

# Uloga HNB-a na financijskom tržištu Republike Hrvatske

---

Lorber, Olga

Undergraduate thesis / Završni rad

2018

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

Permanent link / Trajna poveznica: <https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:137:727280>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-05-15**



Repository / Repozitorij:

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



Sveučilište Jurja Dobrile u Puli  
Fakultet ekonomije i turizma  
«Dr. Mijo Mirković»

**OLGA LORBER**

**ULOGA HNB NA FINANCIJSKOM TRŽIŠTU  
REPUBLIKE HRVATSKE**

Završni rad

Pula, 2018.

Sveučilište Jurja Dobrile u Puli  
Fakultet ekonomije i turizma  
«Dr. Mijo Mirković»

**OLGA LORBER**

**ULOGA HNB NA FINANCIJSKOM TRŽIŠTU  
REPUBLIKE HRVATSKE**

Završni rad

**JMBAG: 0303057341, redovita studentica**  
**Studijski smjer: Financijski management**

**Predmet: Financijska tržišta**  
**Znanstveno područje: Društvene znanosti**  
**Znanstveno polje: Ekonomija**  
**Znanstvena grana: Financije**

**Mentor: Prof. dr. sc. Dean Učkar**

Pula, rujan 2018.



### IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Ja, dolje potpisani \_\_\_\_\_, kandidat za prvostupnika ekonomije/poslovne ekonomije, smjera \_\_\_\_\_ ovime izjavljujem da je ovaj Završni rad rezultat isključivo mogega vlastitog rada, da se temelji na mojim istraživanjima te da se oslanja na objavljenu literaturu kao što to pokazuju korištene bilješke i bibliografija. Izjavljujem da niti jedan dio Završnog rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz kojega necitiranog rada, te da ikoji dio rada krši bilo čija autorska prava. Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije iskorišten za koji drugi rad pri bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili radnoj ustanovi.

Student

---

U Puli, \_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_ godine



## IZJAVA

o korištenju autorskog djela

Ja, \_\_\_\_\_ dajem odobrenje Sveučilištu Jurja Dobrile  
u Puli, kao nositelju prava iskorištavanja, da moj završni rad pod nazivom  
\_\_\_\_\_ koristi na način  
da gore navedeno autorsko djelo, kao cjeloviti tekst trajno objavi u javnoj internetskoj bazi Sveučilišne  
knjižnice Sveučilišta Jurja Dobrile u Puli te kopira u javnu internetsku bazu završnih radova Nacionalne  
i sveučilišne knjižnice (stavljanje na raspolaganje javnosti), sve u skladu s Zakonom o autorskom pravu  
i drugim srodnim pravima i dobrom akademskom praksom, a radi promicanja otvorenoga, slobodnoga  
pristupa znanstvenim informacijama.

Za korištenje autorskog djela na gore navedeni način ne potražujem naknadu.

U Puli, \_\_\_\_\_ (datum)

Potpis

\_\_\_\_\_

## SADRŽAJ

|                                                                                                    |    |
|----------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| 1. UVOD.....                                                                                       | 1  |
| 2. POVIJEST I FUNKCIJE HNB .....                                                                   | 3  |
| 3. TRŽIŠTE NOVCA I KAMATNE STOPE .....                                                             | 7  |
| 3.1 Kamatne stope .....                                                                            | 7  |
| 3.2 Utjecaj monetarne politike na kamatne stope i stabilnost cijena.....                           | 7  |
| 3.3 Kretanje kamatnih stopa kreditnih institucija na kunske depozite i kredite ....                | 8  |
| 3.4 Eskontna kamatna stopa HNB .....                                                               | 19 |
| 3.5 Kretanje EURIBOR kamatne stope u Hrvatskoj i europskim zemljama od 2017. do 2018. godine ..... | 21 |
| 4. INFLACIJA I CIJENE.....                                                                         | 25 |
| 4.1 Cijene i stabilnost .....                                                                      | 25 |
| 4.2 Indeks potrošačkih cijena .....                                                                | 25 |
| 4.3 Harmonizirani indeks potrošačkih cijena .....                                                  | 27 |
| 5. TEČAJ .....                                                                                     | 30 |
| 5.1 Tečajni režim .....                                                                            | 30 |
| 5.2 Zašto je važna stabilnost tečaja kune prema euru .....                                         | 31 |
| 5.3 Tečajna lista i formiranje srednjeg tečaja .....                                               | 31 |
| 6. ZAKLJUČAK.....                                                                                  | 35 |
| LITERATURA .....                                                                                   | 35 |
| POPIS TABLICA, GRAFIKONA I SLIKA.....                                                              | 36 |
| SAŽETAK .....                                                                                      | 38 |
| SUMMARY .....                                                                                      | 39 |

## 1. UVOD

Temeljna je svrha ovog završnog rada objasniti što je to središnja banka svake države odnosno zašto postoji Hrvatska narodna banka (u nastavku HNB), koji je njen cilj i zadaća na financijskom tržištu te na koji način nastoji ostvariti utvrđene ciljeve i zadaće, kojim instrumentima isto postiže i obavlja li svoju ulogu na financijskom tržištu učinkovito i kvalitetno.

Prvi dio završnog rada navodi povijesne činjenice središnje banke Republike Hrvatske – kako, kada, na koji način je osnovana i s kojim ovlastima. Također raščlanjuje i opisuje opseg poslova koje HNB obavlja, definira primarni cilj postojanja i rada HNB-a odnosno navodi na koji se način i kojim instrumentima postiže stabilnost cijena i cjelokupnog financijskog sustava. Nadalje, ukazuje na utjecaj HNB-a na gospodarsku politiku i platni promet u državi te opisuje osnovna područja odgovornosti središnje banke. Monetarna politika jedan je od najutjecajnijih područja odgovornosti središnje banke u vidu financijskog tržišta čija je zadaća održati stabilnost cijena. Poglavlja koja slijede jesu faktori koji unutar monetarne politike utječu na održavanje stabilnosti cijena i ekonomskog sustava (kamatne stope, inflacija i tečaj), a svaki od navedenih nastoji primjerom dokazati provodi li središnja banka svoj primarni cilj na učinkovit i kvalitetan način.

Tržište novca i kamatne stope imaju, zajedno s inflacijom odnosno kretanjima cijena, utjecaj na stabilnost cijena i gospodarstva koju se nastoji radom HNB-a postići na nacionalnoj razini. Opisano kretanje kamatnih stopa, a tako i cijena, objašnjava kakvo je stanje u Republici Hrvatskoj u odnosu na druge zemlje u vidu održavanja stabilnosti i likvidnosti te upućuje provodi li središnja banka mjere i instrumente monetarne politike onako kako se od nje zahtjeva.

U posljednjem poglavlju objašnjava se na koji se način formira srednji tečaj, što je on i čemu služi, kakav je tečajni režim HNB-a odnosno kojom se politikom vodi te se definira važnost stabilnosti tečaja kune prema euru kao i način formiranja tečajne liste uz osvrt na kretanje tečaja proteklih deset godina. Kao što je rečeno, kroz navedene se pokazatelje nastoji utvrditi provodi li HNB mjere i instrumente uz rezultat financijske stabilnosti.

Znanstveno istraživačke metode koje će se koristiti kao temelj za oblikovanje i izradu završnog rada kod teorijske podloge jesu metoda analize i sinteze te metoda za donošenje zaključaka - metoda indukcije i dedukcije. Metoda deskripcije koristit će se prilikom objašnjavanja određenih pojmova, povijesnih i teorijskih činjenica, a metoda dokazivanja poslužit će za utvrđivanje jesu li postavljene pretpostavke o dobro obavljenoj ulozi središnje banke Republike Hrvatske na financijskom tržištu istinite. Kod empirijskog dijela rada, povijesna metoda će biti temelj prikupljenih serija podataka kretanja kamatnih stopa, inflacije i tečaja te će se metodom komparacije podaci više zemalja usporediti.

## 2. POVIJEST I FUNKCIJE HNB

Ustav Republike Hrvatske donesen 21. prosinca 1990. odredio je HNB kao središnju banku Republike Hrvatske te je zakonom utvrdio njezine odgovornosti. Zakonom o Hrvatskoj narodnoj banci su utvrđeni položaj, poslovi, vlasnički status, ovlaštenja i ustroj hrvatske središnje banke te njezin odnos s tijelima Republike Hrvatske, bankama, međunarodnim institucijama i organizacijama. Njime je određeno da je postizanje i održavanje stabilnosti cijena osnovni cilj djelovanja HNB, pri čemu vodi računa i o stabilnosti financijskog i bankovnog sustava u cjelini, a to održava provođenjem odgovarajuće monetarne politike prikladnim mjerama i instrumentima.<sup>1</sup>

No, osim postizanja stabilnosti cijena, HNB podupire i opću gospodarsku politiku Europske unije u skladu s njenim ciljevima.<sup>2</sup> Navedeni ciljevi HNB uključuju postizanje visoke razine zaposlenosti i ostvarivanje uravnoteženoga te održivoga gospodarskog rasta. Ulaskom u Europsku uniju 1. srpnja 2013. HNB postala je dio Europskog sustava središnjih banaka (ESSB) te je u skladu s propisima EU-a obvezna, raditi i na ostvarivanju ciljeva i izvršavanju zadataka Europskog sustava središnjih banaka. Osim postizanja i održavanja stabilnosti cijena HNB utvrđuje i provodi monetarnu i deviznu politiku, upravlja međunarodnim pričuvama Republike Hrvatske, pridonosi stabilnosti financijskog sustava u cjelini, izdaje hrvatske novčanice i kovani novac odnosno kune, obavlja poslove supervizije i procjene mogućnosti sanacije kreditnih institucija te izdaje i oduzima odobrenja i suglasnosti kreditnim institucijama, kreditnim unijama, institucijama za platni promet, institucijama za elektronički novac i platnim sustavima te izdaje i oduzima odobrenja i suglasnosti ovlaštenim mjenjačima.<sup>3</sup> Djelovanje HNB-a u skladu je i djeluje sukladno načelima otvorenog tržišnog gospodarstva i slobodne konkurencije te podupire gospodarsku politiku Republike Hrvatske. Uz prethodno navedene funkcije, HNB također uređuje i unapređuje sustav platnog prometa, obavlja zakonom utvrđene poslove za Republiku Hrvatsku, regulira i nadzire rad kreditnih institucija s ciljem očuvanja financijske stabilnosti i obavlja platni promet po tim

---

<sup>1</sup> Narodne novine (2013). *Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci* (NN, br. 75/2008 i 54/2013), [https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2013\\_05\\_54\\_1087.html](https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2013_05_54_1087.html), (pristupljeno 18. srpnja 2018.)

<sup>2</sup> loc. cit.

<sup>3</sup> HNB, *Vizija i misija*, [website], 2017, <http://www.hnb.hr/o-nama/funkcije-i-struktura/vizija-i-misija>, (pristupljeno 12. kolovoza 2018.)

računima, daje kredite kreditnim institucijama i prima u depozit sredstva kreditnih institucija. Kao što je već rečeno, temeljne funkcije HNB, uz monetarnu politiku (na kojoj će biti naglasak i izraženiji osvrt budući da se ista najviše odnosi na financijsko tržište – inflacijom, tečajem i kamatnim stopama), jesu međunarodne pričuve, financijska stabilnost, supervizija, sanacija, platni promet i međunarodni odnosi.<sup>4</sup> Međunarodne pričuve jesu inozemna imovina koja je pod kontrolom i na raspolaganju monetarne vlasti; inozemna sredstva plaćanja u gotovini, devizne depozite u bankama, inozemne vrijednosnice, zlato i posebna prava vučenja. Specijalno pravo vučenja je međunarodna rezervna valuta koju je 1969. kreirao MMF radi podupiranja sustava zlatno-deviznoga standarda, a u kojem je svaka država fiksirala tečaj svoje valute prema zlatu ili američkom dolaru, čijom je kupoprodajom mogla održati tečaj domaće valute stabilnim. Prelaskom na sustav fluktuirajućeg tečaja, SDR danas ima ulogu obračunske jedinice Međunarodnoga monetarnog fonda.<sup>5</sup> Međunarodnim pričuvama Republike Hrvatske upravlja HNB.<sup>6</sup> Strategiju i politiku upravljanja međunarodnim pričuvama određuje Savjet HNB. Financijska stabilnost temelji se na povjerenju sudionika na financijskim tržištima i znatno ovisi o cikličkim kolebanjima u njihovim očekivanjima i ponašanju. Ono je jedan od ključnih preduvjeta održivog gospodarskog rasta, a ima karakter javnog dobra.

Glavni je cilj supervizije održavanje povjerenja u bankovni sustav, promicanje i očuvanje njegove sigurnosti i stabilnosti te uklanjanje s tržišta institucija koje posluju suprotno tim načelima čime se umanjuje rizik od gubitaka za deponente i ostale vjerovnike banke te društvo kao cjelinu.<sup>7</sup> Sanacijsko tijelo pri postizanju ciljeva sanacije dužno je voditi računa o smanjenju troška sanacije na najmanju moguću mjeru i izbjegavanju smanjenja vrijednosti imovine institucije osim ako je to potrebno radi ostvarivanja ciljeva sanacije.<sup>8</sup> Platni promet je neizostavan dio gospodarskog sustava

---

<sup>4</sup> HNB, *Temeljne funkcije*, [website], 2015, <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije>, (pristupljeno 25. srpnja 2018.)

<sup>5</sup> Leksikografski zavod Miroslav Krleža, *Specijalno pravo vučenja*, [website], <http://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?ID=57362>, (pristupljeno 14. srpnja 2018.)

<sup>6</sup> HNB, *Međunarodne pričuve*, [website], 2015, [www.hnb.hr/temeljne-funkcije/međunarodne-pricuve](http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/međunarodne-pricuve), (pristupljeno 14. srpnja 2018.)

<sup>7</sup> HNB, *Supervizija*, [website], 2015, <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/supervizija/osnove-i-ciljevi>, (pristupljeno 14. srpnja 2018.)

<sup>8</sup> HNB, *Sanacija*, [website], 2016, <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/sanacija/o-sanaciji>, (pristupljeno 14. srpnja 2018.)

svake zemlje i njegova je temeljna funkcija omogućavanje sigurne i učinkovite uporabe novca kao sredstva plaćanja kao i izvršavanje bezgotovinskih platnih transakcija odnosno prijenos sredstava od platitelja primatelju plaćanja.<sup>9</sup>

Međunarodni odnosi, kao posljednja funkcija HNB-a, obuhvaćaju Europski sustav središnjih banaka (ESSB), Institucije i tijela Europske unije, Međunarodni monetarni fond (MMF), Banku za međunarodne namire (BIS) i Razvojne banke (EBRD). ESSB predstavlja sustav sačinjen od Europske središnje banke i nacionalne središnje banke svih 28 država članica EU-a čiji je glavni cilj održati stabilnost cijena putem podupiranja opće gospodarske politike. Kada tijela EU-a donose odluke na području iz djelokruga središnjih banaka, HNB sudjeluje u radu institucija i tijela EU-a u okviru Vijeća za ekonomske i financijske poslove (Vijeće ECOFIN-a), Gospodarskoga i financijskog odbora (EFC), odbora i Europskog nadzornog tijela za bankarstvo (EBA). Međunarodni monetarni fond (MMF) predstavlja agenciju specijaliziranu i osnovanu s ciljem osiguranja stabilnosti međunarodnoga monetarnog i financijskog sustava te sustava međunarodnih plaćanja. Banka za međunarodne namire (BIS) kao dio posljednje temeljne funkcije HNB-a, međunarodna je financijska institucija s najstarijim djelovanjem, osnovana 1930. godine u Švicarskoj, Baselu. Njezine su članice središnje banke koje su ujedno i dioničari, a trenutačno broji 60 članica. Suradnja među središnjim bankama, pružanje usluga koje potiču osiguranje monetarne i financijske stabilnosti te djelovanje kao banka središnjih banaka jest temeljni cilj i okvir djelovanja BIS-a. Posljednja sastavnica funkcije međunarodnih odnosa HNB-a jesu međunarodne razvojne banke od kojih Svjetska banka na globalnoj razini te Europska banka za obnovu i razvoj (EBRD), Europska investicijska banka (EIB), Razvojna banka Vijeća Europe (CEB) i Međuamerička razvojna banka (IADB) na regionalnoj razini.<sup>10</sup>

Budući da HNB, kao središnja i glavna banka kontrolira i nadzire rad svih ostalih banaka i bavi se upravljanjem i regulacijom velikim brojem već navedenih funkcija, zbog velikog opsega poslova, predmet ovog rada naglasit će i detaljnije obuhvatiti ulogu, zadaću i praksu samo određene funkcije HNB-a koja svojim promjenama

---

<sup>9</sup> HNB, *Platni promet*, [website], 2018, <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/platni-promet/o-platnom-prometu>, (pristupljeno 14. srpnja 2018.)

<sup>10</sup> HNB, *Međunarodni odnosi*, [website], 2015, <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/medunarodni-odnosi>, (pristupljeno 14. srpnja 2018.)

uvelike utječe na cjelokupno gospodarstvo Republike Hrvatske odnosno na onu funkciju koja, ima izravan i značajan utjecaj na financijsko tržište - monetarnu politiku.

### 3. TRŽIŠTE NOVCA I KAMATNE STOPE

#### 3.1 Kamatne stope

Kamatne stope su od velikog značaja za financijski sustav i tržište te utječu na svakodnevni život ljudi kao i na gospodarski sustav zbog čega je bitno iste razumjeti i znati na koji način njihove promjene mogu utjecati na tržište, sustav i društvo odnosno ekonomske odluke građana. Prema Keynesu, kamatna stopa je cijena koja stvara ravnotežu između željene potražnje za novcem i raspoložive ponude novca, a predstavlja naknadu koju vjerovnici zahtijevaju od dužnika da bi se osigurali od rizika gubitka vrijednosti njihove imovine.<sup>11</sup> Ona je sastavni dio monetarnih instrumenata čije kretanje ovisi o odabranoj monetarnoj politici koju središnja banka upotrebljava s ciljem usmjeravanja, stabiliziranja i reguliranja ponude novca. Država određenim mjerama monetarne politike, ovisno o gospodarskoj situaciji, smanjuje ili povećava kamatnu stopu u svrhu stabilizacije gospodarstva. U cilju održavanja stabilnosti cijena, likvidnosti na financijskom tržištu i domaćem gospodarstvu, monetarna politika HNB-a svojim instrumentima nastoji održati nisku i stabilnu inflaciju. Takva inflacija pridonosi smanjenju premije na inflacijski rizik ugrađene u kamatne stope<sup>12</sup>. Manja premija na rizik od inflacije pridonosi smanjenju realnih kamatnih stopa i tako potiče investicije. Jednostavno rečeno, monetarni instrumenti, mehanizmi i mjere svojim međudjelovanjem utječu na stabilnost, ravnotežu i rast, kako na tržištu novca, tako i u području financijskog i bankovnog sustava te društva zbog čega imaju značajnu ulogu u kreiranju okvira monetarne politike.

#### 3.2 Utjecaj monetarne politike na kamatne stope i stabilnost cijena

Važnost monetarne politike za privredu ogleda se u činjenici da omogućuje poticanje pozitivnih i suzbijanje negativnih kretanja i poslovnih ciklusa u gospodarstvu, u svrhu uravnoteženja i stabilizacije tržišta i bankovnog sustava. Ovisno o trenutnom stanju u gospodarstvu, provodit će se i adekvatna monetarna politika što je najbolje

---

<sup>11</sup> J.M. Keynes, *Opća teorija zaposlenosti, kamate i novca*, Zagreb, Centar za kulturnu djelatnost, 1987.

<sup>12</sup> HNB, *Okvir monetarne politike*, [website], 2015, <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/okvir-monetarne-politike>, (pristupljeno 14. srpnja 2018.)

uočljivo na primjerima dviju najčešćih stanja gospodarstva; stanju krize ili u stanju prosperiteta.

Nalazi li se gospodarstvo stanju krize to jest u slučaju da je u poslovnom ciklusu recesije te bilježi negativnu stopu rasta bruto domaćeg proizvoda u dva uzastopna kvartala, provodi se ekspanzivna monetarna politika ili politika takozvanog „jeftinog“ novca odnosno kredita. U takvim situacijama gospodarskim je subjektima olakšan pristup novcu što znači da je akumuliranje likvidnih sredstava moguće ostvariti po lakšim uvjetima. Tada će snižavanje kamatnih stopa izazvano porastom ponude novca imati stabilizacijski učinak. S druge strane, ako se gospodarstvo nalazi u stanju prosperiteta ili poslovnog ciklusa ekspanzije, provodi se restriktivna monetarna politika ili politika „skupog“ novca što rezultira smanjenjem količine novca u opticaju te su tada uvjeti po kojima gospodarski subjekt može doći do novca znatno teži. Također, povećanje kamatne stope će destimulirajuće djelovati na investicije te osobnu i javnu potrošnju. Način na koji promjena kamatnih stopa djeluje na gospodarski sustav se razlikuje od zemlje do zemlje, ovisno o tome je li gospodarstvo veliko ili malo, zatvoreno ili otvoreno te ima li razvijeno ili slabo razvijeno financijsko tržište.<sup>13</sup>

Tablični i grafički prikazi, koji slijede, prate kretanje kamatnih stopa na depozite i kredite kućanstava i nefinancijskih društava, s valutnom i bez valutne klauzule te razlike između aktivne i kamatne stope u razdoblju od 2013. do 2018. godine. Nadalje se opisuje i prati kretanje eskontne odnosno diskontne kamatne stope također u navedenom razdoblju, a koju određuje HNB i putem koje utječe na kamate na tržištu i na odnos novčane ponude i potražnje.

### **3.3 Kretanje kamatnih stopa kreditnih institucija na kunske depozite i kredite**

Sljedeći tablični i grafički prikazi kamatnih stopa banaka i ostalih kreditnih institucija na kunske depozite bez i sa valutnom klauzulom opisuju kretanje (pasivnih) kamata na depozite kućanstava i nefinancijskih društava u razdoblju od 2013. do 2018. godine. Promjene navedenih kamatnih stopa na prekonoćne i oročene depozite

---

<sup>13</sup> N. Nikolić i M. Pečarić, *Osnove monetarne ekonomije*, Split, Naklada Protuđer, 2008., str. 339.

odnose se na novoprimljene depozite odnosno na svaki novi ugovor između klijenta i izvještajne institucije - „nove poslove“.<sup>14</sup>

Tablica 1: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske depozite bez valutne klauzule (u postocima), novi poslovi

|            | Kućanstva                         |                  | Nefinancijska društva |                  |
|------------|-----------------------------------|------------------|-----------------------|------------------|
|            | Prekonoćni depoziti <sup>15</sup> | Oroćeni depoziti | Prekonoćni depoziti   | Oroćeni depoziti |
| 2013.      | 0,22                              | 2,89             | 0,43                  | 1,77             |
| 2014.      | 0,20                              | 2,43             | 0,32                  | 1,84             |
| 2015.      | 0,19                              | 2,15             | 0,25                  | 1,39             |
| 2016.      | 0,13                              | 1,26             | 0,13                  | 0,51             |
| 2017.      | 0,10                              | 0,97             | 0,07                  | 0,40             |
| 2018./ I.  | 0,09                              | 1,00             | 0,07                  | 0,47             |
| 2018./ II. | 0,08                              | 0,93             | 0,07                  | 0,30             |
| 2018/ III. | 0,08                              | 0,97             | 0,06                  | 0,32             |

Izvor: vlastita izrada prema podacima HNB, Bilten 243, str. 53.

Pasivne kamatne stope koje banke i ostale kreditne institucije plaćaju kućanstvima i poduzećima za raspolaganje njihovim novčanim sredstvima nastavljaju opadajući trend od 2014. godine što znači da danas novčano-suficitarne jedinice (osobe) za investiranje ili štednju imaju zamjetno manje prinose nego što su ostvarivale pet godina unatrag. Primjerice, kamatne stope na prekonoćne depozite bilježe pad veći od pedeset posto od 2013. godine u odnosu na treći mjesec tekuće godine. Kamate su na prekonoćne depozite kućanstvima u padu za 64% i 0,14 postotna boda u odnosu na početnih 0,22% u 2013. godini. Slično je i sa kamatom na prekonoćne depozite nefinancijskim društvima koja u istom razdoblju konstantno opada i u konačnici bilježi

<sup>14</sup> HNB, Bilten 243, Zagreb, svibanj 2018., str. 53.

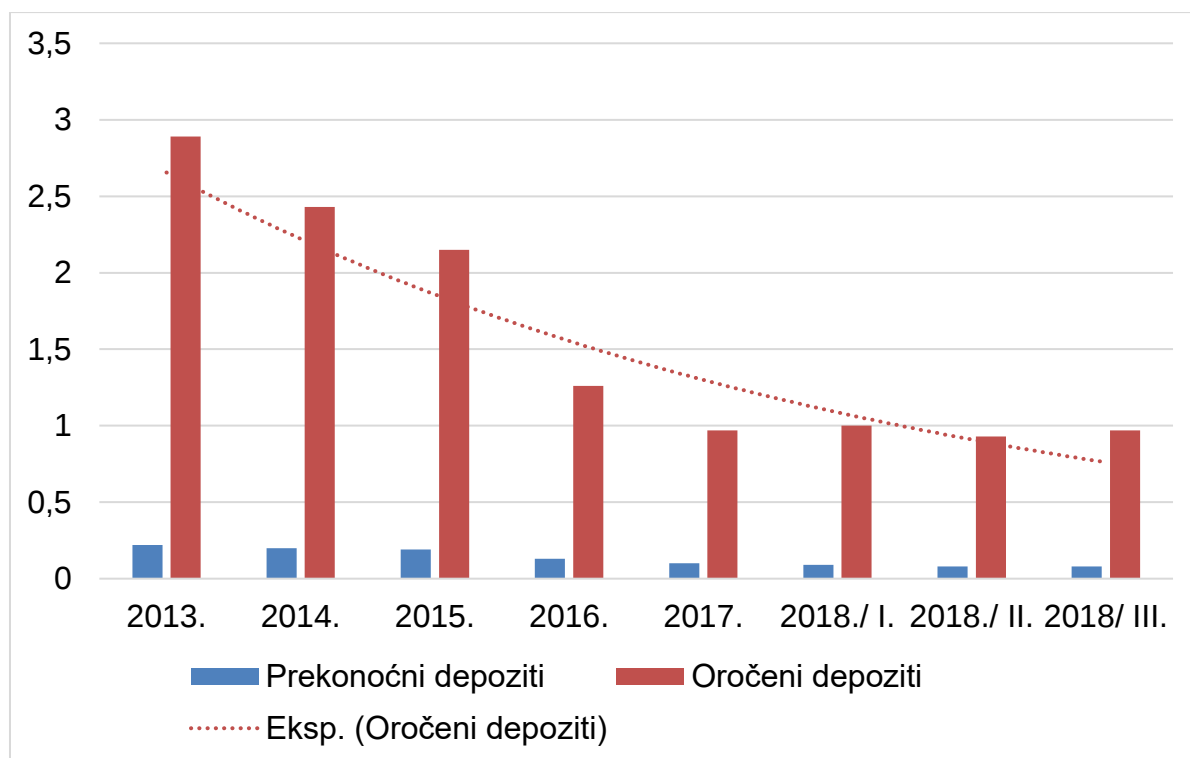
<sup>15</sup> ibidem, str. 22.

pad od 86% i 0,37 postotna boda. Prekonoćni depoziti obuhvaćaju transakcijske račune (uključujući i ograničene depozite), štedne depozite i prekonoćne kredite.

Kamatne stope na oročene depozite kućanstvima veće su od kamata koje banka plaća poduzećima kroz cijelo referentno razdoblje, međutim, također u padu za 66% kod depozita danih na raspolaganje od strane kućanstava i 82% kod depozita danih na raspolaganje od strane poduzeća (nefinancijskih društava) te su konačne stope na oročene depozite 0,97 i 0,32 posto.

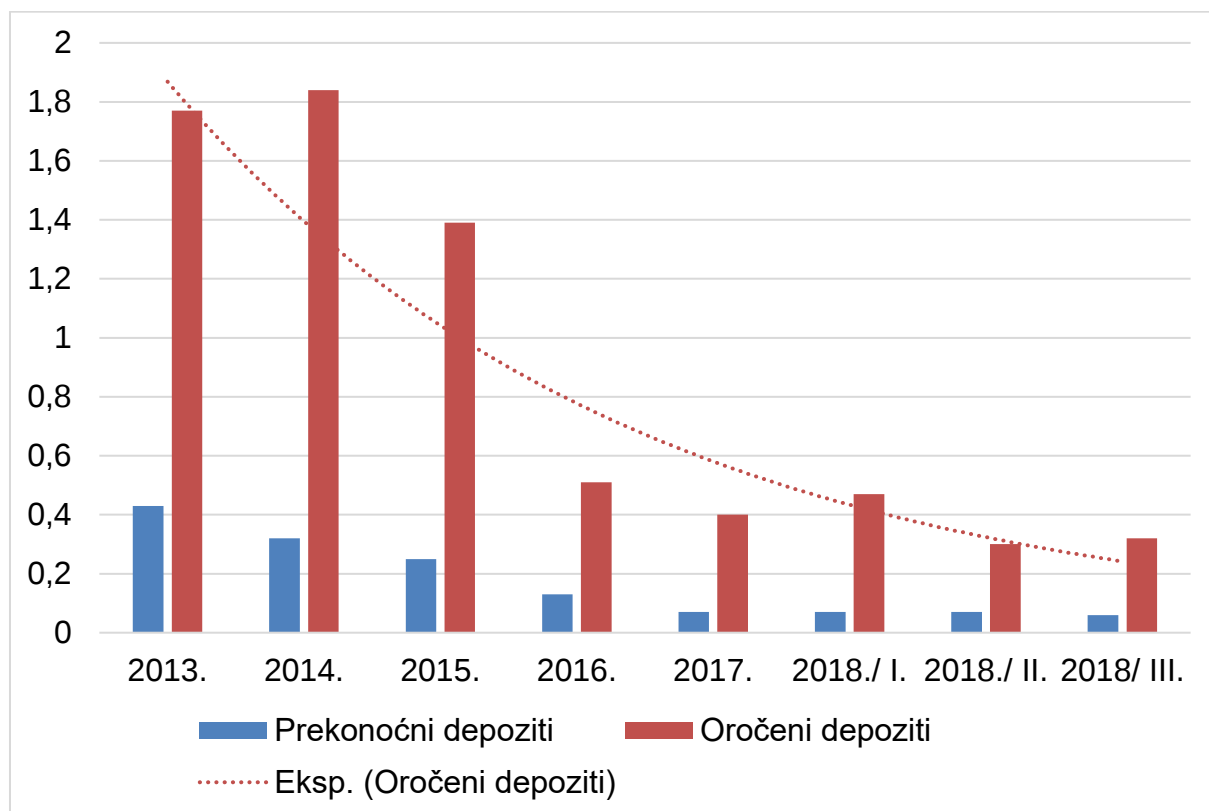
Navedeno prate i sljedeći grafički prikazi te navode na zaključak da klijentima kreditnih institucijama davanje viška novčanih sredstava na raspolaganje ne donosi zadovoljavajuće prinose budući da se, prema trenutnom trendu i pokazateljima prethodnih pet godina, očekuje ponovno opadanje i ovako vrlo niskih (pasivnih) kamatnih stopa koje po posljednjim podacima iznose gotovo nula posto.

Grafikon 1: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske depozite bez valutne klauzule (u postocima), novi poslovi - kućanstva



Izvor: vlastita izrada prema podacima iz Tablice 1

Grafikon 2: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske depozite bez valutne klauzule (u postocima), novi poslovi - nefinacijska društva



Izvor: vlastita izrada prema podacima iz Tablice 1

Ono što se razlikuje u grafikonima i kamatnim stopama na depozite kućanstva i nefinancijskih društva, osim činjenice da su kamate poduzećima manje nego kamate kućanstvima, jest blagi rast pasivne kamatne stope nefinancijskih društva 2014. godine za 0,07 postotnih bodova. Kamatne stope koje kreditne institucije plaćaju kućanstvima i nefinancijskim društvima kroz promatrano razdoblje u niti jednoj godini nisu bilježile kamatu iznad 3 posto što je i dalje manje od najmanje zabilježene aktivne kamatne stope što znači da kreditne institucije ostvaruju zavidne prinose od razlika između prihoda i rashoda od (naplaćene i plaćene) kamatne stope.

Tablica 2: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske kredite kućanstvima bez valutne klauzule (u postocima), novi poslovi

|             | Revolving,<br>prekoračenja,<br>potraživanja i krediti po<br>kreditnim karticama | Potrošački<br>krediti | Stambeni<br>krediti | Ostali<br>krediti | Prosjek |
|-------------|---------------------------------------------------------------------------------|-----------------------|---------------------|-------------------|---------|
| 2013./ XII. | 10,20                                                                           | 6,26                  | 5,81                | 9,00              | 7,82    |
| 2014./ XII. | 9,49                                                                            | 7,11                  | 5,27                | 8,64              | 7,63    |
| 2015./ XII. | 8,66                                                                            | 6,48                  | 5,09                | 8,29              | 7,13    |
| 2016./ XII. | 8,21                                                                            | 6,39                  | 4,55                | 7,76              | 6,73    |
| 2017./ XII. | 7,48                                                                            | 6,02                  | 3,89                | 6,99              | 6,10    |
| 2018./ I.   | 7,56                                                                            | 5,99                  | 3,89                | 7,08              | 6,13    |
| 2018./ II.  | 7,59                                                                            | 5,76                  | 3,86                | 6,93              | 6,04    |
| 2018/ III.  | 7,38                                                                            | 5,75                  | 3,83                | 7,04              | 6,00    |

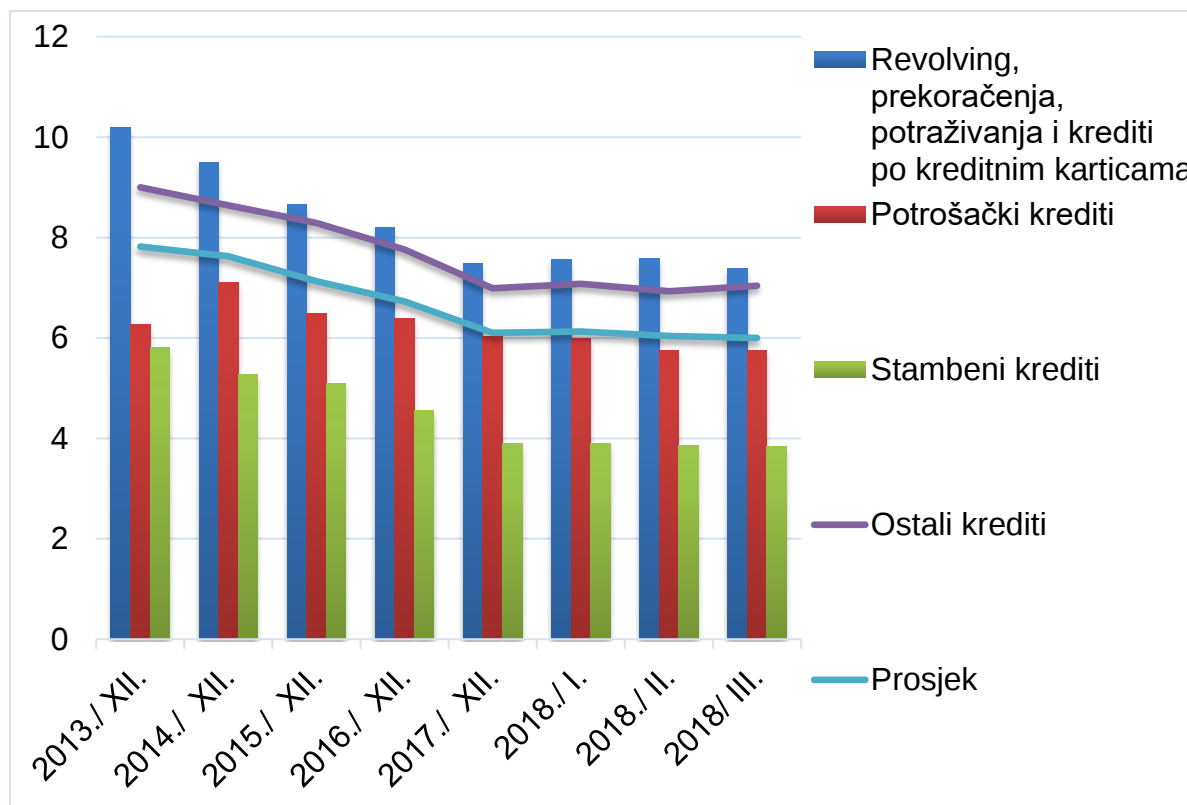
Izvor: vlastita izrada prema podacima HNB, Bilten 243, str. 56.

Aktivne kamatne stope (prihod banke s osnove naknade na odobrena sredstva novčano-deficitarnim jedinicama putem kredita i prekoračenja) očigledno su veće od pasivnih za prosječno 2,5 postotna boda o čemu će detaljnije biti riječ kasnije. Izvješće HNB - Bilten br. 243 od svibnja 2018. godine prikazuje također i pad kamatnih stopa na kredite i prekoračenja, ali ne u tako znatnom omjeru kao što je kod kamatnih stopa na depozite.

Trend opadanja kamatnih stopa na kredite u razdoblju od 2013. do 2018. godine kreće se unutar 50% u odnosu na početnu godinu, a prosječno ostvaruje pad od 23% i 1,8 postotna boda. Od navedenih kredita, najveći pad bilježe kamatne stope na stambene kredite od 34%, zatim revolving krediti, prekoračenja i krediti po kreditnim

karticama od 28%, a najmanji pad od osam posto ostvaren je kod kamatnih stopa na potrošačke kredite.

Grafikon 3: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske kredite kućanstvima bez valutne klauzule (u postocima), novi poslovi



Izvor: vlastita izrada prema podacima iz Tablice 2

Grafikon 3 prikazuje trend opadanja aktivne kamatne stope, a također je primjetno da su kamatne stope na stambene kredite kroz cijelo promatrano razdoblje, od proteklih pet godina do danas, najniže dok su revolving krediti i krediti po kreditnim karticama ostvarivali najvišu kamatnu stopu. Prosječno je kamatna stopa na kunske kredite kućanstvima (bez valutne klauzule) u promatranom razdoblju pala za 23,3%, odnosno sa prosječnih 7,82 posto na 6 posto. Također je, kao što pokazuju tablični podaci, grafičkim prikazom lakše primjetan najveći pad stambenih i revolving kredita za više od 20% u odnosu na početnu kamatu 2013. godine.

Tablica 3: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske depozite s valutnom klauzulom (u postocima), novi poslovi

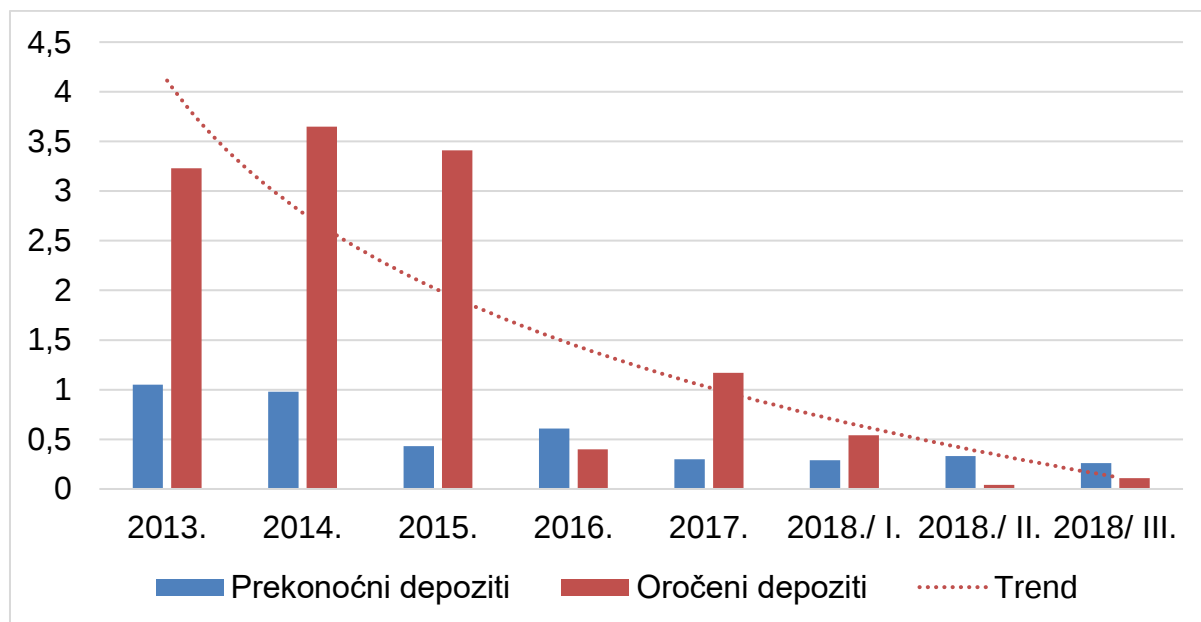
|            | Kućanstva           |                  | Nefinancijska društva |                  |
|------------|---------------------|------------------|-----------------------|------------------|
|            | Prekonoćni depoziti | Oročeni depoziti | Prekonoćni depoziti   | Oročeni depoziti |
| 2013.      | 3,21                | 3,48             | 1,05                  | 3,23             |
| 2014.      | 3,36                | 2,52             | 0,98                  | 3,65             |
| 2015.      | 0,15                | 2,62             | 0,43                  | 3,41             |
| 2016.      | 0,14                | 1,35             | 0,61                  | 0,40             |
| 2017.      | 1,19                | 1,15             | 0,30                  | 1,17             |
| 2018./ I.  | 1,16                | 1,14             | 0,29                  | 0,54             |
| 2018./ II. | 1,27                | 1,19             | 0,33                  | 0,04             |
| 2018/ III. | 1,45                | 1,07             | 0,26                  | 0,11             |

Izvor: vlastita izrada prema podacima HNB, Bilten 243, str. 54.

Kako se kreditne institucije valutnom klauzulom štite od potencijalnog valutnog rizika uslijed promjene vrijednosti novca, kamatne stope banaka i ostalih kreditnih institucija na kunske depozite čija je vrijednost izražena u protuvrijednosti strane valute (eura) jest veća nego kamate na depozite bez valutne klauzule. U razdoblju od 2013. godine do trećeg mjeseca 2018. godine pasivne kamatne stope s valutnom klauzulom bilježe opadajući trend veći od 50%. Primjerice, najveći pad bilježe kamatne stope na oročene depozite poduzeća za 97 posto, a slijedi kamata na prekonoćne depozite poduzećima koja pada za 75% i 0,8 postotna boda te kamatna stopa na oročene depozite kućanstvima koja se u promatranom razdoblju smanjila za 2,41 postotna boda što je gotovo 70% u odnosu na početnih 3,48 posto pasivne kamate. Razlika od 1,76 postotna boda i 55% ostvarena je kod kamatne stope na prekonoćne depozite kućanstvima. Usporedbom kamatnih stopa s valutnom klauzulom i stopa bez valutne klauzule uočljivo je da su kamate na prekonoćne depozite s valutnom klauzulom za više od 90 posto veće već u 2013. godini u odnosu na istu godinu iako bilježe pad u

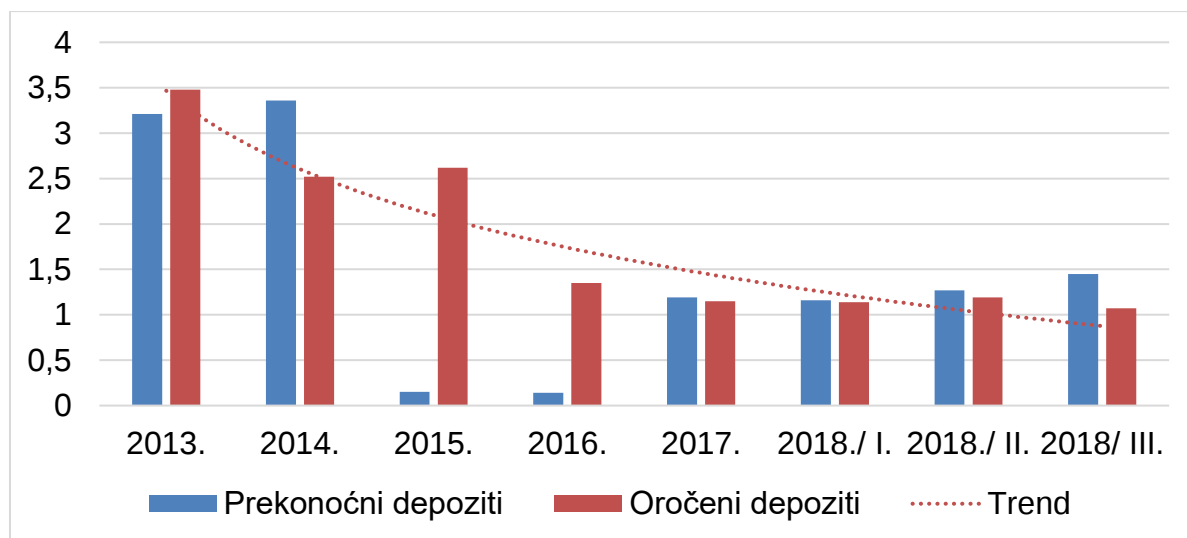
odnosu na početnu godinu. Kamate su na oročene depozite s valutnom i bez valutne klauzule bez znatnih razlika.

Grafikon 4: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske depozite s valutnom klauzulom (u postocima), novi poslovi - kućanstva



Izvor: vlastita izrada prema podacima iz Tablice 3

Grafikon 5: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske depozite s valutnom klauzulom (u postocima), novi poslovi - nefinancijska društva



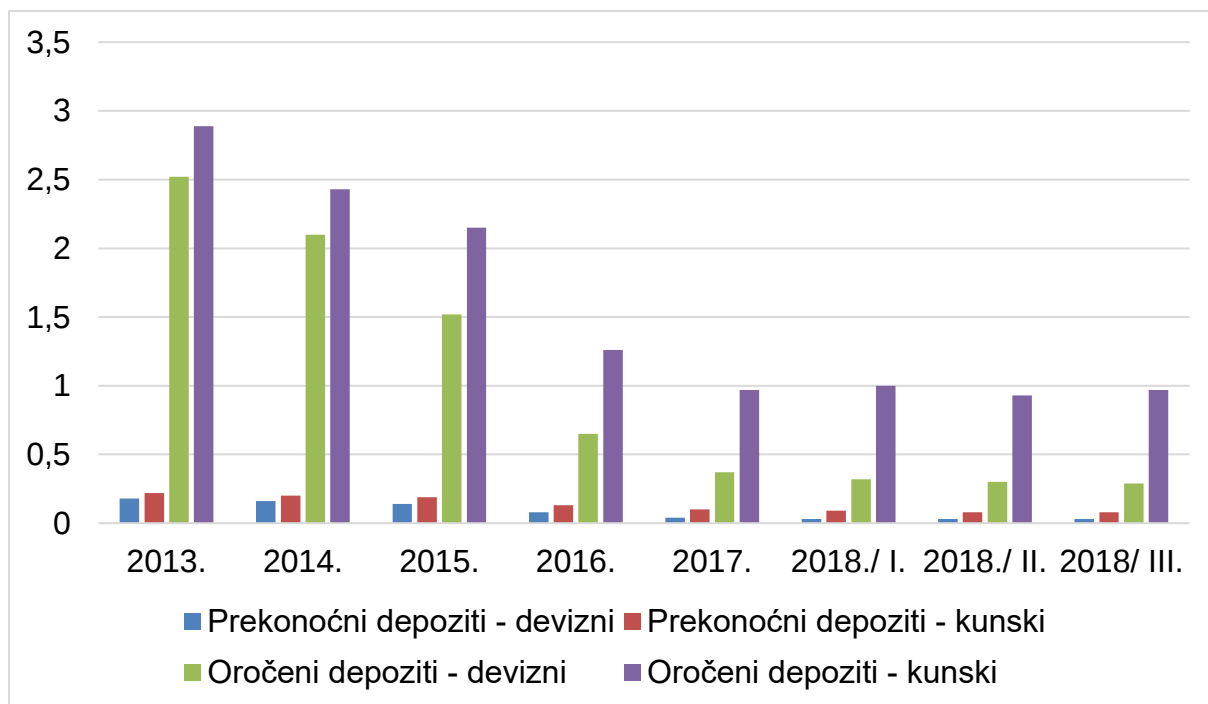
Izvor: vlastita izrada prema podacima iz Tablice 3

Tablica 4: Kamatne stope kreditnih institucija na devizne depozite (u postocima), novi poslovi

|            | Kućanstva           |                  | Nefinancijska društva |                  |
|------------|---------------------|------------------|-----------------------|------------------|
|            | Prekonoćni depoziti | Oročeni depoziti | Prekonoćni depoziti   | Oročeni depoziti |
| 2013.      | 0,18                | 2,52             | 0,25                  | 1,41             |
| 2014.      | 0,16                | 2,10             | 0,08                  | 1,39             |
| 2015.      | 0,14                | 1,52             | 0,07                  | 0,55             |
| 2016.      | 0,08                | 0,65             | 0,09                  | 0,20             |
| 2017.      | 0,04                | 0,37             | 0,03                  | 0,63             |
| 2018./ I.  | 0,03                | 0,32             | 0,03                  | 0,48             |
| 2018./ II. | 0,03                | 0,30             | 0,03                  | 0,81             |
| 2018/ III. | 0,03                | 0,29             | 0,03                  | 0,40             |

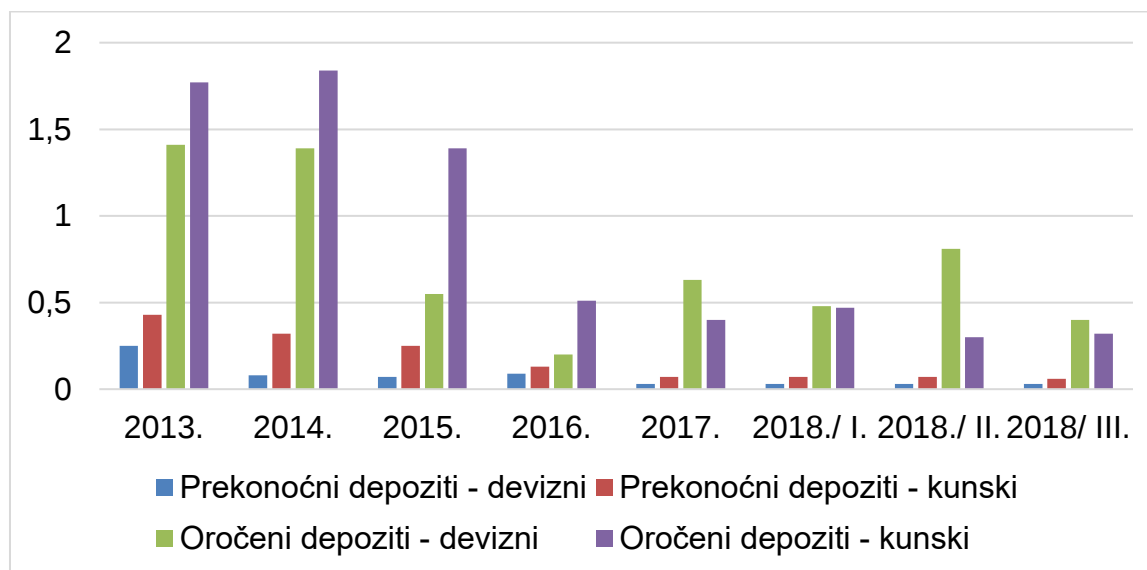
Izvor: vlastita izrada prema podacima HNB, Bilten 243, str. 55.

Grafikon 6: Razlika između kamatnih stopa na kunske i devizne depozite (kućanstva)



Izvor: vlastita izrada prema podacima iz Tablice 1 i Tablice 4

Grafikon 7: Razlika između kamatnih stopa na kunske i devizne depozite (nefinancijska društva)



Izvor: vlastita izrada prema podacima iz Tablice 1 i Tablice 4

Kamatne stope na kunske i devizne depozite kućanstva se tijekom promatranog razdoblja nisu značajno razlikovale, osim kod kamatne stope na kunske oročene depozite bez valutne klauzule koje su veće nego kod istih deviznih depozita za 0,68 postotna boda tekuće godine odnosno za 70 posto.

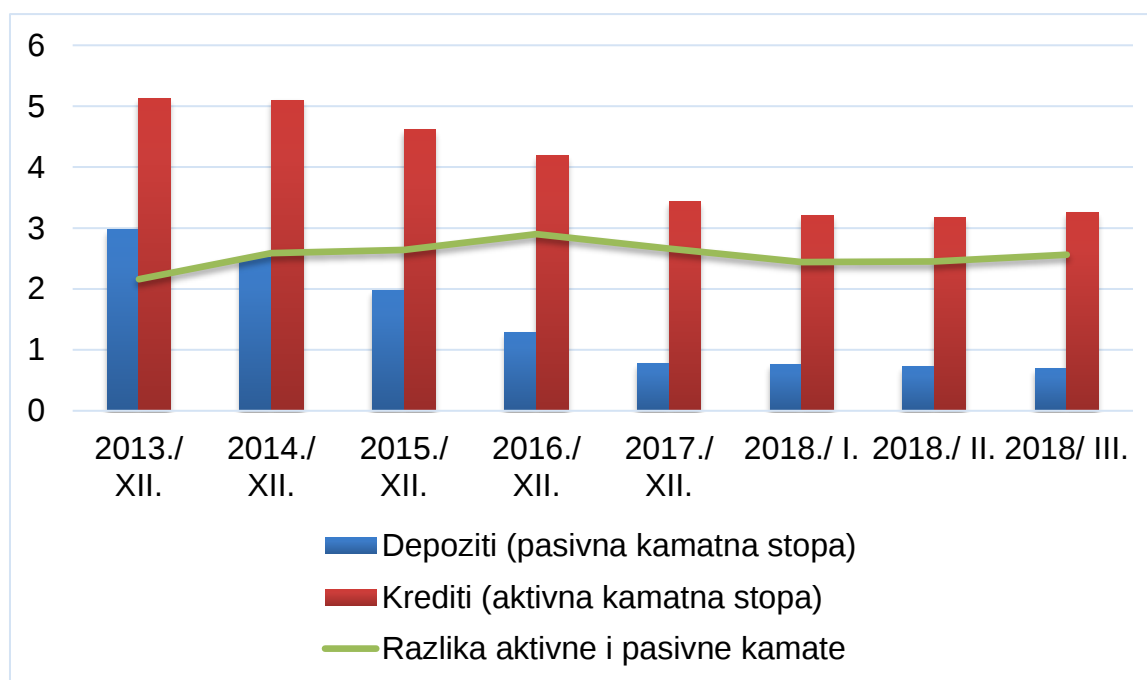
Nadalje, Grafikon 6 upućuje na zaključak da su kamatne stope na kunske depozite (bez valutne klauzule) kućanstva u razdoblju od 2013. do 2018. godine veće od kamata na devizne depozite bilo da je riječ o prekonočnim ili oročenim depozitima. Posljednje tri godine uočljivo je da kamatna stopa na oročene (kunske) depozite stagnira i uzastopno bilježi 1 posto ili nešto niže te je isto slučaj i sa prekonočnim deviznim depozitima koji u spomenutom razdoblju ostvaruju 0,03 posto kao i sa oročenim deviznim depozitima kućanstva koji bilježe približno 0,30 posto posljednjih godina.

Veće oscilacije primjetne su na Grafikonu 7 koji prikazuje razlike između kamatnih stopa na kunske i devizne depozite nefinancijskih društva koje bilježe velike promjene u razdoblju od 2014. do 2017. godine, a tekuće se godine stabiliziraju na razini nižoj i s manjim razlikama.

Ovisno o monetarnoj politici koju središnja banka provodi uz odobrenje državne vlasti, formiraju se i uređuju aktivne i pasivne kamatne stope. Primjerice, uslijed povećane potražnje kredita, kreditne institucije mogu povećati kamate kako bi se ponuda i potražnja međusobnim djelovanjem uravnotežile i smanjile potražnju. U suprotnom se, posebice u razvijenim zemljama i u posljednje vrijeme, kamatne stope snižavaju kako bi pokrenule cjelokupnu privredu i rezultirale poticajem investicija u gospodarstvu te potrošnje građana budući da je tada novac lakše i jeftinije dostupan.

Iako se ponekad neto kamatna marža i razlika između aktivne i pasivne kamatne stope poistovjećuju, bitno je naglasiti razliku budući da je neto kamatna marža određena strukturom bilance i kamatnim stopama koje primjenjuju na pojedine stavke aktive i pasive, a u omjer stavlja razliku kamatnih prihoda i troškova te ukupne imovine. Na neto kamatnu maržu utječe i imovina koja ne donosi prihode i obveze na koje se ne plaćaju kamate.<sup>16</sup>

Grafikon 8: Kamatne stope na devizne depozite i kredite (stanje u postocima)



Izvor: vlastita izrada prema podacima HNB, Bilten 243, str. 63.

<sup>16</sup> A. Pavković, *Instrumenti vrednovanja uspješnosti poslovnih banaka*, Zagreb, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 2004., str. 183.

Grafički prikaz sadrži podatke koji prate kretanje aktivnih i pasivnih kamatnih stopa te kretanje razlike kamate na kredite i depozite u razdoblju od posljednjih pet godina. Primjetno je da je posljednjih godina (uz neznatne odmake od trenda) razlika između aktivne i pasivne kamatne stope rastućeg trenda te se očekuju ista takva kretanja što znači da kreditne institucije ostvaruju sve više profita od naknada za odobravanje kredita, a istovremeno novčano-suficitarne jedinice ostvaruju sve manje prinose ukoliko odluče višak sredstava dati na raspolaganje banci ili drugoj kreditnoj instituciji što može biti destimulirajuće ili rezultirati efektom stagnacije na cjelokupno gospodarstvo. Sukladno tome, pojavljuje se pitanje isplati li se uopće štedjeti u za to ovlaštenim društvima ili kreditnim institucijama budući da kroz godine vrijednost novca prirodno opada odnosno inflacija raste, a realni prinosi na štednju i oročene depozite strmovito opadaju iz dana u dan. Je li potrebna reakcija nacionalne središnje banke u svrhu stimulacije „mrtvog kapitala“ koji građani "drže u čarapama kod kuće" jer gotovo da tako jednako vrijedi kao i oročena sredstva koja će biti vraćena uz minimalan prinos? Budući da ne postoji mogućnost ostvarenja prinosa od štednje kod kuće i da prinos od ostavljanja istog bez njegove funkcije nepostojeći i uvijek manji od minimalnog prinosa ostvarenog depozitima položenim u banku ili drugu kreditnu instituciju, ulaganje je u odnosu na držanje novca bolja opcija za pojedinca koji ostvaruje prinos, a time i za kreditnu instituciju koja dobiva kapital i preusmjerava ih novčano-deficitarnim jedinicama. Također, s obzirom na činjenicu da su banke danas visoko regulirane te je i u interesu HNB-a da one svoje poslovanje ne okončaju te na taj način uzrokuju šokove za financijsko tržište, i investitori odnosno pojedinci koji žele štedjeti ili oročiti svoja sredstva, mogu biti relativno sigurni da neće, uslijed neočekivanih događa, izgubiti svoja sredstva.

### **3.4 Eskontna kamatna stopa HNB**

Važnost eskontne (diskontne) kamatne stope ogleda se u činjenici da predstavlja temelj za formiranje kamata na tržištu, a ujedno je i instrument monetarno-kreditne politike kojom HNB utječe na ponudu i potražnju za novcem odnosno visinu

novčanog optjecaja.<sup>17</sup> S obzirom na utjecaj eskontne stope HNB na financijsko tržište, ponudu novca te na privredu u cjelini, slijedi analiza kretanja navedene kamatne stope.

Tablica 5: Kretanje eskontne kamatne stope HNB od 2008. do 2018. godine (u postocima)

| Mjesec/ godina          | Eskontna kamatna stopa HNB |
|-------------------------|----------------------------|
| 2008.                   | 9,0                        |
| 2009.                   | 9,0                        |
| 2010.                   | 9,0                        |
| 01. - 06. 2011.         | 9,0                        |
| 07. - 12. 2011.         | 7,0                        |
| 2012.                   | 7,0                        |
| 01.01. - 29. 06. 2013.  | 7,0                        |
| 30. 06. - 31. 12. 2013. | 7,0                        |
| 2014.                   | 7,0                        |
| 01.01. - 31. 07. 2015.  | 7,0                        |
| 01. 08. - 22. 10. 2015. | 7,0                        |
| 23. 10. 2015. -         | 3,0                        |

Izvor: vlastita izrada prema RRI F, Stručne informacije, Zagreb, 24. siječanj 2018.

Eskontna kamatna stopa središnje banke Republike Hrvatske je kroz promatrano razdoblje od posljednjih deset godina kontinuirano bilježila pad, a konačno se smanjila za 3 puta od početnih 9,0 posto te od listopada 2015. godine do danas iznosi 3,0 posto. Posljednje smanjenje eskontne kamatne stope od strane HNB-a stupilo je na snagu na sjednici Savjeta HNB 23. listopada 2015. godine, a sukladno sveobuhvatnim mjerama nastojao se smanjiti pritisak na deviznom i novčanom tržištu

<sup>17</sup> V. Srb, B. Matić i B. Marković, *Monetarne financije*, Osijek, Ekonomski fakultet u Osijeku, 2003.

izazvan zakonskim izmjenama kojim se regulirala konverzija i otpis kredita s valutnom klauzulom u švicarskom franku građanima. Uz provođenje mjera poput devizne intervencije ne bi li se povećala devizna likvidnost, sniženje kamatne stope na lombardne kredite i eskontne kamatne stope rezultiralo je monetarnim kretanjima kojima HNB nastoji nastaviti razduživanje stanovništva i poduzeća što navodi na zaključak da je središnja banka Republike Hrvatske uspješno reagirala na fluktuacije i tržišne nepravilnosti nastojala ublažiti svojom intervencijom te tako i ostvariti svoju ulogu na financijskom tržištu. <sup>18</sup>

### **3.5 Kretanje EURIBOR kamatne stope u Hrvatskoj i europskim zemljama od 2017. do 2018. godine**

Za zemlje eurozone, zemlje čije je gospodarstvo u većoj mjeri euroizirano i države članice Europske unije kao i za međunarodne financijske institucije sa značajnim operacijama na europodručju je, osim proučavanja kretanja kamatnih stopa na depozite domaće valute, bitno proučavati i pratiti kretanje referentne tromjesečne kamatne stope velikog tržišta novca u eurima - EURIBOR<sup>19</sup>. Tromjesečna kamatna stopa predstavlja reprezentativnu kratkoročnu seriju kamatnih stopa za domaće tržište novca. Slijedi tablični i grafički prikaz spomenute kamatne stope u razdoblju od 2017. do 2018. godine.

---

<sup>18</sup> HNB, *Priopćenja*, [website], 2018, [www.hnb.hr/javnost-rada/priopcenja/hnb](http://www.hnb.hr/javnost-rada/priopcenja/hnb), (pristupljeno 17. kolovoza 2018.)

<sup>19</sup> "EURO InterBank Offered Rate" (EURIBOR) je referentna stopa velikog tržišta novca u eurima koje je nastalo 1999 godine. To je stopa po kojoj europske međubankarske oročene depozite jedna vrhunska (eng. *prime*) banka daje drugoj vrhunskoj banci.

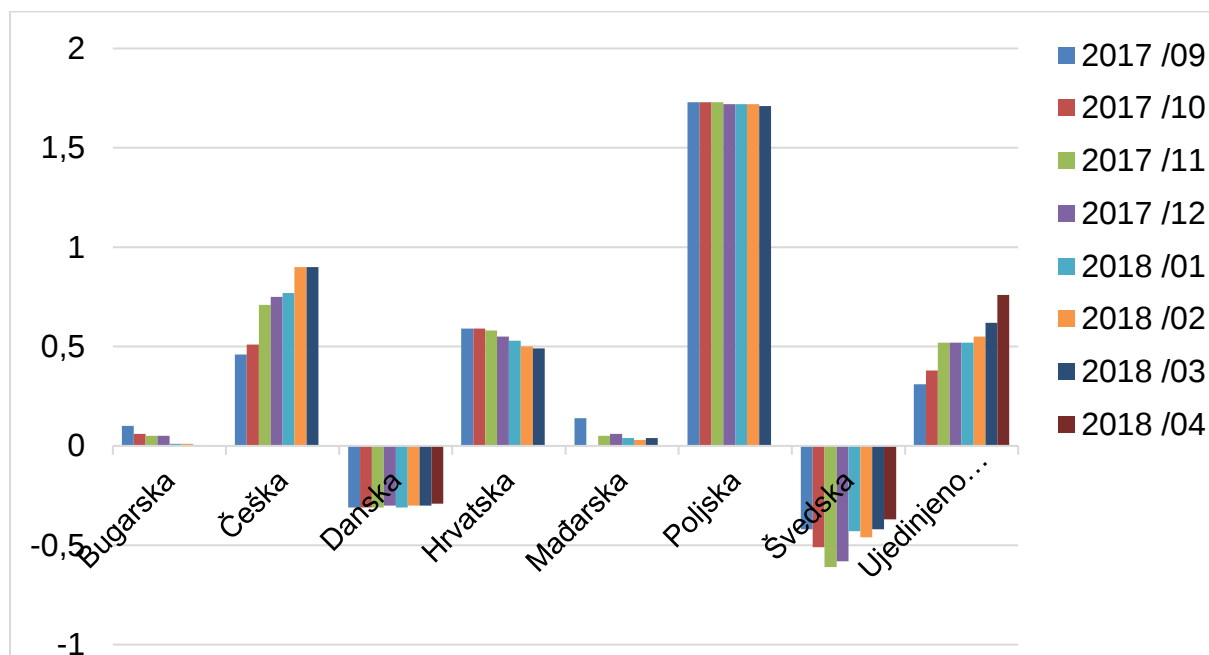
Tablica 6: Kretanje mjesečne kamatne stope EURIBOR u Hrvatskoj i odabranim europskim zemljama od 2017. do 2018. godine (u postocima)

| Država/vrijeme            | 2017<br>/09 | 2017<br>/10 | 2017<br>/11 | 2017<br>/12 | 2018<br>/01 | 2018<br>/02 | 2018<br>/03 | 2018<br>/04 |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Bugarska                  | 0,1         | 0,06        | 0,05        | 0,05        | 0,01        | 0,01        | 0           | /           |
| Češka                     | 0,46        | 0,51        | 0,71        | 0,75        | 0,77        | 0,9         | 0,9         | /           |
| Danska                    | -0,31       | -0,31       | -0,31       | -0,3        | -0,31       | -0,3        | -0,3        | -0,29       |
| Hrvatska                  | 0,59        | 0,59        | 0,58        | 0,55        | 0,53        | 0,5         | 0,49        | /           |
| Mađarska                  | 0,14        | /           | 0,05        | 0,06        | 0,04        | 0,03        | 0,04        | /           |
| Poljska                   | 1,73        | 1,73        | 1,73        | 1,72        | 1,72        | 1,72        | 1,71        | /           |
| Švedska                   | -0,42       | -0,51       | -0,61       | -0,58       | -0,43       | -0,46       | -0,42       | -0,37       |
| Ujedinjeno<br>Kraljevstvo | 0,31        | 0,38        | 0,52        | 0,52        | 0,52        | 0,55        | 0,62        | 0,76        |

Izvor: Eurostat, ECB

Za usporedbu i analizu odabrane su zemlje različitih gospodarstava, uvjeta i razvijenosti tržišta odnosno susjedne zemlje, skandinavske zemlje, zemlje Europske unije i zemlje čija je privreda slična onoj Republike Hrvatske te Ujedinjeno Kraljevstvo kao zemlja koja je nedavno istupila iz jedne od najutjecajnijih međunarodnih integracija od regionalne i svjetske važnosti - EU. S obzirom na navedene razlike među zemljama izdvojenim za analizu kretanja mjesečne kamatne stope EURIBOR, same kamatne stope velikog europskog tržišta novca se međusobno znatno razlikuju. Primjerice, skandinavske zemlje (Danska i Švedska) unutar promatranog razdoblja bilježe negativnu EURIBOR kamatnu stopu kojoj se vrijednost neznatno blago povećava krajem razdoblja odnosno ostvaruje manje negativnu vrijednost. Naprotiv, Poljska od analiziranih gospodarstava, bilježi najveću vrijednost spomenute kamatne stope koja je u prosjeku 1,72 posto dok skandinavske zemlje ostvaruju kamatu u intervalu od -0,3 do -0,6 posto.

Grafikon 9: Kretanje tromjesečne kamatne stope EURIBOR u Hrvatskoj i europskim zemljama od 2017. do 2018. godine (u postocima)



Izvor: vlastita izrada prema podacima iz Tablice 7

EURIBOR kamatna stopa je u Hrvatskoj od 2017. do 2018. godine bilježila 0,59 do 0,49 posto odnosno krajem razdoblja ostvaruje blagi pad te je po kretanju najslićnija onom u Ujedinjenom Kraljevstvu i Češkoj. Od analiziranih država, najniže pozitivne vrijednosti sa kretanjima jednakog intenziteta ostvaruju Mađarska i Bugarska kod kojih se EURIBOR kamatna stopa kreće u intervalu od 0,14 do 0,04, a u Bugarskoj je prema posljednjim podacima izjednačena s nulom.

Također, u razdoblju od rujna 2017. do travnja 2018. godine najveća prosječna odstupanja od prosječnih kretanja analizirane kamatne stope zabilježena su kod Češkog gospodarstva i Ujedinjenog Kraljevstva. Najveće prosječno odstupanje od 0,13 ostvaruje Češka, a slijedi Ujedinjeno Kraljevstvo 0,09 prosječnog odstupanja od prosjeka. Najmanje pak odstupanje od prosječnih vrijednosti imaju Danska i Poljska s 0,01 prosječnog odstupanja, a slijede Mađarska i Hrvatska također s jednakim tendencijama kretanja EURIBOR kamatnih stopa gdje je u promatranom razdoblju prosječno odstupanje od prosjeka iznosilo 0,03. Iz analiziranih podataka moguće je zaključiti da se tromjesečne kamatne stope (EURIBOR) među državama razlikuju ovisno o njihovoj gospodarskoj situaciji zbog čega je ove podatke zahtjevno

međusobno uspoređivati, međutim uočljivo je da sve države svojim mjerama monetarne politike nastoje odstupanja kamatnih stopa držati što nižima kako one ne bi imale negativan utjecaj na privredu i zadale financijske šokove ili rezultirale neracionalnim donošenjem odluka investitora, kućanstava i društva u cjelini.

Važnost kretanja kamatnih stopa bez izraženih i naglih odstupanja u kratkom vremenskom razdoblju ogleda se u činjenici da njihovo kretanje može imati stimulativni i destimulativni učinak na tržište novca odnosno financijsko tržište. Niske kamatne stope potiču. Također, na tržištima se odvijaju i devizne transakcije koje rezultiraju međuovisnošću i povezanošću različitih financijskih tržišta s mogućnošću prelijevanja zbog čega svake izražene fluktuacije i velika odstupanja od prosjeka mogu imati destabilizirajući ili nepovoljan učinak za sve sudionike na financijskim tržištima. Budući da je cijelo društvo izravno ili neizravno sastavni i neizostavni dio financijskog sustava te tržišta novca s položenim, oročenim sredstvima kod kreditnih institucija i investicijskih fondova te primljenim zajmovima i korištenjem ostalih usluga dostupnih na financijskom tržištu, praćenje, analiza i pravovremena reakcija HNB-a je od velike važnosti za tržište i neophodna za gospodarstvo to jest društvo. Također, o transakcijama na domaćem financijskom tržištu ne ovise samo komponente i kretanja zabilježena na istom, već i mikro i makro okruženje te makroekonomske varijable kako na domaćem, tako i na inozemnom tržištu. Sukladno navedenom, investitor će novčana sredstva uložiti tamo gdje je povrat odnosno prinos na uložena sredstva veći što će zatim rezultirati izvozom kapitala (ukoliko je kamatna stopa u inozemstvu veća nego u domicilu) ili uvozom kapitala (ukoliko je domaća kamatna stopa veća od inozemne), a pritom je relevantna i informacija o koristi od razlike promptnog i terminskog tečaja. Zaključno, HNB ne promatra kretanje određenih varijabli kao temeljnih sastavnica financijskog tržišta zasebno, već iste ima potrebu pratiti i analizirati njihov tijek u ovisnošću s ostalim varijablama na financijskom tržištu kao što je opća razina cijena, realni dohodak ili devizni tečaj. Nadalje, bilo kakvo djelovanje HNB na financijskom tržištu nema jednoobrazni učinak stoga ona dodatno vodi računa o svojim akcijama i intervencijama u gospodarstvu koje su promišljene i usklađene te složene za poimanje i provođenje. Može se reći da financijski sektor u Hrvatskoj ostvaruje rast kao rezultat uključivanja u proces globalizacije i to u njegovim financijskim, tehnološkim i ideološkim aspektima.

## 4. INFLACIJA I CIJENE

### 4.1 Cijene i stabilnost

Osnovni cilj monetarne politike i temeljna uloga HNB na nacionalnom financijskom tržištu jest reguliranje i upravljanje stabilnošću cijena odnosno inflacijom. U tržišnom gospodarstvu cijene proizvoda i usluga podložne su oscilacijama i promjenama sukladno tržišnim kretanjima - cijene nekad rastu, a nekad padaju. O inflaciji govorimo kada dođe do općeg povećanja cijena robe i usluga, a ne povećanja cijena pojedinih artikala te se može definirati kao stalan rast opće razine cijena dobara i usluga što se na gospodarstvo odražava padom kupovne moći neke valute koja tada vrijedi manje nego prije. Cilj monetarne politike i HNB nije da inflacija bude jednaka nuli, već da njena vrijednost bude dovoljno stimulativna u dugom roku kako bi omogućila održivi gospodarski rast i multiplikativno potaknula rast i razvoj ostalih sektora putem raznih kanala. Također, niskom inflacijom potiče se racionalnije donošenje odluka o potrošnji, štednji i investicijama koje su potaknute smanjenom premijom na inflacijski rizik ugrađenoj u kamatne stope te se potiče efektivnija raspodjela resursa kojima gospodarstvo raspolaže što u konačnici stvara podlogu za povećanje blagostanja i proizvodnog kapaciteta.<sup>20</sup> Najčešće metode mjerenja inflacije jesu putem indeksa potrošačkih cijena, harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena te trenutačna inflacija, a u radu slijedi kratki osvrt na prve dvije metode mjerenja.

### 4.2 Indeks potrošačkih cijena

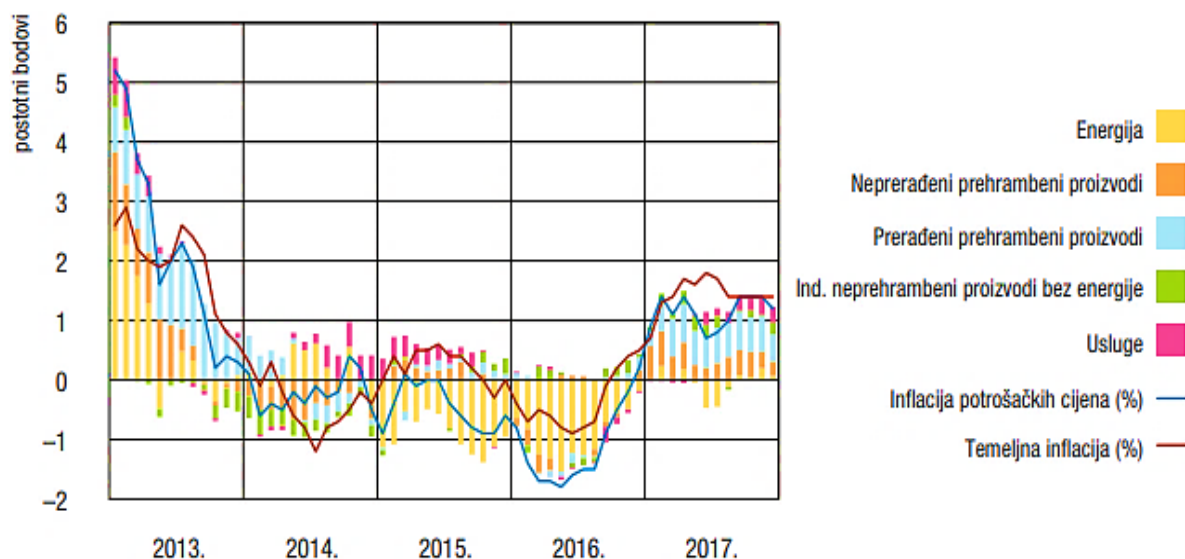
Promjene u razini cijena dobara i usluga koje u određenom vremenu privatno kućanstvo nabavlja, upotrebljava ili ih plaća radi potrošnje odražavaju se indeksom potrošačkih cijena (u nastavku IPC) koji pored metode mjerenja inflacije ima i ulogu usporedbe kretanja cijena između gospodarskih sektora. U Hrvatskoj se izračunava temeljem reprezentativne košarice dobara koja uključuje oko 890 proizvoda,

---

<sup>20</sup> Europska središnja banka, *Što je inflacija?*, [website], [www.ecb.europa.eu/ecb/educational/hicp/html/index.hr.html](http://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/hicp/html/index.hr.html), (pristupljeno 23. kolovoza 2018.)

prikupljenih 38 000 cijena na unaprijed određenom uzorku 9 lokacija prodajnih mjesta.<sup>21</sup>

Slika 1: Inflacija potrošačkih cijena 2013. - 2017. godine



Izvor: HNB, *Godišnje izvješće 2017*, Zagreb, lipanj 2018., str. 28.

Slika 2 prikazuje ubrzanu inflaciju potrošačkih cijena 2017. godine u odnosu na prethodnu godinu, a prosječno iznosi 1,1% za razliku od prošlogodišnjih –1,1% kao rezultat povećanja cijena nafte i određenih prehrambenih proizvoda te inflatornih pritisaka. Blago rastuća inflacija imala je za posljedicu zamjetan rast cijena hrane uslijed povećanja potražnje za proizvodima (mlijeko, maslac, meso i povrće) na svjetskom tržištu, viška potražnje nad ponudom zbog slabljenja interesa za stočarstvom, a navedeni indikatori manje su došli do izražaja budući da je smanjenjem stope poreza na električnu energiju došlo do pada cijena tog energenta. Poskupljenje prehrambenih proizvoda i rast cijena ugostiteljskih usluga zbog povećanja PDV-a na te usluge te jačanje domaće potražnje uzrokovalo je i ubrzanu temeljnu inflaciju<sup>22</sup>. Međutim, smanjenje stope PDV-a na električnu energiju te administrativne odluke ublažile su rast inflacije dok su suprotan učinak imale povećane naknade za obnovljive izvore energije i rast trošarina na cigarete i automobile. IPC usluga također ostvaruje

<sup>21</sup> DZS, *Metodološka objašnjenja*. [website], 2018, [www.dzs.hr](http://www.dzs.hr), (pristupljeno 23. kolovoza 2018.)

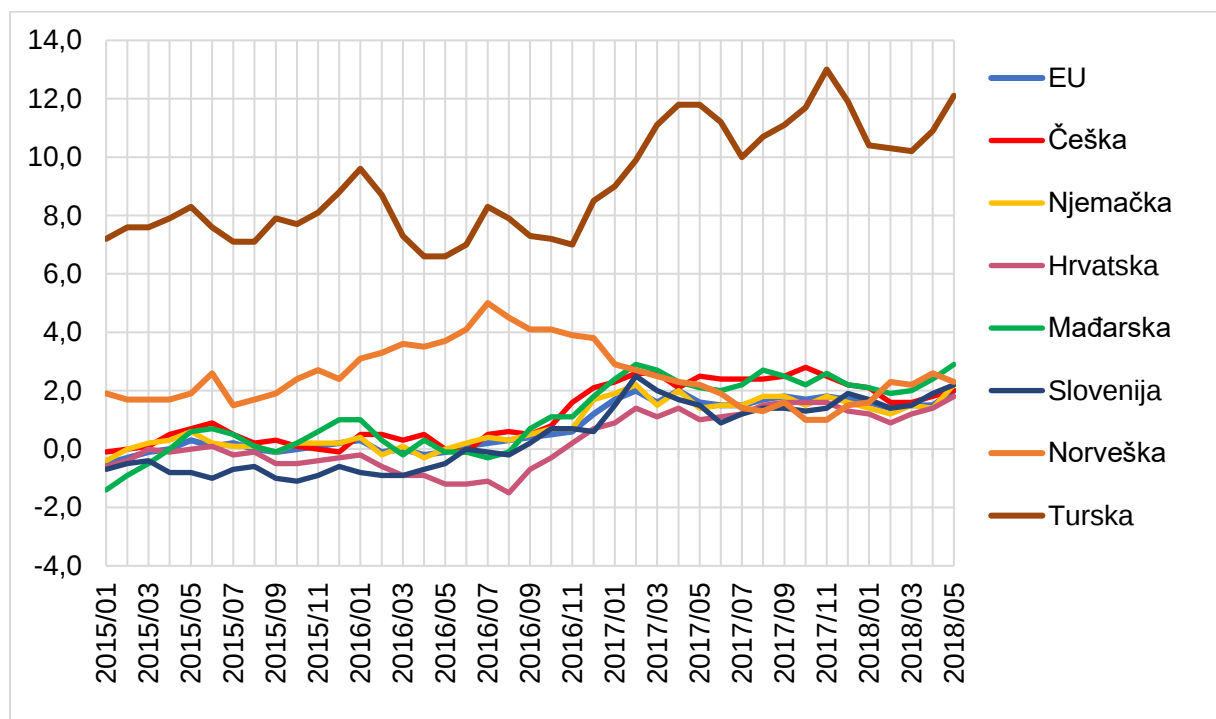
<sup>22</sup> Temeljna inflacija ne uključuje cijene poljoprivrednih proizvoda, energije ni cijene proizvoda koje se administrativno reguliraju.

rast u 2017. godini, a iznosi prosječno 0,4% - još uvijek ispod dosadašnjih rezultata. Nadalje, rastu cijene ugostiteljskih usluga zbog povećanja stope PDV-a na iste, a u padu su cijene komunikacija kao posljedica pada cijena bežičnih telefonskih usluga čime se Hrvatska bliži regulativi Europske komisije o tehnološkom napretku kroz smanjenje cijena komunikacija i jačanje konkurentnosti.<sup>23</sup>

#### 4.3 Harmonizirani indeks potrošačkih cijena

Harmonizirani indeksi potrošačkih cijena (HIPC) jesu ekonomski pokazatelji koji prate jednaka kretanja kao i IPC, a izračunati su prema harmoniziranom pristupu i posebnom skupu definicija koji omogućuje usporedivost među državama članicama Europske unije i europodručja.<sup>24</sup>

Grafikon 10: HICP Republike Hrvatske i odabranih zemalja - mjesečni podaci (godišnja stopa promjene)



Izvor: vlastita izrada prema podacima Eurostata. Dostupno na: [appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=prc\\_hicp\\_manr&lang=en](https://appsso.eurostat.ec.europa.eu/nui/show.do?dataset=prc_hicp_manr&lang=en)

<sup>23</sup> HNB, *Godišnje izvješće*, Zagreb, lipanj 2018., str. 28.

<sup>24</sup> HNB, *Indeksi cijena*, [website], 2017, [www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/odabrane-nefinancijske-statistike/indeksi-cijena](http://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/odabrane-nefinancijske-statistike/indeksi-cijena), (pristupljeno 23. kolovoza 2018.)

Grafikon prikazuje odstupanje Turske od prosjeka u posljednje tri godine, dok je većina ostalih zemalja svoj HICP uz blage oscilacije držala stabilnim nakon manjih turbulencija u ljetnim mjesecima 2016. godine te proljetnim mjesecima 2017. godine.

Tablica 7: Kretanje HIPC u Hrvatskoj od 2008. do 2018. godine

| <b>Godina<br/>/mjesec</b> | <b>HIPC ukupno</b> | <b>Godišnja<br/>stopa<br/>promjene<br/>(u %)</b> | <b>Godina/<br/>mjesec</b> | <b>HIPC<br/>ukupno</b> | <b>Godišnja<br/>stopa<br/>promjene<br/>(u %)</b> |
|---------------------------|--------------------|--------------------------------------------------|---------------------------|------------------------|--------------------------------------------------|
| <b>2008/01</b>            | 87,58              | 5,8                                              | <b>2013/11</b>            | 99,72                  | 0,7                                              |
| <b>2008/06</b>            | 90,68              | 7,3                                              | <b>2014/04</b>            | 100,21                 | -0,1                                             |
| <b>2008/11</b>            | 90,16              | 4,5                                              | <b>2014/09</b>            | 100,88                 | 0,2                                              |
| <b>2009/04</b>            | 91,92              | 3,5                                              | <b>2015/02</b>            | 98,88                  | -0,4                                             |
| <b>2009/09</b>            | 91,32              | 0,9                                              | <b>2015/07</b>            | 100,81                 | -0,2                                             |
| <b>2010/02</b>            | 91,74              | 0,9                                              | <b>2015/12</b>            | 98,99                  | -0,3                                             |
| <b>2010/07</b>            | 92,84              | 0,9                                              | <b>2016/05</b>            | 99,49                  | -1,2                                             |
| <b>2010/12</b>            | 92,79              | 1,7                                              | <b>2016/10</b>            | 99,84                  | -0,3                                             |
| <b>2011/05</b>            | 95,19              | 2,5                                              | <b>2017/03</b>            | 99,92                  | 1,1                                              |
| <b>2011/10</b>            | 95,02              | 2,5                                              | <b>2017/08</b>            | 101,00                 | 1,5                                              |
| <b>2012/03</b>            | 96,47              | 2,1                                              | <b>2017/09</b>            | 101,32                 | 1,6                                              |
| <b>2012/08</b>            | 98,52              | 4,1                                              | <b>2018/01</b>            | 100,75                 | 1,2                                              |
| <b>2013/01</b>            | 98,99              | 4,6                                              | <b>2018/05</b>            | 102,27                 | 1,8                                              |
| <b>2013/06</b>            | 100,45             | 2,2                                              |                           |                        |                                                  |

Izvor: vlastita izrada prema HNB (Eurostat). Dostupno na: [www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/odabrane-nefinancijske-statistike/indeksi-cijena](http://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/odabrane-nefinancijske-statistike/indeksi-cijena)

Tablica pokazuje da je HIPC u Hrvatskoj od 2008. u ukupnom iznosu bilježi tendenciju rasta od 15 u apsolutnom iznosu te 17-postotni rast sa početnih 88 na današnjih 102. Unatoč normalnoj tendenciji rasta koja je zabilježena i kod ostalih odabranih zemalja, Hrvatska i dalje ostvaruje nisku i relativno stabilnu razinu inflacije stoga HNB svoju ulogu na financijskom tržištu u ovom području uspijeva učinkovito ostvariti.

Temeljni cilj HNB-a i monetarne politike u uvjetima globaliziranog društva i ekonomije, ne može biti samo održavanje dugoročne stabilnosti cijena na robnom tržištu i tržištu usluga, već je potrebno usmjeravati nacionalno gospodarstvo prema stabilnosti integralne razine cijena za koju posebno značajno protucikličko djelovanje u području financijskih tokova. Također, kao što monetarna politika utječe na kretanje ekonomskih varijabli na financijskom tržištu te na održavanje njihove stabilnosti, tako i

kretanja na navedenim tržištima imaju povratni utjecaj na monetarne tokove u sve većoj mjeri što znači da sustav u kojem HNB regulira i stabilizira kretanje na tržištu novca djeluje dvosmjerno i da je "komuniciranje" središnje banke Republike Hrvatske s tržištem složeno i od utjecaja za sve sfere financijskog tržišta, a ne određene pozicije na koje se nastojalo utjecati i stabilizirati ih. Nadalje, međuovisnost svih aspekata financijskog tržišta ogleda se u činjenici da se priljev stranog kapitala unutar nacionalnog gospodarstva manifestira različito na tržištu roba i usluga i tržištu novca što može dovesti do međuzavisnosti financijskih i monetarnih tokova te primjerice rezultirati rastom kredita i ukupnih monetarnih agregata, rastom cijena i vrijednosnica, a da inflacija mjerena IPC-om ostane na niskim razinama.

Ono što također ima velike implikacije na kretanja i volatilnosti na financijskom tržištu jesu očekivanja glede rizika i povrata na investicije. Kada dođe do promjene spomenutih očekivanja, zbog rasta kamatnih stopa, promjena tečaja, političkog okruženja ili sličnog, dolazi do pada cijena i nepovoljnog utjecaja na makroekonomske varijable te cijeli realni sektor tada može biti visoko zadužen i s niskom investicijskom aktivnošću. Navedeno nalaže da se sve komponente i utjecajni faktori financijskog tržišta ne mogu i ne smiju promatrati, pratiti i analizirati odvojeno budući da su međusobno povezani i da pozitivno djelovanje na jednom području tržišta može negativno rezultirati na drugom, ali može se i dodatno naglasiti ekonomsko stanje glede kojeg se nastoje napraviti preinake i koje se nastoji suzbiti ili stabilizirati.<sup>25</sup>

---

<sup>25</sup> HNB, Financijska tržišta i monetarna politika, [website], 2016., <https://www.hnb.hr/-/16-konferencija-zagrebacke-burze>, (pristupljeno 23. kolovoza 2018.)

## 5. TEČAJ

### 5.1 Tečajni režim

Kako su se kroz povijest razvijala razna društvena i znanstvena područja, tako se s vremenom razvijao i mijenjao sustav tečajnog režima u europskim i drugim zemljama, a u međuvremenu se proučavanjem istih uočavalo nedostatke i prednosti što je naposljetku omogućilo formiranje sustava tečajnog režima odgovarajućeg za tekuće gospodarsko stanje i društvene uvjete. Osnovna podjela tečajnih režima jest podjela na tri vrste tečaja: (a) fiksni, (b) fluktuirajući i (c) dualni odnosno višestruki devizni režim. Svi navedeni tečajni režimi imali su u vrijeme upotrebe, za privredu, društvo i središnju banku, i pozitivnih implikacija i nepravilnosti u radu što je dovodilo do prilagodbe i usavršavanja postojećeg sustava ili promjene istog. Tako je od 1920. - ih do 1970. - ih godina kod većine zemalja u upotrebi bio sustav fiksnog tečaja i stabilizatori zlatno-deviznog standarda. Nakon urušavanja sustava zlatno-deviznog standarda, većina zemalja u svojim monetarnim politikama i tečajnim režimima upotrebljava politiku fluktuirajućeg tečaja kojim se tečajevi valuta određuju djelovanjem ponude i potražnje što je slučaj i u Hrvatskoj.<sup>26</sup>

HNB se unutar formirane monetarne politike oslanja na režim upravljanog fluktuirajućeg tečaja kojom domaća valuta nije fiksno vezana za neku drugu stranu valutu ili košaricu valuta, a oslikava tendencije deviznog tržišta. Budući da je riječ o upravljano, a ne slobodno fluktuirajućem režimu, tečaj kune prema euru je formiran sukladno kretanju ponude i potražnje na deviznom tržištu, a HNB intervenira kada je potrebno ne bi li održala stabilnost nominalnog tečaja kune.<sup>27</sup>

Kada kuna slabi HNB prodaje devize i tako povlači kunu iz optjecaja čime dolazi do aprecijacije tečaja. U slučaju jačanja kune, HNB kupuje devize i u optjecaj stavlja više kuna, čime dolazi do deprecijacije tečaja.<sup>28</sup> Za razliku od tečaja kune prema euru (HRK/EUR), HNB nema mogućnost utjecaja na vrijednost kune prema drugim stranim valutama kao što su američki dolar ili funta odnosno švicarski franak (USD, GBP, CHF,

---

<sup>26</sup> Grgić, M., Bilas, V. (2008.) Međunarodna ekonomija, Zagreb: Lares d.o.o., str. 438.

<sup>27</sup> HNB, Temeljne funkcije, Monetarna politika, Tečajni režim. Dostupno na: [www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/tečajni-režim](http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/tečajni-režim)

<sup>28</sup> OTP invest, Financijski pojmovi, Devizni tečaj. Dostupno na: [www.otpinvest.hr/main.aspx?id=102](http://www.otpinvest.hr/main.aspx?id=102)

itd.) jer je njihova vrijednost određena odnosima eura i tih valuta na svjetskim deviznim tržištima.<sup>29</sup>

## 5.2 Zašto je važna stabilnost tečaja kune prema euru

Kako okvir monetarne politike može biti oblikovan sukladno odabranoj varijabli - kamatnoj stopi, nominalnom tečaju ili nekom monetarnom agregatu, tako je i odabrana varijabla koja predstavlja marginu oblikovanja monetarne politike od veće važnosti nacionalnoj središnjoj banci kao alat za provođenje ciljeva. Središnja banka Republike Hrvatske je za okvir monetarne politike odabrala stabilnost tečaja kune prema euru kao nominalno sidro monetarne politike. Sukladno navedenome, stabilnost tečaja jest alat HNB-a za postizanje i održavanje financijske stabilnosti, realne vrijednosti novca te makroekonomske stabilnosti zemlje, a posebice uz visok stupanj euroizacije hrvatskog bankovnog sustava. HNB pojam euroizacije objašnjava kao visoku zastupljenost strane valute u nekoj privredi, a ujedno i mjerom vrijednosti i valutom štednje u toj zemlji. HNB održava stabilnost tečaja kune prema euru u svrhu ostvarenja osnovnog cilja - stabilnosti cijena. Izbor monetarnog okvira i podloge monetarne politike ovisi o važnim obilježjima gospodarstva.<sup>30</sup> Za hrvatsko gospodarstvo to su:<sup>31</sup>

- izrazito visoka razina euroizacije (najvažnije obilježje),
- činjenica da je Hrvatska malo i otvoreno gospodarstvo,
- visoka uvozna ovisnost i
- visoka zaduženost u stranoj valuti svih domaćih sektora.

## 5.3 Tečajna lista i formiranje srednjeg tečaja

Sukladno ugovorenom prometu i tečajevima stranih valuta na tržištu stranih sredstava plaćanja, HNB svakodnevno utvrđuje vrijednost kune prema stranim valutama koja se objavljuje na tečajnici HNB-a, a temeljna valuta pri izradi tečajnice

---

<sup>29</sup> HNB, *Tečajni režim*, [website], 2015, [www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/tečajni-rezim](http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/tečajni-rezim), (pristupljeno 25. kolovoza 2018.)

<sup>30</sup> HNB, *Okvir monetarne politike*, 2015, [website], [www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/okvir-monetarne-politike](http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/okvir-monetarne-politike), (pristupljeno 25. kolovoza 2018.)

<sup>31</sup> loc. cit.

HNB je euro. Aritmetička sredina ponderiranoga kupovnog i prodajnog tečaja banaka predstavlja srednji tečaj kune za 1 euro (EUR) objavljen na tečajnici HNB. Navedeni ponderirani tečajevi banaka zasnivaju se na prometu u svim valutama te na tečajevima svih valuta, i to prometu i tečajevima koji su dogovoreni jedan radni dan prije dana utvrđivanja srednjeg tečaja. Vrijednost kune prema valutama koje nisu temeljna valuta, a uvrštene su u tečajnicu HNB-a, utvrđuje se dijeljenjem srednjeg tečaja kune za 1 euro (EUR) međuvalutnim odnosom eura i svih ostalih valuta koji na svjetskom deviznom tržištu vrijedi na dan formiranja tečajnice u 12.00 sati.<sup>32</sup>

Sljedeće analize putem tabličnih i grafičkih prikaza naglašavaju već istaknuto - uslijed visokog stupnja euroizacije i oblikovanjem okvira monetarne politike koji odgovara nacionalno-utjecajnim čimbenicima, HNB nastoji održavanjem stabilnog tečaja kune prema euru ostvariti svoj glavni cilj odnosno stabilnost cijena. Naime, u skladu sa specifičnim obilježjima nacionalne privrede kao što je visoka zaduženost većine sektora u stranoj valuti te razinom zastupljenosti eura u bilancama banaka kao i monetarnom politikom usmjerenom na očuvanje stabilnosti tečaja kune prema euru, HNB deviznim intervencijama ublažava eventualne prekomjerne oscilacije nominalnog tečaja kune prema euru.

Rezultat jačanja tečaja kune prethodne godine jest akcija HNB-a otkupom deviza s deviznog tržišta što je za posljedicu imalo stabilizaciju tečaja kojom je spriječeno prekomjerno jačanje kune. Razlog intervencije je posebice priljev deviznih sredstava rekordne turističke sezone, priljeva sredstava od strane fondova Europske unije te povoljnim gospodarskim aktivnostima i kretanjima.<sup>33</sup>

Ono što dolazi do izražaja jest nemogućnost utjecaja središnje banke Republike Hrvatske na vrijednost kune prema drugim stranim valutama budući da je vrijednost istih određena odnosima eura i tih valuta na deviznim tržištima što znači da, ukoliko dođe do većih oscilacija glede stranih valuta osim eura, HNB ne intervenira na deviznom tržištu već se odnosi formiraju djelovanjem slobodnih tržišnih mehanizama. Stoga je logično, a i dokumentirano, da najmanje prosječno odstupanje od prosjeka srednjeg deviznog tečaja od 2001. do travnja 2018. godine ostvaruje onaj prema euru

---

<sup>32</sup> HNB, *Tečajna lista*, [website], 2015, [www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/tečajna-lista](http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/tečajna-lista), (pristupljeno 25. kolovoza 2018.)

<sup>33</sup> HNB, *Godišnje izvješće* 2017, Zagreb, lipanj 2018., str. 32.

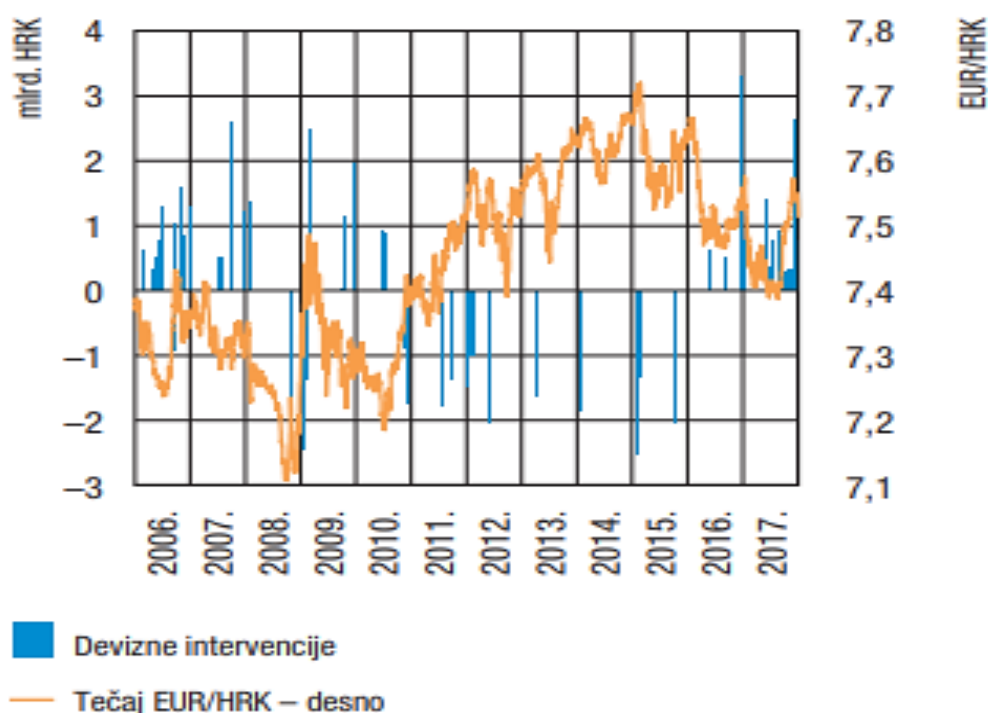
(HRK/EUR) od 0,09. Najveće prosječno odstupanje od 1,11 bilježi srednji tečaj kune prema britanskoj funti čije su oscilacije izraženije u posljednje četiri godine zbog Brexita - izlaska Velike Britanije iz Europske unije.

Tablica 8: Srednji devizni tečaj HNB od 2001. do 2018. godine

| <b>GODINA</b>    | <b>EUR/HRK</b> | <b>CHF/HRK</b> | <b>GBP/HRK</b> | <b>USD/HRK</b> |
|------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| <b>2001.</b>     | 7,471006       | 4,946810       | 12,010936      | 8,339153       |
| <b>2002.</b>     | 7,406976       | 5,049125       | 11,793108      | 7,872490       |
| <b>2003.</b>     | 7,564248       | 4,978864       | 10,943126      | 6,704449       |
| <b>2004.</b>     | 7,495680       | 4,854986       | 11,048755      | 6,031216       |
| <b>2005.</b>     | 7,400047       | 4,780586       | 10,821781      | 5,949959       |
| <b>2006.</b>     | 7,322849       | 4,656710       | 10,740292      | 5,839170       |
| <b>2007.</b>     | 7,336019       | 4,468302       | 10,731537      | 5,365993       |
| <b>2008.</b>     | 7,223178       | 4,553618       | 9,101622       | 4,934417       |
| <b>2009.</b>     | 7,339554       | 4,861337       | 8,233112       | 5,280370       |
| <b>2010.</b>     | 7,286230       | 5,285859       | 8,494572       | 5,500015       |
| <b>2011.</b>     | 7,434204       | 6,035029       | 8,566138       | 5,343508       |
| <b>2012.</b>     | 7,517340       | 6,237942       | 9,269634       | 5,850861       |
| <b>2013.</b>     | 7,573548       | 6,154290       | 8,922067       | 5,705883       |
| <b>2014.</b>     | 7,630014       | 6,282424       | 9,465973       | 5,749322       |
| <b>2015.</b>     | 7,609601       | 7,133762       | 10,489299      | 6,862262       |
| <b>2016.</b>     | 7,529383       | 6,907710       | 9,221675       | 6,803718       |
| <b>2017.</b>     | 7,460100       | 6,722335       | 8,517207       | 6,622397       |
| <b>2018./IV.</b> | 7,418312       | 6,247291       | 8,509012       | 6,037878       |

Izvor: vlastita izrada prema podacima HNB, Bilten 243, str. 76.

Slika 2: Devizne intervencije



Izvor: HNB, *Godišnje izvješće 2017*, Zagreb, lipanj 2018.

Iako HNB nominalni tečaj kune prema euru održava stabilnim, čvrsto peglanje tečaja i smanjenje volatilnosti kamatnih stopa dovodi do nedostatka prostora za akciju i utjecaj monetarne politike zbog čega se uslijed ublažavanja cikličkog kretanja inozemnog kapitala i neravnoteže domaćeg gospodarstva potrebno služiti i administrativnim ograničenjima poput kapitalnih restrikcija (visoka razina obvezne pričuve, minimalno potrebna devizna potraživanja). S obzirom na prethodno spomenut pojam euroizacije i veliki priljev inozemnog kapitala čime se trajno vrši pritisak na aprecijaciju tečaja i snižavaju dugoročne kamatne stope, za financijsko je tržište od velikog značaja održavanje stabilnosti tečaja i kratkoročnih kamatnih stopa koje su sa stabilnošću tečaja u korelaciji.<sup>34</sup>

<sup>34</sup> <https://www.hnb.hr/-/16-konferencija-zagrebacke-burze>

## 6. ZAKLJUČAK

Središnja banka svakog gospodarstva osnovana je s ciljem stabilizatora i „niti vodilje“ u situacijama snažnih oscilacija na financijskom tržištu kako ne bi djelovanjem isključivo tržišnih mehanizama i odnosima ponude i potražnje došlo do naglog „skretanja s puta“ makroekonomskih varijabli te cjelokupnog gospodarstva, a samim time i društva. Budući da su u današnjem složenom ekonomskom sustavu tržišta u nemogućnosti "čistiti se od tržišnih nepravilnosti" samostalno i bez ostavljanja posljedica tržišnih neuspjeha, kolapsa/kriza ili poslovanja gospodarskih subjekata na ostale sektore privrede, potrebna je institucija ovakvih ovlasti koja će regulirati i intervenirati upravo u tim krajnostima ne bi li spriječila šokove za ekonomiju i društvo koji nastaju naglim i izraženim oscilacijama od prosječnih očekivanih vrijednosti. Iako većina središnjih banaka ima sličan opis posla i odgovornosti, svaka svoj okvir monetarne politike i ostalih temeljnih funkcija formira u skladu sa obilježjima nacionalnog gospodarstva stoga je za svaku središnju banku specifično analizirati obavlja li svoju ulogu u skladu s postavljenim ciljevima.

Ekspanzivna monetarna politika središnje banke Republike Hrvatske svojim je provođenjem rezultirala nastavkom bilježenja trenda pada kamatnih stopa na domaćem tržištu novca. Ono što je također dovelo do najnižih kamatnih stopa u posljednjih pet godina jest iznimno dobra likvidnost domaćeg financijskog sustava, međutim na isto su utjecale i izmjene zakonskih propisa stoga pad nije uzrokovan isključivo ekspanzivnom monetarnom politikom pa nema straha od potencijalnih ekonomskih šokova ili sličnih negativnih utjecaja na gospodarstvo iako povijesno niske kamatne stope na oročene depozite djeluju pomalo destimulirajuće za sudjelovanje u deficitarno-suficitarnom procesu financiranja odnosno štednju i investicijske aktivnosti.

Tendencija rasta stope inflacije, neovisno je li riječ o mjerenju indeksom potrošačkih cijena, temeljnom inflacijom ili humaniziranom indeksu potrošačkih cijena, kao pokazatelj navodi na zaključak da je unatoč rastu inflacije u posljednje dvije godine, stopa inflacije dovoljno stabilna i blago rastuća kako bi odgovarajućim odabranim oblikom monetarne politike potaknula zaposlenost, proizvodnost i potrošnju te potencijalno rast i razvoj društva općenito.

HNB je ekspanzivnom monetarnom politikom nastavila povoljno djelovati na domaće uvjete financiranja osiguravajući preduvjete za oporavak kreditne aktivnosti. Iako je Hrvatska malo i otvoreno gospodarstvo, sa visokom uvoznom ovisnošću i zaduženošću u inozemstvu čime je održavanje stabilnosti cijena dodatno zahtjevan proces, središnja banka Republike Hrvatske uspijeva ostvariti svoju temeljnu ulogu na financijskom tržištu. Budući da kamatna stopa kao okvir monetarne politike nije došla do izražaja već se veća pozornost daje stabilnosti tečaja kune prema euru, HNB ustrajala je na održavanju stabilnosti nominalnog tečaja kune prema euru kao ključnog preduvjeta za očuvanje financijske stabilnosti odnosno stabilnosti cijena. Nasuprot tečaju HRK/CHF i HRK/USD, tečaj HRK/EUR je u zadnjih 10 godina imao mnogo manje oscilacija što se dijelom može zahvaliti pravovremenim deviznim intervencijama HNB-a odnosno otkupom deviza za ublažavanje kolebanja tečaja i sprječavanje prekomjernog jačanja kune.

Sukladno navedenom, zaključno jest da HNB kao središnja banka Republike Hrvatske ostvaruje svoju ulogu te provodi monetarnu politiku i mjere koje utječu na financijsko tržište vrlo adekvatno i sukladno propisima, ali trebala bi se nadalje usredotočiti na bolju međusobnu povezanost monetarne i fiskalne politike u svrhu gospodarskog rasta i da planom uvođenja eura kao nacionalne valute, bez obzira na stupanj euroizacije, ne bi izazvala tržišne šokove iznad očekivanih te tako uzrokovala krizu ili značajna odstupanja makroekonomskih varijabli od planiranih vrijednosti tek oporavljajućeg gospodarstva.

## LITERATURA

### Knjige:

1. Grgić, M., Bilas, V., *Međunarodna ekonomija*, Zagreb: Lares d.o.o, 2008.
2. Keynes, J.M., *Opća teorija zaposlenosti, kamate i novca*, Zagreb, Centar za kulturnu djelatnost, 1987.
3. Mishkin, F.S., Eakins, S.G., *Financijska tržišta i institucije*, Zagreb, Mate d.o.o., 2005.
4. Myers, S.C.; Brealey, R.A., *Principles of Corporate Finance*, 7th edition, McGraw-Hill Company, New York, 2003.
5. Nikolić, N., Pečarić, M., *Osnove monetarne ekonomije*, Split, Naklada Protuđer, 2008.
6. Prohaska, Z., Olgić Draženović, B., Suljić, S., *Uloga banaka u recesiji hrvatskog gospodarstva*, Rijeka, MZOŠ, 2012.
7. Van Horne, J.C. *Financijsko upravljanje i politika* (Financijski menadžment), deveto izdanje, Zagreb, MATE, 1997.

### Ostalo:

1. Benazić, M., Tomić, D., *The evaluation of fiscal and monetary policy in Croatia over a business cycle*, Ekonomski fakultet u Rijeci, 2014.
2. Pavković, A., *Instrumenti vrednovanja uspješnosti poslovnih banaka*, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 2004.

### INTERNET IZVORI:

1. Europska središnja banka
2. Eurostat
3. HNB, Godišnje izvješće 2017, Zagreb, lipanj 2018.
4. HNB
5. HNB, Bilten 243, Zagreb, svibanj 2018.
6. Leksikografski zavod Miroslav Krleža
7. OTP invest
8. Revizija, računovodstvo i financije, Stručne informacije, Zagreb, 24. siječanj 2018.

## POPIS TABLICA, GRAFIKONA I SLIKA

### TABLICE:

|                                                                                                                                           |    |
|-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tablica 1: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske depozite bez valutne klauzule (u postocima), novi poslovi .....                  | 9  |
| Tablica 2: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske kredite kućanstvima bez valutne klauzule (u postocima), novi poslovi.....        | 12 |
| Tablica 3: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske depozite s valutnom klauzulom (u postocima), novi poslovi .....                  | 14 |
| Tablica 4: Kamatne stope kreditnih institucija na devizne depozite (u postocima), novi poslovi .....                                      | 16 |
| Tablica 5: Kretanje eskontne kamatne stope HNB od 2008. do 2018. godine (u postocima).....                                                | 20 |
| Tablica 6: Kretanje mjesečne kamatne stope EURIBOR u Hrvatskoj i odabranim europskim zemljama od 2017. do 2018. godine (u postocima)..... | 22 |
| Tablica 7: Kretanje HIPC u Hrvatskoj od 2008. do 2018. godine .....                                                                       | 28 |
| Tablica 8: Srednji devizni tečaj HNB od 2001. do 2018. godine .....                                                                       | 33 |

### GRAFIKONI:

|                                                                                                                                                  |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Grafikon 1: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske depozite bez valutne klauzule (u postocima), novi poslovi - kućanstva .....            | 10 |
| Grafikon 2: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske depozite bez valutne klauzule (u postocima), novi poslovi - nefinacijska društva ..... | 11 |
| Grafikon 3: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske kredite kućanstvima bez valutne klauzule (u postocima), novi poslovi.....              | 13 |
| Grafikon 4: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske depozite s valutnom klauzulom (u postocima), novi poslovi - kućanstva .....            | 15 |

|                                                                                                                                                  |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Grafikon 5: Kamatne stope kreditnih institucija na kunske depozite s valutnom klauzulom (u postocima), novi poslovi - nefinancijska društva..... | 15 |
| Grafikon 6: Razlika između kamatnih stopa na kunske i devizne depozite (kućanstva) .....                                                         | 16 |
| Grafikon 7: Razlika između kamatnih stopa na kunske i devizne depozite (nefinancijska društva).....                                              | 17 |
| Grafikon 8: Kamatne stope na devizne depozite i kredite (stanje u postocima).....                                                                | 18 |
| Grafikon 9: Kretanje tromjesečne kamatne stope EURIBOR u Hrvatskoj i europskim zemljama od 2017. do 2018. godine (u postocima) .....             | 23 |
| Grafikon 10: HICP Republike Hrvatske i odabranih zemalja - mjesečni podaci (godišnja stopa promjene).....                                        | 27 |

#### SLIKE:

|                                                                  |    |
|------------------------------------------------------------------|----|
| Slika 2: Inflacija potrošačkih cijena 2013. - 2017. godine ..... | 26 |
| Slika 3: Devizne intervencije .....                              | 34 |

# **SAŽETAK**

Olga Lorber

## **ULOGA HNB NA FINANCIJSKOM TRŽIŠTU REPUBLIKE HRVATSKE**

Predmet istraživanja ovog završnog rada je uloga HNB na financijskom tržištu Republike Hrvatske. Završnim radom nastoji se odgovoriti na pitanje: „Obavlja li HNB svoju ulogu na financijskom tržištu efikasno i sukladno utvrđenim ciljevima?“. Nakon uvida u teorijski okvir problematike kao što je povijest i nastanak središnje banke Republike Hrvatske te ključne komponente i pojmova poput inflacije, kamatnih stopa i tečaja, prikazano je kretanje aktivnih i pasivnih kamatnih stopa, EURIBOR kamatne stope i eskontne kamatne stope te kretanje IPC, HIPC i srednjeg deviznog tečaja HNB. Objašnjeno je koje su značajke tržišta novca i na koji način monetarna politika utječe na kamatne stope i stabilnost cijena. Također, napravljena je analiza kretanja eskontne kamatne stope od 2008. do 2018. godine čime je utvrđena tendencija pada istih. Nadalje se, u okviru objašnjenja pojmova inflacije i njenog utjecaja na stabilnost cijena i financijskog tržišta, analizira kretanje inflacije putem navedenih metoda, a HIPC, osim kretanja hrvatskog indeksa, utvrđuje kretanje u odabranim zemljama usporedbe radi. Teorijska podloga razvoja tečajnih režima kroz povijest opisana je zajedno s definiranjem tečajnog sustava kojeg koristi HNB odnosno Republika Hrvatska. Također, opisana je važnost stabilnosti tečaja kune prema euru uz pripadajuće tablične i/ili grafičke prikaze kao i način formiranja srednjeg tečaja. Zaključak, pri samom kraju istraživanja i završnog rada, objedinjuje sve navedeno i predstavlja konačno mišljenje o efikasnosti HNB u provođenju temeljnih ciljeva i uloge središnje banke na financijskom tržištu Republike Hrvatske.

Ključne riječi: HNB, monetarna politika, kamatna stopa, inflacija, tečajni režim

## **SUMMARY**

Olga Lorber

### **THE ROLE OF THE CNB ON THE FINANCIAL MARKET OF THE REPUBLIC OF CROATIA**

The research topic of this work is the role of the CNB in the financial market of the Republic of Croatia. The final paper tries to answer the question: "Does the CNB perform its stake in the financial market efficiently and in accordance with the goals set?". After a review of the theoretical framework of problems such as the history and formation of the central bank of the Republic of Croatia and key components and concepts such as inflation, interest rates and exchange rates, the movements of active and passive interest rates, the EURIBOR interest rate and the expiry interest rates and movements of IPC, HIPC and the CNB's foreign exchange rate. It is explained which are the features of the money market and how monetary policy affects interest rates and price stability. An analysis of the evolution of the discount rate from 2008 to 2018 has also been made, as the tendency of falling them is determined. In addition, in the context of the explanation of inflation terms and their impact on price stability and financial market, HIPC analyzes the flow of inflation through the above methods, apart from the Croatian index, establishes trends in the selected comparison countries. The theoretical basis for the development of exchange rates through history is described together with the definition of the exchange rate system used by the CNB and the Republic of Croatia. Also, the importance of the stability of the kuna / euro exchange rate with the corresponding tabular and / or graphical representation as well as the way of forming the middle exchange is described. The conclusion, at the very end of research and final work, brings together all the above and presents the final position on the CNB's effectiveness in implementing the core objectives and role of the central bank on the financial market of the Republic of Croatia.

Key words: CNB, monetary policy, interest rate, inflation, exchange rate regime