

# Monetarna politika Hrvatske narodne banke

---

**Novaković, Mislav**

**Undergraduate thesis / Završni rad**

**2018**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **Karlovac University of Applied Sciences / Veleučilište u Karlovcu**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:128:520500>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-05-18**



**VELEUČILIŠTE U KARLOVCU**  
Karlovac University of Applied Sciences

*Repository / Repozitorij:*

[Repository of Karlovac University of Applied Sciences - Institutional Repository](#)



zir.nsk.hr



DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJ

VELEUČILIŠTE U KARLOVCU  
POSLOVNI ODJEL  
STRUČNI STUDIJ UGOSTITELJSTVO

Mislav Novaković

MONETARNA POLITIKA HRVATSKE NARODNE BANKE

ZAVRŠNI RAD

Karlovac, 2018.

Mislav Novaković

# **MONETARNA POLITIKA HRVATSKE NARODNE BANKE**

## **ZAVRŠNI RAD**

Veleučilište u Karlovcu

Poslovni odjel

Stručni studij ugostiteljstvo

Kolegij: Poslovne financije

Mentor: mr.sc. Željko Martišković

Matični broj studenta: 0248045183

Karlovac, 2018.

## **SAŽETAK**

U ovom radu definira se položaj Hrvatske narodne banke u Republici Hrvatskoj te ciljevi, okviri i instrumenti njezine monetarne politike. Hrvatska narodna banka kao centralna banka u državi ima za primarni cilj podršku općoj ekonomskoj politici vlade te brigu o stabilnosti financijskog sustava.

Da bi ostvarila gore navedeno, Hrvatska narodna banka utvrđuje i provodi monetarnu politiku, politiku emisije primarnog novca, kontrolira rad banaka i nosi sve atribucije središnje banke utvrđene Ustavom Republike Hrvatske. Monetarnom politikom osigurava se optimalan odnos količine novca u optjecaju i kvantitativnog karaktera društvenog proizvoda u okviru jednog nacionalnog gospodarstva. Ona se svodi na aktivnosti središnje banke koje se odnose na emisiju i povlačenje novca iz optjecaja u cilju osiguravanja adekvatne količine novca u nacionalnom gospodarstvu. Pritom se koristi instrumentim monetarne politike: operacijama na otvorenom tržištu, obaveznom pričuvom, stalno raspoloživim mogućnostima te ostalim mjerama koje su detaljno obrađene u ovom radu.

**Ključne riječi: Hrvatska narodna banka, monetarna politika, instrumenti, ciljevi.**

## **ABSTRACT**

This paper defines the position of the Croatian National Bank in the Republic of Croatia, its goals, framework and instruments. The primary objective of the Croatian National Bank as the central bank in the country is the support of the general economic policy of the government and the stability of the financial system.

In order to achieve the aforementioned, the Croatian National Bank establishes and implements monetary policy, controls bank operations and carries all the attributes of the central bank as established in the Constitution of the Republic of Croatia. Monetary policy provides the optimum ratio of the quantity of money in circulation and the quantitative character of the social product within a national economy. It is reduced to the activities of the central bank relating to the issue and withdrawal of the money from circulation in order to provide adequate amount of money in the national economy. In doing so, the National Bank uses instruments of monetary policy: open market operations, reserve requirements, standing facilities, and other instruments and measures, all detailed in this paper.

**Key words:** Croatian National bank, monetary policy, instruments, goals.

|                                                                               |    |
|-------------------------------------------------------------------------------|----|
| <b>1. UVOD</b>                                                                | 1  |
| 1.1. Predmet i cilj rada                                                      | 1  |
| 1.2. Izvori podataka i metode prikupljanja                                    | 1  |
| 1.3. Struktura rada                                                           | 1  |
| <b>2. POLOŽAJ HRVATSKE NARODNE BANKE</b>                                      | 2  |
| <b>3. MONETARNA POLITIKA</b>                                                  | 5  |
| 3.1. Definicija i vrste monetarne politike                                    | 5  |
| 3.2. Ciljevi monetarne politike                                               | 6  |
| 3.3. Strategija provođenja monetarne politike                                 | 6  |
| 3.4. Instrumenti monetarne politike                                           | 7  |
| 3.4.1. Diskontna politika                                                     | 7  |
| 3.4.3. Politika obveznih rezervi                                              | 10 |
| 3.4.4. Selektivna kreditna politika                                           | 11 |
| <b>4. MONETARNA POLITIKA HRVATSKE NARODNE BANKE</b>                           | 12 |
| 4.1. Ciljevi monetarne politike Hrvatske narodne banke                        | 12 |
| 4.2. Okvir monetarne politike Hrvatske narodne banke                          | 15 |
| 4.3. Provođenje monetarne politike Hrvatske narodne banke                     | 17 |
| 4.4. Instrumenti monetarne politike Hrvatske narodne banke                    | 19 |
| 4.4.1. Operacije na otvorenom tržištu                                         | 20 |
| 4.4.2. Obvezna pričuva                                                        | 27 |
| 4.4.3. Stalno raspoložive mogućnosti                                          | 32 |
| 4.4.4. Ostali instrumenti i mjere                                             | 33 |
| <b>5. ANALIZA USPJEŠNOSTI INSTRUMENATA MONETARNE POLITIKE HNB-a U 2017. g</b> | 34 |
| <b>6. ZAKLJUČAK</b>                                                           | 49 |
| <b>POPIS LITERATURE</b>                                                       | 51 |
| <b>POPIS ILUSTRACIJA</b>                                                      | 52 |

# **1. UVOD**

## **1.1. Predmet i cilj rada**

U ovom radu definira se Hrvatska narodna banka kao glavna nositeljica monetarne vlasti. Naglasak je stavljen na instrumente monetarne politike koje Hrvatska narodna banka koristi u ostvarivanju ciljeva. U radu su prikazani instrumenti kojima centralna banka Republike Hrvatske podupire opću gospodarsku politiku i održava stabilnost financijskog sustava u državi.

## **1.2. Izvori podataka i metode prikupljanja**

Prilikom izrade završnog rada na temu „ Monetarna politika HNB-a“ korišteni su podaci dostupni u javnim glasilima, stručni članci i web stranice.

U svrhu izrade ovog rada korištene su metode usporedbi više izvora koji se bave sličnim temama i usporedba rezultata istraživanja.

## **1.3. Struktura rada**

Završni rad sastoji se od 7 poglavlja. U prvom poglavlju definirani su predmet i cilj rada. U drugom poglavlju govori se o položaju i značaju Hrvatske narodne banke u Republici Hrvatskoj, dok je u trećem detaljno razrađena njezina monetarna politika: njezini ciljevi, okvir, provođenje i instrumenti, u svrhu održavanja stabilnosti cijena kao glavnog cilja. U četvrtom poglavlju riječ je o uspješnosti provođenja monetarne politike Hrvatske narodne banke u prvoj polovici 2018. godine, dok je u petom poglavlju izveden zaključak. Posljednja dva poglavlja sadrže popis literature i ilustracija.

## 2. POLOŽAJ HRVATSKE NARODNE BANKE

Položaj HNB-a odnosi se ponajprije na pravni položaj. Za razumijevanje HNB-a potrebno je prvo znati da je ta institucija neovisna od bilo kakve političke prisile, osim ako Sabor Republike Hrvatske ne odluči drugačije, jer centralna banka odgovara samo njemu. To znači da, iako isključivo pripada vlasništvu Republike Hrvatske, HNB donosi sve svoje odluke i djeluje neovisno, a u skladu sa ustavom i zakonom. Međutim, postoje smjernice za veće osamostaljenje HNB-a od utjecaja politike.

Paralelno s osamostaljenjem Republike Hrvatske tekao je i proces njezinog monetarnog osamostaljenja. Formalno i pravno, Hrvatska narodna banka postala je središnja banka Republike Hrvatske 23. prosinca 1991. godine kad je stupila na snagu Uredba Vlade Republike Hrvatske o Narodnoj banci Hrvatske.<sup>1</sup> Od tog trenutka Hrvatska narodna banka počinje kreirati suvremenu monetarnu politiku. Standardne funkcije i zadaci središnje banke su: reguliranje količine novca u optjecaju, reguliranje opće likvidnosti banaka i drugih financijskih organizacija, briga o održavanju opće likvidnosti u plaćanjima prema inozemstvu, izdavanje novčanica i kovanog novca, kontrola banaka i drugih financijskih organizacija, propisivanje, organiziranje i usklađivanje informacijskog sustava potrebnog za obavljanje njezinih funkcija, obavljanje određenih poslova za državu itd. Narodna banka utvrđuje apoene i njihova obilježja, opskrbljuje cjelokupnu državu gotovim novcem te povlači iz optjecaja oštećene apoene gotovog novca.

U cilju reguliranja količine nova u optjecaju, Hrvatska narodna banka je:

1. utvrđivala visinu obavezne rezerve na depozite, kredite i druge plasmane banaka;
2. izdavala i povlačila blagajničke zapise koje mogu upisivati banke i druge financijske institucije;
3. odobravalu kredite bankama na temelju domaćih i inozemnih prenosivih kratkoročnih vrijednosnica;
4. prodavala i kupovala domaće i inozemne kratkoročne prenosive vrijednosnice;

---

<sup>1</sup> Gašparović, A. Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj : zakonodavni i institucionalni okvir. Zagreb : Sinergija, 2001., str. 1316.

5. odobravalala kredite bankama s rokom vraćanja do tri mjeseca uz zalog odgovarajućih vrijednosnica;
6. određivala eskontnu stopu i aktivne i pasivne kamatne stope;
7. ograničavala za određeno vrijeme opseg, dinamiku i vrijeme porasta plasmana banaka.

Za održavanje likvidnosti banaka i financijskih institucija, HNB im je propisivala: visinu, uvjete i način održavanja minimalne likvidnosti; obavezne okvire ročne strukture plasmana i njihovo usklađivanje sa strukturom izvora sredstava po njihovoj ročnosti; način, uvjete i rokove korištenja obavezne rezerve radi održavanja likvidnosti; visinu, rokove korištenja i vraćanja kratkoročnih kredita za dnevnu likvidnost na temelju određenih vrijednosnica. Narodna banka također kontrolira provedbu mjera i propisa drugih banaka, njihovog deviznog poslovanja i kreditnih odnosa s inozemstvom.

U prošlosti, Hrvatska narodna banka bila je pod snažnim utjecajem izvršne vlasti, a takvo je političko uplitanje u rad središnje banke osnovni razlog što HNB nije efikasno obavljala funkciju nadzora ostalih banaka u državi. Radošević tvrdi da su odgovornost HNB prema parlamentu i transparentnost monetarne politike još uvijek na niskoj razini. 1996. i 1997. godine došlo je do kreditnog booma u Hrvatskoj koji je zaustavljen 1998. radi bankovne krize. Uzroci spomenute krize mogu se podijeliti na makro i mikro uzroke: neefikasan pravni sustav, propusti u nadzoru i kontroli banaka, olako davanje ovlaštenja za rad bankama, toleriranje visokih pasivnih i aktivnih kamatnjaka, nedosljednost središnje banke u tretiranju pojedinih banaka itd. Mikro i makro uzroci bili su: potkapitaliziranost većeg broja banaka, loš menadžment, loša kreditna politika, loše upravljanje rizicima, loša struktura klijenata, visoki operativni troškovi itd.

Novim zakonom o Hrvatskoj narodnoj banci iz 2001. godine je dodatno ojačana institucionalna, financijska i personalna neovisnost centralne banke. Ovime je zakonom definirano da je osnovni cilj HNB-a održavanje stabilnosti cijena. Novim izmjenama i dopunama zakona o HNB-u iz 2006. godine dodatno je učvršćena neovisnost HNB-a te su donesene bitne zakonske osnove da HNB pristupom Republike Hrvatske Europskoj uniji postane član Europskog sustava središnjih banaka (ESSB). 2008. godine stupa na snagu novi zakon o HNB-u kojime se djelovanje centralne banke dodatno usklađuje sa pravnim standardima Europske unije i stvaraju se

preduvjeti za nesmetano djelovanje HNB-a unutar ESSB-a, unutar Europske centralne banke (ESB) i za uvođenje eura kada budu preduvjeti za to ostvareni.

Zakonodavne promjene u središnjem bankarstvu morale bi imati za cilj kako jačanje nezavisnosti HNB-a, tako i povećanje njezine odgovornosti te rekonstrukciju sustava uzajamne kontrole i ravnoteže, po principu „separated, but shared powers“. Smisao takvog sustava je mogućnost međusobne suradnje, suodlučivanja, provjere, obavještanja i djelovanja zakonodavne, izvršne, sudbene i monetarne vlasti. Promjene bi morale sadržavati redefiniranje primarnog cilja centralne banke (podrška općoj ekonomskoj politici vlade, ali istovremeno briga o stabilnosti financijskog sustava). Prema Radoševiću<sup>2</sup>, potrebno je potpuno zabraniti utjecaj političkih stranaka na rad središnje hrvatske banke (depolitizacija i uklanjanje mogućnosti neformalnog utjecaja privatnog lobija), zabraniti monetizaciju fiskalnog deficita, podijeliti ovlasti kod tečajne politike po uzoru na europske centralne banke, povećati stupanj odgovornosti HNB-a prema zakonodavnoj vlasti i staviti banku pod efikasniji parlamentarni nadzor (bolja kontrola financijskih izvješća, osnivanje Odbora za bankarstvo i monetarnu politiku). Takve promjene trebale bi dati do znanja da vlast ne želi ugroziti nezavisnost HNB-a, već rekonstruirati političku i funkcionalnu nezavisnost centralne banke u skladu s demokratskim i pravnim standardima EU.

---

<sup>2</sup> Radošević, D. Nezavisnost Hrvatske narodne banke u demokratskom sustavu podjele vlasti // Ekonomija (Zagreb). 8, 1(2001)

### **3. MONETARNA POLITIKA**

#### **3.1. Definicija i vrste monetarne politike**

Monetarna politika odnosi se na odluke koje donose središnje banke kako bi utjecale na cijenu i dostupnost novca u gospodarstvu. Središnja banka naziva se i bankom banka, a zadaća joj je da se bavi emisijom novca u državi, odgovorna je za provođenje novčane i kreditne politike, osiguranje potrebne domaće i inozemne likvidnosti te zakonitosti rada ostalih banaka.<sup>3</sup> Monetarna politika predstavlja skup mjera, propisa i instrumenata koje poduzima država na monetarnom planu, a za njeno provođenje zadužena je monetarna vlast preko središnje banke. Središnja banka monetarnom politikom i njezinim instrumentima utječe na pozitivne i negativne tendencije u gospodarstvu i stvara stabilno okruženje. Pod pojmom stabilnog okruženja u makroekonomiji podrazumijeva se gospodarstvo u kojem je na snazi niska inflacija, održivi ekonomski rast, stabilnost deviznog tečaja te stabilnost cjelokupnog financijskog sustava. U europskom području najvažnije se odluke centralne banke najčešće tiču ključnih kamatnih stopa. Svaka promjena ključnih stopa utječe na kamatne stope na temelju kojih poslovne banke obračunavaju kamate na posuđeni novac. Drugim riječima, ta odluka utječe na potrošnju i poslovna ulaganja. U duljim razdobljima niske inflacije i niskih kamatnih stopa središnje banke mogu donijeti i nestandardne mjere monetarne politike kao što su programi kupnje vrijednosnih papira. Okvir monetarne politike HNB-a temelji se na održavanju stabilnosti nominalnog tečaja kune prema euru. Stabilan tečaj kune prema euru predstavlja tzv. nominalno sidro monetarne politike kojim HNB stabilizira inflacijska očekivanja, a naposljetku i inflaciju.

Ovisno o krizi ili prosperitetu u gospodarstvu, razlikujemo ekspanzivnu i restriktivnu monetarnu politiku. Ekspanzivna monetarna politika ili politika „jeftinog novca“<sup>4</sup> primjenjuje se gospodarskom stanju krize. Pritom se gospodarskim subjektima omogućava lakši pristup novcu, snize se kamatne stope na kredite, u opticaj ulazi veća količina novca, povećavaju se investicije i osobna potrošnja, a takvi uvjeti u gospodarstvu trebali bi imati utjecaj na porast ukupne proizvodnje i zaposlenosti. Restriktivnu monetarnu politiku ili politiku „skupog novca“<sup>3</sup> središnja

---

<sup>3</sup> Wasserbauer B., Osnove ekonomije, Veleučilište u Karlovcu, Karlovac, 2010., str.267

<sup>4</sup> Nikolić N., Pečarić M., Uvod u financije, Ekonomski fakultet, Split, 2012., str.227

banka primjenjuje u stanju gospodarskog prosperiteta. Pritom dolazi do smanjenja količine novca u opticaju, gospodarski subjekti plaćaju veću cijenu novca jer su kamate porasle, smanjuju se investicije i osobna potrošnja, a sve u svrhu stabilizacije cijena i suzbijanja inflatornih učinaka.

### **3.2. Ciljevi monetarne politike**

Potencijalni ciljevi monetarne politike mogu biti: visoka zaposlenost, ekonomski rast, stabilnost cijena, stabilnost kamatnjaka, stabilnost financijskih tržišta i stabilnost na deviznom tržištu.<sup>5</sup> Kada je na tržištu potražnja za radom jednaka ponudi rada radi se o visokoj zaposlenosti. Povećanje BDP-a neke zemlje može se izjednačiti s pozitivnim ekonomskim rastom. Ovisan je o razini i tvorbi kapitala, tehnološkim promjenama, prirodnom bogatstvu i sposobnostima ljudi da uz veću produktivnost osiguraju povećanje investicija, proizvodnje i životnog standarda.<sup>6</sup> Stabilnost cijena u mnogim je gospodarstvima glavni i osnovni cilj monetarne politike. Odnosi se na ostvarivanje niskih stopa inflacije uz koje gospodarstvo može ostvarivati ekonomski rast. Uz nisku stopu inflacije povećava se vjerodostojnost i kredibilitet monetarne politike te transparentnost cijena i drugih varijabla.<sup>7</sup> Ostvarivanje svih ciljeva monetarne politike nije uvijek moguće, stoga središnja banka pri ostvarivanju jednog cilja može narušiti ostvarivanje drugog cilja i to najviše dolazi do izražaja kada središnja banka mora djelovati u kratkom vremenskom periodu.

### **3.3. Strategija provođenja monetarne politike**

Složenost sustava provođenja monetarne politike očituje se u korištenju instrumenata monetarne politike kojima se nastoji djelovati na ostvarenje krajnjih i eventualno intermedijarnih ciljeva.<sup>8</sup> Kao krajnji cilj monetarne politike u većini slučajeva predstavlja se stabilnost cijena. Taj krajnji cilj monetarne politike definiran je zakonom i javno se objavljuje. Intermedijarni ciljevi služe središnjoj banci kao pomoćni ciljevi u ostvarivanju glavnog temeljnog cilja.

Osim krajnjih i intermedijarnih ciljeva monetarne politike moguće je postojanje i dodatnih operativnih ciljeva koji se ugrađuju u strategiju provođenja monetarne politike stoga što su

---

<sup>5</sup> Lovrinović I., Ivanov M., Monetarna politika, RRIFplus, Zagreb, 2009., str 203

<sup>6</sup> Ibid., str. 203-204

<sup>7</sup> Ibid., str. 204

<sup>8</sup> Ibid., str. 206

visoko osjetljivi na instrumente te politike. Navedeno podrazumijeva strategiju vođenja monetarne politike u kojoj se instrumentima izravno djeluje na operativne ciljeve, a u nastavku putem operativnih ciljeva na intermedijarne ciljeve. U konačnici intermedijarnim ciljevima središnje banke nastoje ostvariti svoje konačne ciljeve.<sup>9</sup>

### **3.4. Instrumenti monetarne politike**

Instrumenti monetarne politike mogu se promatrati kao dinamičke kategorije koje se kroz dugi niz godina neprestano razvijaju i modificiraju ovisno o promjeni ekonomskog i monetarnog okruženja i promjeni ciljeva tekuće novčane politike.<sup>10</sup> U manje razvijenim tržišnim gospodarstvima koje imaju lošije razvijen financijski sustav nailazimo na manji broj i manje složene instrumente, dok se u razvijenim gospodarskim tržišnim sustavima s jakim financijskim sustavom mogu naći složeniji instrumenti monetarne politike koji se koriste za ostvarivanje konačnog cilja. Instrumenti monetarne politike se često klasificiraju na kvantitativne i kvalitativne. Kvantitativni instrumenti su svi oni instrumenti koji na razini cjelokupne privrede djeluju na povećanje ili smanjenje količine novca i kredita. Kvalitativni instrumenti bi pak bili oni instrumenti koji djeluju na povećanje ili smanjenje količine novca i kredita, ali na razini izabranih razvojno prioritetnih gospodarskih djelatnosti.<sup>11</sup>

#### **3.4.1. Diskontna politika**

Diskontna politika predstavlja tipičan instrument monetarne politike kojim koriste središnje banke tržišnih ekonomija.<sup>12</sup> Promjenom visine diskontne stope središnje banke mogu indirektno djelovati na visinu novčane ponude i usmjeravati kretanje potražnje za novcem. Ukoliko na primjer središnja banka želi smanjiti ponudu novca kako bi obuzdala ili spriječila inflaciju određuje diskontnu stopu na višoj razini od trenutne razine tržišnih kamatnjaka. Za sve sudionike novčanog tržišta to znači direktni signal da je novac postao skuplji, jer za isti iznos

---

<sup>9</sup> Lovrinović I., Ivanov M., Monetarna politika, RRIFplus, Zagreb, 2009., str 206

<sup>10</sup> Ibid., str. 209

<sup>11</sup> Nikolić N., Pečarić M., Uvod u financije, Ekonomski fakultet, Split 2012. , str. 233-234

<sup>12</sup> Ibid., str. 234

zaduženja kod središnje banke treba platiti veću kamatu. Javnost veću diskontnu stopu shvaća ne samo kao signal rasta mogućeg daljnjeg rasta cijene novca u budućnosti, nego i kao signal opasnosti od razvoja inflacije, na koju je središnja banka reagirala pravodobno višom kamatom stopom.<sup>13</sup> Uz veći trošak zaduživanja i diskontnu stopu višu od trenutačne razine kamatnjaka u međubankovnom tržištu, poslovne banke imaju manji interes za zaduživanje iz primarne emisije. Kako povećanjem diskontne stope izvori pribave likvidnosti postaju skuplji, povećanje diskontne stope djeluje na rast aktivnih kamatnih stopa uz koje poslovne banke odobravaju kredite poduzećima, stanovništvu i drugim subjektima. Uz ostale nepromijenjene uvijete, porast cijene zaduživanja smanjuje interes bančinih komitenata za kreditima, što dovodi do formiranja nove ravnoteže na tržištu kredita uz višu razinu tržišnih kamatnjaka. Kada novac postane skuplji i oskudniji, rast diskontne stope djeluje na rast pasivnih kamatnih stopa, pa posljedično i na smanjenje potražnje javnosti za gotovinom i depozitnim novcem, uz istodobno povećanje potražnje za štednim i oročenim depozitima na koje banke plaćaju veću kamatu. U konačnici smanjena aktivnost banaka i porast nemonetarne pasive banke (štedni i oročeni depoziti) omogućuju smanjenje količine novca u opticaju.<sup>14</sup> U obratnoj situaciji, kada središnja banka želi povećati ponudu novca kako bi povećanjem potražnje za kreditima potaknula privrednu aktivnost, ona će sniziti diskontnu stopu ispod tržišne kamatne stope. Uz nižu cijenu zaduživanja poslovne banke mogu pribaviti viškove likvidnosti posuđivanjem kod središnje banke, što djeluje na pad kamatnjaka na međubankovnom tržištu. Ukoliko razdoblje visoke likvidnosti potraje, konkurencija među bankama dovesti će do pada svih kratkoročnih kamatnih stopa.<sup>15</sup> Zaduživanje poslovnim subjektima i stanovništvu postaje jeftinije, smanjuju se pasivne kamate koje poslovne banke plaćaju svojim štedišama na depozite, a štednja opada.

---

<sup>13</sup> Lovrinović I., Ivanov M., Monetarna politika, RRIF plus, Zagreb, 2009., str. 210

<sup>14</sup> Ibid., str. 211

<sup>15</sup> Ibid., str. 211

### 3.4.2. Politika otvorenog tržišta

Politika otvorenog tržišta značajan je instrument monetarno kreditne politike kojega koriste središnje banke razvijenih tržišnih ekonomija sa ciljem reguliranja mase novca u opticaju.<sup>16</sup> Predmet kupoprodaje na otvorenom tržištu središnje banke javljaju se kratkoročni državni vrijednosni papiri, vrijednosni papiri za koje država jamči, vrijednosni papiri čiju emisiju vrši središnja banka te drugi kratkoročni vrijednosni papiri s određenom kamatnom stopom. Središnja banka na otvorenom tržištu prilikom plasiranja i kupovine vrijednosnih papira preuzima ulogu inicijatora i organizatora. Kao kupci i prodavatelji vrijednosnica javljaju se ovlašteni primarni dileri, a to su u pravilu velike banke te posredno institucionalni investitori. Primarni dileri kupuju na otvorenom tržištu za svoj i tuđi račun te dalje rasprodaju, dok se institucionalni investitori državnim obveznicama koriste kao unosnim oblikom plasmana prikupljenog kapitala. Budući da vrijednosnice predstavljaju visoko likvidni financijski instrument koji ujedno nosi solidan nerizični prinos, postoji veliki interes za njihovu kupovinu i razvijeno sekundarno tržište.<sup>17</sup>

Ovim instrumentom monetarne politike središnja banka djeluje na kreditni potencijal poslovnih banaka ovisno o tome da li ga želi povećati ili smanjiti. Prilikom smanjenja kreditnog potencijala poslovnih banaka središnja banka na otvoreno tržište plasira vrijednosne papire koji su predmet kupnje poslovnih banaka, samim tim prilikom kupnje vrijednosnica kod poslovnih banaka dolazi do smanjenja gotovog novca, a istim i do smanjenja kreditnog potencijala dok se količina gotovog novca kod središnje banke povećava. Kontra efekt se javlja kada središnja banka želi povećati kreditni potencijal poslovnih banaka. Središnje banke često primjenjuju mehanizam kupnje vrijednosnica uz sporazum o reotkupu – REPO sporazum kojim se diler koji prodaje obveznice središnjoj banci obvezuje da će određenog dana po određenoj cijeni i uz dogovoreni kamatnjak ponovno otkupiti iste vrijednosnice. Isto tako, središnja banka se može prilikom prodaje vrijednosnih papira na otvorenom tržištu obvezati da će nakon određenog vremena, na primjer tjedan dana, po određenoj cijeni ponovno otkupiti te vrijednosne papire. Instrumentom obratni repo središnja banka djeluje u smjeru povećanja likvidnosti banaka, potiče pad kamatnjaka na međubankovnom tržištu.<sup>18</sup> Obratni repo funkcionira kao kolateralizirani kredit koji središnja banka odobrava uz kolateralu prihvatljivih vrijednosnica – trezorskih zapisa, državnih obveznica.

---

<sup>16</sup> Nikolić N., Pečarić M., Uvod u financije, Ekonomski fakultet, Split, 2012., str. 235

<sup>17</sup> Lovrinović I., Ivanov M., Monetarna politika, RRIF plus, Zagreb, 2009., str. 214

<sup>18</sup> Lovrinović I., Ivanov M., Monetarna politika, RRIF plus, Zagreb, 2009., str. 218

Mehanizam provođenja instrumenata obratni repo podrazumijeva objavu aukcije na koju se prijavljuju banke nudeći kamatnjake i iznose likvidnih sredstava koje žele pribaviti uz odgovarajući iznos kolaterale.<sup>19</sup> Središnja banka može prihvatiti sve ponude ili samo dio njih vodeći pri tome računa na ravnopravnu raspodjelu sredstava poslovnim bankama. Obratni repo uvijek se provodi uz definirani rok dospijeca koji može biti prekonoćni, tjedni, mjesečni, maksimalno do jedne godine. Instrumentom repo središnja banka djeluje u smjeru smanjenja likvidnosti banka. Repo funkcionira kao kolateralizirani depozit koji središnja banka prima na polog od zainteresiranih poslovnih banaka. Provodi se aukcijama na koje poslovne banke dostavljaju iznose svojih viškova likvidnosti koji uz ponuđene kamatnjake žele položiti kod središnje banke. Dospijeca može biti prekonoćno, tjedan dana, mjesec dana ili duže, ali manje od jedne godine.<sup>20</sup> Središnja banka operacijama na otvorenom tržištu može djelovati i na ostvarenje dugoročnih ciljeva kao što je suzbijanje inflacije ili ublažavanje recesije. Pri ostvarivanju takvih dugoročnih ciljeva središnja banka koristi se operacijama izravne kupnje ili prodaje vrijednosnica. Pod pojmom izravne kupnje podrazumijeva se da kada banka napravi kupnju državne vrijednosnice nije je dužna kasnije prodati izvornom prodavatelju, odnosno prilikom prodaje kupac nije dužan istu ponovno prodati središnjoj banci.

### **3.4.3. Politika obveznih rezervi**

Politika obveznih rezervi sastoji se u određivanju stope obvezne rezerve i drugih uvjeta koji određuju visinu obveznih rezervi koje poslovne banke trebaju obračunati i izdvojiti na depozite.<sup>21</sup> Da bi poslovne banke mogle osigurati svoju likvidnost, moraju držati jedan dio gotovog novca u obliku rezervi likvidnosti. Budući je držanje takvih rezervi nužna pretpostavka normalnog funkcioniranja poslovnog bankarstva, središnja banka kao vrhovna monetarna vlast propisuje obvezu držanja te rezerve određujući tzv. stopu obvezne rezerve.<sup>22</sup> Dvije važne uloge obveznih rezervi su da predstavljaju svojevrsnu zaštitu deponenata od rizičnog ponašanja poslovne banke te da obuzdavaju pretjeranu kreditnu aktivnost banaka, odnosno smanjuju

---

<sup>19</sup> Ibid., str.218

<sup>20</sup> Ibid., str.218

<sup>21</sup> Lovrinović I. Ivanov M, Monetarna politika, RRIF plus, Zagreb, 2009., str. 222

<sup>22</sup> Nikolić N., Pečarić M., Uvod u financije, Ekonomski fakultet, Split, 2012., str. 236

količinu novca u opticaju i moguću pojavu inflacije. Politika obveznih rezervi predstavlja grub i administrativni instrument monetarne politike te ukoliko neka od banka ne izvršava svoje obveze u pogledu izdvajanja obveznih rezervi dolazi pod pojačanu kontrolu središnje banke, te joj se naplaćuju dodatne kamate. Zbog svog brzog i učinkovitog djelovanja politika obveznih rezervi javlja se kao jedan od važnijih instrumenata monetarne politike svih središnjih banaka.

#### **3.4.4. Selektivna kreditna politika**

Selektivna kreditna politika predstavlja kvantitativnu mjeru kontrole uporabe kredita iz primarne emisije i ukupnih novčanih tokova. Središnja banka odobrava poslovnim bankama selektivne kredite i time postiže da se sredstva iz primarne emisije utroše za točno određenu namjenu. Na taj način središnja banka neposredno djeluje na gospodarstvo i jačanje pojedinih grana djelatnosti koje su posebno važne za državu. Na isti način ograničavanjem kredita zbog nekih određenih razloga zaustavlja rast i razvoj nekih drugih privrednih sektora. Da bi se selektivna kreditna politika mogla kvalitetno i efikasno provoditi potrebno je ispuniti sljedeće uvjete:<sup>23</sup>

- politika zemlje mora imati jasne i nedvojbeno utvrđene pravce i ciljeve razvoja;
- da se u gospodarskim kretanjima dosljedno primjenjuju načela ekonomičnog i racionalnog poslovanja te da se prema tome utvrđuje kreditna sposobnost kako banaka, tako i korisnika kredita;
- da se u financijskim kretanjima svih gospodarskih subjekata osigurava financijska disciplina i poštivanje svih mjera utvrđenih kreditno- monetarnom politikom.

---

<sup>23</sup> Wasserbauer B., Osnove ekonomije, Veleučilište u Karlovcu, Karlovac, 2010., str.270

## 4. MONETARNA POLITIKA HRVATSKE NARODNE BANKE

### 4.1. Ciljevi monetarne politike Hrvatske narodne banke

Održavanje stabilnosti cijena, visoka stopa zaposlenosti te stabilan i održiv gospodarski rast osnovni su ciljevi Hrvatske narodne banke. Usto, zadaća HNB-a je održavanje stabilnosti financijskog sustava u zemlji. Pritom valja naglasiti da su sekundarni ciljevi podređeni primarnom cilju HNB-a te da se mogu ostvarivati samo uz uvjet da je osnovni cilj ispunjen. Pri ostvarivanju svojih ciljeva Hrvatska narodna banka treba djelovati u skladu s načelom otvorenoga tržišnoga gospodarstva, slobodne konkurencije, dajući prednost učinkovitoj raspodjeli sredstava, a u skladu s načelima iz članka 119. Ugovora o funkcioniranju Europske unije.

Postavlja se pitanje kako se u praksi provodi održavanje stabilnosti cijena, kao osnovnog cilja Hrvatske narodne banke. To u praksi znači da središnja banka podupire nisku i stabilnu inflaciju. HNB je prepoznao važnost utjecaja stabilnosti cijena na ostale komponente kako monetarne tako i fiskalne politike. Važno je istaknuti da cilj nije zadržati inflaciju na 0%, već je cilj da ona bude umjerena, odnosno na razini između 1% i 2.5%, koja se još naziva i razvojna inflacija. Prosječna godišnja stopa inflacije u Hrvatskoj u razdoblju od 2000. do 2015. godine iznosila je 2,5%, što za Hrvatsku narodnu banku znači održavanje niske inflacije 2.0 %. Prikaz kretanja stopa inflacije vidljiv je na slici 1.

Slika 1: Prikaz kretanja stope inflacije



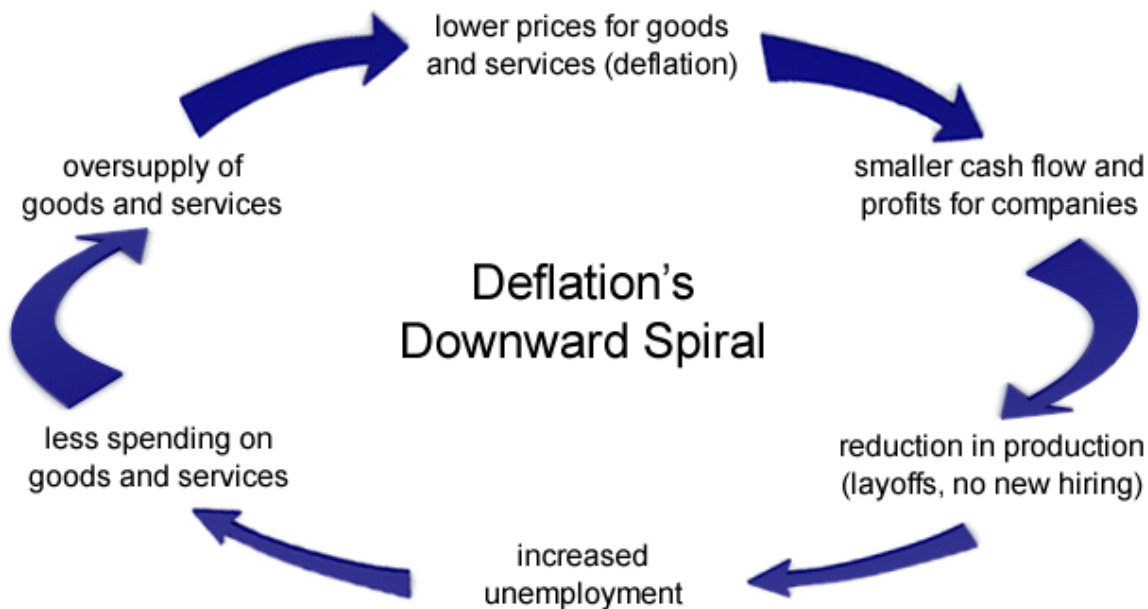
Izvor: [www://poslovnih.hr/img/ArticleImages/57762.jpg](http://www.poslovnih.hr/img/ArticleImages/57762.jpg)

Stabilnost cijena osnovni je preduvjet za održiv gospodarski rast. Pritom stabilnost cijena u kontekstu cilja monetarne politike ne znači da stopa inflacije treba biti jednaka nuli, već se taj cilj obično tumači kao ostvarivanje blago pozitivne stope inflacije u dužem razdoblju. Niska i stabilna inflacija pridonosi višim razinama gospodarske aktivnosti i zaposlenosti. Kao prvo, niska i stabilna inflacija povećava transparentnost cijena, odnosno omogućuje potrošačima da iz cijena dobiju pravilnu i kvalitetnu informaciju o relativnoj vrijednosti pojedinih dobara. U takvom okruženju potrošači i poduzeća mogu kvalitetnije donositi odluke o potrošnji, štednji i investicijama, što rezultira učinkovitijom raspodjelom ukupnih resursa u gospodarstvu te naposljetku povećanjem blagostanja i proizvodnog potencijala gospodarstva. Drugo, u uvjetima stabilnih cijena smanjuje se vjerojatnost da će se kućanstva i poduzeća svojim resursima koristiti u svrhu zaštite od inflacije umjesto da ih usmjere u proizvodnju. Osim toga, visoka i promjenjiva inflacija povećava nesigurnost i neizvjesnost pred onim što donosi budućnost, što još više iskrivljuje vrijednosne prosudbe i utječe na očekivanja koja mogu bitno ugroziti pravilno donošenje ekonomskih i investicijskih odluka. Nadalje, niska i stabilna inflacija pridonosi smanjenju premije na inflacijski rizik ugrađene u kamatne stope. Manja premija na rizik od inflacije pridonosi smanjenju realnih kamatnih stopa te tako potiče investicije. Visoka inflacija može imati nepovoljan učinak i na stabilnost poreznog sustava i sustava socijalne zaštite. U gospodarstvima gdje postoje znatni vremenski pomaci u naplati poreza i doprinosa inflacija će najvjerojatnije imati negativan utjecaj na porezne prihode i doprinose za socijalnu zaštitu. Naposljetku, održavanje stabilnosti cijena pridonosi sprječavanju preraspodjele bogatstva i prihoda između vjerovnika i dužnika koja nema fundamentalnu ekonomsku opravdanost. Osim inflacije postoji i problem deflacije koji se dosta rjeđe javlja, ali može imati dalekosežnije posljedice nego inflacija. U slučaju pojave deflacije, kućanstva će se suzdržavati od kupovine proizvoda danas, jer smatraju da će kroz neko vrijeme moći kupiti više proizvoda za viši novac. To vodi prema smanjenju profitabilnosti proizvođača, koji su onda prisiljeni ili smanjiti plaće ili otpustiti radnike što u konačnici dovodi do još većeg smanjenja količine kupovanja što vodi ka novim padovima cijena i novim otpuštanjima.<sup>24</sup> Ta se pojava još naziva i deflacijska spirala koja je prikazana na slici 2.

---

<sup>24</sup> Dostupno na: [www.hnb.hr-temeljne-funkcije](http://www.hnb.hr-temeljne-funkcije) (19.08.2018.)

Slika 2: Deflacijska spirala



Izvor: <http://www.investinganswers.com/images/ia-deflation-cycle.gif>

Dva najvažnija sekundarna cilja monetarne politike su ostvarenje visoke stope zaposlenosti te isto tako ostvarenje održivog i uravnoteženog gospodarskog rasta. Na prvi pogled većina stanovništva će reći da je najvažnija zaposlenost odnosno da bi stopa nezaposlenosti trebala biti jednaka 0. U realnom svijetu stopa nezaposlenosti od 0 % je gotovo pa teorijski nemoguća zbog nekoliko čimbenika. U situaciji kad „svi“ rade uvijek će se pojaviti netko tko bi želio promijeniti posao te u tom periodu dok još ne pronađe željeni posao a već je dao otkaz na starom on postaje nezaposlen. Takva nezaposlenost se još naziva i frikcijska nezaposlenost. Osim takvih slučajeva postoje i oni koji jednostavno ne žele raditi ili oni koji su se odlučili posvetiti nekim drugim stvarima u životu. Tako da u konačnici cilj nije da stopa nezaposlenosti bude na nuli nego da bude na razini prirodne nezaposlenosti. Ostvarenje održivog i uravnoteženog rasta jedna je od stavki koju smo morali potpisati u pregovorima za pristupanje u Europsku Uniju. Usto, zadaća HNB-a je i održavanje stabilnosti financijskog sustava u zemlji. Pritom valja naglasiti da su

sekundarni ciljevi podređeni primarnom cilju HNB-a te da se mogu ostvarivati samo uz uvjet da je osnovni cilj ispunjen.<sup>25</sup>

Postizanje navedenih ciljeva nije uvijek jednostavno jer je gotovo nemoguće predvidjeti točna zbivanja u financijskom i gospodarskom sektoru na dugi rok. Tomu im služe razni instrumenti pomoću kojih se financijski sustav i privredni razvoj usmjeravaju prema željenim ciljevima. Na HNB-u je težak zadatak da procijeni koje instrumente i na koji način upotrijebiti.

## **4.2. Okvir monetarne politike Hrvatske narodne banke**

Okvir za provođenje monetarne politike Hrvatske narodne banke sadržava sljedeće instrumente:

1. operacije na otvorenom tržištu,
2. obvezna pričuva,
3. stalno raspoložive mogućnosti te
4. ostali instrumenti i mjere.

Okvir monetarne politike je način na koji središnja banka instrumentima monetarne politike ostvaruje svoj cilj. Za svoj okvir provođenja monetarne politike središnje banke obično odabiru određenu varijablu na čiju razinu i/ili dinamiku kretanja mogu utjecati te preko nje posredno ostvarivati svoj osnovni cilj - održavanje stabilnosti cijena. Ta varijabla, primjerice, može biti kamatna stopa, nominalni tečaj ili neki monetarni agregat. U skladu s tim, okvir za provođenje monetarne politike može se temeljiti na tečajnom sidru, monetarnom sidru, ciljanju inflacije ili može biti mješovit. Okvir monetarne politike HNB temelji se na održavanju stabilnosti nominalnog tečaja kune prema euru. Stabilan tečaj kune prema euru predstavlja tzv. nominalno sidro monetarne politike kojim HNB stabilizira inflacijska očekivanja, a naposljetku i inflaciju. Održavanjem stabilnosti tečaja kune prema euru HNB posredno utječe na svoj temeljni cilj, a to je stabilnost cijena.

Hrvatska narodna banka odabrala je stabilnost tečaja kune prema euru kao nominalno sidro monetarne politike. Održavanjem stabilnosti tečaja kune prema euru HNB posredno utječe na

---

<sup>25</sup> Dostupno na: [www.hnb.hr/temeljne-funkcije](http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije) (19.08.2018.)

svoj temeljni cilj, a to je stabilnost cijena. S obzirom na visoku euroizaciju hrvatskoga bankovnog sustava, stabilnost tečaja jest alat kojim HNB održava i financijsku stabilnost, što sve skupa osigurava makroekonomsku stabilnost zemlje i očuvanje realne vrijednosti novčanih sredstava svih sektora gospodarstva.

Izbor monetarnog okvira i sidra monetarne politike ovisi o važnim obilježjima i osobitostima gospodarstva. Za hrvatsko gospodarstvo to su: izrazito visoka razina euroizacije; činjenica da je Hrvatska malo i otvoreno gospodarstvo; visoka uvozna ovisnost; i visoka zaduženost u stranoj valuti svih domaćih sektora. Među njima je najvažniji visok stupanj euroizacije. Euroizacija je pojam koji označava visoku zastupljenost strane valute, odnosno eura, kao valute štednje i mjerila vrijednosti u nekom gospodarstvu. U Hrvatskoj je visoka euroizacija posljedica dosadašnjih iskustava s visokom inflacijom koja su dovela do dugoročno ukorijenjenog nepovjerenja u domaću valutu, a koje se zadržava na visokoj razini unatoč stabilnosti kune od njezina uvođenja do danas. Posljedica je toga i činjenica da Hrvatsku karakterizira visok stupanj valutne supstitucije (zamjene domaće valute stranom valutom), koja se ogleda u tome da najveći dio depozita u bankama čine devizni depoziti (više od 80%), i to dominantno u eurima. Posljedica je visoke depozitne euroizacije visoka kreditna euroizacija. Naime, banke nastoje i obvezne su, prema zakonskim propisima, zaštititi se od rizika promjene tečaja (valutnog rizika) kako bi očuvale svoju financijsku stabilnost i zadržale povjerenje svojih klijenata. Stoga banke s velikim udjelom deviznih depozita ujedno i odobravaju velik udio kredita u stranoj valuti ili vezanih valutnom klauzulom uz tečaj strane valute. Kao posljedica toga, oko dvije trećine plasmana hrvatskih banaka vezano je uz tečaj strane valute.

Hrvatsko je gospodarstvo malo i otvoreno, što znači da razmjena robe i usluga s inozemstvom ima velik utjecaj na ukupnu gospodarsku aktivnost u Hrvatskoj. Zajednički udio izvoza i uvoza robe i usluga u bruto domaćem proizvodu iznosio je 90% u 2014. godini, pri čemu se više od polovine robnog izvoza i oko 60% robnog uvoza odnosilo na zemlje članice europodručja. 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. Veća kolebanja tečaja kune prema euru dovela bi do učestale promjenjivosti uvoznih i izvoznih cijena, čime bi se otežala njihova predvidivost i povećala neizvjesnost u poslovanju s inozemstvom. Zbog visoke uvozne ovisnosti hrvatskoga

gospodarstva domaće su cijene osjetljive na promjene tečaja. S obzirom na to da velik dio dobara na hrvatskom tržištu potječe od uvoza iz europodručja (oko 60% u 2014.), znatniji porast tečaja kune prema euru mogao bi dovesti do rasta cijena tih dobara izraženih u kunama, a posredno i do rasta opće razine cijena, odnosno inflacije. Uz promjene tečaja vezana su i inflacijska očekivanja kućanstava, koja su osobito izražena zbog loših iskustava s visokom inflacijom na ovim prostorima u prošlosti.

Uz visoku euroizaciju duga prema domaćim bankama, hrvatsko je gospodarstvo dodatno izloženo tečajnim rizicima i zbog visoke razine inozemnog duga koji je najvećim dijelom iskazan u eurima. Naime, većina zemalja ne može se zadužiti u inozemstvu u vlastitoj valuti (samo vrlo mali broj zemalja ima tu mogućnost i valute tih zemalja zovu se "svjetske rezervne valute"). Kako je velik dio zaduženja svih domaćih sektora vezan uz tečaj eura, hrvatski građani, poduzeća i država izrazito su ranjivi na znatnije promjene tečaja kune prema euru jer bi im slabljenje kune u odnosu na euro uvelike povećalo teret otplate njihova duga.<sup>26</sup>

### **4.3. Provođenje monetarne politike Hrvatske narodne banke**

Hrvatska narodna banka provodi monetarnu politiku određivanjem i primjenom instrumenata i mjera koji su joj potrebni za ostvarivanje njezinih ciljeva i zadaća. Osnovni instrument monetarne politike HNB-a jesu devizne intervencije. Devizne intervencije provode se putem povremenih deviznih aukcija, pomoću kojih središnja banka kupuje odnosno prodaje devize bankama. Pri aukciji banke podnose HNB-u željene iznose (npr. u eurima) i pripadajuće cijene (tečaj) deviznih transakcija (tj. organizira se aukcija s višestrukim cijenama). Na temelju pristiglih ponuda HNB donosi odluku o iznosu intervencije i tečaju. HNB općenito organizira aukciju prodaje devize kada kuna slabi, a kupnju deviza kada kuna jača. Prodajom deviza HNB povlači kune iz optjecaja, a kupnjom deviza stavlja kune u optjecaj.

Osim deviznim intervencijama, HNB se služi cijelim nizom drugih instrumenata monetarne politike i makroprudencijalnih mjera. Njihovim kombiniranjem HNB nastoji, u okviru svojih zakonskih ovlasti, utjecati na monetarna, a time posredno i na ekonomska kretanja. Tako

---

<sup>26</sup> Dostupno na: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (03.08.2018.)

primjerice, u uvjetima visoke likvidnosti u bankovnom sustavu koja prijete pritiscima na prekomjerno slabljenje kune prema euru, HNB odgovarajućim mjerama - npr. povećanjem stope obvezne pričuve, obveznim upisom blagajničkih zapisa - povlači viškove likvidnosti iz sustava. U uvjetima niske likvidnosti u bankovnom sustavu koja dovodi do pritiska na pretjerano jačanje kune prema euru, HNB svojim mjerama - primjerice odobravanjem kredita, smanjenjem stope obvezne pričuve, povećanjem minimalno potrebnih deviznih potraživanja osigurava dodatnu likvidnost sustavu. Također, u okolnostima snažnoga kreditnog rasta HNB poseže za restriktivnim mjerama kojima demotivira kreditni rast, a za vrijeme slaboga kreditnog rasta i stagnacije ili pada gospodarske aktivnosti uvodi mjere kojima želi potaknuti kreditni rast i ekonomsku aktivnost.

Konkretno operacije pri provođenju monetarne politike:

1. U evidentiranju vrijednosnih papira koji se nalaze u skupu prihvatljive imovine banke kod HNB-a, treba pratiti bit transakcije, a knjigovodstveni pristup treba primijeniti i na opterećeni dio skupa prihvatljive imovine. Naime, u oba se slučaja kolateral prenosi na vjerovnika, ali ostaje u bilanci banke, pri čemu svi rizici i koristi iz vrijednosnih papira ostaju dužniku.
2. Za potrebe knjigovodstvenog tretmana, kredit uz financijsko osiguranje evidentira se u sklopu skupine primljenih kunskih kredita od HNB-a na računu za repo i ostale slične kredite jer je sličan repo kreditu pa se može tako knjigovodstveno iskazati.
3. Kod kredita uz financijsko osiguranje sredstva primljena od HNB-a za kreditnu instituciju ne predstavljaju izloženost kreditne institucije, već obvezu vraćanja primljenih sredstava prema HNB-u, iako su oni osigurani vrijednosnim papirima te su po svojoj prirodi slični repo transakcijama. Naime, navedeni kredit uz financijsko osiguranje, iako sličan repo poslu, nema ispunjeno ključno obilježje repo posla, a to je da postoji čvrsta obveza da se papir ponovno otkupi/povuče iz skupa prihvatljive imovine kod HNB-a u trenutku kada kreditna institucija vraća sredstva primljena od HNB-a.
4. Neopterećeni dio skupa prihvatljive imovine smatra se slobodnom imovinom i uključuje se u likvidnu imovinu u skladu s točkom (a) stavka 2. članka 7. Delegirane uredbe Komisije (EU) 2015/61 od 10.2 / 2 listopada 2014., pod uvjetom da taj instrument udovoljava svim ostalim uvjetima iz članaka 7. i 8. te Delegirane uredbe. Budući da kredit uz financijsko osiguranje

nema propisane elemente prodaje i ponovnog otkupa vrijednosnih papira, takav se kredit u sklopu FINREP-a izvještava jednostavno kao kredit koji je osiguran financijskim instrumentima. Za potrebe izvještavanja o opterećenoj imovini, kao opterećenu imovinu kreditna institucija dužna je iskazati vrijednosne papire iz skupa prihvatljive imovine u vrijednosti koja je u skladu s propisom upotrijebljena kao financijsko osiguranje primljenoga kredita, dok se ostatak skupa prihvatljive imovine iskazuje kao neopterećena imovina.

5. HNB će bankama omogućiti dnevni pristup podacima o stanju opterećenog, neopterećenog i slobodnog dijela skupa prihvatljive imovine kod HNB.

6. HNB će za vrednovanje vrijednosnih papira u skupu prihvatljive imovine primjenjivati izvore cijena i reprezentativne cijene objavljene na internetskoj stranici HNB-a. Kako bi te cijene bolje odražavale tržišna kretanja, banke mogu povećati svoje aktivnosti na tržištu.<sup>27</sup>

#### **4.4. Instrumenti monetarne politike Hrvatske narodne banke**

Hrvatska narodna banka se služi raznim instrumentima monetarne politike s namjerom da ispuni zadane ciljeve. Kao što je ranije spomenuto, ciljevi su gotovo uvijek isti i oni uključuju održavanje stabilnosti cijena, visoku stopu zaposlenosti te stabilan i održiv gospodarski rast. Međutim postizanje tih ciljeva nije uvijek jednostavno jer je gotovo pa nemoguće predvidjeti točna zbivanja u financijskom i gospodarskom sektoru na dugi rok. Tomu im služe razni instrumenti pomoću kojih se financijski sustav i privredni razvoj usmjeravaju prema željenim ciljevima. Na HNB-u je težak zadatak da procijeni koje instrumente i na koji način upotrijebiti.

Instrumenti monetarne politike mogu se promatrati kao dinamičke kategorije koje se kroz dugi niz godina neprestano razvijaju i modificiraju ovisno o promjeni ekonomskog i monetarnog okruženja i promjeni ciljeva tekuće novčane politike.<sup>28</sup> U manje razvijenim tržišnim gospodarstvima koje imaju lošije razvijen financijski sustav nailazimo na manji broj i manje složene instrumente, dok se u razvijenim gospodarskim tržišnim sustavima s jakim financijskim sustavom mogu naći složeniji instrumenti monetarne politike koji se koriste za ostvarivanje

---

<sup>27</sup> Dostupno na: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)

<sup>28</sup> Lovrinović I., Ivanov M., Monetarna politika, RRIF plus, Zareb, 2009., str. 209

konačnog cilja. Instrumenti monetarne politike se često klasificiraju na kvantitativne i kvalitativne. Kvantitativni instrumenti su svi oni instrumenti koji na razini cjelokupne privrede djeluju na povećanje ili smanjenje količine novca i kredita. Kvalitativni instrumenti bi pak bili oni instrumenti koji djeluju na povećanje ili smanjenje količine novca i kredita, ali na razini izabranih razvojno prioritetnih gospodarskih djelatnosti.<sup>29</sup>

Svaka centralna banka na svijetu se služi različitom kombinacijom instrumenata da bi ostvarila zacrtane planove. HNB se služi nizom instrumenata kao što su operacije na otvorenom tržištu, obvezna pričuva, stalno raspoloživim mogućnostima i ostalim instrumentima i mjerama. Pomoću instrumenta monetarne politike Hrvatska narodna banka povećava ili smanjuje likvidnost. Kupnjom imovine ili odobravanjem kredita središnja banka provodi povećanje likvidnosti, dok će uporabom obvezne pričuve, prodajom imovine ili izdavanjem vrijednosnih smanjiti likvidnost.

#### **4.4.1. Operacije na otvorenom tržištu**

Središnja banka provodi operacije na otvorenom tržištu na vlastitu inicijativu prema unaprijed objavljenom rasporedu ili u bilo koje vrijeme koje sama odredi, uz dobrovoljno sudjelovanje kreditnih institucija. Operacijama na otvorenom tržištu središnja banka utječe na likvidnost bankovnog sustava i kretanje kamatnih stopa na novčanom tržištu kontrolirajući cijenu i/ili količinu ponude primarnog novca (novac na računima banaka kod središnje banke). Kupnjom imovine od banaka središnja banka povećava likvidnost u sustavu i utječe na pad kamatnih stopa na tržištu, dok se prodajom imovine bankama postižu suprotni učinci.<sup>30</sup>

Operacije na otvorenom tržištu mogu se provoditi kao:

1. povratne (engl. *reverse*) operacije, što znači da se istodobno dogovara transakcija kupnje (prodaje) imovine na tekući datum i transakcija povratne prodaje (kupnje) iste imovine na unaprijed utvrđeni budući datum. U tom slučaju razlika između kupovne i prodajne cijene čini

---

<sup>29</sup> Nikolić N., Pečarić M., Uvod u financije, Ekonomski fakultet, Split 2012. , str. 233-234

cijenu korištenja novčanih sredstava u razdoblju trajanja operacije, koja se u većini slučajeva iskazuje u obliku nominalne kamatne stope i utječe na kretanje ostalih kamatnih stopa na tržištu.

2. konačne (engl. *outright*) operacije, što znači da se dogovara transakcija kupnje (prodaje) imovine bez obveze povratne prodaje (kupnje), odnosno transakcija je konačna nakon namire u prvom koraku. U tom slučaju kamatna stopa se ne ugovara, ali se na nju utječe količinom kupljene (prodane) imovine.

S obzirom na učestalost i namjenu, operacije na otvorenom tržištu obuhvaćaju redovite operacije, operacije fine prilagodbe i strukturne operacije, a mogu se provoditi: operacijama povratne kupnje vrijednosnih papira (repo operacijama) i obratnim operacijama povratne kupnje vrijednosnih papira (obratnim repo operacijama), izravnim kupnjama vrijednosnih papira te izravnim prodajama vrijednosnih papira.<sup>31</sup>

Tablica 1: Operacije na otvorenom tržištu

| Instrument                               | Vrsta operacije                                                                                                                    | Učestalost               | Rok dospijeća     |
|------------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|--------------------------|-------------------|
| <b>1. Operacije na otvorenom tržištu</b> |                                                                                                                                    |                          |                   |
| Redovite operacije                       | - obratne repo operacije                                                                                                           | svaki tjedan             | 1 tjedan          |
| Operacije fine prilagodbe                | - repo/obratne repo operacije<br>- izravne kupnje/prodaje VP-a<br>- izravne kupnje/prodaje deviza<br>- FX swap<br>- izdavanje BZ-a | neredovito prema potrebi | nestandardizirano |
| Strukturne operacije                     | - izravne kupnje/prodaje VP-a<br>- repo/obratne repo operacije<br>- izravne kupnje/prodaje deviza                                  | neredovito prema potrebi | nestandardizirano |

Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (03.08.2018)

Najčešće korištene operacije Hrvatske narodne banke jesu konačne (engl. *outright*) operacije i to operacije kupoprodaje deviza, odnosno devizne aukcije. Navedene operacije mogu se smatrati operacijama fine prilagodbe, ali katkad su i strukturne. Devizne aukcije provode se radi očuvanja stabilnosti domaće valute i održavanja likvidnosti plaćanja u zemlji i inozemstvu. Deviznim

<sup>31</sup> Lovrinović, I., Ivanov, M. : (2009), Monetarna politika, RRIF-plus d.o.o

aukcijama središnja banka nastoji utjecati na kretanje deviznog tečaja domaće valute u odnosu na referentnu stranu valutu. Hrvatska narodna banka provodi devizne aukcije u situacijama kada procijeni da je potrebno ublažiti kretanje tečaja kune u odnosu na euro. Kupnjom strane valute središnja banka provodi emisiju domaće valute, čime povećava količinu domaće valute u optjecaju istodobno povlačeći stranu valutu iz optjecaja te tako utječe na deprecijaciju domaće valute. U suprotnome, prodajom strane valute središnja banka povlači domaću valutu iz optjecaja te utječe na aprecijaciju domaće valute u odnosu na referentnu stranu valutu.

Tablica 2: Konačne operacije (kupoprodaja deviza)

| Vrsta operacije          | Datum aukcije | Valuta | Iznos  | Prosječno ostvareni tečaj |
|--------------------------|---------------|--------|--------|---------------------------|
| Kupnja deviza od banaka  | 19.9.2012.    | EUR    | 58.10  | 7.406215                  |
| Prodaja deviza od banaka | 12.4.2013.    | EUR    | 214.90 | 7.607781                  |
| Prodaja deviza od banaka | 31.1.2014.    | EUR    | 240.20 | 7.644769                  |
| Prodaja deviza od banaka | 22.1.2015.    | EUR    | 326.20 | 7.697742                  |

Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (03.08.2018)

Najčešće korištene povratne operacije Hrvatske narodne banke su tzv. obratne repo transakcije, pri čemu središnja banka u prvom koraku povećava likvidnost bankovnog sustava kupujući vrijednosnice od banaka i istodobno ugovara prodaju kupljenih vrijednosnica bankama na budući datum, pri čemu se smanjuje likvidnost bankovnog sustava. U razdoblju korištenja likvidnosti banke plaćaju ugovorenu kamatnu stopu koja se naziva repo stopa. U ekonomskom smislu, obratne repo operacije jesu zaduživanje kreditnih institucija kod središnje banke. Povratnim transakcijama smatraju se i tzv. FX swap-ovi. FX swap-ovi su transakcije pri kojima središnja banka u prvom koraku povećava (smanjuje) likvidnost kupujući (prodajući) stranu valutu po tržišnom tzv. spot tečaju i istodobno ugovara prodaju (kupnju) strane valute na budući datum po budućem tzv. forward tečaju, pri čemu se smanjuje (povećava) likvidnost bankovnog sustava.

Budući, odnosno forward tečaj jednak je zbroju spot tečaja i kamatnom diferencijalu valuta izračunatom za razdoblje trajanja FX swap-a. Kamatni diferencijal može biti pozitivan (u slučaju da strana valuta ima nižu kamatnu stopu od domaće valute) ili negativan (u slučaju da strana valuta ima višu kamatnu stopu od domaće valute). FX swap u kojem središnja banka u prvom koraku kupuje stranu valutu u ekonomskom smislu istovjetan je opisanoj obratnoj repo transakciji.

Operacije fine prilagodbe mogu se po potrebi provoditi na četiri načina, kao obratni repo, repo, izravna kupnja ili izravna prodaja. Prihvatljiva kolaterala su trezorski zapisi Ministarstva financija izdani s izvornim rokom dospelosti od jedne godine. Procedure provođenja operacija fine prilagodbe mogu biti aukcije koje se provode u sustavu nestandardiziranih ponuda ili bilateralni sporazumi, što podrazumijeva pristup samo određenim bankama koje se susreću s problemom likvidnosti, ali ne zbog lošeg sustava upravljanja.<sup>32</sup>

Tablica 3: Operacije fine prilagodbe – devizna intervencija HNB-a održana 10. svibnja 2018.

| <b>Operacije fine prilagodbe – devizna intervencija HNB-a</b><br>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: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (03.08.2018)

<sup>32</sup> Lovrinović I. Ivanov M, Monetarna politika, RRIF plus, Zagreb, 2009., str. 244

Tablica 3 prikazuje operaciju fine prilagodbe - deviznu intervenciju središnje narodne banke koja je održana 10.05.2018. Središnja banka je na taj dan na deviznom tržištu kupila 320.50 milijuna Eura po prosječnom tečaju od 7,397618. Ovom intervencijom željelo se postići jačanje kune zbog viška eura na tržištu te je iz tablice vidljivo da je ubačeno 2,5 milijardi kuna kako bi se tečaj stabilizirao i time se postiglo da je kuna ojačala i povećala se likvidnost.

Još jedan mogući instrument provođenja operacija na otvorenom tržištu jesu strukturne operacije na otvorenom tržištu. Pritom se misli na operacije kojima se središnja banka služi za ispravljanje većih strukturnih poremećaja u financijskom sustavu, kao npr. recesije ili inflacije. Mogu se provoditi operacijama izravne kupnje, izravne prodaje te kao repo ili obratni repo. Učestalost može biti redovita ili neredovita. Ovisno o potrebi mogu se koristiti za potrebe povećanja ili smanjenja likvidnosti sustava, gdje prihvatljivu kolateralu predstavljaju svi oblici državnih vrijednosnica. Ovim operacijama HNB otvara poslovnim bankama pristup dugoročnijim izvorima kunske likvidnosti po kamatnoj stopi konkurentnoj ostalim izvorima kunske likvidnosti, pri čemu će kao kolateral prihvaćati dužničke vrijednosne papire izdavatelja iz Hrvatske. Time strukturne repo operacije omogućavaju bankama da intenzivnije i uz povoljnije uvjete kreditiraju gospodarstvo i stanovništvo u domaćoj valuti. Ukupni učinak planiranih strukturnih operacija ovisit će o zanimanju banka za ovaj mehanizam monetarne politike.<sup>33</sup>

Uvođenjem strukturnih repo operacijama HNB nastavlja voditi ekspanzivnu monetarnu politiku koju HNB provodi godinama, a koja je pridonijela ublažavanju negativnih posljedica gospodarske krize putem povećanja likvidnosti sustava i spuštanjem troška financiranja domaćih sektora u Hrvatskoj. Na strukturnoj operaciji održanoj 7. listopada 2017. Hrvatska narodna banka je plasirala ukupno 530 milijuna kuna po kamatnoj stopi od 1,20%.

---

<sup>33</sup> [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (25.08.2018.)

Tablica 4: Strukturna operacija održana 7.10.2017.

| <b>Strukturna operacija S-01-2017.</b><br>održana 7. studenoga 2017., u mil. kuna |                      |
|-----------------------------------------------------------------------------------|----------------------|
| Smjer                                                                             | Puštanje likvidnosti |
| Datum namire                                                                      | 9. 11. 2017.         |
| Datum dospijea                                                                    | 9. 11. 2022.         |
| Ukupan iznos pristiglih ponuda                                                    | 530,00               |
| Fiksna kamatna stopa                                                              | 1,20%                |
| Ukupan iznos prihvaćenih ponuda                                                   | 530,00               |
| Ukupan iznos odbijenih ponuda                                                     | 0,00                 |
| Koeficijent raspodjele                                                            | 100,00%              |

Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (25.08.2018.)

Ostale povratne transakcije uključuju izdavanje blagajničkih zapisa središnje banke, pri čemu u prvom koraku središnja banka smanjuje likvidnost bankovnog sustava prodajući bankama blagajničke zapise koji imaju određeni rok dospijea, nakon čega ih središnja banka otkupljuje od banaka ponovo povećavajući likvidnost bankovnog sustava. U tom slučaju središnja banka plaća bankama kamatnu stopu na izdane blagajničke zapise. U početku svog poslovanja, HNB je emitirala dvije vrste blagajničkih zapisa: dragovoljne i obvezne, ali danas se u praksi primjenjuju samo dragovoljni. Blagajničke zapise HNB koristi kao vrlo pogodan instrument za sterilizaciju monetarnih efekata deviznih transakcija i na taj način sprječava nepoželjnu povećanu ponudu kuna u optjecaju. Riječ je o diskontnim i prenosivim blagajničkim zapisima s rokovima dospijea od 35, 91 i 182 dana. Pristup primarnom tržištu imaju samo domaće banke i  tedionice. Pored kunskih, HNB emitira i devizne blagajničke zapise u eurima i dolarima. Kao kolateral za

dobiveni kredit banke HNB-u nude na otkup blagajničke zapise HNB-a i trezorske zapise Ministarstva financija. HNB također odobrava lombardne kredite a to su kratkoročni krediti na temelju zaloga vrijednosnica. Banka može od HNB-a dobiti lombardni kredit u visini do 50% nominalne vrijednosti blagajničkih zapisa HNB u stranoj valuti. Lombardni kredit banke mogu koristiti najdulje 15 radnih dana u jednom mjesecu. U praksi HNB-a primjenjuje se i interventni kredit, koji se odobrava na kraju radnog dana u visini ukupno nepodmirenih obaveza na temelju:

- nedostajućih sredstava na dnevnom prolaznom računu u ZAP-u banke i štedionice sudionika velikih plaćanja (HSVP – hrvatski sustav velikih plaćanja);
- nedostajućih sredstava na računu za namirenje banke i štedionice koja nije sudionik HSVP-a;
- neizdvojene i nevraćene obvezne rezerve;
- dospjelog, a nevraćenog lombardnog i repo-kredita.

Interventni kredit dobiven od HNB-a banka ili štedionica mora vratiti sljedećeg radnog dana.

Pored spomenutih, HNB odobrava i kratkoročne kredite za likvidnost bankama koje imaju likvidnosnih poteškoća, ali uz uvjete da su solventne. HNB će odobriti ovakav kredit samo ako procijeni da je ugrožena stabilnost ukupnog financijskog sustava u iznosu i na rok koji predloži komisija za praćenje likvidnosti i guverner, s rokom dospijeca do godine dana. Banka kao zalag za odobreni kredit može ponuditi vrijednosnice HNB-a i Ministarstva financija i dužničke vrijednosnice izdavatelja čije su vlasničke vrijednosnice uvrštene u prvu kotaciju Zagrebačke burze. HNB je u svoju praksu uvela i tzv. predsanacijski kredit, odnosno kredit za premošćivanje nelikvidnosti bankama nad kojima je pokrenut postupak za ocjenu mogućnosti i ekonomske opravdanosti sanacije i restrukturiranja banke. Kredit se odobrava na rok do 90 dana, a banka u tom slučaju mora dati odgovarajući najkvalitetniji instrument osiguranja kojime raspolaže. HNB također ima i obvezu izdvajanja kunskih depozita na inozemne financijske kredite i dana jamstva s ciljem reguliranja vanjskog zaduživanja, ali uz put izbog monetarnih efekata takvih transakcija. U tom slučaju banka je dužna izdvojiti kunski depozit na račun HNB-a u visini 30% od iznosa primljenih inozemnih financijskih kredita namijenjenih za konverziju u kune i 10% od

vrijednosti danih jamstava za inozemne financijske kredite namijenjene za konverziju u kune. Depozit po kreditu vraća se 12 mjeseci nakon uplate uz uvjet da je kredit otplaćen u cijelosti.<sup>34</sup>

#### 4.4.2. Obvezna pričuva

Obvezna pričuva predstavlja instrument izraženog restriktivnog djelovanja središnje banke. Restriktivnost politike obvezne pričuve očituje se u visokoj stopi obvezne pričuve te širokoj osnovici za njezin obračun i izdavanje.<sup>35</sup> Obvezna pričuva jest obveza kreditnih institucija da određeni postotak primljenih sredstava (primljeni avista i oročeni depoziti, primljeni krediti) drže na računima kod Hrvatske narodne banke. Navedena sredstva u obliku pričuve izdvajaju se kod središnje banke na poseban račun ili se u određenom razdoblju održavaju u prosjeku na računu za namiru kreditne institucije. Obvezna pričuva omogućuje središnjim bankama kontrolu nad ponudom novca te posljedično osiguranje stabilnosti i likvidnosti bankovnog sustava, te neometano odvijanje platnog prometa. Tako se u periodima recesije prakticira smanjenje stopa obveznih rezervi da se poboljša likvidnost banka i omogući šire kreditiranje. Obrnuto, u periodima inflacije stopa se povećava.<sup>36</sup>

Osnovica za obračun obvezne pričuve sastoji se od<sup>37</sup>:

- kunskog dijela, koji obuhvaća kunske izvore sredstava i to primljene depozite i kredite u kunama (s valutnom klauzulom i bez nje), izdane dužničke vrijednosne papire u kunama, hibridne i podređene instrumente u kunama (s valutnom klauzulom i bez nje) i ostale financijske obveze u kunama
- deviznog dijela, koji obuhvaća devizne izvore sredstava i to primljene devizne depozite i kredite, obveze po izdanim vrijednosnim papirima u devizama (osim vlasničkih vrijednosnih papira banke), hibridne i podređene instrumente u devizama i ostale financijske obveze u devizama.

Osnovica za obračun prosječno je stanje navedenih izvora sredstava u obračunskom razdoblju koje traje od prvoga do posljednjeg dana kalendarskog mjeseca.

---

<sup>34</sup> Radošević, D. Nezavisnost Hrvatske narodne banke u demokratskom sustavu podjele vlasti // Ekonomija (Zagreb). 8, 1(2001)

<sup>35</sup> Lovrinović I. Ivanov M, Monetarna politika, RRIF plus, Zagreb, 2009., str 247

<sup>36</sup> Perišin I., A. Šokoman, Monetarno-kreditna politika, Informator, Zagreb, 1992., str 186

<sup>37</sup> [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (23.08.2018.)

- 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 jednom 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%.
- Preostali dio obvezne pričuve održava se prosječnim dnevnim stanjima likvidnih potraživanja.
- Razdoblje održavanja počinje druge srijede u mjesecu i traje do dana koji prethodi drugoj srijedi sljedećeg mjeseca.
- Na sredstva obvezne pričuve HNB ne plaća naknadu.

Tablica 5: Prosječna dnevna stanja i stope obveznih rezervi zu periodu od 2013. do danas

| Godina | Mjesec   | Vagana prosječna stopa obvezne rezerve | Obračunata obvezna pričuva |          |                  | Ostali obvezni depoziti kod HNB | Izdvojena obvezna pričuva |                  | Prosječna stopa remuneracije na kunsku imobilizirana sredstva | Prosječna stopa remuneracije na devizna izdvojena sredstva1) |
|--------|----------|----------------------------------------|----------------------------|----------|------------------|---------------------------------|---------------------------|------------------|---------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------|
|        |          |                                        | Ukupno                     | u kunama | u stranoj valuti |                                 | u kunama                  | u stranoj valuti |                                                               |                                                              |
| 1      | 2        | 3                                      | 4=5+6                      | 5        | 6                | 7                               | 8                         | 9                | 10                                                            | 11                                                           |
| 2013.  | siječanj |                                        | 13,50                      | 41.981,1 | 34.821,5         | 7.159,5                         | -                         | 24.375,1         | 5.093,0                                                       | -                                                            |
|        | veljača  |                                        | 13,50                      | 41.781,7 | 34.647,9         | 7.133,7                         | -                         | 24.253,5         | 5.068,9                                                       | -                                                            |
|        | ožujak   |                                        | 13,50                      | 41.623,5 | 34.515,2         | 7.108,3                         | -                         | 24.160,6         | 5.051,4                                                       | -                                                            |
|        | travanj  |                                        | 13,50                      | 41.607,5 | 34.524,1         | 7.083,4                         | -                         | 24.166,8         | 5.027,8                                                       | -                                                            |
|        | svibanj  |                                        | 13,50                      | 41.773,0 | 34.685,5         | 7.087,6                         | -                         | 24.279,8         | 5.040,5                                                       | -                                                            |
|        | lipanj   |                                        | 13,50                      | 41.729,4 | 34.685,1         | 7.044,3                         | -                         | 24.279,6         | 5.013,6                                                       | -                                                            |
|        | srpanj   |                                        | 13,50                      | 41.931,4 | 34.926,7         | 7.004,7                         | -                         | 24.448,7         | 4.989,1                                                       | -                                                            |
|        | kolovoz  |                                        | 13,50                      | 41.975,6 | 34.978,8         | 6.996,8                         | -                         | 24.485,2         | 4.985,2                                                       | -                                                            |
|        | rujan    |                                        | 13,50                      | 42.169,6 | 35.133,8         | 7.035,9                         | -                         | 24.593,6         | 4.996,6                                                       | -                                                            |
|        | listopad |                                        | 13,50                      | 42.566,6 | 35.462,1         | 7.104,4                         | -                         | 24.823,5         | 5.021,3                                                       | -                                                            |
|        | studenj  |                                        | 13,50                      | 42.562,2 | 35.456,5         | 7.105,7                         | -                         | 24.819,5         | 5.006,3                                                       | -                                                            |
|        | prosinac |                                        | 12,48                      | 39.283,2 | 32.733,2         | 6.550,0                         | 2.655,2                   | 22.913,3         | 4.605,3                                                       | -                                                            |
| 2014.  | siječanj |                                        | 12,00                      | 37.655,5 | 31.358,6         | 6.296,9                         | 3.603,2                   | 21.951,0         | 4.440,7                                                       | -                                                            |
|        | veljača  |                                        | 12,00                      | 37.592,1 | 31.311,3         | 6.280,8                         | 3.630,8                   | 21.917,9         | 4.434,8                                                       | -                                                            |
|        | ožujak   |                                        | 12,00                      | 37.493,5 | 31.230,5         | 6.263,0                         | 3.546,7                   | 21.861,3         | 4.423,5                                                       | -                                                            |
|        | travanj  |                                        | 12,00                      | 37.469,2 | 31.182,0         | 6.287,2                         | 3.455,2                   | 21.827,4         | 4.446,2                                                       | -                                                            |
|        | svibanj  |                                        | 12,00                      | 37.427,2 | 31.149,1         | 6.278,2                         | 3.306,4                   | 21.804,3         | 4.436,2                                                       | -                                                            |
|        | lipanj   |                                        | 12,00                      | 37.388,1 | 31.159,7         | 6.228,4                         | 3.349,6                   | 21.811,8         | 4.397,9                                                       | -                                                            |
|        | srpanj   |                                        | 12,00                      | 37.324,0 | 31.135,6         | 6.188,4                         | 3.424,0                   | 21.794,9         | 4.367,1                                                       | -                                                            |
|        | kolovoz  |                                        | 12,00                      | 37.080,6 | 30.940,2         | 6.140,4                         | 3.634,0                   | 21.658,7         | 4.316,3                                                       | -                                                            |
|        | rujan    |                                        | 12,00                      | 37.393,9 | 31.214,2         | 6.179,8                         | 3.381,1                   | 21.850,9         | 4.321,3                                                       | -                                                            |

|       |          |       |          |          |         |         |          |         |   |
|-------|----------|-------|----------|----------|---------|---------|----------|---------|---|
|       | listopad | 12,00 | 37.828,2 | 31.592,2 | 6.236,0 | 3.493,2 | 22.115,7 | 4.346,2 | - |
|       | studen   | 12,00 | 37.816,0 | 31.568,6 | 6.247,3 | 3.545,7 | 22.098,4 | 3.969,3 | - |
|       | prosinac | 12,00 | 37.589,8 | 31.351,3 | 6.238,5 | 3.568,0 | 21.945,9 | 3.743,1 | - |
| 2015. | siječanj | 12,00 | 37.488,3 | 31.259,6 | 6.228,6 | 3.164,1 | 21.881,7 | 3.737,2 | - |
|       | veljača  | 12,00 | 37.514,0 | 31.246,7 | 6.267,2 | 2.960,5 | 21.872,7 | 3.760,3 | - |
|       | ožujak   | 12,00 | 37.578,0 | 31.253,8 | 6.324,1 | 2.815,7 | 21.877,7 | 3.794,5 | - |
|       | travanj  | 12,00 | 37.455,7 | 31.177,4 | 6.278,3 | 2.762,4 | 21.824,2 | 3.767,0 | - |
|       | svibanj  | 12,00 | 37.307,2 | 31.089,6 | 6.217,6 | 3.100,8 | 21.762,7 | 3.730,6 | - |
|       | lipanj   | 12,00 | 37.064,8 | 30.904,2 | 6.160,7 | 3.063,6 | 21.632,9 | 3.696,4 | - |
|       | srpanj   | 12,00 | 37.342,0 | 31.161,1 | 6.180,9 | 2.947,2 | 21.812,8 | 3.708,5 | - |
|       | kolovoz  | 12,00 | 37.496,2 | 31.306,2 | 6.190,0 | 3.090,6 | 21.914,3 | 3.714,0 | - |
|       | rujan    | 12,00 | 37.607,6 | 31.422,1 | 6.185,6 | 3.203,0 | 21.995,5 | 3.711,3 | - |
|       | listopad | 12,00 | 37.829,1 | 31.620,3 | 6.208,8 | 661,7   | 22.134,2 | 3.725,3 | - |
|       | studen   | 12,00 | 38.236,2 | 31.921,9 | 6.314,3 | -       | 22.345,3 | 3.788,6 | - |
|       | prosinac | 12,00 | 38.279,3 | 31.941,1 | 6.338,2 | -       | 22.358,8 | 3.802,9 | - |
| 2016. | siječanj | 12,00 | 38.091,8 | 31.812,7 | 6.279,1 | -       | 22.268,9 | 1.470,5 | - |
|       | veljača  | 12,00 | 37.489,1 | 31.349,0 | 6.140,2 | -       | 21.944,3 | -       | - |
|       | ožujak   | 12,00 | 37.030,8 | 30.972,9 | 6.057,9 | -       | 21.681,1 | -       | - |
|       | travanj  | 12,00 | 36.641,9 | 30.671,0 | 5.970,9 | -       | 21.469,7 | -       | - |
|       | svibanj  | 12,00 | 35.934,1 | 30.106,2 | 5.827,9 | -       | 21.074,3 | -       | - |
|       | lipanj   | 12,00 | 35.696,0 | 29.920,1 | 5.775,9 | -       | 20.944,1 | -       | - |
|       | srpanj   | 12,00 | 35.990,5 | 30.201,1 | 5.789,4 | -       | 21.140,7 | -       | - |
|       | kolovoz  | 12,00 | 36.350,5 | 30.533,5 | 5.817,1 | -       | 21.373,4 | -       | - |
|       | rujan    | 12,00 | 36.769,5 | 30.905,5 | 5.864,0 | -       | 21.633,8 | -       | - |
|       | listopad | 12,00 | 37.287,6 | 31.357,4 | 5.930,2 | -       | 21.950,2 | -       | - |
|       | studen   | 12,00 | 37.126,0 | 31.217,7 | 5.908,4 | -       | 21.852,4 | -       | - |
|       | prosinac | 12,00 | 36.798,5 | 30.938,4 | 5.860,1 | -       | 21.656,9 | -       | - |
| 2017. | siječanj | 12,00 | 36.725,1 | 30.895,4 | 5.829,6 | -       | 21.626,8 | -       | - |
|       | veljača  | 12,00 | 36.592,4 | 30.866,5 | 5.725,9 | -       | 21.606,6 | -       | - |
|       | ožujak   | 12,00 | 36.029,3 | 30.438,5 | 5.590,8 | -       | 21.307,0 | -       | - |
|       | travanj  | 12,00 | 35.848,9 | 30.288,6 | 5.560,3 | -       | 21.202,0 | -       | - |
|       | 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 | -       | - |
|       | studen   | 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 | -       | - |
|       | svibanj  | 12,00 | 37.026,0 | 31.654,1 | 5.371,8 | -       | 22.157,9 | -       | - |
|       | lipanj   | 12,00 | 37.210,4 | 31.839,6 | 5.370,8 | -       | 22.287,7 | -       | - |

Izvor [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (28.08.2018.)

U tablici 5 iskazuju se osnovni podaci o mjesečnim prosjecima dnevnih stanja obveznih pričuva banaka kod Hrvatske narodne banke u kunama i u stranoj valuti. U stupcu 3 iskazana je ukupna vagana prosječna stopa obvezne pričuve kao postotni udio ukupno obračunate obvezne pričuve u kunama i u stranoj valuti (stupac 4) u osnovici za obračun obvezne pričuve. Obračunata obvezna pričuva (stupac 4) jest propisani iznos sredstava koji su banke dužne izdvojiti na poseban račun obvezne pričuve kod Hrvatske narodne banke ili održavati prosječnim dnevnim stanjem na svojim računima za namiru i u blagajnama, odnosno na računima likvidnih deviznih potraživanja (koja uključuju efektivni strani novac i čekove u stranoj valuti, likvidna devizna potraživanja na računima kod prvoklasnih inozemnih banaka i blagajničke zapise Hrvatske narodne banke u stranoj valuti). U stupcu 5 iskazuje se iznos obračunate obvezne pričuve u kunama. U stupcu 6 iskazuje se iznos obračunate obvezne pričuve u stranoj valuti, tj. propisani iznos sredstava koje su banke dužne izdvojiti na devizne račune Hrvatske narodne banke ili održavati prosječnim dnevnim stanjem na računima likvidnih potraživanja. U stupcu 7 iskazuje se ukupan iznos ostalih obveznih depozita kod Hrvatske narodne banke koji obuhvaća obvezno upisane blagajničke zapise Hrvatske narodne banke. U stupcu 8 iskazuje se dio ukupne obračunate obvezne pričuve u kunama koji su banke izdvojile na račun obvezne pričuve kod Hrvatske narodne banke. U stupcu 9 iskazuje se dio ukupno obračunate obvezne pričuve u stranoj valuti koji su banke izdvojile na devizne račune Hrvatske narodne banke. U stupcu 10 iskazuje se vagana prosječna stopa remuneracije svih oblika kunskih imobiliziranih sredstava, koja uključuju obračunatu obveznu pričuvenu i ostale obvezne depozite kod HNB-a. U stupcu 11 iskazuje se vagana prosječna stopa remuneracije na izdvojena sredstva u stranoj valuti, uključujući sredstva granične obvezne pričuve (od studenoga 2009. Hrvatska narodna banka na sredstva izdvojenoga deviznog dijela obvezne pričuve ne plaća naknadu).

Osnovica za obračun je prosječno stanje kunskih i deviznih izvora sredstava u obračunskom razdoblju koje traje od prvog do posljednjeg dana kalendarskog mjeseca. 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%. Preostali dio obvezne pričuve održava se prosječnim dnevnim stanjima likvidnih

potraživanja. Razdoblje održavanja počinje druge srijede u mjesecu i traje do dana koji prethodi drugoj srijedi sljedećeg mjeseca. Na sredstva obvezne pričuve HNB ne plaća naknadu. Kroz period od pet godina koliko je promatrano razdoblje u tablici 5, Hrvatska narodna banka je smanjivala stopu obvezne rezerve. U siječnju 2013. godine kamatna stopa iznosi 13,50%, a danas stopa obvezne rezerve iznosi 12% i predstavlja obvezu poslovnih banka na primljene depozite. Središnja banka provodi ekspanzivnu monetarnu politiku koja održava višu razinu likvidnosti i veći kreditni potencijal banaka u gospodarskom sustavu.

Tablica 6: Kalendar obvezne pričuve

| Redni broj | Obračunsko razdoblje | Datum izdvajanja OP | Datum namire izdvojenoga deviznog dijela OP |             | Razdoblje održavanja OP   |
|------------|----------------------|---------------------|---------------------------------------------|-------------|---------------------------|
|            |                      |                     | EUR                                         | USD         |                           |
| 1          | 01.11. - 30.11.2017. | 13.12.2017.         | 18.12.2017.                                 | 18.12.2017. | 13.12.2017. - 09.01.2018. |
| 2          | 01.12. - 31.12.2017. | 10.01.2018.         | 15.01.2018.                                 | 16.01.2018. | 10.01.2018. - 13.02.2018. |
| 3          | 01.01. - 31.01.2018. | 14.02.2018.         | 19.02.2018.                                 | 20.02.2018. | 14.02.2018. - 13.03.2018. |
| 4          | 01.02. - 28.02.2018. | 14.03.2018.         | 19.03.2018.                                 | 19.03.2018. | 14.03.2018. - 10.04.2018. |
| 5          | 01.03. - 31.03.2018. | 11.04.2018.         | 16.04.2018.                                 | 16.04.2018. | 11.04.2018. - 8.05.2018.  |
| 6          | 01.04. - 30.04.2018. | 09.05.2018.         | 14.05.2018.                                 | 14.05.2018. | 09.05.2018. - 12.06.2018. |
| 7          | 01.05. - 31.05.2018. | 13.06.2018.         | 18.06.2018.                                 | 18.06.2018. | 13.06.2018. - 10.07.2018. |
| 8          | 01.06. - 30.06.2018. | 11.07.2018.         | 16.07.2018.                                 | 16.07.2018. | 11.07.2018. - 07.08.2018. |
| 9          | 01.07. - 31.07.2018. | 08.08.2018.         | 13.08.2018.                                 | 13.08.2018. | 08.08.2017 - 11.09.2018.  |
| 10         | 01.08. - 31.08.2018. | 12.09.2018.         | 17.09.2018.                                 | 17.09.2018. | 12.09.2018. - 09.10.2018. |
| 11         | 01.09. - 30.09.2018. | 10.10.2018.         | 15.10.2018.                                 | 15.10.2018. | 10.10.2018.- 13.11.2018.  |
| 12         | 01.10. - 31.10.2018. | 14.11.2018.         | 19.11.2018.                                 | 19.11.2018. | 14.11.2018. - 11.12.2018. |
| 13         | 01.11. - 30.11.2018. | 12.12.2018.         | 17.12.2018.                                 | 17.12.2018. | 12.12.2018. - 08.01.2019. |
| 14         | 01.12. - 31.12.2018. | 09.01.2019.         | 14.01.2019.                                 | 14.01.2019. | 09.01.2019. - 12.02.2019. |

Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (28.08.2018.)

Tablica 6 prikazuje obračunska razdoblja, datuma izdvajanja i razdoblja održavanja obvezne pričuve u 2018. godini.

#### 4.4.3. Stalno raspoložive mogućnosti

Stalno raspoložive mogućnosti u praksi Hrvatske narodne banke kreirane su po uzoru na praksu Europske središnje banke, uz određene manje modifikacije prilagođene hrvatskom financijskom sustavu. Hrvatska narodna banka omogućuje kreditnim institucijama posuđivanje sredstava putem lombardnoga kredita, a deponiranje sredstava putem novčanog depozita. Stalno raspoložive mogućnosti posuđivanja i deponiranja omogućuju kreditnim institucijama da na vlastitu inicijativu posuđuju ili deponiraju sredstva kod Hrvatske narodne banke, uglavnom na kraju radnoga dana, uz prekonoćno dospijeeće. Kredit se odobrava uz određene uvjete koji obuhvaćaju propisani prihvatljiv kolateral te kamatnu stopu iznad tržišne kamatne stope. Nasuprot tome, automatsko deponiranje sredstava kod središnje banke remunerira se po kamatnoj stopi ispod tržišne. Na taj način središnje banke utvrđuju kamatni raspon unutar kojega bi se kamatne stope na novčanom tržištu trebale kretati. Među stalno raspoložive mogućnosti spadaju unutar dnevnog kredit, lombardni kredit te novčani depoziti:

Lombardni kredit jedan je od najstarijih vrsta kredita. Odobrava se na zahtjev banke na kraju radnog dana te je idealan jer je mogućnost korištenja svakodnevna. Odobrava se samoinicijativno na zahtjev poslovne banke, uglavnom u slučaju nemogućnosti vraćanja unutar dnevnog kredita. U slučaju zahtjeva za lombardnim kreditom, centralna banka zahtjeva određeni kolateral, te isto tako ima pravo odbiti izdavanje kredita ako smatraju da neće moći biti vraćen. Kamatna stopa iznosi 2.50%.

Unutar dnevnog kredit posebna je vrsta kredita koji se odobrava u obliku limita na računu za namiru (žiroračunu banke kod HNB-a). Kredit je kolateraliziran i može se koristiti u visini do 50% nominalne vrijednosti trezorskih zapisa Ministarstva financija izdanih s izvornim rokom dospijeeća do godine dana. Ovaj je kredit beskamatni, ali ako na kraju radnog dana unutar dnevnog kredit nije vraćen, smatra se da je banka podnijela zahtjev za lombardni kredit.

Novčani depoziti omogućuju poslovnim bankama da deponiraju višak novca na račun HNB-a, koji im za uzvrat omogućava svakodnevno korištenje i pristup novcu, a dospijeeće je prekonoćno. Kamatna stopa iznosi 0.00%. Za poslovne banke važno je napomenuti da iznos koji deponiraju ne ulazi u izračun održavanja obvezne rezerve.<sup>38</sup>

---

<sup>38</sup> [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (28.08.2018.)

Stalno raspoložive mogućnosti kao mjera monetarne politike Hrvatske narodne banke namijenjena je poslovnim bankama, gdje središnja banka ovom mjerom olakšava njihovo svakodnevno upravljanje poslovnom likvidnošću.

#### **4.4.4. Ostali instrumenti i mjere**

Ostali instrumenti i mjere služe kao podrška pri provođenju monetarne politike osnovnim instrumentima monetarne politike Hrvatske narodne banke. U ovu skupinu ubrajaju se i mjere kojima se propisuju određeni omjeri u bilancama kreditnih institucija. Trenutačno je na snazi mjera kojom su određena minimalno potrebna devizna potraživanja. Minimalno potrebna devizna potraživanja strukturna su mjera održavanja devizne likvidnosti banaka i trenutačno iznose 17% deviznih obveza. Obveza je održavanja propisanog postotka dnevna, a likvidnim se deviznim potraživanjima smatraju devizna potraživanja (osim potraživanja po kreditima) s preostalim rokom dospijeca do tri mjeseca.<sup>39</sup>

Hrvatska narodna banka ima ulogu zajmodavca u krajnjoj nuždi. Uloga središnje banke kao zajmodavca u krajnjoj nuždi podrazumijeva osiguranje likvidnosti za solventne kreditne institucije koje u određenom trenutku svoje likvidnosne potrebe ne mogu zadovoljiti na tržištu kako bi se očuvala stabilnost bankovnog i financijskog sustava i spriječila panika povezana s privremenim likvidnosnim problemima kreditne institucije. Hrvatska narodna banka u tu se svrhu može koristiti instrumentom kratkoročnoga kredita za likvidnost, koji se odobrava bankama koje imaju likvidnosnih poteškoća, uz uvjet da su solventne, a na temelju pisanog zahtjeva kreditne institucije za koju se ocijeni da ima likvidnosnih poteškoća. Tada posebnim rješenjem guvernera HNB-a može biti odobreno i smanjenje obveze održavanja i/ili izdvajanja ukupne obvezne pričuve uz određenu kamatnu stopu.

---

<sup>39</sup> [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (28.08.2018.)

Slika 3: Pregled kamatnih stopa u instrumentariju monetarne politike HNB-a (na dan 10.08.2018.)

|                      |        |
|----------------------|--------|
| Redovite operacije   | 0,30%  |
| Strukturne operacije | 1,20 % |
| Prekonoćni kredit    | 2,50 % |
| Prekonoćni depozit   | 0,00 % |
| Eskontna stopa       | 3,00 % |

Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (10.08.2018)

## 5. ANALIZA USPJEŠNOSTI INSTRUMENATA MONETARNE POLITIKE HRVATSKE NARODNE BANKE U 2017. GODINI

Da bismo analizirali uspješnost provođenja instrumenata monetarne politike od strane HNB-a u protekloj godini, potrebno je usmjeriti pažnju na glavne i sporedne ciljeve koje bi monetarna politika trebala ispuniti. Drugim riječima, ukoliko su ispunjeni ciljevi monetarne politike, tada se može reći da je HNB pravovremeno i pravovaljano koristila instrumente. Kao što je ranije spomenuto, glavni cilj monetarne politike jest održavanje stabilnosti cijena. Uz osnovni cilj monetarne politike, bitno je pogledati kako je HNB utjecao na sporedne ciljeve, stopu zaposlenosti/nezaposlenosti te stopu BDP-a.

U 2018. godini nastavio se široko rasprostranjen rast gospodarske aktivnosti, pri čemu se godišnja stopa rasta realnog BDP-a usporila na 2,8%, s 3,2% koliko je zabilježeno u 2016. godini (Slika 4). Inflacija potrošačkih cijena ubrzala se pretežno zbog jačanja uvoznih inflatornih pritisaka, koji su rezultirali rastom domaćih cijena hrane i naftnih derivata. Ubrzanju inflacije djelomično je pogodovalo i jačanje domaće potražnje. Višak na tekućem i kapitalnom računu platne bilance povećao se u 2017. zbog učinka rezervacija za kredite vezane uz grupu Agrokor na dobit banaka, uz daljnji rast neto izvoza usluga i jače korištenje sredstava iz fondova EU-a. Istodobno se inozemna zaduženost domaćih sektora dodatno zamjetno smanjila. Monetarna politika HNB-a zadržala je ekspanzivni karakter, što je rezultiralo dotad najvišom zabilježenom

razinom viška kunske likvidnosti monetarnog sustava. To je pridonijelo daljnjem padu kamatnih stopa svih sektora, poboljšanju ostalih uvjeta financiranja te jačanju kreditne aktivnosti banaka prema poduzećima i stanovništvu. Tijekom 2017. nastavljena je snažna fiskalna prilagodba uz višak proračuna opće države i daljnji pad javnog duga.<sup>40</sup>

Osobna potrošnja povećala se sličnom dinamikom kao i u 2016. te je uz izvoz najviše pridonijela rastu realnog BDP-a. Povećanju osobne potrošnje pridonio je nastavak rasta realnoga raspoloživog dohotka stanovništva, koji odražava pritom povoljna kretanja na tržištu rada, odnosno porast zaposlenosti i plaća. Tako se prema podacima Hrvatskog zavoda za mirovinsko osiguranje broj zaposlenih povećao za 1,9%, čime se nastavila dinamika rasta iz prethodne godine. Rast zaposlenosti ostvaren je u svim djelatnostima (Slika 5.) Istodobno se nastavio smanjivati broj nezaposlenih, čemu je osim rasta zaposlenosti pridonio i nastavak iseljavanja stanovništva radne dobi.

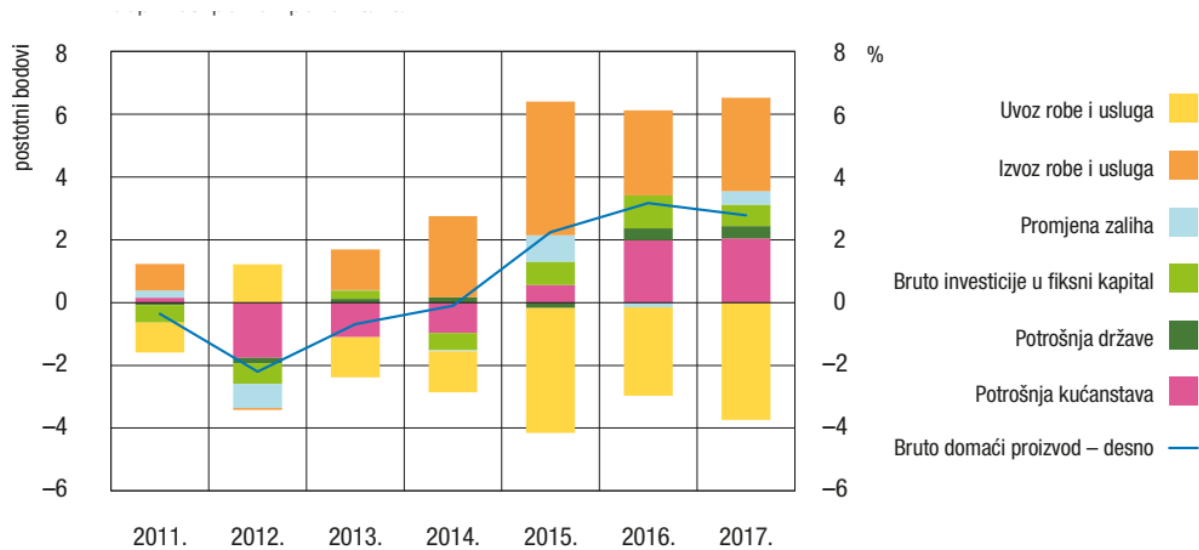
Inflacija se potrošačkih cijena ubrzala u 2017. te je prosječno iznosila 1,1%, za usporedbu, u 2016. godini –1,1% (Slika 6.). Ubrzanje domaće inflacije poglavito odražava jačanje inflatornih pritisaka iz vanjskog okružja, prije svega povećanje cijena sirove nafte i određenih prehrambenih proizvoda. ubrzanje inflacije, premda u manjoj mjeri, utjecale su i nepovoljne vremenske prilike, koje su rezultirale osjetnim rastom cijena povrća. Na domaćem je tržištu u 2017. tako zabilježen prilično snažan rast cijena hrane, posebice mlijeka, maslaca, mesa i povrća. Valja pritom spomenuti da su cijene mliječnih proizvoda i maslaca porasle i u većini drugih zemalja Europske unije, što se pripisuje povećanju potražnje za tim proizvodima na svjetskom tržištu, u čemu prednjači Kina. Rast domaćih cijena mesa vjerojatno je posljedica povećane potražnje uz nedostatnu ponudu zbog pada broja gospodarstava zainteresiranih za uzgoj stoke. Uz to, na svjetskom je tržištu također zabilježen snažan rast cijena mesa, potaknut rastom potražnje u zemljama s tržištima u nastajanju. Nadalje, cijene povrća snažno su porasle u siječnju zbog hladne zime, ali su se do lipnja smanjile i vratile na razinu približno istu onoj sredinom 2016.<sup>41</sup>

---

<sup>40</sup> Dostupno na: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (28.08.2018.)

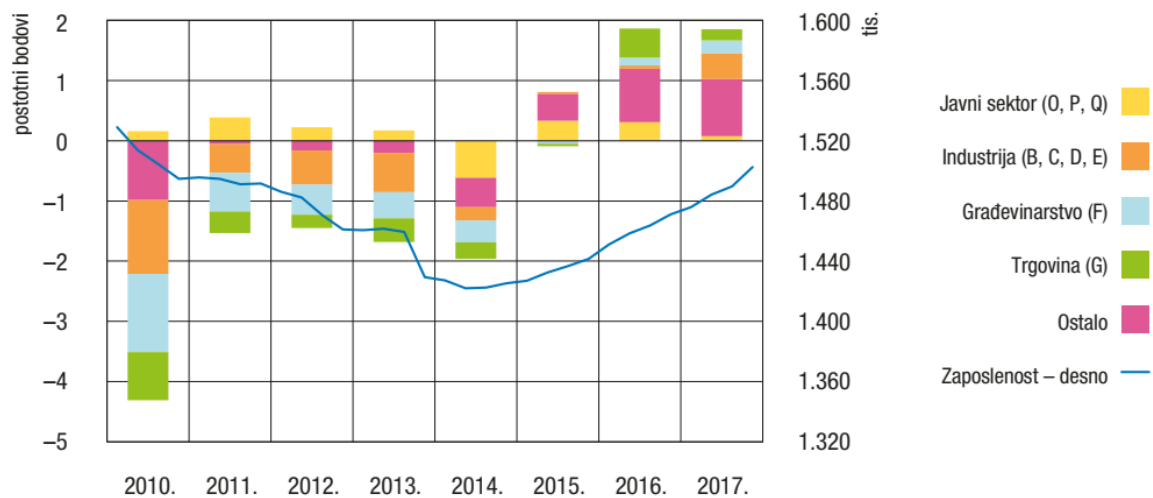
<sup>41</sup> Dostupno na: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (28.08.2018.)

Slika 4: Nastavak rasta realnog BDP-a



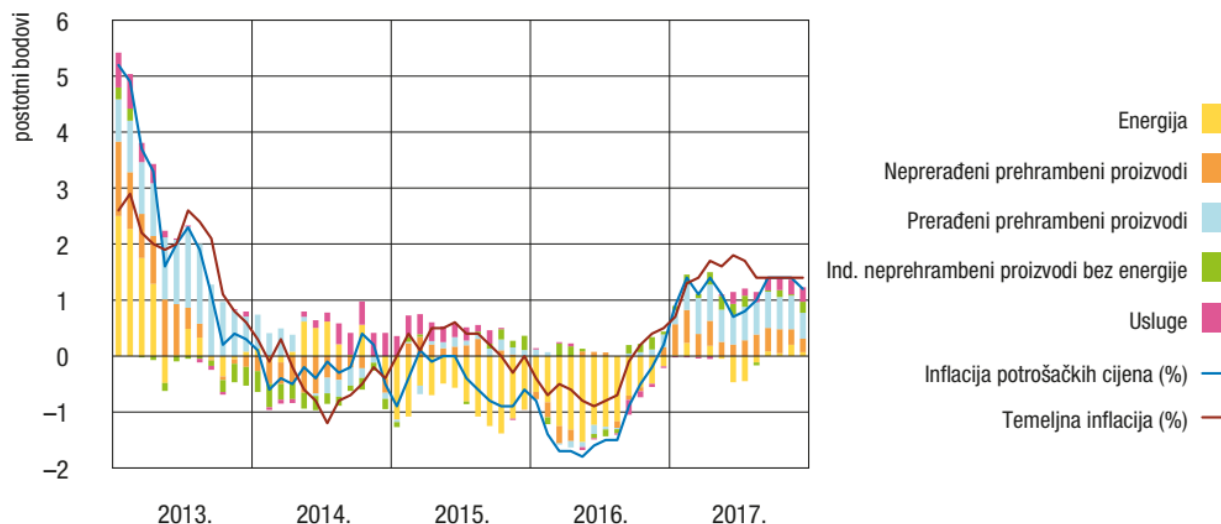
Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (28.08.2018.)

Slika 5: Povoljna kretanja na tržištu rada



Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (28.08.2018.)

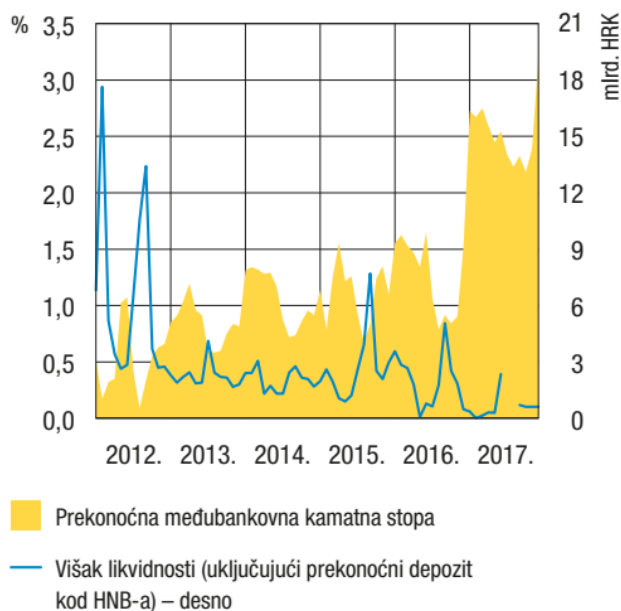
Slika 6: Inflacija potrošačkih cijena ubzrala se pretežito zbog poskupljenja hrane i energije



Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (28.08.2018)

Hrvatska narodna banka u 2017. godini nastavila je provoditi ekspanzivnu monetarnu politiku, čime je podržala daljnji oporavak gospodarske aktivnosti. HNB je na taj način odgovorila na krizu, odnosno smanjivala je stope obvezne rezerve i stope potrebnih deviznih potraživanja kako bi preko poslovnih banaka upumpala novac u sustav po nižim kamatnim stopama i u većim količinama. Ekspanzivnost monetarne politike odnosi se na kreiranje izrazito velikog viška kunske likvidnosti. Višak kunske likvidnosti prosječno je u 2017. iznosio 15,1 milijardi. kuna (Slika 7.), što je dvostruko više nego godinu prije te gotovo četrnaest puta više nego u pretkriznoj, 2008. godini. Povećani višak kunske likvidnosti HNB je najvećim dijelom kreirala putem deviznih intervencija, koje su i dalje najvažniji instrument monetarne politike Hrvatske narodne banke. Naime Hrvatska narodna banka deviznim intervencijama ublažava eventualne prekomjerne oscilacije nominalnog tečaja kune prema euru. Opredijeljenost monetarne politike za održavanje stabilnosti tečaja povezano je sa specifičnim značajkama hrvatskoga gospodarstva i monetarnog sustava. U 2017. su se nastavili pritisci na jačanje tečaja kune pa je HNB otkupljivao devize s deviznog tržišta s ciljem stabilizacije tečaja.

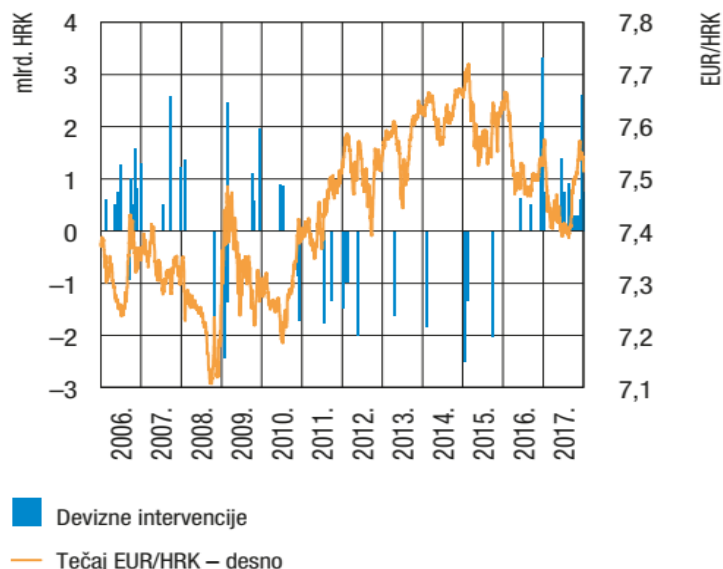
Slika 7: Rast viška kunske likvidnosti zbog otkupa eura od banaka



Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (28.08.2018)

U skladu s time HNB je u 2017. godini neto otkupila 1,8 milijardi eura (Slika 8), više nego dvostruko u odnosu na godinu prije te time kreirala 13,4 milijardi kuna. Najveći dio otkupa proveden je putem deviznih transakcija s bankama, dok je od Ministarstva financija otkupljeno tek oko 30 milijuna eura. Deviznim intervencijama spriječeno je prekomjerno jačanje kune, pa je u 2017. tečaj kune prema euru tek blago ojačao te je na kraju godine bio za 0,6% niži nego na kraju 2016. i iznosio je 7,51 EUR/HRK, dok je prosječni tečaj za cijelu 2017. godinu iznosio 7,46 EUR/HRK i bio je za 0,9% niži od prosjeka 2016. godine. Vrlo visoka likvidnost dovela je do pada kamatnih stopa na domaćem tržištu. Primjerice, kamatna stopa na prekonoćne međubankovne zajmove smanjila se u 2017. na prosječnih 0,1%, pri čemu u pojedinim mjesecima zbog povoljne likvidnosti nije ni bilo prometa na međubankovnom tržištu. Nastavio se i pad kamatnih stopa za zaduživanje države.

Slika 8: Deviznim intervencijama ublaženo jačanje kune



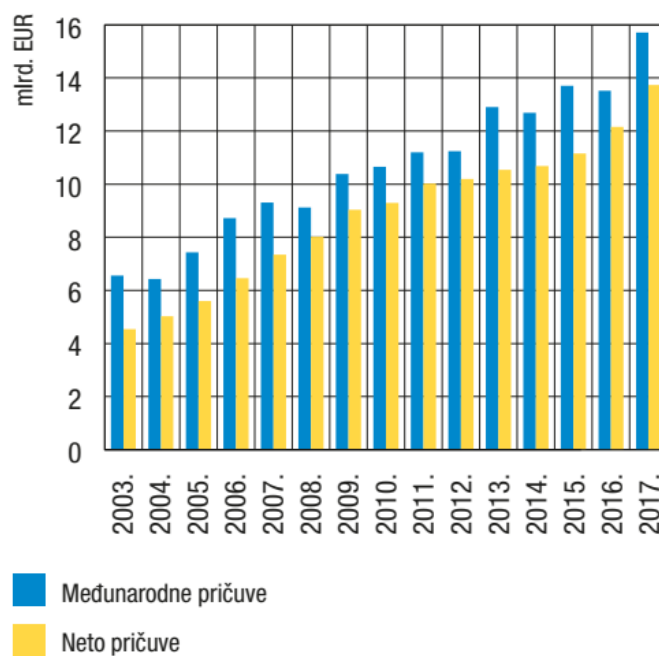
Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (28.08.2018.)

Cijena zaduživanja države na duži rok također se smanjivala pa je, primjerice, prinos na desetogodišnju kunsku obveznicu bez valutne klauzule na kraju 2017. bio za 0,5 postotnih bodova niži nego na kraju 2016. godine. Nastavio se trend pada kamatnih stopa banaka za poduzeća i stanovništvo. Kamatna stopa na nove stambene kredite u kunama krajem 2017. u prosjeku je iznosila 3,9%. Što se tiče poduzeća, kamatne stope tom sektoru također su se nastavile smanjivati i na kraju 2017. iznosile su u prosjeku 3,6% za kratkoročne kredite, a 3,1% za dugoročne, što je gotovo upola manje u odnosu na 2012. godinu. U 2017. nastavio se višegodišnji trend rasta kreditiranja u kunama. Najveći rast kunskoga kreditiranja ostvaren je kod sektora stanovništva, kod kojeg su se kunski krediti u 2017. povećali za 20,5%, dok su oni s valutnom klauzulom smanjeni za 7,8%. Nekoliko je čimbenika pridonijelo tom trendu. Prvo, kamatne stope na kredite u kunama, a povećana je i osviještenost potrošača o tečajnom riziku zbog negativnih iskustava s kreditima indeksiranim uz švicarski franak. Poticaj kunskom kreditiranju banaka daje i snažan rast kunskih izvora sredstava u njihovoj pasivi, posebice sredstava na transakcijskim računima, kao i pojačana konkurencija među bankama. Kunskom kreditiranju pogoduju i ekspanzivne mjere monetarne politike te regulatorne izmjene kojima HNB potiče banke na veću ponudu kunskih kredita i ujedno osigurava bolju informiranost potrošača o tečajnom riziku. To se prije svega odnosi na obvezu banaka da, uz kredit u stranoj

valuti, klijentima ponude istovjetni kredit u kunama ili ih usmjere na popis drugih banaka koje nude kunske kredite, a koji objavljuje HNB.<sup>42</sup>

Međunarodne pričuve HNB-a na dan 31. prosinca 2017. iznosile su 15.705,9 milijuna eura, što je za 2.192,1 milijuna eura više u odnosu na kraj 2016., kada su iznosile 13.513,8 milijuna eura (Slika 9). Činitelji koji su utjecali na rast međunarodnih pričuva u 2017. bili su snažan otkup deviza od banaka, viša razina ugovorenih repo poslova te zarada ostvarena od upravljanja pričuvama. Neto otkup deviza HNB-a u 2017. iznosio je 1.787,6 milijuna eura, čime je kreirano 13,4 milijardi kuna. Najveći dio deviznih transakcija odnosio se na kupnje deviza od banaka, dok se preostali manji iznos odnosio na neto otkup od Ministarstva financija (Slika 10).

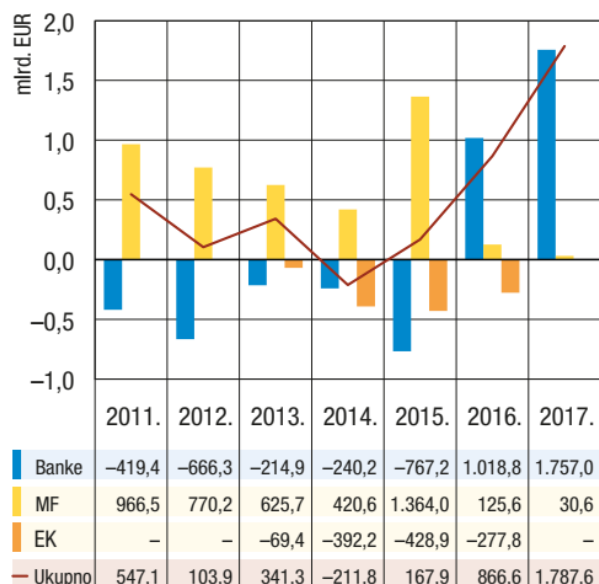
Slika 9: Rast međunarodnih i neto pričuva HNB-a u 2017.



Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (28.08.2018)

<sup>42</sup> Dostupno na: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (28.08.2018.)

Slika 10: Otkup deviza HNB-a od banaka u 2017.



Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (28.08.2018)

U trenutku pisanja ovog rada ne postoji godišnje izvješće za 2018. godinu s obzirom da još nije završena, ali dostupna su mjesečna izvješća za prvu polovicu godine na osnovu kojih je moguće ukratko analizirati provođenje monetarne politike Hrvatske narodne banke u prvoj polovici godine. Mjesečni statistički pokazatelji ukazuju na rast tekuće gospodarske aktivnosti na početku 2018. godine, nakon privremene stagnacije krajem prošle godine. Istodobno se nastavio rast broja zaposlenih i pad stope nezaposlenosti. Potrošačke su se cijene u veljači smanjile za 0,1% u odnosu na siječanj, dok se na godišnjoj razini inflacija usporila na 0,8% zbog smanjenja godišnje stope promjene cijena prerađenih prehrambenih proizvoda i energije. Monetarna politika zadržala je ekspanzivni karakter, što se ogleda u dosad najvišoj zabilježenoj razini slobodnih novčanih sredstava banaka, daljnjem padu kamatnih stopa banaka i jačanju kreditne aktivnosti banaka prema poduzećima i stanovništvu. Također je nastavljen trend smanjenja vanjskog duga.<sup>43</sup>

<sup>43</sup> [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (29.08.2018.)

Ukupna likvidna sredstva u veljači 2018. povećala su se za 2,8 milijarde kuna te su na kraju mjeseca iznosila 304,5 milijarde kuna. Promatrano na godišnjoj razini, rast ukupnih likvidnih sredstava u veljači 2018. ubrzao se na 4,5% (Slika 11). Ukupni plasmani monetarnih institucija domaćim sektorima (osim države) povećali su se tijekom veljače (na osnovi transakcija) te su na kraju mjeseca iznosili 217,3 mlrd. kuna, a njihova se godišnja stopa rasta blago smanjila na 2,9% (Slika 12.). Na usporavanje rasta ukupnih plasmana djelovao je izražen godišnji pad plasmana ostalim financijskim institucijama, koji je u veljači iznosio –22,4%. Ukupni plasmani su na kraju veljače 2018. bili za 1,0% manji nego na kraju istog mjeseca prethodne godine.<sup>44</sup>

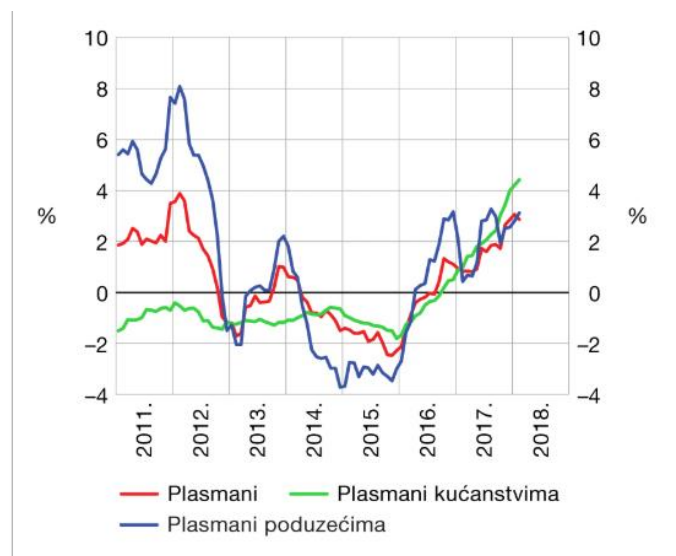
Slika 11: Monetarni agregati – godišnje stope promjene (veljača 2018.)



Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (29.08.2018.)

<sup>44</sup> Dostupno na: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (29.08.2018.)

Slika 12: Plasmani – godišnje stope promjene na osnovi transakcija (veljača 2018.)



Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (29.08.2018.)

Ukupna likvidna sredstva u ožujku 2018. smanjila su se za 0,7 milijardi kuna (0,2%) te su na kraju mjeseca iznosila 303,8 milijarde kuna (Tablica 7.). Na godišnjoj razini rast ukupnih likvidnih sredstava ubrzao se u ožujku 2018. na 5,2% (Slika 13). Ukupni plasmani monetarnih institucija domaćim sektorima povećali su se tijekom ožujka te su na kraju mjeseca iznosili 218,9 milijardi kuna, a njihova je godišnja stopa rasta porasla na 3,1% (Slika 14). S druge strane, izražen godišnji pad plasmana ostalim financijskim institucijama, koji je u ožujku iznosio 23,0%, i dalje negativno djeluje na godišnju dinamiku rasta ukupnih plasmana. Ukupni plasmani su na kraju ožujka 2018. bili za 0,9% manji nego na kraju istog mjeseca prethodne godine, što je uglavnom posljedica prodaja nenaplativih plasmana.<sup>45</sup>

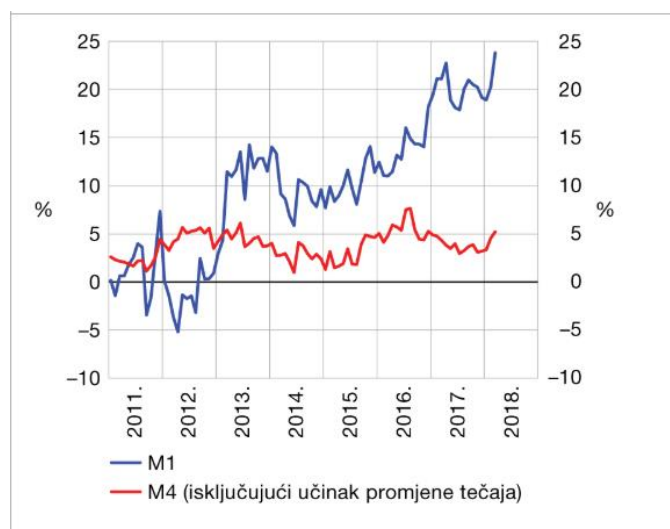
<sup>45</sup> Dostupno na: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (29.08.2018.)

Tablica 7: Sažeta konsolidirana bilanca monetarnih institucija u milijardama kuna i postotcima

|                                                                             | Stanje     | Mjesečne stope promjene |           |            | Godišnje stope promjene |            |            |
|-----------------------------------------------------------------------------|------------|-------------------------|-----------|------------|-------------------------|------------|------------|
|                                                                             | III. 2018. | III. 2017.              | II. 2018. | III. 2018. | XII. 2016.              | XII. 2017. | III. 2018. |
| <b>AKTIVA</b>                                                               |            |                         |           |            |                         |            |            |
| 1. Neto inozemna aktiva                                                     | 114,3      | 2,6                     | 1,3       | -4,1       | 12,3                    | 16,4       | 11,0       |
| 2. Neto domaća aktiva                                                       | 189,5      | -2,6                    | 0,7       | 2,3        | 1,1                     | -5,5       | 0,7        |
| 2.1. Potraživanja od središnje države i fondova socijalne sigurnosti (neto) | 63,8       | -10,0                   | 1,2       | 5,7        | 11,6                    | -17,2      | -1,5       |
| 2.2. Plasmani <sup>1</sup>                                                  | 218,9      | 0,7                     | 0,3       | 0,7        | -3,7                    | -1,2       | -0,9       |
| 2.3. Ostala aktiva (neto)                                                   | -93,2      | -0,8                    | 0,3       | 0,9        | -3,0                    | -4,4       | -4,4       |
| <b>PASIVA</b>                                                               |            |                         |           |            |                         |            |            |
| 1. Ukupna likvidna sredstva (M4)                                            | 303,8      | -0,8                    | 0,9       | -0,2       | 4,7                     | 2,1        | 4,4        |
| 1.1. Novčana masa (M1)                                                      | 101,3      | -0,9                    | 2,3       | 2,0        | 18,2                    | 19,1       | 23,8       |
| 1.2. Kvazinovac <sup>2</sup>                                                | 202,4      | -0,7                    | 0,3       | -1,3       | 0,3                     | -4,4       | -3,3       |
| M4 (isključujući učinak promjene tečaja)                                    |            | -0,8                    | 0,7       | -0,1       | 5,3                     | 3,2        | 5,2        |

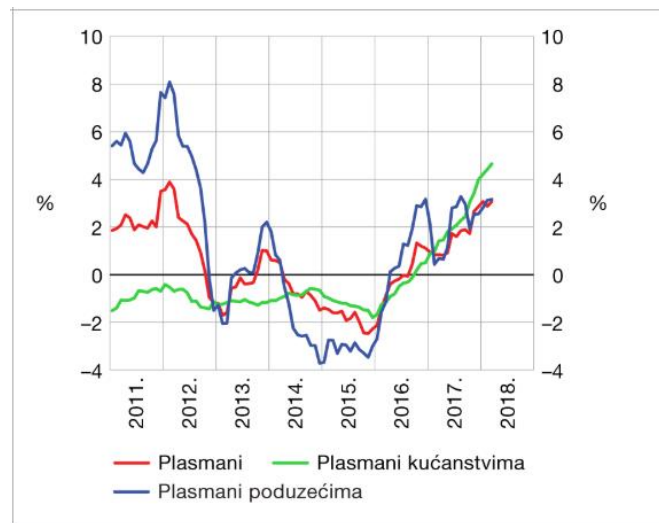
Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (29.08.2018)

Slika 13: Monetarni agregati – godišnje stope promjene (ožujak 2018.)



Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (29.08.2018.)

Slika 14: Plasmani – godišnje stope promjene na osnovi transakcija (ožujak 2018.)

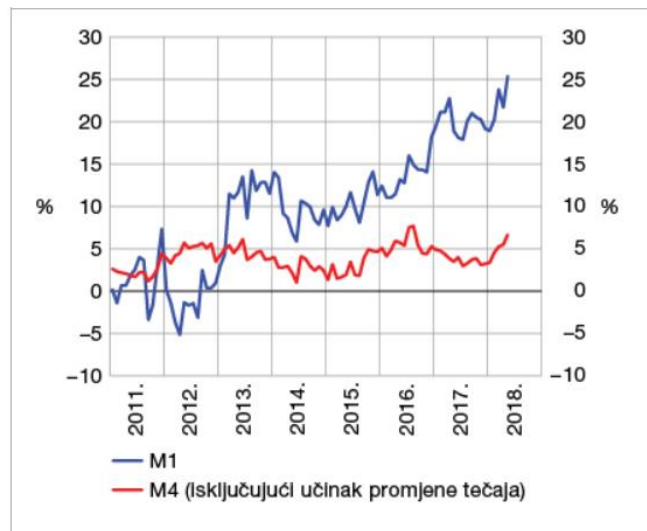


Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (29.08.2018.)

Ukupna likvidna sredstva u svibnju 2018. povećala su se za 4 milijarde kuna (1,3%) te su na kraju mjeseca iznosila 308,9 milijardi kuna. Godišnji rast ukupnih likvidnih sredstava ubrzao se u svibnju na 6,7%, isključujući utjecaj tečajnih promjena (Slika 15). Ukupni plasmani monetarnih institucija domaćim sektorima u svibnju su se nastavili povećavati te su na kraju mjeseca iznosili 221,3 milijardi kuna, a njihova je godišnja stopa rasta porasla na 3,7% (Slika 16).<sup>46</sup>

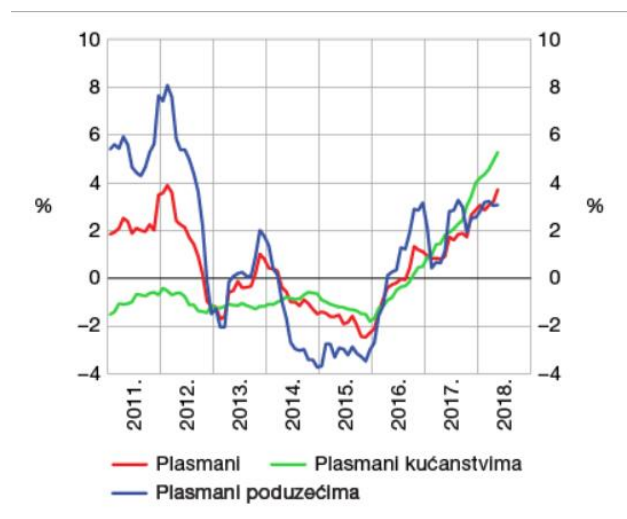
<sup>46</sup> Dostupno na: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (29.08.2018.)

Slika 15: Monetarni agregati – godišnje stope promjene (svibanj 2018.)



Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (29.08.2018.)

Slika 16: Plasmani – godišnje stope promjene na osnovi transakcija (svibanj 2018.)

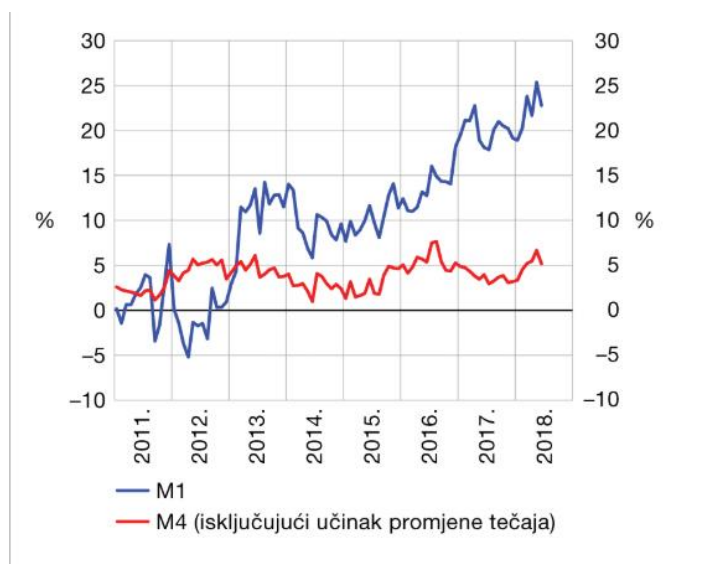


Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (29.08.2018.)

Ukupna likvidna sredstva u lipnju 2018. povećala su se za 1,7 milijarde kuna (0,5%) te su na kraju mjeseca iznosila 310,6 milijardi kuna. Ova su kretanja uglavnom rezultat priljeva deviznih sredstava od izdanja inozemne državne obveznice na račun države kod HNB-a, zbog čega su istodobno porasli inozemna aktiva i devizni depoziti države kod HNB-a. Promatrano na

godišnjoj razini, rast ukupnih likvidnih sredstava usporio se u lipnju na 5,2% (Slika 17). Ukupni plasmani monetarnih institucija domaćim sektorima u lipnju su se nastavili povećavati te su na kraju mjeseca iznosili 222,8 milijarde kuna, a njihova je godišnja stopa rasta porasla na 4,1% (Slika 18). Što se tiče nominalnog stanja ukupnih plasmana, njihov je godišnji rast na kraju lipnja iznosio 1,5% te je bio zamjetno manji od rasta na osnovi transakcija, što je uglavnom posljedica prodaja nenaplativih plasmana.<sup>47</sup>

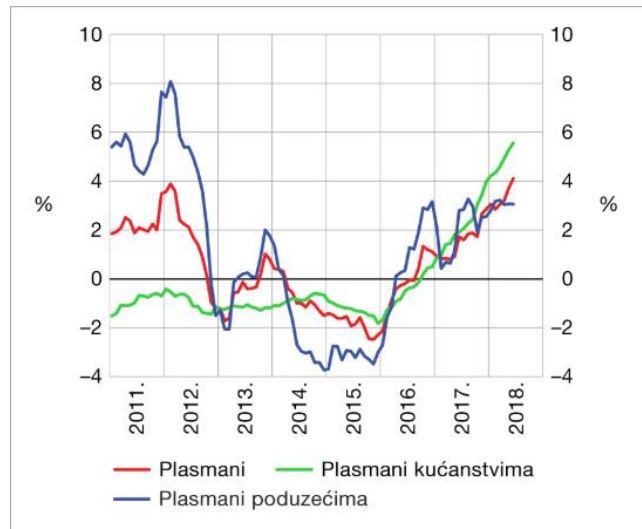
Slika 17: Monetarni agregati – godišnje stope promjene (lipanj 2018.)



Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (29.08.2018.)

<sup>47</sup> Dostupno na: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (29.08.2018.)

Slika 18: Plasmani – godišnje stope promjene na osnovi transakcija (lipanj 2018.)



Izvor: [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr) (29.08.2018.)

## 6. ZAKLJUČAK

Hrvatska narodna banka je centralna banka u Republici Hrvatskoj. Njezina uloga u financijskom sustavu bitno se razlikuje od ostalih poslovnih banka. Jedina ima emisijsku funkciju, te je zadužena za nadzor ostalih banaka. Prilikom obavljanja svojih zadaća i ciljeva središnja banka nastupa samostalno i neovisno. Pri ostvarivanju ciljeva središnja banka se služi dostupnim instrumentima monetarne politike. Za svoj osnovni cilj ima stabilnost cijena, odnosno zadržavanje inflacije na razvojnoj razini. Instrumenti koje Hrvatska narodna banka koristi su: politika otvorenog tržišta, politika obveznih rezervi, stalno raspoložive mogućnosti i ostali instrumenti i mjere. Trenutno Hrvatska narodna banka provodi ekspanzivnu monetarnu politiku koja se ogleda u visokoj likvidnosti monetarnog sustava države i održavanju niskih kamatnih stopa na novčanom tržištu. Operacije na otvorenom tržištu središnja banka provodi na vlastitu inicijativu prema unaprijed utvrđenom rasporedu, a predmet kupoprodaje su vrijednosni papiri i devize. Kupujući imovinu od poslovnih banka u sustav plasira novčana sredstva i tako povećava likvidnost, povećana likvidnost utječe na smanjenje kamatnih stopa, dok je kod prodaje imovine efekt suprotan. Trenutno važeća stopa obvezne rezerve u Republici Hrvatskoj iznosi 12% te je obveza plaćanja poslovnih banaka na primljene depozite. S ovom mjerom središnja banka ograničava kreditni potencijal banaka, količinu novca u opticaju te stabilnost financijskog sustava za neometano obavljanje platnog prometa. Hrvatska narodna banka koristi dva tipa stalno raspoloživih mogućnosti, novčane depozite za deponiranje te lombardne kredite za posuđivanje novčanih sredstava. Uloga Hrvatske narodne banke očituje se u stabilnosti cjelokupnog gospodarskog i financijskog sustava države. Da bi se olakšalo ostvarivanje konačnog cilja od izrazite važnosti su instrumenti koje banka koristi. Nedostatak instrumenata monetarne politike je vremenska implementacija u sustav, međusobna zavisnost varijabli te kompleksnost cijelog sustava djelovanja.

Uz osnovni cilj, Hrvatska narodna banka ima i sporedne ciljeve, to su oživljavanje rasta gospodarstva i BDP-a te postizanje visoke stope zaposlenosti. U predkriznom razdoblju, HNB je više koristila instrumente obvezne pričuve, dok se u kriznom razdoblju najčešće koristila kupoprodajom deviza i obrnutim repo aukcijama. Trenutno su najčešće korištene operacije na otvorenom tržištu. Prije nastanka krize, HNB je zadovoljavajuće ispunjavala ciljeve financijske stabilnosti pomoću raspoloživih instrumenata, međutim dolaskom krize na površinu su izbili svi

nedostatci monetarne politike koju vodi HNB. Zakašnjelim intervencijama Hrvatska je ponijela titulu jednih od zemalja koje su zabilježile rekordan pad BDP te je trenutno u izlazu iz krize. Treba istaknuti da je u pretkriznom razdoblju napravljen kvalitetan posao s izdavanjem obratnih repo transakcija kojim se utjecalo na povećanu likvidnost financijskog sustava u cijelosti što ipak nije bilo popraćeno djelovanjem ostalih instrumenata monetarne politike kojima su se mogli smanjiti učinci krize. Ukoliko bismo gledali samo primarni cilj, može se zaključiti da HNB vrlo efikasno koristi instrumente koji su joj na raspolaganju jer uspješno kontrolira razinu cijena, međutim nemoguće je promatrati efikasnost monetarne politike bez osvrta na razinu BDP-a i razinu zaposlenosti. HNB bi se trebala efikasnije koristiti instrumentima operacija na otvorenom tržištu na način da omogući dodatnu likvidnost na tržištu da potakne zaposlenost u zemlji i za rast BDP-a.

## POPIS LITERATURE

1. Gašparović, A. Tržište kapitala u Republici Hrvatskoj : zakonodavni i institucionalni okvir. Zagreb : Sinergija, 2001.
2. Lovrinović, I., Ivanov, M. : (2009), Monetarna politika, RRiF-plus d.o.o
3. Nikolić N., Pečarić M., Uvod u financije, Ekonomski fakultet, Split, 2012.
4. Radošević, D. Nezavisnost Hrvatske narodne banke u demokratskom sustavu podjele vlasti , Ekonomija (Zagreb). 8, 1(2001)
5. Wasserbauer B., Osnove ekonomije, Veleučilište u Karlovcu, Karlovac, 2010.

### Internet stranice:

1. Hrvatska narodna banka, [www.hnb.hr](http://www.hnb.hr)
2. [www.poslovni.hr](http://www.poslovni.hr)
3. [www.investinganswers.com](http://www.investinganswers.com)

### Ostali izvori:

1. Godišnje izvješće Hrvatske narodne banke za 2017.

## POPIS ILUSTRACIJA

### Popis slika:

|                                                                                                        |    |
|--------------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| <u>Slika 1: Prikaz kretanja stope inflacije</u>                                                        | 12 |
| <u>Slika 2: Deflacijska spirala</u>                                                                    | 14 |
| <u>Slika 3: Pregled kamatnih stopa u instrumentariju monetarne politike HNB-a (na dan 10.08.2018.)</u> | 34 |
| <u>Slika 4: Nastavak rasta realnog BDP-a</u>                                                           | 36 |
| <u>Slika 5: Povoljna kretanja na tržištu rada</u>                                                      | 36 |
| <u>Slika 6: Inflacija potrošačkih cijena ubzrala se pretežito zbog poskupljenja hrane i energije</u>   | 37 |
| <u>Slika 7: Rast viška kunske likvidnosti zbog otkupa eura od banaka</u>                               | 38 |
| <u>Slika 8: Deviznim intervencijama ublaženo jačanje kune</u>                                          | 39 |
| <u>Slika 9: Rast međunarodnih i neto pričuva HNB-a u 2017.</u>                                         | 40 |
| <u>Slika 10: Otkup deviza HNB-a od banaka u 2017.</u>                                                  | 41 |
| <u>Slika 11: Monetarni agregati – godišnje stope promjene (veljača 2018.)</u>                          | 42 |
| <u>Slika 12: Plasmani – godišnje stope promjene na osnovi transakcija (veljača 2018.)</u>              | 43 |
| <u>Slika 13: Monetarni agregati – godišnje stope promjene (ožujak 2018.)</u>                           | 44 |
| <u>Slika 14: Plasmani – godišnje stope promjene na osnovi transakcija (ožujak 2018.)</u>               | 45 |
| <u>Slika 15: Monetarni agregati – godišnje stope promjene (svibanj 2018.)</u>                          | 46 |
| <u>Slika 16: Plasmani – godišnje stope promjene na osnovi transakcija (svibanj 2018.)</u>              | 46 |
| <u>Slika 17: Monetarni agregati – godišnje stope promjene (lipanj 2018.)</u>                           | 47 |
| <u>Slika 18: Plasmani – godišnje stope promjene na osnovi transakcija (lipanj 2018.)</u>               | 48 |

## **Popis tablica:**

|                                                                                                     |    |
|-----------------------------------------------------------------------------------------------------|----|
| Tablica 1: Operacije na otvorenom tržištu -----                                                     | 21 |
| Tablica 2: Konačne operacije (kupoprodaja deviza) -----                                             | 22 |
| Tablica 3: Operacije fine prilagodbe – devizna intervencija HNB-a održana 10. svibnja 2018.-----    | 23 |
| Tablica 4: Strukturna operacija održana 7.10.2017. -----                                            | 25 |
| Tablica 5: Prosječna dnevna stanja i stope obveznih rezervi zu periodu od 2013. do danas -----      | 28 |
| Tablica 6: Kalendar obvezne pričuve -----                                                           | 31 |
| Tablica 7: Sažeta konsolidirana bilanca monetarnih institucija u milijardama kuna i postotcima----- | 44 |