnije tečajne oscilacije, a ponekad i neke špekulacije. HNB ne utvrđuje ni granice kretanja tečaja kune prema euru niti može utjecati na vrijednost kune u odnosu na druge valute. Razlog je u tome što se vrijednost kune određuje odnosima eura i svih valuta na svjetskom deviznom tržištu što se i prikazuje na tečajnoj listi HNB-a.



### **3. INSTRUMENTI MONETARNE POLITIKE HNB-A**

Jedan je od najvažnijih zadataka monetarne politike jest stabilan gospodarski razvitak, pri čemu se najviše značaja pridaje stabilnosti nacionalne valute da bi se gospodarstvu osiguralo stabilno mjerilo vrijednosti. Podrazumijeva se onda da je njezin zadatak i da utječe na devizni tečaj nacionalne valute.

Iz prethodnog dijela navedeni ciljevi monetarne politike ostvarivi su korištenjem instrumenata monetarne politike kojim se HNB služi u svrhu reguliranja kreditne aktivnosti, likvidnosti banaka, reguliranja količine novca u optjecaju i adekvatnih mjera u vezi kamatnih stopa. (Izvor: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti>). Stabilnost cijena, stabilnost kretanja nominalnog tečaja kune u odnosu na euro jesu ciljevi koji su ostvarivi korištenjem instrumentima monetarne politike. Podrazumijeva se ispravan način uporabe instrumenata. U suprotnom stabilnost države i stabilnost kretanja tečaja bile bi znatno ugrožene. HNB pomoću njih povećava ili smanjuje likvidnost. Povećavanje likvidnosti provodi se kupnjom imovine ili odobravanjem kredita, dok se smanjenje likvidnosti postiže upotrebom obvezne pričuve, odnosno prodajom imovine. Dakle, instrumenti služe za održavanje financijske stabilnosti u Hrvatskoj i HNB je odgovoran za njihovu uporabu.

Instrumenti monetarne politike HNB-a su:

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

Obvezna rezerva, operacije na otvorenom tržištu, stalno raspoložive mogućnosti i ostali instrumenti i mjere od kojih su najznačajnije devizne intervencije, predstavljaju instrumente monetarne politike HNB-a pomoću kojih se provodi monetarna politika. Devizne intervencije se provode deviznim aukcijama i predstavljaju najvažniji instrument monetarne politike u Hrvatskoj. HNB općenito intervenira na deviznom tržištu prodajom deviza kada kuna slabi, a kupnjom deviza kada kuna jača. Također, povećanjem i smanjenjem obvezne rezerve utječe na likvidnost. Deviznim intervencijama i obveznom rezervom HNB se najviše služi. Kombinacijom ova dva instrumenta i ostalih navedenih HNB postiže svoje ciljeve.

### 3.1. Obvezna rezerva

Obvezna rezerva (reserve requirement) jest minimalni iznos pričuva kojeg kreditne institucije moraju držati na posebnim računima svojih središnjih banaka radi ostvarivanja ciljeva monetarne politike. Razlog je održavanje monetarne stabilnosti i likvidnosti te reguliranje kreditne aktivnosti banaka i količine novca u optjecaju čime se smanjuje mogućnost pojave inflacije. Općenito, veća razina obveznih rezervi smanjuje kamate na depozite, a povećava kamate na kredite i obratno. Obvezna rezerva je instrument koji brzo djeluje te je njegovo djelovanje učinkovito, pa je zato važan instrument monetarne politike HNB-a.

Dakle, obvezna rezerva je instrument monetarne politike koji služi za regulaciju kreditnog potencijala i likvidnosti bankarskog sustava. Treba naglasiti važnu ulogu obveznih rezervi kao svojevrsne zaštite deponenata od rizičnog ponašanja poslovne banke. Rizično ponašanje banaka podrazumijeva pretjerano odobravanje kredita koje se može regulirati smanjivanjem kreditnog potencijala banaka upravo pomoću obvezne rezerve. (Izvor: <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/obvezna-pricuva>)

Prema Lovrinović, Ivanov (2009.), u pravilu, mogu se definirati dvije glavne uloge obvezne rezerve, a to su: održavanje likvidnosti poslovnih banaka kako bi imala pokriće depozita svojih komitenata te reguliranje kreditnog potencijala odnosno onemogućavanje pretjerane kreditne aktivnosti banaka, koja bi mogla zbog prevelike količine novca u optjecaju izazvati inflaciju. Također, Lovrinović i Ivanov su donijeli zaključak da je politika otvorenog tržišta „fina“ instrument monetarne politike, a politika obveznih rezervi smatra se „grubim“ administrativnim instrumentom.

Visinu stope obvezne rezerve propisuje središnja banka ovisno o situaciji na tržištu i trenutnoj količini novčanih sredstava koje posjeduje, ali uvijek postoji mogućnost dogovora između središnje banke i poslovnih banaka oko njezine visine. U situaciji kad je potrebna još veća likvidnost u nekoj banci, obvezna rezerva može toj banci biti smanjena uz posebno odobrenje guvernera. Međutim, ukoliko neka od banaka ne izvršava svoje obveze što se tiče izdvajanja obveznih rezervi odnosno ne pridržava se propisanih stopa, središnja banka dužna ju je kontrolirati, te joj se naplaćuju dodatne kamate tzv. penalizirajuće kamate.

Zbog povećanja stope obvezne pričuve dolazi do smanjenja likvidnosti, odnosno povlačenjem novca iz optjecaja smanjuje se raspoloživost novca kojim se podmiruju obveze. Obratno, smanjenjem stope obvezne pričuve povećava se likvidnost, odnosno povećava se raspoloživost novca tj. mogućnost pokrivanja preuzetih obveza.

U HNB-u osnovica za obračun se sastoji od:

- kunskog dijela
- deviznog dijela

I kunski i devizni dio izračunavaju se posebno, a čine ih prosječna dnevna stanja kunskih i deviznih izvora sredstava u jednom obračunskom razdoblju. Obračunsko razdoblje traje od prvog do posljednjeg dana kalendarskog mjeseca. (Izvor: <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/obvezna-pricuva>)

Sukladno odredbama Narodnih novina, kunski dio obvezne pričuve izračunava se tako da se iznos obračunat primjenom propisane stope na kunski dio osnovice uveća za iznos deviznog dijela obvezne pričuve koji se izvršava u kunama. Devizni dio obvezne pričuve izračunava se tako da se iznos obračunat primjenom propisane stope na devizni dio osnovice umani za iznos izračunat primjenom propisanog postotka na obračunati devizni dio obvezne pričuve. (Izvor: [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/full/2017\\_12\\_132\\_3057.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/full/2017_12_132_3057.html))

Srednjim tečajem HNB-a izračunavaju se obveze u stranim valutama. Uzima se srednji tečaj na dan obračuna obvezne rezerve. Banke imaju dužnost izdvajanja deviznog dijela obvezne pričuve, ali imaju mogućnost samostalnog određivanja njezinog postotka. Nakon što se obračuna obvezna rezerva, od nje se jedan dio izdvoji, a ostatak služi kao prosječno dnevno stanje likvidnih potraživanja. Ukoliko se banka ne pridržava propisa vezanih za obveznu rezervu, odnosno za njezino izdvajanje i obračunavanje, dužna je platiti određenu naknadu HNB-u.

U prosincu 2015. donesena je odluka o ukidanju obveze izdvajanja deviznog dijela obvezne pričuve. Tom odlukom uvedeno je 100%-tno održavanje deviznog dijela obvezne pričuve, čime se bankama omogućava fleksibilnije upravljanje deviznom likvidnošću. Osim toga, od svibnja 2016. godine banke obvezno moraju 2% deviznog dijela obvezne pričuve održavati prosječnim dnevnim stanjima sredstava na vlastitim eurskim računima za namiru kod HNB-a.

(Godišnje izvješće HNB-a 2015., izvor: <http://www.hnb.hr/documents/20182/1005947/h-gi-2015.pdf>)

Prema podacima HNB-a, o obveznoj pričuvi (Izvor: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/obvezna-pricuva>), vrijedi:

- Trenutna stopa obvezne pričuve iznosi 12%.
- Kunski i devizni dio osnovice izračunavaju se posebno, a čine ih prosječna dnevna stanja kunskih i deviznih izvora sredstava u obračunskom razdoblju.
- Od obračunatoga deviznog dijela obvezne pričuve 75% uključuje se u obračunati kunski dio obvezne pričuve i izvršava u kunama.
- Postotak izdvajanja kunskog dijela obvezne pričuve iznosi 70%, a deviznog dijela 0%. (do prosinca 2015. devizni dio izdvajanja obvezne rezerve iznosio je 60%)
- Preostali dio obvezne pričuve održava se prosječnim dnevnim stanjima likvidnih potraživanja.
- Na sredstva obvezne pričuve HNB ne plaća naknadu.

## Tablica 1. Obvezne pričuve banaka

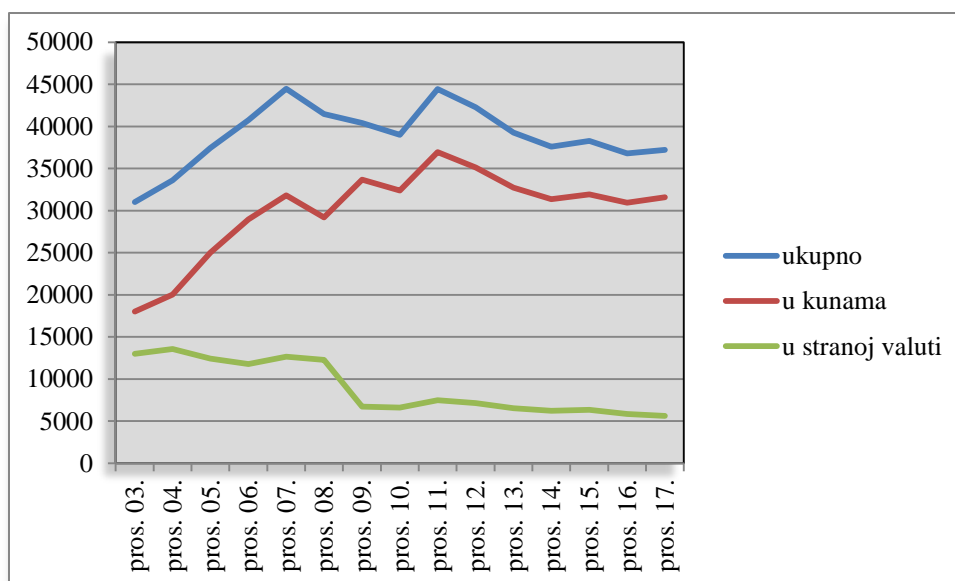
Tablica F3: Obvezne pričuve banaka

prosječna dnevna stanja i stope, u milijunima kuna i postocima

Godina	Mjesec	Vagana prosječna stopa obvezne pričuve	Obračunata obvezna pričuva			Ostali obvezni depoziti kod HNB-a	Izdvojena obvezna pričuva		Prosječna stopa remuneracije na kunska imobilizirana sredstva	Prosječna stopa remuneracije na devizna izdvojena sredstva
			Ukupno	U kunama	U stranoj valuti		U kunama	U stranoj valuti		
1	2	3	4=5+6	5	6	7	8	9	10	11
2003.	prosinac	19,00	31.009,4	18.023,8	12.985,6	109,4	12.459,8	6.850,2	1,17	1,47
2004.	prosinac	18,00	33.615,7	20.040,9	13.574,8	430,1	14.664,1	10.171,3	1,22	1,36
2005.	prosinac	18,00	37.424,5	24.997,9	12.426,6	3.940,2	17.497,7	9.271,4	0,52	0,92
2006.	prosinac	17,00	40.736,4	28.966,1	11.770,4	7.332,5	20.257,0	8.780,9	0,52	1,06
2007.	prosinac	17,00	44.465,9	31.809,1	12.656,8	6.641,1	22.266,4	9.203,5	0,53	1,29
2008.	prosinac	14,87	41.474,4	29.179,7	12.294,7	461,9	20.425,8	8.807,0	0,52	0,81
2009.	prosinac	14,00	40.423,5	33.693,7	6.729,8	30,9	23.585,6	4.898,0	0,52	-
2010.	prosinac	13,00	38.990,6	32.374,8	6.615,8	-	22.662,4	4.736,7	0,52	-
2011.	prosinac	14,00	44.443,2	36.936,6	7.506,7	-	25.654,6	5.437,9	-	-
2012.	prosinac	13,50	42.272,1	35.107,8	7.164,3	-	24.575,4	5.120,7	-	-
2013.	prosinac	12,48	39.283,2	32.733,2	6.550,0	2.655,2	22.913,3	4.605,3	-	-
2014.	prosinac	12,00	37.589,8	31.351,3	6.238,5	3.568,0	21.945,9	3.743,1	-	-
2015.	prosinac	12,00	38.279,3	31.941,1	6.338,2	-	22.358,8	3.802,9	-	-
2016.	prosinac	12,00	36.798,5	30.938,4	5.860,1	-	21.656,9	-	-	-
2017.	svibanj	12,00	35.728,4	30.200,6	5.527,8	-	21.140,4	-	-	-
	lipanj	12,00	35.565,4	30.090,5	5.474,9	-	21.063,3	-	-	-
	srpanj	12,00	35.708,1	30.246,1	5.462,0	-	21.172,3	-	-	-
	kolovoz	12,00	35.848,7	30.401,5	5.447,2	-	21.281,0	-	-	-
	rujan	12,00	36.263,8	30.775,5	5.488,3	-	21.542,9	-	-	-
	listopad	12,00	36.997,2	31.395,9	5.601,2	-	21.977,2	-	-	-
	studenj	12,00	37.161,2	31.522,2	5.639,0	-	22.065,5	-	-	-
	prosinac	12,00	37.231,6	31.588,2	5.643,4	-	22.111,7	-	-	-
2018.	siječanj	12,00	37.526,7	31.849,7	5.677,0	-	22.294,8	-	-	-
	veljača	12,00	37.239,4	31.698,7	5.540,8	-	22.188,9	-	-	-
	ožujak	12,00	37.008,7	31.584,7	5.424,0	-	22.109,1	-	-	-
	travanj	12,00	37.036,1	31.631,9	5.404,3	-	22.142,3	-	-	-

Izvor: Bilten 244., Hrvatska narodna banka (2018.)

U tablici su prikazani podaci iz Biltena 244. o mjesečnim prosjecima dnevnih stanja obveznih pričuva banaka kod Hrvatske narodne banke u kunama i u stranoj valuti. Ukupno obračunata obvezna pričuva koja je prikazana u stupcu 4 (6) jest propisani iznos sredstava koji su banke dužne izdvojiti na poseban račun obvezne pričuve (devizne račune) kod Hrvatske narodne banke ili održavati prosječnim dnevnim stanjem na svojim računima za namiru i u blagajnama, odnosno na računima likvidnih deviznih potraživanja. U stupcu 5 vidljiv je iznos obračunate obvezne pričuve u kunama koji uključuje i dio obvezne pričuve u stranoj valuti a iskazanoj u kunama. U stupcu 8 iskazuje se dio ukupne obračunate obvezne pričuve u kunama koji su banke izdvojile na račun obvezne pričuve kod HNB. U stupcu 9 iskazuje se dio ukupno obračunate obvezne pričuve u stranoj valuti koji su banke izdvojile na devizne račune HNB-a. (Izvor: <https://www.hnb.hr/documents/20182/2506123/hbilt244.pdf/5442cf73-79ab-4b5a-b805-b24789d0c901>)



### **GRAFIKON 1. Pregled ukupne obračunate obvezne pričuve u razdoblju od 2003. do 2017. godine (izraženo u mil. kuna)**

Izvor: Izrada autora, Bilten 244., Hrvatska narodna banka (2018.)

Ovim grafikonom je prikazano kretanje ukupnih obračunatih obveznih pričuva, izraženih u kunama i u stranoj valuti u razdoblju od 2003. do 2017. godine.

Granična obvezna rezerva značila je da su banke dio sredstava koje su primile iz inozemstva, morale deponirati na poseban račun kod Hrvatske narodne banke. Granična obvezna rezerva postojala je od 2004. do 2008. godine i izdvajala se jedino u devizama, uglavnom u eurima ili dolarima.

Njezina izdvajanja su u početku iznosila 24 %, a kasnije 15,40 ili 55 %. S obzirom da poslovne banke nisu reagirale na tu mjeru prema očekivanjima HNB-a, stopa izdvajanja se nekoliko puta povećavala, da bi došlo do 55% izdvajanja od porasta inozemnog zaduživanja.

2014. godine Savjet Hrvatske narodne banke odlučio je da se odustaje od primjene granične obvezne rezerve. Tom odlukom Hrvatska narodna banka je vratila poslovnim bankama približno 355 milijuna eura i 129 milijuna dolara, kako bi im osigurala dodatnu deviznu likvidnost i nesmetano ispunjavanje obveza prema svim klijentima. (Izvor: <https://www.hnb.hr/-/ukinuta-granicna-obvezna-pricuva>). Ovim postupkom, banke su manje težile za posuđivanjem u inozemstvu te iznosi njihovog ino-zaduženja postupno su se smanjivali, što je bio i primarni cilj uvođenja granične obvezne rezerve 2004. godine.

Dakle, prema gore navedenom, obvezna rezerva služi za ograničavanje kreditne aktivnosti banaka, jer povećanjem obvezne rezerve, smanjuje se likvidnost banaka odnosno banke nemaju u posjedu preveliku količinu novca da bi odobrile veći broj kredita. Stoga, središnje banke pa tako i Hrvatska narodna banka imaju moć da upravljaju financijskim sustavom odnosno da održavaju financijsku stabilnost. Štimajući nivo likvidnosti utječu posredno i na stabilnost kamatnih stopa i cijena. Zato je danas, prema procjeni HNB, niža stopa obvezne rezerve (12%) dovoljna za održavanje financijske stabilnosti u odnosu na prethodne godine.

### **3.2. Operacije na otvorenom tržištu**

Operacije na otvorenom tržištu podrazumijevaju kupnju i prodaju određene imovine na financijskom tržištu kao što su vrijednosni papiri, devize i dr. Pomoću operacije na otvorenom tržištu utječe se na likvidnost bankovnog sustava i kretanje kamatnih stopa na novčanom tržištu na način da kontrolira cijenu i količinu ponude primarnog novca. Utjecaj na likvidnost i kamatnu stopu očituje se kroz aktivnosti kupnje imovine od banaka ili odobravanja kredita bankama i u ovom slučaju rezultat je povećanje likvidnosti i pad kamatnih stopa na tržištu. Obratno, prodaja imovine bankama i primljeni depoziti od banaka djelovat će na smanjenje likvidnosti i rast kamatnih stopa. HNB je sredinom 2005. godine donio odluku o uvođenju operacija na otvorenom tržištu. (Izvor: <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/operacije-na-otvorenom-trzistu>)

Operacijama na otvorenom tržištu HNB također se utječe i na kreditni potencijal poslovnih banaka. Kupovinom vrijednosnih papira umnožava se količina novca u optjecaju, a prodajom vrijednosnih papira povlači se novac iz optjecaja. Neki analitičari su i samu najavu HNB-a o uvođenju operacija na otvorenom tržištu okarakterizirali kao preuzimanje funkcije upravljanja dugom, međutim temeljna je funkcija operacija na otvorenom tržištu ublažavanje velikih fluktuacija kamatnih stopa na tržištu novca. (Raspudić Golomejić, 2007.)

Prema podjeli HNB-a, (Izvor: <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/operacije-na-otvorenom-trzistu>), operacije na otvorenom tržištu, s obzirom na učestalost i namjenu, obuhvaćaju sljedeće operacije:

1. redovite operacije, što znači da je njihova učestalost unaprijed određena i poznata
2. operacije fine prilagodbe, što znači da se rabe po potrebi
3. strukturne operacije, što znači da se rabe u situacijama kada je potrebno djelovanje zbog strukturnih promjena u likvidnosti

A mogu se provoditi:

- povratnim operacijama:
  - operacijama povratne kupnje vrijednosnih papira (repo operacijama)
  - obratnim operacijama kupnje vrijednosnih papira (obratnim repo operacijama)
- konačnim operacijama
  - izravnim kupnjama vrijednosnih papira
  - izravnim prodajama vrijednosnih papira

**Povratne transakcije** su zapravo transakcije s unaprijed definiranim rokom dospijeća, kao što su odobravanje kredita bankama ili repo transakcije, kod kojih se istodobno dogovara transakcija kupnje (prodaje) imovine na tekući datum i transakcija povratne prodaje (kupnje) iste imovine na unaprijed utvrđeni budući datum. (Lovrinović, Ivanov, 2009.)

**Repo operacije** podrazumijevaju prodaju vrijednosnih papira od strane HNB-a uz obvezu njihove kupnje na ugovoreni dan. Repo instrumentom središnja banka djeluje u smjeru smanjenja likvidnosti banaka te potiče rast kamatnjaka na međubankovnom tržištu.

**Obratne repo operacije** podrazumijevaju kupnju vrijednosnih papira od strane HNB-a uz obvezu njihove prodaje na ugovoreni dan. Obratni repo instrument djeluje u smjeru povećanja likvidnosti banaka te potiče pad kamatnjaka na međubankovnom tržištu. (Lovrinović, Ivanov, 2009.)

Zajednički naziv za izravnu kupnju i prodaju vrijednosnih papira jesu **konačne operacije**. Kod konačnih operacija se dogovara transakcija kupnje (prodaje) imovine bez obveze povratne prodaje (kupnje).

**Redovite operacije** provode se putem operacija obratne povratne kupnje vrijednosnih papira, sustavom aukcija – standardnih ponuda na inicijativu HNB-a. **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. **Strukturne operacije** se provode putem izravne kupnje ili prodaje, obratni repo ili repo. (Lovrinović, Ivanov, 2009.)



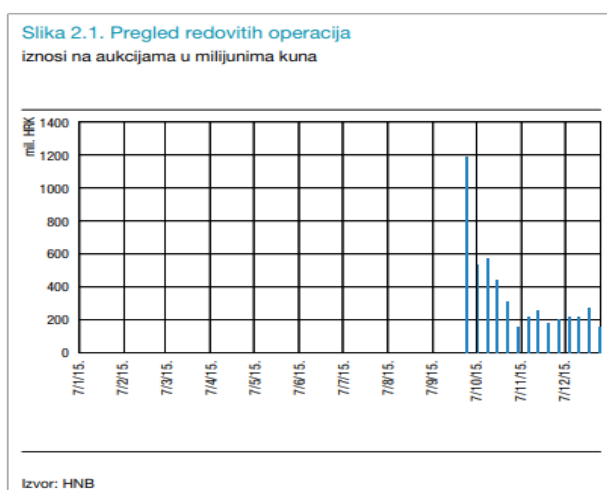
## Tablica 2. Operacije na otvorenom tržištu

Tablica 1. Operacije na otvorenom tržištu

VRSTA OPERACIJE	OPIS INSTRUMENTA		UČESTALOST	DOSPIJEĆE	NAČIN PROVOĐENJA
	Kreiranje likvidnosti	Povlačenje likvidnosti			
▪ Redovite operacije	▪ Obratne repo operacije	–	▪ Jednom tjedno	▪ Za 1 tjedan	▪ Aukcija
▪ Operacije fine prilagodbe	▪ Obratne repo operacije ▪ Izravne kupnje trezorskih zapisa	▪ Repo operacije ▪ Izravne prodaje trezorskih zapisa	▪ Neredovito ▪ Prema potrebi	▪ Nestandardizirano	▪ Aukcija ▪ Bilateralni dogovor
▪ Strukturne operacije	▪ Izravne kupnje trezorskih zapisa ▪ Obratne repo operacije	▪ Izravne prodaje trezorskih zapisa ▪ Repo operacije	▪ Neredovito ▪ Prema potrebi	▪ Nestandardizirano	▪ Aukcija ▪ Bilateralni dogovor

Izvor: HNB: Procedure provođenja operacija na otvorenom tržištu, (2008.)

Redovite operacije otvorenog tržišta HNB-a kao osnovni cilj imaju povećanje likvidnosti u bankarskom sustavu te financijskom sektoru osiguravaju najznačajniji dio sredstava. Provođe se putem obratnih repo operacija. HNB organizira aukciju jednom tjedno (srijedom), s rokom dospjeća od jednog tjedna. Hrvatska narodna banka od 30. rujna 2015. ponovno je počela provoditi redovite tjedne obratne repo operacije. Održano je 14 obratnih repo aukcija na kojima je bankama ukupno plasirano 4,9 mlrd. kuna. (Izvor: Godišnje izvješće HNB-a 2015., <http://www.hnb.hr/documents/20182/1005947/h-gi-2015.pdf>)



## Slika 3. Pregled redovitih operacija HNB-a

Izvor: Godišnje izvješće 2015., Hrvatska narodna banka

**TABLICA 3. Redovite operacije**

<b>Redovita operacija održana 25.9.2017. (u mil.kuna)</b> Instrument: obratna repo operacija	
Smjer	Puštanje likvidnosti
Datum namire	27.9.2017.
Datum dospjeća	4.10.2017.
Ukupan iznos pristiglih ponuda	30,00
Fiksna kamatna stopa	0,30
Ukupan iznos prihvaćenih ponuda	30,00
Ukupan iznos odbijenih ponuda	0,00
Koeficijent raspodjele	100,00%

Izvor: HNB Operacije na otvorenom tržištu, (2017)

Tablica prikazuje redovitu repo aukciju održanu 25.09.2017. godine. Ukupan iznos pristiglih ponuda je u vrijednosti od 30 mil. kuna. Hrvatska središnja banka prihvatila je sve ponude. (Izvor: <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/operacije-na-otvorenom-trzistu>)

Operacijama fine prilagodbe glavna je zadaća da privremeno sudjeluju u povećavanju ili smanjivanju likvidnosti u sustavu. Mogu se po potrebi provoditi na četiri načina, kao obratni repo, repo, izravna kupnja ili izravna prodaja.

**Tablica 4. Operacije fine prilagodbe – devizna intervencija HNB-a**

<b>Operacije fine prilagodbe – devizna intervencija HNB-a</b> održana 10. svibnja 2018.	
	mil. eura
Prodano bankama	
Jedinstveni tečaj pri prodaji	
Prosječno ostvareni tečaj pri prodaji	
Otkupljeno od banaka	320,50
Jedinstveni tečaj pri otkupu	
Prosječno ostvareni tečaj pri otkupu	7,397618

Izvor: HNB:Operacije na otvorenom tržištu, (2017.)

Slika prikazuje operaciju fine prilagodbe – deviznu intervenciju središnje banke koja je održana 10.05. 2018. godine. HNB je na taj dan na deviznom tržištu kupila 320,50 milijuna

eura po prosječnom tečaju od 7,397618. Ovim visokim priljevom deviza koji je rezultirao rastućim izvozom i dobrom turističkom sezonom, HNB je u novčani sustav pustio novih 2.370.936.569,00 kuna, dodatno potičući gospodarski rast, a time i povećanje kreditne aktivnosti banaka. To je druga devizna intervencija središnje banke u ovoj godini, a i njome se, kao i intervencijom početkom godine, nastoje spriječiti daljnji apercijacijski pritisci na kunu. (Izvor: <https://lider.media/aktualno/biznis-i-politika/hrvatska/intervencija-na-deviznom-trzistu-hnb-u-sustav-ubacio-oko-237-milijardi-kuna/>)

Strukturne operacije otvorenog tržišta HNB-a provode se putem izravnih kupnji i prodaja vrijednosnih papira te repo i obratnih repo operacija. Provode se radi ispravljanja većih poremećaja u financijskom sustavu (visoka inflacija ili recesija), a mogu se provoditi redovito ili neredovito uz nestandardizirano dospijeće. Ovisno o njihovoj potrebi služe za smanjenje i povećanje likvidnosti u bankarskom sustavu, a prihvatljivi kolateral predstavljaju svi oblici državnih vrijednosnih papira. (Lovrinović, Ivanov, 2009.)

**Tablica 5. Strukturne operacije**

<b>Strukturna operacija održana 22.11.2016.</b> (u mil.kuna)	
Instrument: obratna repo operacija	
Smjer	Puštanje likvidnosti
Datum namire	24.11.2016.
Datum dospijeća	24.11.2020.
Ukupan iznos pristiglih ponuda	47,50
Fiksna kamatna stopa	1,40
Ukupan iznos prihvaćenih ponuda	47,50
Ukupan iznos odbijenih ponuda	0,00
Koeficijent raspodjele	100,00%

Izvor: HNB: Operacije na otvorenom tržištu, (2017.)

Tablica prikazuje četvrtu strukturnu repo aukciju održanu 22.11.2016. godine na kojoj je Hrvatska narodna banka plasirala ukupno 47,50 milijuna kuna po kamatnoj stopi od 1,4%. Sukladno obavijesti HNB-a, bile su planirane četiri strukturne repo operacije. Ovom odlukom HNB-a, poslovnim bankama su osigurani dugoročniji izvori kunske. (Izvor: <https://www.hnb.hr/-/odrzana-cetvrta-strukturna-repo-aukcija>).

Svrha strukturnih repo operacija jest mogućnost da se više i povoljnije kreditiraju gospodarstvo i stanovništvo u domaćoj valuti. Njezinim uvođenjem HNB je nastavio i dalje

provoditi ekspanzivnu monetarnu politiku koja je umanjila negativne učinke gospodarske krize povećanjem likvidnosti sustava.

Na prvoj strukturnoj repo aukciji koja se održala 16.02.2016. HNB je plasirao 565 milijuna kuna na rok od četiri godine po kamatnoj stopi od 1,8% što je rezultiralo povećanjem kunske likvidnosti na tržištu. Nakon prve strukturne repo aukcije očekivalo se jačanje kreditne aktivnosti te smanjenje obvezne pričuve za jedan postotni bod. Na drugoj strukturnoj repo aukciji plasirano je 146,5 milijuna kuna na rok od četiri godine po kamatnoj stopi od 1,8%. Na trećoj je plasirano 234,4, milijuna kuna na rok od četiri godine po kamatnoj stopi od 1,4%. Na četvrtoj strukturnoj repo aukciji plasirano je 47,5 milijuna kuna na rok od četiri godine po kamatnoj stopi od 1,4%. Kroz navedene 4 aukcije, HNB je u 2016. godini plasirao ukupno 993,4 milijuna kuna. (Izvor: <https://www.hnb.hr/javnost-rada/priopcenja/strukturne-operacije>)

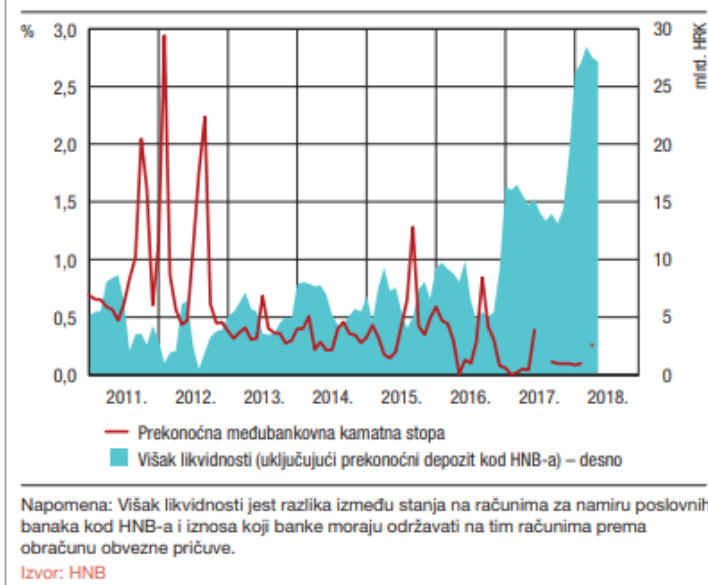
Zatim je u 2017. na strukturnoj operaciji plasirano 530 milijuna kuna na rok od pet godina po kamatnoj stopi od 1,2%. Tada je HNB prihvatio sve pristigle ponude. Prilikom uvođenja strukturnih repo aukcija, HNB je procjenjivao da će bankama godišnje plasirati između tri i četiri milijarde kuna za jače kreditiranje u domaćoj valuti. Međutim, uz dnevne viškove likvidnosti koji dosežu 15-ak milijardi kuna, potražnja banaka u 2016. godini nije dosegla niti milijardu kuna, a s njezinim izostankom cijena pala je i cijena s 1,8 za 0,4 postotna boda. Na posljednjoj aukciji u 2016. plasirano je tek 47,5 milijuna kuna po repo stopi od 1,4% . (Izvor: <http://www.poslovni.hr/trzista/hnb-plasirao-530-milijuna-kuna-bankama-334085>)

Najčešće korištene operacije HNB-a jesu konačne operacije poput operacije kupoprodaje deviza. Drugi naziv za te operacije jesu devizne aukcije koje se mogu smatrati operacijama fine prilagodbe, a ponekad su i strukturne. Devizne aukcije podrazumijevaju intervencije HNB-a kojima se utječe na kretanje deviznog tečaja domaće valute u odnosu na euro. A najčešće korištene povratne operacije HNB-a jesu obratne repo operacije kod kojih je svaka tražbina osigurana točno određenim vrijednosnim papirom-kolateralom. (Izvor: <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/operacije-na-otvorenom-trzistu>)

Prema mišljenju Raspudić Golomejić (2013.), praksa HNB-a jest prihvaćanje pristiglih ponuda do trenutka dok se ne iscrpi predviđeni iznos likvidnosti koji se želi povući iz bankovnog sustava, odnosno pustiti u bankovni sustav. Do kraja 2008. gotovo su sve ponude bile prihvaćene, a zatim se sve više ponuda odbijalo jer se procijenilo da je likvidnost sustava zadovoljavajuća i da ne treba oslobađati dodatna sredstva. Ne bi bilo dobro da država značajno povećava svoje zaduživanje na domaćem tržištu jer to može dovesti do manjka likvidnosti i povećanog sudjelovanja banaka na obratnim repo aukcijama, pa time i monetarne ekspanzije i inflacije.

Analizirajući učestalost korištenja operacija na otvorenom tržištu kroz godišnja izvješća HNB-a, može se zaključiti da su od 2005. do 2009. godine obratne repo operacije bile najvažniji instrument povećavanja likvidnosti. Strukturnih operacija i operacija fine prilagodbe nije bilo u 2005., ali operacije fine prilagodbe su korištene u 2006. U 2009. nisu korištene strukturne operacije. Tijekom 2010., zbog visoke likvidnosti bankovnog sustava, redovite operacije, operacije fine prilagodbe i strukturne operacije nisu korištene jer je ponuda likvidnosti bila veća nego njezina potražnja pa nije bilo potrebe za operacijama na otvorenom tržištu. Također u 2011. i 2012. nisu bile prisutne operacije na otvorenom tržištu kao ni u 2013. kada je visoka razina likvidnosti bila posljedica procesa smanjivanja stope obvezne pričuve započetog nakon financijske krize u Hrvatskoj 2008. godine kada je prekinuta uspješnost održavanja financijske stabilnosti. U 2014. izvršena je jedna konačna operacija, dok je u 2015. godini provedena obratna repo aukcija. Kako je u prethodnom dijelu navedeno, tijekom 2016. su provedene četiri strukturne repo operacije pomoću kojih se ostvarila kunska likvidnosti. Operacije na otvorenom tržištu postaju aktivne kad je potrebno ukloniti negativne učinke, kad se pojavi potreba za povećanjem odnosno smanjenjem likvidnosti te kad je neophodno stabilizirati kamatne stope, a naglasak je na prekonoćnim kamatnim stopama.

**Slika 54. Likvidnost banaka i prekoćna međubankovna kamatna stopa**



#### **Slika 4. Likvidnost banaka i prekoćna međubankovna kamatna stopa**

Izvor: Bilten 244. (2018.), Hrvatska narodna banka

Na slici 4. prikazana je međuovisnost likvidnosti i prekoćne kamatne stope. Promatrajući godinu 2017. i 2018., vidi se da su prekoćne kamatne stope niže i da je ostvarena kunska likvidnost, te da su ove dvije varijable obrnuto proporcionalne. Može zaključiti da su strukturne repo operacije iz 2016. bile uspješne jer se ostvarilo povećanje likvidnosti koje je bilo potrebno, kao što j vidljivo iz slike 4. Međutim, unatoč ovim uspješnim operacija, cjelokupno korištenje instrumenta operacija na otvorenom tržištu nije zadovoljavajuće ako se uspoređujemo sa velikim svjetskim tržištima. Operacije na otvorenom tržištu korisne su za cjelokupno hrvatsko gospodarstvo, ali unatoč tome u Hrvatskoj nisu od prevelike važnosti.

### **3.3. Stalno raspoložive mogućnosti**

Upravo ovaj instrument monetarne politike omogućuje kreditnim institucijama da na vlastitu inicijativu posuđuju ili deponiraju sredstva kod HNB-a, na kraju danu uz prekonoćno dospijeeće. (Izvor: <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/stalno-raspolozive-mogucnosti>). U situaciji kad je poslovnim bankama hitno potreban novac, tj. pojavio se manjak sredstava, tada imaju mogućnost posudbe od HNB-a s troškom kamatne stope koji je malo iznad tržišne (uz prihvatljiv kolateral). Obratno, u situaciji kad žele deponirati novac, tj. imaju viška sredstava, tad imaju pravo na naknadu koja je malo ispod tržišne. U stalno raspoložive mogućnosti ubrajaju se lombardni kredit, novčani depozit i unutarnevni kredit. Korištenjem stalno raspoloživih mogućnosti postiže se ravnoteža likvidnosti banka odnosno ostvarivanje potrebne likvidnosti. Još jedan razlog uporabe stalno raspoloživih mogućnosti jest određivanja intervala u kojem se mogu kretati kamatne stope.

#### **3.3.1. Lombardni kredit (prekonoćni kredit)**

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 unutarnevnog kredita, i to isključivo na kraju radnog dana. U slučaju zahtjeva za lombardnim kreditom središnja banka zahtijeva određeni kolateral, te isto tako ima pravo odbiti izdavanje kredita ako smatraju da neće moći biti vraćen. Banke su obvezne vratiti lombardni kredit sljedećeg radnog dana. Mogućnost korištenja lombardnog kredita ukinuta je 2017. od strane HNB-a, a odobrena je mogućnost korištenja prekonoćnog kredita čijom kamatnom stopom se utvrđuje gornja granica kamatnog raspona na novčanom tržištu koja je prema HNB-u, 2008. godine iznosila 9%, 2013. 5% te od 2015. godine do danas iznosi 2,50 %. (Izvor: <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/stalno-raspolozive-mogucnosti>). Desetak godina prije ukidanja lombardnog kredita, kamatna stopa na ovu vrstu kredita morala se povećati jer je bilo potrebno smanjiti kreditne aktivnosti banaka. Od tada je sve manje u uporabi ovaj, odnosno kroz 2009. godinu je korišten par mjeseci, a od tada ovaj instrument je korišten jednom godišnje ili nikako.

### **3.3.2. Novčani depozit (prekonoćni depozit)**

Novčani depozit predstavlja instrument koji je na raspolaganju poslovnim bankama u situaciji kad se pojavi višak novčanih (kunskih) sredstava iznosa većeg od održavanje obvezne rezerve. Kako je kamatna stopa na lombardne kredite gornja granica, tako je i kamatna stopa na novčane depozite ujedno i donja granica kamatnog raspona na novčanom tržištu. Treba naglasiti da novčani depozit ne ulazi u obračun obvezne rezerve koju poslovne banke moraju držati na računima središnje banke. Dospijeće novčanog depozita je prekonoćno, s rokom povrata bankama na početku sljedećeg radnog dana. Mogućnost korištenja je svakodnevna uz prihvatljiv kolateral, a kamata iznosi 0,00%. (Izvor: <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/stalno-raspolozive-mogucnosti>). Dakle, instrument pomoću kojeg mogu višak likvidnosti deponirati kod središnje banke. Dakako, HNB ima pravo na određeni period ili trajno zabraniti bankama ovu mogućnost korištenja usluge deponiranja novca. Prema godišnjim izvješćima HNB-a, analizirajući učestalost korištenja novčanog depozita, vidi se da su tu mogućnost banke unazad desetak godina intenzivno koristile, ali zatim je došlo do postepenog smanjivanja kamatne stope, pa je smanjen i iznos mogućnosti korištenja deponiranja viška sredstava.

Od 2014. do danas iznosi 0,00%. Odlukom o smanjenju kamatne stope na prekonoćne depozite, poslovne banke se više ne koriste prekonoćnim depozitom, pa cjelokupnim viškom likvidnosti raspolažu na svojim računima. (Izvor: <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/stalno-raspolozive-mogucnosti>)

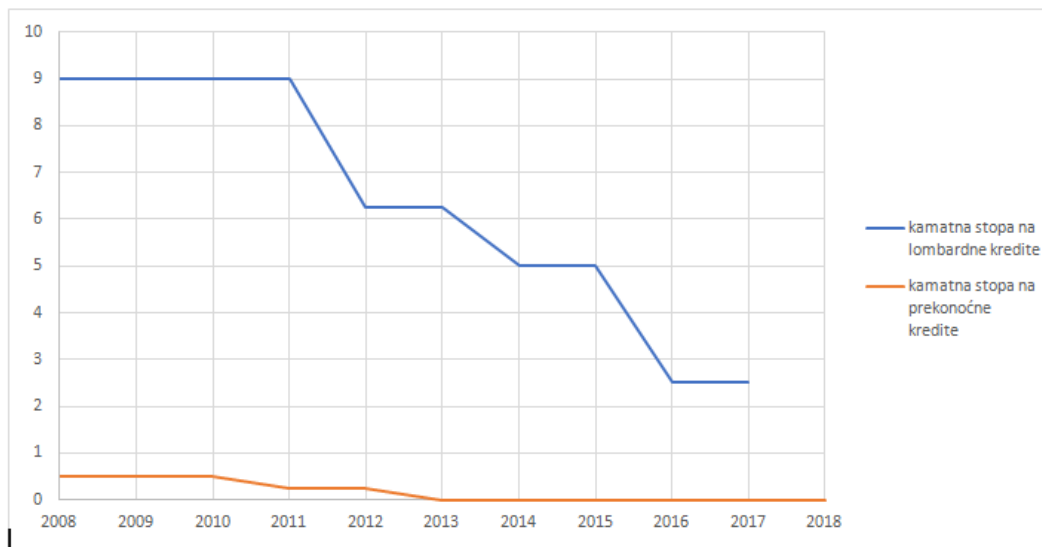
### **3.3.3. Unutardnevni kredit**

Unutardnevni kredit uveden je 2005. godine kako bi se poboljšala protočnost platnih transakcija tijekom radnog dana. Banke se ovim kreditom mogu koristiti svakodnevno u obliku limita na računu za namiru, pri čemu je limit visina dopuštenoga negativnog stanja na računu za namiru. Nevraćeni unutardnevni kredit na kraju radnog dana automatski se smatra zahtjevom za odobrenje lombardnoga kredita, i to u iznosu negativnog stanja na računu za namiru. Na sredstva korištenoga unutardnevnog kredita HNB ne zaračunava kamatu. (Izvor: [file:///C:/Users/Lea/Downloads/4\\_INSTRUMENTI\\_MONETARNE\\_POLITIKE\\_U\\_2005%20\(12\).pdf](file:///C:/Users/Lea/Downloads/4_INSTRUMENTI_MONETARNE_POLITIKE_U_2005%20(12).pdf))

Tijekom 2015. godine 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. (Izvor:



<http://www.hnb.hr/documents/20182/1005947/h-gi-2015.pdf>). Tijekom 2016. i 2017. godine HNB nije upotrijebio instrument stalno raspoloživih mogućnosti.



**Grafikon 2. Kretanje kamatne stope na lombardne kredite i prekonoćne depozite kod HNB-a u razdoblju od 2008. do 2018. (u %)**

Izrada autora: Izvor: Statistički podaci o aktivnim i pasivnim kamatnim stopama, Hrvatska narodna banka (2016.)

Na grafikonu je prikazano kretanje kamatne stope na lombardne kredite u prekonoćne depozite kod HNB-a u razdoblju od 2008. do 2018. godine, odnosno kretanje gornje i donje granice kamatnog raspona na novčanom tržištu. Od 2008. do 2011. godine, kamatna stopa na lombardne kredite je najveća, a potom se smanjuje. Od 2013. godine kamate na prekonoćne depozite kod HNB-a i nema, te od 2017. nije više u uporabi ni lombardni kredit jer je ukinut kada je omogućena uporaba prekonoćnog kredita.

### **3.4. Ostali instrumenti i mjere monetarne politike HNB-a**

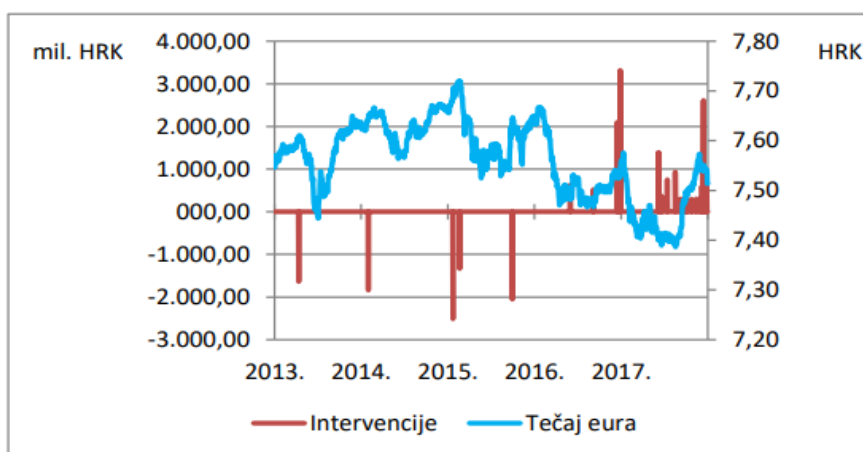
Ostali instrumenti i mjere služe kao podrška pri provođenju monetarne politike osnovnim instrumentima monetarne politike Hrvatske narodne banke. Među ostalim instrumentima najpoznatije su devizne aukcije odnosno devizne intervencije. Zatim slijedi instrument minimalno potrebnih deviznih potraživanja, te se u ostale instrumente i mjere ubrajaju i blagajnički zapisi i kratkoročni kredit za likvidnost.

### 3.4.1. Devizne intervencije

Osnovni instrument monetarne politike HNB-a jesu devizne intervencije koje se provode pomoću deviznih aukcija, pomoću kojih svaka središnja banka može upravljati deviznim tečajem na deviznom tržištu što se očituje kupnjom i prodajom domaće valute u zamjenu za stranu valutu. Ukoliko kuna deprecira, organizira se aukcija prodaje deviza tj. HNB prodaje eure, a kupuje kune. Povlači kune iz opticaja, smanjuje se njihova ponuda i tečaj kune aprecira. Vrijedi i obrnuto. Ukoliko kuna aprecira, organizira se aukcija kupnje deviza, tj. HNB kupuje eure, a prodaje kune. Stavlja kune u opticaj, povećava se njihova ponuda i tečaj kune deprecira. Do promjena može doći odmah ali i nakon određenog perioda, ako se promjena uopće dogodi. (Izvor: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/provodjenje-monetarne-politike>)

Monetarne vlasti mogu intervencijama na deviznom tržištu mijenjati tečaj, ali i podržavati ili ublažavati trend kretanja deviznog tečaja. Deviznim intervencijama cilj je održavati stabilnost domaće valute odnosno tečaja eura u odnosu na kunu. Zbog težnje za ostvarenjem ovih ciljeva, HNB redovno provodi intervencije na deviznom tržištu.

Prema Koškiju (2018.), u razdoblju od 2013. do 2017. godine, Hrvatska narodna banka je izvršila 32 intervencije na deviznom tržištu s ciljem utjecanja na kretanje tečaja eura u odnosu na kunu.



**Grafikon 3. Devizne intervencije i nominalni dnevni tečaj eura od 2013. do 2017.**

Izvor: Koški D., Karačić D., Sajter D. (2018.): *Financije, teorija i suvremena pitanja*, Efos, Osijek, Učinkovitost deviznih intervencija u Republici Hrvatskoj: studija događaja, Koški D.

Kretanja nominalnog dnevnog tečaja eura zbog utjecaja deviznih intervencija u istom razdoblju, prikazana su na grafu.

Prema Koškiju (2018.) može se zaključiti da devizne intervencije u Hrvatskoj jesu učinkovite što će se razmotriti kroz njegovu studiju događaja kod koje je događaj definiran kao razdoblje u kojem nije prošlo više od 15 dana između dvije devizne intervencije koje su provedene u istom smjeru, odnosno smjeru kupnje ili smjeru prodaje domaće valute na deviznom tržištu. Na temelju sljedećoj tablici, u razdoblju od 2013. do 2017. godine, u Hrvatskoj je bilo 15 događaja. (Koški, 2018.)

**Tablica 6. Detalji događaja na deviznom tržištu**

Datum događaja	Iznos (mil. HRK)	Broj dana trajanja događaja	Broj intervencija tijekom događaja	Prosječna promjena tečaja eura dva dana prije događaja	Prosječna promjena tečaja eura dva dana poslije događaja
12.4.2013.	-1.634,91	1	1	0,01428	0,01312
31.1.2014.	-1.836,27	1	1	-0,01145	0,04487
22.1.2015.	-2.511,00	1	1	0,04113	0,06135
20.2.2015.	-1.332,54	1	1	0,00111	-0,01369
30.9.2015.	-2.049,32	1	1	0,14016	0,04427
31.5.2016.	625,63	1	1	0,00000	-0,04212
5.9.2016.	517,64	1	1	0,01067	0,07820
14.12.2016. - 29.12.2016.	7.302,90	16	5	-0,04240	0,06478
6.6.2017. - 19.6.2017.	3.146,48	14	3	0,00000	0,03826
14.7.2017.	753,23	1	1	-0,05535	-0,05013
17.8.2017.	933,41	1	1	0,01141	0,01507
6.9.2017. - 4.10.2017.	1.194,73	29	4	0,01504	0,02148
24.10.2017.	300,88	1	1	0,00000	0,02052
13.11.2017.	302,12	1	1	0,00157	0,04584
30.11.2017. - 4.1.2018.	8.807,09	36	10	-0,09375	-0,08210

Napomena: pozitivan predznak iznosa događaja znači prodaju domaće valute, a negativan predznak znači kupnju domaće valute u zamjenu za euro.

Izvor: Koški D.: Učinkovitost deviznih intervencija u Republici Hrvatskoj: studija događaja, u Koški D., Karačić D., Sajter D., (ur.) (2018). *Financije, teorija i suvremena pitanja*, Efos, Osijek

**Tablica 7. Učinkovitost deviznih intervencija u Republici Hrvatskoj**

Datum događaja	Iznos (mil. HRK)	2 dana	5 dana	10 dana	15 dana	30 dana
12.4.2013.	-1.634,91	U	M	M	M	M
31.1.2014.	-1.836,27	M				U
22.1.2015.	-2.511,00		M	M	U	
20.2.2015.	-1.332,54	M	P	M	M	M
30.9.2015.	-2.049,32	U		M	M	M
31.5.2016.	625,63			P	M	P
5.9.2016.	517,64	P	M	M	P	M
14.12.2016. - 29.12.2016.	7.302,90	M	M	M	P	
6.6.2017. - 19.6.2017.	3.146,48	P	M	M	M	U
14.7.2017.	753,23	P	M	M	M	U
17.8.2017.	933,41	P	M	M	M	M
6.9.2017. - 4.10.2017.	1.194,73	P	P	P		P
24.10.2017.	300,88	P	P	P	P	P
13.11.2017.	302,12	P	P	P	P	P
30.11.2017. - 4.1.2018.	8.807,09	U		M		

Napomena: M = mijenjanje smjera trenda; U = ublažavanje trenda; P = podržavanje smjera trenda

Izvor: Koški D.: Učinkovitost deviznih intervencija u Republici Hrvatskoj: studija događaja, u Koški D., Karačić D., Sajter D., (ur.) (2018). *Financije, teorija i suvremena pitanja*, Efos, Osijek

Na temelju tablice, može se zaključiti da su devizne intervencije HNB-a u razdoblju od 2013. do 2017. godine bile učinkovite bilo da su podržavale, ublažavale ili mijenjale trend kretanja deviznog tečaja. Rezultirale su rastom volatilnosti tečaja.

Događaj od 17.8.2017. obuhvaćen je samo jednom deviznom intervencijom pomoću koje je podržan postojeći trend deviznog tečaja što znači ako devizni tečaj raste (pada), kupnja (prodaja) te devize će prouzročiti njezin još veći rast (pad). U ovom slučaju, interveniralo se prodajom kuna u zamjenu za euro u iznosu od 933,41 milijuna HRK. Može se zaključiti da je intervencija bila uspješna neovisno o tome je li prosječna promjena tečaja eura prije i poslije događaja promatrana za razdoblje 2, 5, 10, 15 ili 30 dana koje je izabrano kao razdoblje promatranja u ovoj studiji slučaja. Promatrajući razdoblje od 2 dana prije i poslije događaja, događaj se smatra uspješnim jer je podržavao smjer trenda deviznog tečaja. (Koški, 2018.). To znači da je prosječni tečaj eura 2 dana prije događaja rastao, tj. kuna je deprecirala, a nakon događaja, tj. nakon prodaje kuna na deviznom tržištu u iznosu od 933,41 milijuna kuna,

prosječni tečaj eura 2 dana nakon događaja rastao je većom stopom, tj. kuna je deprecirala više.

Međutim, ako se promatra razdoblje od 5 dana prije i poslije događaja, događaj je utjecao na mijenjanje smjera trenda tečaja eura. To znači da ako devizni tečaj raste (pada), prodaja (kupnja) te devize prouzročit će njegov pad (rast). (Koški, 2018.) U ovom slučaju, tečaj eura u prosjeku tijekom promatranih 5 dana prije događaja padao, a kuna je aprecirala, zatim je nakon događaja tečaj eura u prosjeku tijekom rastao, a kuna deprecirala, što vrijedi i za razdoblja od 10, 15 i 30 dana za ovaj događaj.

Događaj od 30.09.2015. također je obuhvaćen samo jednom intervencijom pomoću koje se ublažio postojeći trend kretanja deviznog tečaja što znači ako devizni tečaj raste (pada), prodaja (kupnja) te devize prouzročit će njegov manji rast (pad). Intervencija nije bila uspješna u slučaju kad je prosječna promjena tečaja eura bila promatrana 5 dana prije i poslije događaja, ali jest bila uspješna ako se promatra razdoblje od 2 dana prije i poslije događaja, jer je utjecao na ublažavanje trenda deviznog tečaja. To znači da je prosječni tečaj eura dva dana prije događaja rastao, tj. kuna je deprecirala, a nakon događaja, odnosno intervencije kupnje kuna na deviznom tržištu u iznosu od 2049,32 milijuna kuna, prosječni tečaj eura dva dana nakon događaja je rastao manjom stopom, tj. kuna je deprecirala manje. (Koški, 2018.)

Općenito, devizna intervencija smatra se neučinkovitom kad se ostvari suprotno od očekivanog, točnije, ako tečaj valute pada nakon što tu valutu središnja banka kupuje na deviznom tržištu, te u slučaju ako tečaj valute raste nakon što ju središnja banka prodaje na deviznom tržištu.

HNB je posljednjih godina, pogotovo prije početka turističke sezone, morala intervenirati na deviznom tržištu zbog većeg priljeva deviza, tj. morala je od banaka otkupiti eure kako bi spriječila prekomjerno jačanje kune, a brojni su faktori koji su dodatno utjecali na jačanje hrvatske kune koje je odgovaralo izvoznicima i turizmu.

Međutim, izuzetak su krize u inozemstvu koje su se odrazile i na Hrvatsku kroz smanjeni izvoz i priljev financijskog kapitala, kada je došlo i do pada proizvodnje i smanjenja deviznog priljeva. To je rezultiralo slabljenjem odnosno deprecijacijom kune u odnosu na euro. (Izvor: <https://arhivanalitika.hr/blog/hrvatska-tijekom-prosle-dvije-recesije/>)

HNB je intervenirala prodajom deviza te drugim instrumentima monetarne politike kako bi stabilizirala tečaj, odnosno kako bi smanjila kunsku likvidnost i zaustavila deprecijaciju kune. U toj godini financijske krize, 2008. ali i u 2009., HNB se zbog toga odlučila na ozbiljnu mjeru povećanja deviznog dijela obvezne pričuve koji se izvršava u kunama. Time je postigla da i banke prodaju devize i povlače novac iz optjecaja.

Neki su ekonomisti predlagali značajnu devalvaciju, točnije namjerno slabljenje kune kao način da se krize ublaže. Međutim, ispostavilo se kako je taj postupak imao zapravo obrnut učinak odnosno da slabljenje domaće valute ne tječe povoljno na gospodarski razvoj u slučaju zaduženja u stranoj valuti kao što je slučaj u Hrvatskoj. Razlog je zaduženje u devizama uz deviznu klauzulu koje se može znatno povećavati ako dođe do slabljenja kune. Na kraju bi postigli samo smanjenje potrošnje i investiranja. Zaključno, monetarna politika ne bi uspjela zaustaviti krizu.

U slučaju da se i tolerira nešto slabija domaća valuta tj. izostanak deviznih intervencija kojima se uspijeva spriječiti slobodna tržišna deprecijacija, pozitivan utjecaj deprecijacije kune bilo bi povećanje konkurentnosti domaćeg gospodarstva u kratkom roku. (Izvor: [https://www.hrvatskiizvoznici.hr/Cms\\_Data/Contents/hiz/Folders/dokumenti/10konvencija/~contents/Y782HUMTEEJ3E7XW/stav-hiza-makroekonomske-neravnoteze.pdf](https://www.hrvatskiizvoznici.hr/Cms_Data/Contents/hiz/Folders/dokumenti/10konvencija/~contents/Y782HUMTEEJ3E7XW/stav-hiza-makroekonomske-neravnoteze.pdf))

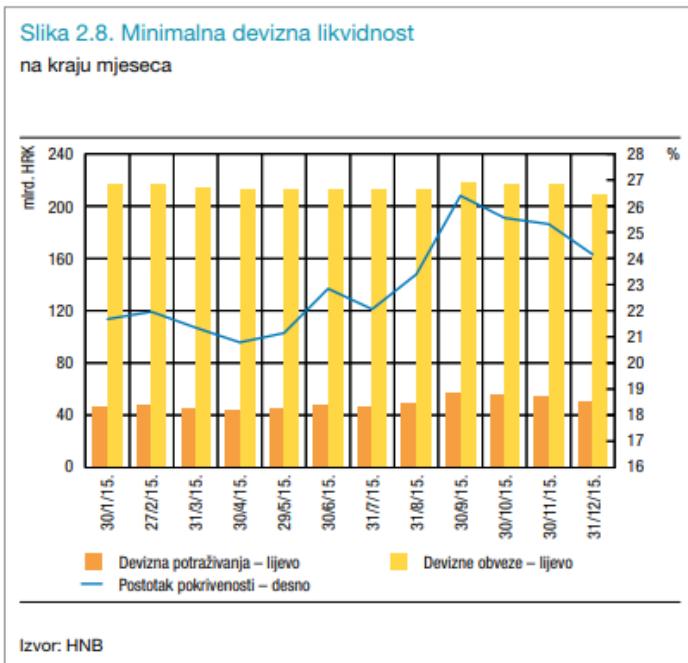
Tijekom prošle, 2017. godine središnja je banka dosta puta intervenirala na deviznom tržištu, svaki put kupnjom deviza od banaka. Već početkom ove 2018. godine odnosno 4. Siječnja 2018. HNB intervenirao na deviznom tržištu kupnjom eura i tada je, u jednoj od najvećih deviznih intervencija u proteklih 18 godina, otkupljeno 405,5 milijuna eura, po prosječnom tečaju od 7,453515 kuna za jedan euro, čime je u sustav bilo ubačeno dodatnih nešto više od tri milijarde kuna. Hrvatska narodna banka intervenirala je u svibnju 2018. na deviznom tržištu tako što je od poslovnih je banaka kupila 320,5 milijuna eura po prosječnom tečaju od 7,397618 kuna za jedan euro, čime je u sustav ubacila dodatnih oko 2,37 milijardi kuna. (Izvor: <https://lider.media/aktualno/tvrtke-i-trzista/poslovna-scena/hnb-brani-tecaj-kupnjom-4055-milijuna-eura/>). To je druga devizna intervencija središnje banke u ovoj godini, a i njome se, kao i intervencijom početkom godine, nastoje spriječiti daljnji aprecijacijski pritisci na kunu, što je bio cilj i prve devizne intervencije u siječnju 2018. Dakle, između ove dvije intervencije u 2018., kuna je bila ojačala pa je zato bila potrebna druga intervencija koja bi smanjila aprecijaciju kune.

Dodatno, potreba za deviznim intervencijama se javlja u slučaju da špekulanti primijete da tečaj nije vjerodostojan, te ako očekuju i slabljenje tečaja, početak će prodavati velike količine valute. To direktno upozorava vlast na opasnost od jakih deprecijacijskih pritisaka, pa zato je neophodna devizna intervencija i povećanje kamatnih stopa. No, smatraju li špekulanti da je tečaj vjerodostojan, onda ne postoji potreba za provođenjem velikih deviznih intervencija. (Tatomir, 2009.)

Zaključno, HNB je često posljednjih godina intervenirao na deviznom tržištu kako bi uklonio aprecijacijske pritiske i održao stabilnost tečaja. Međutim, izuzetak je bio za vrijeme financijske krize u Hrvatskoj kada je bilo neophodno reagirati na jake pritiske na deviznom tržištu koji su poticali deprecijaciju kune, zbog čega je HNB morao deviznom intervencijom spriječiti slabljenje hrvatske kune.

#### **3.4.2. Minimalno potrebna devizna potraživanja**

Minimalno potrebna devizna potraživanja instrument su održavanja devizne likvidnosti odnosno instrument osiguranja deviznih sredstava u bankovnom sustavu i iznose 17% deviznih obveza. Obveza održavanja propisanog postotka je dnevna. (2017., HNB: Ostali instrumenti i mjere, raspoloživo na: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)). Velik broj banaka nije mogao zadovoljiti minimalan postotak održavanja deviznih potraživanja koji je 20-ih godina iznosio oko 30%. Postotak pokrivenosti deviznih obveza deviznim potraživanjima u 2015. godini 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%. (Izvor: <http://www.hnb.hr/documents/20182/1005947/h-gi-2015.pdf>)



### Slika 5. Minimalna devizna likvidnost

Izvor: Godišnje izvješće HNB-a 2015.

#### 3.4.3. Blagajnički zapisi

Blagajnički zapisi su nematerijalizirani i prenosivi vrijednosni papiri središnje banke sa rokom dospijeaća od 35 dana. Prema Odluci o blagajničkim zapisima Hrvatske narodne banke, ista ih može otkupiti prije isteka roka na koji su zadani. (Izvor: [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2010\\_12\\_133\\_3465.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2010_12_133_3465.html) ). Smatra se nerizičnim instrumentom, siguran je i pomoću njega se ostvaruje umjeren prihod. Prodaje se uz diskont (popust) tako da mu je cijena pri prodaji niža od nominalne, a o dospijeaću isplaćuje se nominalna vrijednost upisana u zapisu. (Izvor: <http://www.poslovnih.hr/leksikon/blagajnicki-zapis-155>). Zbog povećane potražnje za likvidnošću u bankovnom sustavu, 2015. godine ukinuta je Odluka o upisu obveznih blagajničkih zapisa Hrvatske narodne banke. (Izvor: <http://www.hnb.hr/documents/20182/1005947/h-gi-2015.pdf>)



#### **3.4.4. Kratkoročni kredit za likvidnost**

Kratkoročni kredit za likvidnost odobrava se uz financijsko osiguranje u obliku repo kredita ili kredita uz zalog. Odobrava se bankama koje imaju problema s likvidnošću uz uvjet da je banka solventna sa rokom najviše do 12 mjeseci. Kamatna stopa za korištenje kratkoročnog kredita za likvidnost jednaka je kamatnoj stopi koja se naplaćuje na lombardni kredit uvećanoj za 0,5 postotnih bodova ukoliko je razdoblje korištenja kredita 3 mjeseca. Krediti koji se koriste dulje od 3 mjeseca kamatna stopa je uvećana za 1 postotni bod. (Izvor: <http://www.hnb.hr/documents/20182/1005947/h-gi-2015.pdf>) Posljednjih godina nisu korišteni kratkoročni krediti za likvidnost.

#### 4. ZAKLJUČAK

Nositelj monetarne politike u Republici Hrvatskoj je Hrvatska narodna banka koja se koristi različitim instrumentima i mjerama monetarne politike radi ostvarivanja svojih ciljeva. Osnovni cilj je ostvariti stabilnost cijena u Hrvatskoj odnosno održavati inflaciju na prihvatljivoj razini. Instrumenti kojima se HNB koristi jesu: obvezna rezerva, politika otvorenog tržišta, stalno raspoložive mogućnosti i ostali instrumenti i mjere. Provođenje monetarne politike je nemoguće bez instrumenata monetarne politike pomoću kojih se utječe na ekonomska i monetarna kretanja. Trenutno Hrvatska narodna banka provodi ekspanzivnu monetarnu politiku koja se očituje kroz visoku likvidnost i održavanju niskih kamatnih stopa. Nadalje, Hrvatska narodna banka teži održavanju stabilnosti tečaja kune prema euru, što je uvjet za održavanje financijske stabilnosti. Shodno tome, HNB je uspio spriječiti deprecijacijske pritiske na tečaj kune za vrijeme krize. Kako je cilj održavati stabilnost tečaja u Hrvatskoj, trebalo se sprječavati i jačanje kune, što se uspjelo otkupom deviza što je osiguralo veću kunsku likvidnost. Aprecijacijski pritisci na kunu su posljednjih godina bili najčešći. Svakim instrumentom nastoji se stabilizirati devizni tečaj zbog primjene nominalnog sidra deviznog tečaja, održavati stabilnost cijena odnosno održavati ukupnu financijsku stabilnost cijena, ali uspješna upotreba ovih instrumenata zahtijeva njihovo međusobno usklađenje u korištenju.

Neophodno je analizirati učestalost korištenja navedenih instrumenata unazad nekoliko godina kako bi se ustanovila njihova učinkovitost i daljnja potreba za istim u budućnosti. Hrvatska narodna banka se konstantno služi instrumentom obvezne rezerve pomoću koje održava likvidnost sustava i regulira kreditni potencijal poslovnih banaka. Tako u slučaju visoke likvidnosti u bankovnom sustavu, kad se očekuje slabljenje kune prema euru, HNB može povećavati stopu obvezne rezerve zaustaviti povećanje likvidnosti. Vrijedi i obratno, u uvjetima niske likvidnosti, HNB može povećati likvidnost smanjenjem stope obvezne rezerve. Ovaj instrument je najčešće bio korišten u prošlosti, iako je i danas u velikoj mjeri zastupljen. Ipak, danas glavni instrument predstavljaju devizne intervencije HNB-a pomoću kojih središnja banka može upravljati deviznim tečajem, odnosno HNB se ovim instrumentom koristi kako bi se izbjegle prevelike fluktuacije tečaja eura u odnosu na kunu, te kako bi se poboljšala devizna likvidnost što utječe na cjelokupno za održavanje financijske stabilnosti. HNB-ove intervencije su se pokazale uspješnim jer su smanjeni aprecijacijski pritisci na kunu koji su prisutni posljednjih godina na Hrvatsku, za razliku od 2008. godine kad je došlo do deprecijacijskih pritisaka zbog tadašnje financijske krize. Zadnjih godina instrument

raspoloživih mogućnosti nije u uporabi kao što je nekad bio, točnije HNB se u današnjici služi minimalno potrebnim deviznim potraživanjima. Uvođenjem operacija na otvorenom tržištu uspelo se upravljati dugom, međutim, njihova temeljna funkcija je ipak ublažavanje velikih fluktuacija kamatnih stopa na tržištu novca. Od tri vrste ovih operacija, naglasak je na obratnim repo aukcijama koje su doprinijele Hrvatskoj narodnoj banci pri provođenju monetarne politike u Hrvatskoj kroz povećanje likvidnosti. Točnije, kad su uvedene strukturne repo operacije bankama su osigurana kunska sredstva, odnosno osigurana je kunska likvidnost. No, treba naglasiti da je postojalo razdoblje kada niti jedan instrument monetarne politike nije bio dovoljno efikasan, a to je u vrijeme financijske krize u Hrvatskoj. Dakle, tada nisu ni operacije na otvorenom tržištu imale nikakvog značajnog utjecaja jer paralelno nisu imali efekta ostali instrumenti monetarne politike HNB-a. To su neki od mnoštva razloga zašto je Hrvatska zapala u krizu niskog BDP-a i niske zaposlenosti iako je ostvarivala svoj primarni cilj održavanja stabilnosti cijena u Hrvatskoj. Stoga, monetarna politika pomaže razvoju hrvatskog gospodarstva, ali ne uspijeva samostalno nego uz pomoć drugih ekonomskih politika. Obvezna rezerva doprinijela je kroz povijest Hrvatske narodne banke znatan učinak pri provođenju monetarne politike te je još uvijek važan instrument, ali danas su najviše „slavne“ devizne intervencije koje stabiliziraju hrvatsku kunu u odnosu na euro. Ali u hrvatskoj budućnosti treba poticati instrument operacija na otvorenom tržištu kako to čine velika svjetska tržišta koja će doprinijeti većem razvoju financijskog sustava Hrvatske i njezinog gospodarstva i ne treba se samo oslanjati na devizne intervencije i obveznu rezervu kao jedine aktivne instrumente u provođenju monetarne politike od strane HNB-a.

## **5. SAŽETAK**

Za provođenje monetarne politike, Hrvatska narodna banka se koristi sljedećim instrumentima: obvezna rezerva, operacije na otvorenom tržištu, stalno raspoložive mogućnosti i ostali instrumenti i mjere. Primarni cilj HNB-a je održavanje stabilnosti cijena odnosno održavanje inflacije na prihvatljivoj razini. Glavni instrument monetarne politike HNB-a jesu devizne intervencije pomoću kojih se izbjegavaju prevelike fluktuacije tečaja eura u odnosu na kunu zbog korištenja nominalnog sidra deviznog tečaja. Osim deviznim intervencijama, HNB se često služi i obveznom rezervom, dok su ostali instrumenti u manjoj upotrebi. Analiza instrumenata monetarne politike HNB-a i njihova efikasnost detaljnije je objašnjena u ovom završnom radu.

Ključne riječi: instrumenti monetarne politike, HNB, stabilnost cijena

## **SUMMARY**

For implementation of monetary policy, Croatian National Bank (HNB) is using with this instruments: reserve requirement, open market operations, constantly available options and other instruments and measures. The primary objective of HNB is to maintain price stability, exactly to maintain inflation at an acceptable level. The main instrument of monetary policy of Croatian National Bank are foreign exchange interventions which help to avoid excessive fluctuation of the Euro exchange rate against the Kuna because of using nominal anchor of exchange rate. In addition to foreign exchange interventions, HNB often uses reserve requirement, while other instruments are used less. Analysis of monetary policy instruments of HNB and their effectiveness is explained more detail in his final paper.

Key words: Monetary policy instruments, HNB, price stability

## 6. LITERATURA

1. Burza (2005.), Operacije na otvorenom tržištu, raspoloživo na: <https://burza.com.hr/portal/operacije-na-otvorenom-trzistu/2420>
2. Ekonomski lab (2017.), Hrvatska tijekom prošle dvije recesije, raspoloživo na: <https://arhivanalitika.hr/blog/hrvatska-tijekom-prosle-dvije-recesije/#>
3. European Central Bank (2018.): The definition of price stability, raspoloživo na: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html/index.en.html>
4. Hrvatska narodna banka (2018.): Bilten, br. 244, Statistički pregled, raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/2506123/hbilt244.pdf/5442cf73-79ab-4b5a-b805-b24789d0c901>
5. Hrvatska narodna banka (2015.): Ciljevi monetarne politike, raspoloživo na: <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/ciljevi>
6. Hrvatska narodna banka (2016.): Godišnje izvješće 2015., raspoloživo na: <http://www.hnb.hr/documents/20182/1005947/h-gi-2015.pdf>
7. Hrvatska narodna banka (2017.): Godišnje izvješće HNB-a 2016., raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/documents/20182/1997949/h-gi-2016.pdf/bc467db3-9371-40a1-a9b2-970f46c09d5b>
8. Hrvatska narodna banka (2016.): HNB kreće sa strukturnim repo operacijama, raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/-/hnb-krece-sa-strukturnim-repo-operacijama>
9. Hrvatska narodna banka (2017.): Instrumenti monetarne politike, raspoloživo na: <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti>
10. Hrvatska narodna banka (2017.): Obvezna pričuva, raspoloživo na: <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/obvezna-pricuva>
11. Hrvatska narodna banka (2015.): Okvir monetarne politike, raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/okvir-monetarne-politike>
12. Hrvatska narodna banka (2017.): Operacije na otvorenom tržištu, raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/operacije-na-otvorenom-trzistu>
13. Hrvatska narodna banka (2015.): Pregled instrumenata i mjera monetarne politike, raspoloživo na: [http://old.hnb.hr/monet/instrumenti\\_i\\_mjere/2015/h-instrumenti-i-mjere\\_04-2015.pdf](http://old.hnb.hr/monet/instrumenti_i_mjere/2015/h-instrumenti-i-mjere_04-2015.pdf)

14. Hrvatska narodna banka (2008.): Procedure provođenja operacija na otvorenom tržištu, raspoloživo na: <http://hnbnetra.hnb.hr/monet/operacije/operacije-na-otvorenom-trzistu/procedure-provodenja-oot.pdf>
15. Hrvatska narodna banka (2010.): Propisi, Odluka o blagajničkim zapisima HNB-a, raspoloživo na: <http://old.hnb.hr/propisi/odluke-centralno/h-odluka-o-bz-hnb-a.pdf>
16. Hrvatska narodna banka (2017.): Provođenje monetarne politike, raspoloživo na: <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/provodjenje-monetarne-politike>
17. Hrvatska narodna banka (2016.): Statistički podaci, Instrumenti monetarne politike i likvidnost (tablice aktivne i pasivne kamatne stope HNB-a), raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/financijski-sektor/sredisnja-banka-hnb/instrumenti-monetarne-politike-i-likvidnost>
18. Hrvatska narodna banka (2016. i 2017.): Strukturne operacije, raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/javnost-rada/priopcenja/strukturne-operacije>
19. Hrvatska narodna banka (2016.): Tečajna lista, raspoloživo na: <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/tečajna-lista>
20. Hrvatska narodna banka (2015.): Tečajni režim, raspoloživo na: <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/tečajni-rezim>
21. Hrvatska narodna banka (2018.): Ukinuta granična obvezna rezerva, raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/-/ukinuta-granicna-obvezna-pricuva>
22. Indeks (2016.): HNB bi mogao dodatno olabaviti monetarnu politiku da sruši kamate i potakne gospodarstvo, raspoloživo na: <https://www.index.hr/vijesti/clanak/hnb-bi-mogao-dodatno-olabaviti-monetarnu-politiku-da-srusi-kamate-i-potakne-gospodarstvo/893114.aspx>
23. Koški D., Karačić D., Sajter D. (2018.): Učinkovitost deviznih intervencija u Republici Hrvatskoj: studija događaja, Koški D., Financije, teorija i suvremena pitanja, Efos, Osijek, str. 229-251.
24. Libero portal (2018.): Kuna nakon intervencije neznatno oslabila prema euru, raspoloživo na: <https://www.liberoportal.hr/novost/9504/Vijesti/HRVATSKA-NARODNA-BANKA--Kuna-nakon-intervencije-neznatno-oslabila-prema-euru/reload>
25. Lider (2018.), Intervencija na deviznom tržištu: HNB u sustav 'ubacio' oko 2,37 milijardi kuna, raspoloživo na: <https://lider.media/aktualno/biznis-i-politika/hrvatska/intervencija-na-deviznom-trzistu-hnb-u-sustav-ubacio-oko-237-milijardi-kuna/>

26. Lider (2018.), HNB brani tečaj kupnjom 405,5 milijuna eura, raspoloživo na: <https://lider.media/aktualno/tvrtke-i-trzista/poslovna-scena/hnb-brani-tecaj-kupnjom-4055-milijuna-eura/>
27. Lovrinović I., Ivanov M. (2009.): Monetarna politika, RRIF plus, Zagreb
28. Makroekonomske neravnoteže Hrvatske, hrvatski izvoznici, raspoloživo na: [www.hrvatskiizvoznici.hr](http://www.hrvatskiizvoznici.hr)
29. Mishkin F. S. (2010.). Ekonomija novca, bankarstva i financijskih tržišta, Zagreb
30. Narodne novine (2013.): Odluka o upisu obveznih blagajničkih zapisa HNB-a, Narodne novine d.d. Zagreb, broj 142, raspoloživo na: [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2013\\_11\\_142\\_3059.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2013_11_142_3059.html)
31. Poslovni dnevnik (2017.): HNB plasirao 530 milijuna bankama, raspoloživo na: <http://www.poslovni.hr/trzista/hnb-plasirao-530-milijuna-kuna-bankama-334085>
32. Poslovni dnevnik (2017.): Do ljeta studija o efektu uvođenja eura, raspoloživo na: <http://www.poslovni.hr/hrvatska/do-ljeta-studija-o-efektu-uvoenja-eura-328742>
33. Poslovni dnevnik: Leksikon, blagajnički zapis, raspoloživo na: <http://www.poslovni.hr/leksikon/blagajnicki-zapis-155>
34. Raspudić Golomejić, Z. (2007.), Koordinacija upravljanja javnim dugom i vođenja monetarne politike u Hrvatskoj, Financijska teorija i praksa, raspoloživo na: <http://web3.ijf.hr/FTP/2007/2/raspudic-golomejic.pdf>
35. Raspudić Golomejić, Z. (2013.), Koordinacija monetarne politike i politike upravljanja javnim dugom u Hrvatskoj, raspoloživo: [http://www.ijf.hr/javni\\_dug/full/raspudic.pdf](http://www.ijf.hr/javni_dug/full/raspudic.pdf)
36. Sabor, izvješće odbora za financije i državni proračun (2016.), raspoloživo na: <http://www.sabor.hr/izvjescje-odbora-za-financije-i-drzavni-proracu0166?dm=2>
37. Sabor, Instrumenti monetarne politike i politika upravljanja međunarodnim pričuvama (2005.), raspoloživo na: [file:///C:/Users/Lea/Downloads/4\\_INSTRUMENTI\\_MONETARNE\\_POLITIKE\\_U\\_2005%20\(12\).pdf](file:///C:/Users/Lea/Downloads/4_INSTRUMENTI_MONETARNE_POLITIKE_U_2005%20(12).pdf)
38. Tatomir S. (2009.), Indeks pritisaka deviznog tržišta na kunu, Financijska teorija i praksa, str. 187.-199.
39. Vijeće za gospodarska pitanja predsjednice Republike Hrvatske: Monetarna i fiskalna politika, raspoloživo na: <http://predsjednica.hr/files/Vije%C4%87e%20za%20gospodarska%20pitanja%20-%20MONETARNA%20I%20FISKALNA%20POLITIKA.pdf>

## **7. POPIS SLIKA, GRAFIKONA I TABLICA**

Grafikon 1. Pregled ukupne obračunate obvezne pričuve u razdoblju od 2003. do 2017. godine (izraženo u mil. kuna)

Grafikon 2. Kretanje kamatne stope na lombardne kredite i prekonoćne depozite kod HNB-a u razdoblju od 2008. do 2018. (u %)

Grafikon 3. Devizne intervencije i nominalni tečaj eura od 2013. do 2017. godine

Tablica 1. Obvezne pričuve banaka

Tablica 2. Operacije na otvorenom tržištu

Tablica 3. Redovite operacije

Tablica 4. Operacije fine prilagodbe – devizna intervencija HNB-a

Tablica 5. Strukturne operacije

Tablica 6. Detalji događaja na deviznom tržištu

Tablica 7. Učinkovitost deviznih intervencija u Republici Hrvatskoj

Slika 1. Pregled redovitih operacija HNB-a

Slika 2. Likvidnost banaka i prekonoćna međubankovna kamatna stopa

Slika 3. Minimalna devizna likvidnost