MONETARNA POLITIKA REPUBLIKE HRVATSKE

Holeš, Ana

Undergraduate thesis / Završni rad

2022

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **Josip Juraj Strossmayer University of Osijek, Faculty of Economics in Osijek / Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku**

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:145:499780

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-03-29**



Repository / Repozitorij:

EFOS REPOSITORY - Repository of the Faculty of Economics in Osijek







Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku
Ekonomski fakultet u Osijeku
Preddiplomski studij Financijski menadžment

Ana Holeš

MONETARNA POLITIKA REPUBLIKE HRVATSKE

Završni rad

Osijek, 2022.

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku
Ekonomski fakultet u Osijeku
Preddiplomski studij Financijski menadžment

Ana Holeš

MONETARNA POLITIKA REPUBLIKE HRVATSKE

Završni rad

Kolegij: Monetarne financije

JMBAG: 0010230447

e-mail: aholes@efos.hr

Mentor: izv. prof. dr. sc. Ivana Bestvina Bukvić

Komentor: dr. sc. Dražen Novaković

Osijek, 2022.

Josip Juraj Strossmayer University of Osijek
Faculty of Economics in Osijek
Undergraduate Study Financial Management

Ana Holeš

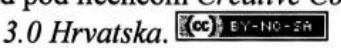
MONETARY POLICY OF THE REPUBLIC OF CROATIA

Final paper

Osijek, 2022

IZJAVA

O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI, PRAVU PRIJENOSA INTELEKTUALNOG VLASNIŠTVA, SUGLASNOSTI ZA OBJAVU U INSTITUCIJSKIM REPOZITORIJIMA I ISTOVJETNOSTI DIGITALNE I TISKANE VERZIJE RADA

1. Kojom izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je završni (navesti vrstu rada: završni / diplomski / specijalistički / doktorski) rad isključivo rezultat osobnoga rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu. Potvrđujem poštivanje nepovredivosti autorstva te točno citiranje radova drugih autora i referiranje na njih.
2. Kojom izjavljujem da je Ekonomski fakultet u Osijeku, bez naknade u vremenski i teritorijalno neograničenom opsegu, nositelj svih prava intelektualnoga vlasništva u odnosu na navedeni rad pod licencom *Creative Commons Imenovanje – Nekomercijalno – Dijeli pod istim uvjetima 3.0 Hrvatska.* 
3. Kojom izjavljujem da sam suglasan/suglasna da se trajno pohrani i objavi moj rad u institucijskom digitalnom repozitoriju Ekonomskoga fakulteta u Osijeku, repozitoriju Sveučilišta Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku te javno dostupnom repozitoriju Nacionalne i sveučilišne knjižnice u Zagrebu (u skladu s odredbama Zakona o znanstvenoj djelatnosti i visokom obrazovanju, NN br. 123/03, 198/03, 105/04, 174/04, 02/07, 46/07, 45/09, 63/11, 94/13, 139/13, 101/14, 60/15).
4. izjavljujem da sam autor/autorica predanog rada i da je sadržaj predane elektroničke datoteke u potpunosti istovjetan sa dovršenom tiskanom verzijom rada predanom u svrhu obrane istog.

Ime i prezime studenta/studentice: Ana Holeš

JMBAG: 0010230447

OIB: 48822674651

e-mail za kontakt: anaholes1@gmail.com

Naziv studija: Preddiplomski studij Financijski menadžment

Naslov rada: Monetarna politika Republike Hrvatske

Mentor/mentorica diplomskog rada: izv. prof. dr. sc. Ivana Bestvina Bukvić

Komentor/komentorica diplomskog rada: dr. sc. Dražen Novaković

U Osijeku, 12. rujna 2022. godine

Potpis Holeš

SAŽETAK

Na teritoriju Republike Hrvatske središnju ulogu u provođenju monetarne politike ima Hrvatska narodna banka (HNB). U središtu njezina rada nalazi se održavanje stabilnosti cijena kao i stupnja zaposlenosti, a u skladu s tim nastoji održavati stopu inflacije na razini od okvirno 2 %. Uz navedene ciljeve i zadaće, u konkretnom smislu odgovorna je za izdavanje novca bilo u papirnatom ili kovanom obliku i to u količini koja neće poremetiti svakodnevno djelovanje monetarne politike. Središnja banka godinama teži k provođenju ekspanzivne monetarne politike, uz to nastoji održati politiku stabilnosti kune u odnosu na euro te time pridonijeti financijskoj stabilnosti. Hrvatska narodna banka podupire i opću gospodarsku politiku, teži ostvarivanju uravnoteženoga i održivoga gospodarskog rasta. Pri tome koristi različite instrumente i mjere, a ponajviše se upotrebljavaju operacije na otvorenom tržištu (devizne intervencije) te određivanje obvezne pričuve poslovnih banaka. U ovom završnom radu opisana je i detaljnije analizirana monetarna politika Republike Hrvatske u razdoblju od 2011. do 2021. godine. Pritom se istražuje je li postojala potreba za čestim intervencijama HNB-a u vidu korištenja instrumenata u promatranom razdoblju te je li ulazak Hrvatske u Europsku uniju pridonio stabilnosti hrvatske kune i manjim potrebama za intervencijama HNB-a. Uz to, analizirana je i učestalost korištenja instrumenata monetarne politike tijekom pandemije COVID-19. Dakle, na temelju službeno objavljenih podataka Hrvatska narodna banka provela je analizu upotrebe instrumenata monetarne politike, opisan je okvir unutar kojeg monetarna politika djeluje, definirani su instrumenti na temelju kojih se provodi i ostvaruje svoje ciljeve. Nakon provedenog istraživanja ustanovljeno je kako HNB nije imao potrebu za čestim korištenjem instrumenata monetarne politike u razdoblju od 2011. do 2021. godine (što obuhvaća razdoblje prije i nakon ulaska Hrvatske u Europsku uniju te razdoblje tijekom pandemije COVID-19) s obzirom na to da su oscilacije kretanja tečaja tijekom promatranog razdoblja bile relativno blage i nisu imale značajnije gospodarske posljedice.

Ključne riječi: monetarna politika, instrumenti i okvir monetarne politike, BDP, Hrvatska narodna banka, stopa inflacije.

ABSTRACT

On the territory of the Republic of Croatia, the Croatian National Bank (HNB) plays a central role in the conduct of monetary policy. The main focus of its work is to maintain price stability and the level of employment, so it aims to keep the inflation rate at a level of about 2%. In addition to these goals and tasks, it is particularly responsible for issuing money in paper or metal form and in a quantity that does not interfere with the daily implementation of monetary policy. For years, the central bank has pursued an expansionary monetary policy aimed at maintaining the stability policy of the kuna against the euro, thus contributing to financial stability. The Croatian National Bank also supports the general economic policy aimed at achieving balanced and sustainable economic growth by using various instruments and measures, most of which are open market operations (foreign exchange interventions) and setting the mandatory reserves of commercial banks. This bachelor thesis describes a more detailed analysis of the monetary policy of the Republic of Croatia for the period 2011-2021, examining whether the HNB had to intervene frequently during this period and whether Croatia's accession to the European Union contributed to the stability of the Croatian kuna and to a reduced need for HNB intervention. In addition, the frequency of the use of monetary policy instruments during the pandemic COVID -19 was also analyzed. Thus, based on officially published data, an analysis of the use of monetary policy instruments by the Croatian National Bank was conducted, which describes the framework in which monetary policy operates and defines the instruments on the basis of which it is implemented and achieves its objectives. The conducted study concludes that in the period from 2011 to 2021 (which includes the period before and after Croatia's accession to the European Union and a period of the pandemic COVID -19), the HNB had no need for frequent use of monetary policy instruments, as exchange rate fluctuations during the observed period were relatively small and had no significant negative economic impact.

Keywords: monetary policy, instruments and framework of monetary policy, GDP, Croatian National Bank, inflation rate

Sadržaj

1. UVOD1

2

3

3

4

6

8

8

9

11

14

14

18

22

25

27

29

31

33

Popis slika 36

1. UVOD

Monetarna politika Republike Hrvatske tema je ovoga završnog rada. Jedna je od politika koje čine gospodarsku politiku neke zemlje. Kontrolu nad monetarnom politikom u svakoj zemlji provodi središnja banka, a u Republici Hrvatskoj od njezine samostalnosti to je Hrvatska narodna banka (HNB). Ona je samostalna i neovisna i o svom radu izvješćuje Hrvatski sabor (Ustav Republike Hrvatske, 2010).

Cilj je ovog rada utvrditi i ukazati na važnost monetarne politike u funkcioniranju gospodarskog sustava Republike Hrvatske tako što će se kroz okvir i instrumente monetarne politike analizirati aktivnosti Hrvatske narodne banke i promatrati mogućnosti njezina djelovanja na stabilnost nacionalne valute, a time i na cjelokupno gospodarstvo u razdoblju od 2011. do 2021. godine.

Ovim radom želi se pronaći odgovor na istraživačka pitanja je li u razdoblju od 2011. do 2021. godine postojala potreba za čestim intervencijama HNB-a u vidu korištenja instrumenata koji mu stoje na raspolaganju te je li ulazak Hrvatske u Europsku uniju donio stabilnost hrvatskoj kuni i manju potrebu za intervencijama HNB-a.

Struktura rada temelji se na analizi monetarne politike Republike Hrvatske kroz sedam poglavlja. Uvodni dio obuhvaća definiranje predmeta i cilja istraživanja ovog rada te opis njegove strukture. Nakon metodološkog poglavlja, u teorijskom dijelu rada slijedi određivanje monetarne politike pomoću njezinih instrumenata, okvira, ali i utjecaja središnje banke kako Europske unije tako i Republike Hrvatske na njezinu provedbu. Nakon teorijskog definiranja pojma dolazi se do praktičnog dijela rada. On se temelji na provođenju istraživanja aktivnosti monetarne politike Hrvatske narodne banke prije i nakon njezina pristupanja Europskoj uniji, s posebnim osvrtom na aktivnosti koje su se provele u vrijeme i nakon pandemijske krize. Na temelju provedene analize, iznesena je rasprava i doneseni su zaključci istraživanja.

2. METODOLOGIJA RADA

Tijekom pisanja završnog rada korištena je literatura u obliku knjiga, stručnih članaka, znanstvenoistraživačkih radova te službenih podataka koji se nalaze na stranicama Hrvatske narodne banke. Prilikom pisanja, upotrijebljeno je nekoliko metoda koje navodi Zelenika (2000), i to:

- Metoda analize koristila se prilikom promatranja monetarne politike u Republici Hrvatskoj na temelju upotrebe instrumenata monetarne politike u razdoblju od 2011. do 2021. godine. Kako bi se bolje objasnile aktivnosti, u radu je navedeno razdoblje raščlanjeno na 11 godina i svaka godina analizirana je pojedinačno.
- Metoda deskripcije korištena je kako bi se pojam monetarne politike i institucija monetarne politike mogao što detaljnije i sustavnije objasniti, kao i njezina uloga i ciljevi koji se postižu upotrebom instrumenata, čime se utječe na kreiranje gospodarske slike Republike Hrvatske.
- Statistička metoda korištena je kod analiziranja površinskih grafikona i proračunskih tablica koji su dio službeno dostupnih izvještaja, a oni su bili potrebni za donošenje zaključaka istraživanja koje je bilo provedeno pomoću deskriptivne statistike.
- Metoda sinteze korištena je u povezivanju pojedinih dijelova istraživanja u logičku cjelinu s ciljem sustavnijeg prikazivanja teme o monetarnoj politici Republike Hrvatske.
- Metoda klasifikacije korištena je kod opisivanja pojma monetarne politike u vidu okvira u kojem djeluje i instrumenata kojima se provodi, a koji su opisani individualno kroz razdoblje od 2011. do 2021. godine.
- Metoda kompilacije koristi se kod preuzimanja rezultata drugih autora, znanstvenoistraživačkih radova, stavova i zaključaka. U ovom radu korištena je u teorijskom određenju monetarne politike i zaključku.
- Metoda komparacije korištena je prilikom uspoređivanja podataka iz publikacija Hrvatske narodne banke i drugih stručnih i znanstvenoistraživačkih publikacija o pravilnom izboru instrumenata čijim korištenjem HNB pokušava uspostaviti ravnotežu u financijskom sustavu.

3. POJMOVNO ODREĐENJE MONETARNE POLITIKE

U ovom dijelu rada definiran je pojam monetarne politike, kao i pripadajućih monetarnih instrumenata uz objašnjenje uloge središnjih banaka Europske unije i Republike Hrvatske.

3.1. Definiranje monetarne politike

Monetarna politika kao dio ekonomske politike sastavni je dio upravljanja svakom državom. Različiti izvori u nastavku različito ju definiraju, ali svaki ju temelji na sličnim ciljevima – stabilnosti cijena odnosno inflacije (2 %). Na temelju toga nastoji se održati ravnoteža gospodarskog sustava stavljajući u optjecaj količinu novca koja neće prouzrokovati tržišne poremećaje i uz to izbjeći nastajanje negativnih procesa do kojih može doći zbog prekomjerne ili nedovoljne količine novca u optjecaju. Za regulaciju novčane mase u Republici Hrvatskoj odgovorna je nacionalna središnja banka – Hrvatska narodna banka.

Monetarna je politika jedan od dvaju glavnih načina kojima državna tijela u tržišnom gospodarstvu redovito utječu na tempo i smjer ukupne gospodarske djelatnosti, što je važnije, uključujući ne samo razinu ukupne proizvodnje i zaposlenosti, nego i opću stopu po kojoj cijene rastu ili padaju (Friedman, 2000:1). Temeljne sastavnice monetarne politike su (Aglietta, Orlean, 2004:24):

- emisijska politika
- kreditna politika
- devizna politika
- tečajna politika.

Svaka od tih sastavnica ima važnu ulogu u oblikovanju i provođenju monetarne politike. Emisijska politika tiče se emitiranja papirnatoga i kovinskog novca kao i gospodarenja njime. Prema Šariću (2020) kreditnom politikom određuju se kreditni odnosi, postupci i načini ustupanja kredita i obveza, naplata kamata te način usmjeravanja novčanih sredstava u tim odnosima. Devizna politika pod svojom nadležnosti, uz trgovanje stranom valutom, ima međunarodne pričuve te poslovanje i plaćanja koja se odnose na inozemstvo. HNB (2011) navodi da tečajna politika podrazumijeva, u hrvatskom slučaju, upravljanje tečajem kune prema euru koji igra važnu ulogu u monetarnoj politici Republike Hrvatske zbog visoke razine štednje

i zaduženosti građana u eurima (euroiziranosti) te katkad zahtijeva operacije na deviznom tržištu.

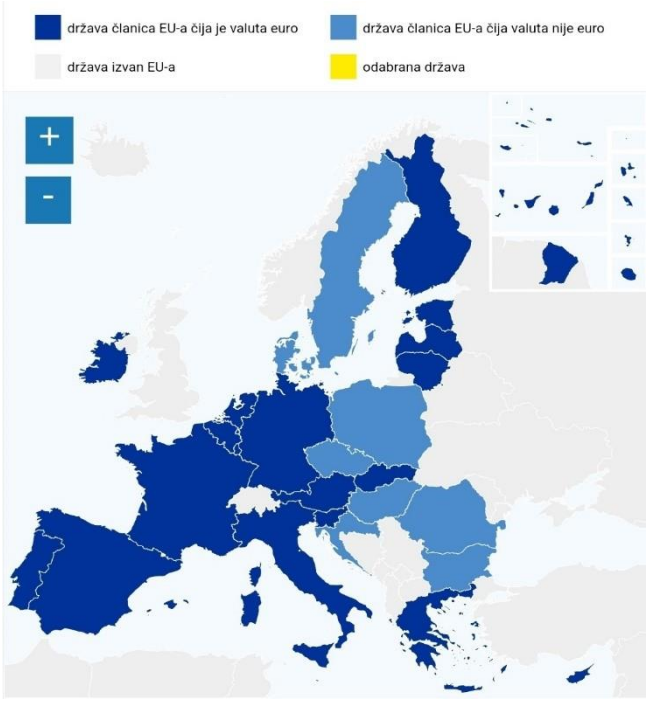
Učinkovitost monetarne politike ne ovisi o sposobnosti manipuliranja središnjih banaka tržištem, niti o utjecaju na smanjenje značajnih poremećaja na tržištu. Središnje banke trebale bi i dalje imati dominantnu ulogu kao jamci stabilnosti cijena u svijetu u kojem je tržišna moć ograničena, a javnost je dobro informirana (Woodford, 2001:3).

Monetarnu politiku čine odluke koje središnje banke donose kako bi utjecale na cijene i dostupnost novca u gospodarstvu. Kada je riječ o europodručju, najvažnija se takva odluka Europske središnje banke obično odnosi na ključne kamatne stope (ESB, 2021).

3.2. Uloga središnje banke

Prema Hrvatskoj enciklopediji (2021) na teritoriju Republike Hrvatske središnja banka je Hrvatska narodna banka od 1991. godine, kada je nosila naziv Narodna banka Hrvatske (NBH), a današnji naziv nosi tek od 1997. godine. Svaka središnja banka zadužena je za kontrolu i upravljanje vrijednošću valute, te novčanom masom zemlje na čijem teritoriju obavlja tu dužnost. Vođena glavnim ciljem stabilnosti cijena njezin utjecaj prostire se i na druge čimbenike gospodarstva - održavanje i podupiranje pune zaposlenosti, određivanje kamatnih stopa, upućivanje populacije na stanje u gospodarstvu. Uz navedeno, prema Europskoj središnjoj banci (2015) HNB ne ulazi u skupinu poslovnih banaka, jer ne služi građanima kao ustanova za podizanje kredita ili otvaranje računa; njezina je uloga podupiranje svih klasičnih bankarskih poslova na teritoriju Republike Hrvatske i kao takva nije osnovana s ciljem ostvarenja dobiti.

Kako HNB pod svojom kontrolom ima sve poslovne banke na teritoriju Republike Hrvatske, tako i Europska središnja banka (2022) nadzire središnje banke zemalja članica Europske unije od druge polovine 90-ih godina 20. stoljeća, a zajedno su poznati kao Europski sustav središnjih banaka. ESB je središnja banka 19 zemalja članica koje su nakon prihvaćanja eura i ulaska u eurozonu zauzele mjesto u zajednici europodručja (prikazano Slikom 1.).



Slika 1. Europodručje (države označene tamno plavom bojom)

Izvor: Europska središnja banka (2022)

Prema Europskoj središnjoj banci (2022) Eurosustav čini Europska središnja banka (ESB) i središnje banke članica koje su euro prihvatile kao nacionalnu valutu. Prethodno navedenim, Europski sustav središnjih banaka (ESSB) i Eurosustav paralelno će postojati dok sve države članice Europske unije ne uvedu euro kao službenu valutu na svom teritoriju.

Stabilnost cijena i financijska stabilnost smatraju se referentnim točkama u definiranju monetarne politike. Kako je za to u europodručju odgovorna ESB, a u Hrvatskoj HNB, njihovi ciljevi i zadatci smatraju se sličnima, ali njihova razlika ponajprije se očituje u području koje su dužne nadzirati i financijskoj snazi kojom raspolažu. Shodno tomu, za primjer se može navesti financijska kriza iz 2009. godine koja je zahvatila područje Hrvatske i prouzrokovala velike ekonomske posljedice za gospodarstvo i građane. Država se naposljetku s tim izborila, ali bilo joj je potrebno šest godina, dok je ESB imala, a i danas ima podupirući financijski sustav koji može podnijeti nagle promjene i oscilacije bez većih posljedica i na taj način omogućiti zemljama članicama europske Ekonomske i monetarne unije (EMU) brži oporavak od poremećaja na tržištu (ESB, 2016).

Pristupanjem Europskoj uniji, HNB (2015a) je postala članica Europskog sustava središnjih banaka (ESSB) te teži ispunjenju zadataka Europskog sustava središnjih banaka koji su joj

pripali učlanjenjem. Uz to, guverner HNB-a član je Općeg vijeća ESB-a (treće tijelo nadležno za odlučivanje ESB-a), a u radu odbora, pododbora i drugih tijela sudjeluju stručnjaci HNB-a. Kako bi se odnosi između ESB-a i HNB-a (2020) dodatno učvrstili, Hrvatska je podnijela zahtjev za provjeru otpornosti na šokove. Sveobuhvatna provjera temeljila se na bonitetnom pregledu kvalitete imovine i testiranja otpornosti na stres kod pet odabranih banaka. Po završetku je utvrđeno da ni jedna banka nema kapitalnih nedostataka i time je omogućena bliska suradnja između ESB-a i HNB-a. Utjecaj ESB-a (2017) na središnje banke članice Europske unije očituje se kroz ostvareni neto profit koji ESB dijeli članicama na temelju kapitala kojeg su uplatile u nju, a on je bio utvrđen pomoću metodologije koja uključuje visinu BDP-a i demografsku sliku svake pojedine članice.

ESB u provedbi monetarne politike, kao i središnje banke drugih zemalja, koristi tradicionalne instrumente ne uključujući obvezne pričuve, a ovisno o situaciji poseže za nestandardnim mjerama kao što su izravne monetarne transakcije, operacije dugoročnijeg refinanciranja i druge. Svojim instrumentima neizravno utječe na kamatne stope u gospodarstvu europodručja jer određuje kamatne stope po kojima poslovne banke od središnjih dobivaju novac (Europski parlament, 2021). Kamatne stope također predstavljaju jedan od instrumenata monetarne politike kojim ESB (2021a) utječe na obujam i cijenu kredita koji se nude kućanstvima i poduzećima putem poslovnih banaka. Uz navedeno, ESB zadržava pravo omogućavanja i prekidanja pružanja bankarskih usluga te ranijeg uočavanja i sprječavanja financijskih rizika.

3.3. Instrumenti monetarne politike

U postizanju svog cilja, HNB se koristi sljedećim instrumentima (HNB, 2016a):

- ✓ operacije na otvorenom tržištu
- ✓ obvezne pričuve
- ✓ stalno raspoložive mogućnosti
- ✓ ostali instrumenti i mjere.

Njihova primjena bit će detaljnije razrađena u sklopu četvrtog poglavlja „Monetarna politika Republike Hrvatske“, pod primjenom instrumenata monetarne politike u nastavku rada.

Navedenim instrumentima HNB (2015b) utječe na reguliranje novčane mase u optjecaju (povećanje ili smanjenje ovisno o situaciji). Kao njihova glavna karakteristika ističe se

fleksibilnost koja omogućava maloj i otvorenoj hrvatskoj ekonomiji stabilno kretanje tečaja kune prema euru. On je važan s obzirom na visoku stopu euroizacije kojoj pridonosi stanovništvo sa štednjom i zaduživanjem te gospodarstvo u vidu poslovanja s tržištem Europske unije. Prema HNB-u (2015b) navedena euroizacija ne bi imala toliko velik utjecaj na stabilnost tečaja Republike Hrvatske da nije došlo do liberalizacije njezina kapitalnog računa koja je međunarodnim tokovima kapitala omogućila značajan utjecaj na kretanje tečaja odnosno na makroekonomsku politiku i stabilnost zemlje.

4. MONETARNA POLITIKA REPUBLIKE HRVATSKE

U ovom dijelu rada bit će detaljno obrađen cilj monetarne politike Republike Hrvatske, okvir u kojem ona djeluje i primjena instrumenata navedenih u prethodnom poglavlju.

4.1. Nositelji i ciljevi monetarne politike

Stabilnost cijena navodi se kao glavni cilj Hrvatske narodne banke. U pogledu ovog cilja monetarne politike, ne teži se stopi inflacije od 0 %, već se teži ostvarenju blago pozitivne i stabilne inflacije u dužem razdoblju, a sukladno ciljevima ESB-a do razine 2 %. Prema navodima HNB-a (2022a) tijekom prvih šest mjeseci 2022. godine inflacija je rasla te se na kraju godine očekuje inflacija u prosjeku veća od 9 %. Na ostvarenje navedenih ciljeva HNB nastoji utjecati svojim mjerama.

Prema HNB-u (2015c) održavanjem stabilnosti cijena podupire se postojanje uravnoteženog gospodarskog rasta, što utječe na makroekonomsku politiku zemlje u cijelosti, uz blago rastuću inflaciju u dužem razdoblju. Razlog priželjkivanja i održavanja niske, pozitivne i stabilne inflacije nalazi se u stabilnijim cijenama dobara i usluga koje je u tom slučaju lakše uspoređivati i uočavati nastale ili predvidjeti buduće promjene. U navedenim okolnostima HNB (2015c) navodi kako stanovništvo ima mogućnost slobodnije raspolagati svojim resursima i bez pritiska usmjeriti ih u područje štednje, svakodnevne potrošnje ili ulaganja u investicije. Na temelju toga dolazi do ravnoteže u gospodarstvu i povećava se njegov potencijal, ali i blagostanje izraženo po glavi stanovnika.

Kada se stabilne cijene, odnosno inflacija, ne bi gledali kao bitni faktori monetarne politike, većina stanovništva morala bi živjeti s povećanom mjerom opreza i svoja bi sredstva usmjeravala na zaštitu od inflacije jer bi bilo kakvo predviđanje u uvjetima visoke inflacije prešlo u nagađanje o budućnosti. Uz to, došlo bi do povećanja premije za inflaciju koja čini dio kamatnih stopa te pridonosi smanjenju realnih kamatnih stopa i smanjuje interes za investiranje (HNB, 2015c).

S druge strane, HNB (2015c) navodi da bi u slučaju nastanka deflacije stanovništvo moralo drugačije reagirati. Prilagodba bi se temeljila na odgađanju potrošnje *"sada"* i temeljila se na budućoj po nižim cijenama. Nakon toga došlo bi do opadanja prihoda poduzeća koje bi nadvladali rashodi nastali prilikom proizvodnje proizvoda i usluga, a time i do smanjenja dobiti

ili gubitka. Slijedom toga nastupila bi otpuštanja, smanjenje potražnje zbog nedostatka novčanih sredstava i konstantan pad cijena što bi prouzrokovalo puno ozbiljnije i dugotrajnije posljedice u gospodarstvu (HNB, 2015c).

4.2. Okvir monetarne politike

Okvir monetarne politike obuhvaća način na temelju kojega središnje banke širom svijeta, pa tako i HNB, nastoje ispuniti svoj osnovni cilj. Kao okosnica tog okvira uzimaju se varijable na čije kretanje i razinu središnja banka ima mogućnost utjecaja i držanja pod kontrolom, radi postizanja zadanog cilja. Uzimajući to u obzir, okvir koji će se koristiti za provođenje monetarne politike može biti utemeljen na (HNB, 2015c):

- ✓ tečajnom sidru
- ✓ monetarnom sidru
- ✓ ciljanoj inflaciji
- ✓ mješoviti.

Okvir monetarne politike HNB-a (2015c) utemeljen je na očuvanju stabilnog nominalnog tečaja kune u odnosu na euro, iz čega proizlazi naziv nominalno sidro monetarne politike. Polazišna točka odabira te varijable za okvir u kojem će se provoditi monetarna politika nalazi se u visokoj razini euroizacije koja prevladava u hrvatskom gospodarstvu. Uz euroizaciju, na izbor monetarnog okvira i sidra utječu čimbenici malog i otvorenog gospodarstva Hrvatske, ovisnost u pogledu uvoza i visoka razina zaduženosti u stranoj valuti (pretežito euro) koja slabi domaću valutu i povećava teret otplate javnog duga.

Pod pojmom euroizacije smatra se visoka razina zastupljenosti druge valute u financijskom sustavu, to jest prisvajanje monetarnih funkcija strane valute. Kao temelj euroizacije smatra se nestabilnost i nepovjerenje u domaću valutu iz čega se javlja potreba njezina vezanja za stranu, stabilniju valutu, a u ovom slučaju to je euro. Radi očuvanja svoje financijske stabilnosti, prema HNB-u (2015c) kreditne institucije podliježu kreditnoj euroizaciji - odobravaju kredite u stranim valutama ili one koji su vezani uz tečaj strane valute.

Uz malo i otvoreno gospodarstvo, Hrvatska na europskom i svjetskom tržištu ne predstavlja veliku konkurenciju koja može utjecati na kretanje bilo kojeg tržišnog čimbenika. Upravo suprotno, na temelju navedenog HNB (2015c) smatra da je djelovanje Hrvatske na

makroekonomske tržišne veličine svedeno na minimum. Navode se unaprijed određene varijable koje na tržištu mora usvojiti i kojima se mora prilagoditi, a one se posebno tiču odnosa inozemne ponude i potražnje te u manjoj mjeri tečaja i kamata. Kako svojom geografskom veličinom i brojem stanovnika ne može utjecati na europsko gospodarstvo, na domaćem tržištu mora težiti promjenama radi povećanja svoje konkurentnosti (snižavanje cijena u odnosu na druge zemlje).

Svaka samostalna država ima određenu razinu ili stupanj ovisnosti nacionalnog gospodarstva o svjetskom tržištu. U drugi plan odlaze njezina veličina, gospodarski razvoj kao i politički ustroj jer stupanj ovisnosti ne predstavlja fiksno određenu već promjenjivu varijablu koja se mijenja sukladno stupnju specijalizacije dobara i usluga za proizvodnju, njihovoj razmjeni i učinkovitosti rada. Specijalizacijom država odlučuje što se najviše isplati proizvoditi i time pozitivno utječe na učinkovitost rada te postiže niže troškove i cijene proizvoda i usluga. Potaknuto nižim cijenama stanovništvo istim dohotkom ima mogućnost kupnje veće količine proizvoda i zadovoljenja više razine svojih potreba. Imajući to u vidu, gospodarstvo Hrvatske ulazi u kategoriju visoko ovisnog o uvozu. Prema MZO (2014), gospodarski potencijal Republike Hrvatske nije pravilno usmjeren te ne može doći do napretka u modernizaciji i diverzifikaciji industrije. Suočeno sa slabim inovacijskim rezultatima, financijskim problemima i novim pristupima koji su korišteni kako bi došlo do razvoja, hrvatsko gospodarstvo i dalje se ne može specijalizirati u području koje bi mu donijelo maksimalnu dobit. Zbog toga je Hrvatska uvozno visoko ovisna zemlja koja u određenim industrijskim segmentima ne može zadovoljiti potrebe domaćeg stanovništva, a kamoli inozemnog. Navedeni položaj ne mora predstavljati problem jer na temelju uvoza i izvoza zemlje ne razmjenjuju samo robu i usluge, već se postiže mobilnost stanovništva i jačanje međusobnih odnosa. S druge strane, HNB (2015c) problem može vidjeti u obliku aprecijacije eura jer znatan dio dobara koji se uvozi na hrvatsko tržište potječe iz europodručja i deprecijacijom kune u odnosu na euro (primjerice sa 7,5 kuna za euro na 8 kuna za euro) dolazi do povećanja cijena navedenih dobara i usluga te opće razine cijena na kraju, to jest inflacije.

No, ono što je sigurno jest da bez otvorenog pristupa svjetskom tržištu i uzajamne razmjene dobara i usluga niti jedna država ne može imati mogućnost uspješnog razvoja. Za primjer se može uzeti Demokratska Narodna Republika Koreja čije zatvoreno i slabo razvijeno gospodarstvo ne pridonosi ukupnom razvoju zemlje, bez obzira na činjenicu kako je približno osam puta veća od Hrvatske po broju stanovnika i dvostruko veća svojom geografskom površinom. Prema podatcima World Population Reviewa (2022) usporedbom bruto

nacionalnog dohotka (BND) Republike Hrvatske od 57,1 milijardu američkih dolara i DNR Koreje od 16 milijardi američkih dolara postoji razlika u kojoj Hrvatska prednjači u ukupnoj proizvodnji svih proizvoda i usluga unutar jedne godine. Na temelju navedenih podataka Hrvatska pripada skupini država s višim srednjim dohotkom, a DNR Koreja državama nižeg srednjeg dohotka. BND predstavlja jednu od mjera razvoja gospodarstva zemlje zajedno s BDP-om, BNP-om i drugima. Zbog tih činjenica, gospodarstvo DNR Koreje je neefikasno i zastupa određenu vrstu samodovoljnosti koja onemogućava daljnji gospodarski rast i razvoj (Hrvatska enciklopedija, 2021).

Visoka razina zaduženosti u stranoj valuti svaku državu stavlja u rizičan položaj. Eichengreen i Hausmann (1999) tvrde da znatan broj zemalja nije u stanju iskazati inozemni dug u domaćoj valuti i u tom slučaju posežu za jednom od svjetskih valuta. S druge strane, Glibo (2017) navodi da je iskazivanje duga u domaćoj valuti (kuna) poželjnije od zaduživanja u stranoj valuti (euro) jer pozitivno utječe na krivulju prinosa, a rizika od promjene tečaja strane valute nema. Ipak, dug se ne bi trebao cijeli iskazivati u domaćoj valuti zbog mogućeg rasta cijena novca uslijed povećane potražnje za domaćom valutom, tako da bi se trebala pronaći ravnoteža. Upravo u ovim segmentima vidljiv je rizik kretanja tečaja kod visoko zaduženih zemalja koji može značajno utjecati na nacionalni proračun. Zaduženost Republike Hrvatske je na razini 79,8 % BDP-a, što je i dalje ispod prosječne razine zaduženosti u EU od 88,1 % (Eurostat, 2022), no Republika Hrvatska, za razliku od zemalja koje su članice i monetarne unije, pritom ima i dodatan rizik razlika u tečaju valute u kojoj ima najveći udio zaduženosti prema valuti u kojoj ostvaruje primitke u državnom proračunu.

4.3. Primijenjeni instrumenti monetarne politike

Operacije na otvorenom tržištu prvi su instrument kojim HNB (2016b) provodi monetarnu politiku na teritoriju Republike Hrvatske. Instrument se odnosi na kupnju i prodaju financijske imovine radi utjecanja na likvidnost bankarskog sustava i kretanja kamatnih stopa koje su u obrnuto proporcionalnom odnosu. U prvom slučaju kupnjom imovine ili odobravanjem većeg broja kredita, dolazi do povećanja likvidnosti i pada kamatnih stopa. S druge strane, ako banka dođe u situaciju prodaje svoje imovine i primanja depozita, prouzrokovat će smanjenje likvidnosti i rast kamatnih stopa (HNB, 2016b).

HNB operacije na otvorenom tržištu dijeli s obzirom na kriterij učestalosti i namjene na (HNB, 2016b):

- ✓ redovite operacije
- ✓ operacije fine prilagodbe
- ✓ strukturne operacije.

Upotreba redovitih operacija unaprijed je poznata. Prema HNB-u (2016b), poslovnim se bankama tada ustupa dodatna likvidnost, a odvijaju se uz rok dospijeća od sedam dana kako bi se očuvala stabilnost u financijskom sustavu. Operacije fine prilagodbe upotrebljavaju se prema potrebi putem bilateralnih postupaka ili aukcija. Strukturne operacije, kao i redovite, mogu se provoditi putem aukcija kada su potrebne strukturne promjene u likvidnosti (HNB, 2016b).

Ispunjavanjem obrasca i izdvajanjem sredstava za obračun obvezne pričuve kreditne institucije ispunjavaju svoju obvezu držanja određenog postotka primljenih sredstava na posebnom računu ili na računu za namiru kreditnih institucija kod HNB-a. Uporabom navedenog instrumenta HNB (2016b) pod svojom kontrolom drži likvidnost bankovnog sustava te povećanjem (steriliziranje likvidnosti) i smanjenjem (emisija primarnog novca) stope obvezne pričuve povlači i pušta u optjecaj novčanu masu u skladu s nastalom situacijom. Obvezne pričuve obračunavaju se pomoću dvaju obrazaca jer se njihova osnovica sastoji od kunskog i deviznog dijela. Osnovica kunskog dijela obuhvaća prikaz dnevnih stanja izvora izražen u kunama te u kunama s valutnom klauzulom (tekući računi, primljeni kunski krediti i drugo), dok osnovica deviznog dijela obuhvaća isto to, samo izraženo u stranim valutama (devizni račun, primljeni devizni krediti i drugo). Prema navodima HNB-a (2022b) stopa obvezne pričuve iznosila je 9 %, a razlog njezina smanjenja s 12 % bilo je operativno povećanje likvidnosti banaka. Sredstva obvezne pričuve omogućuju HNB-u kontrolu nad likvidnosti pojedinačnih kreditnih institucija i cjelokupnog bankovnog sustava kako bi se postiglo nesmetano provođenje platnog prometa, ponude novca i održavanja monetarne stabilnosti.

Ulaskom u eurozonu obvezne pričuve smanjiti će se na 1 %. No, kako i dalje traje razdoblje prilagodbe, da bi se izbjegle negativne posljedice prebrzog povećanja likvidnosti zbog značajnog smanjenja obvezne pričuve, HNB ima mogućnost postupno prilagođavati obvezne pričuve sustavu pričuva Eurosustava (Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka, 2018).

Iako HNB nije poslovna banka i ne ustupa građanima mogućnost otvaranja računa ili podizanja kredita, drugim poslovnim bankama nudi slične mogućnosti. Naime, svakoj poslovnoj banci HNB (2016b) stoji na raspolaganju i time im omogućava posuđivanje sredstava putem prekonoćnih kredita ili pak pohranjivanje (deponiranje) sredstava putem prekonoćnih depozita. Obje radnje obavljaju se prema unaprijed zadanim uputama pa je tako prilikom podizanja kredita poslovna banka dužna ponuditi prihvatljiv kolateral, ali i prihvatiti kamatnu stopu, dok se deponiranje sredstava vrši po kamatnoj stopi ispod tržišne prema navodima HNB-a (2016b).

Uz tri prethodno navedena instrumenta, HNB se u provođenju monetarne politike koristi i pomoćnim instrumentom koji služi kao podrška, a to su 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 dospijeća do tri mjeseca (HNB, 2016b).

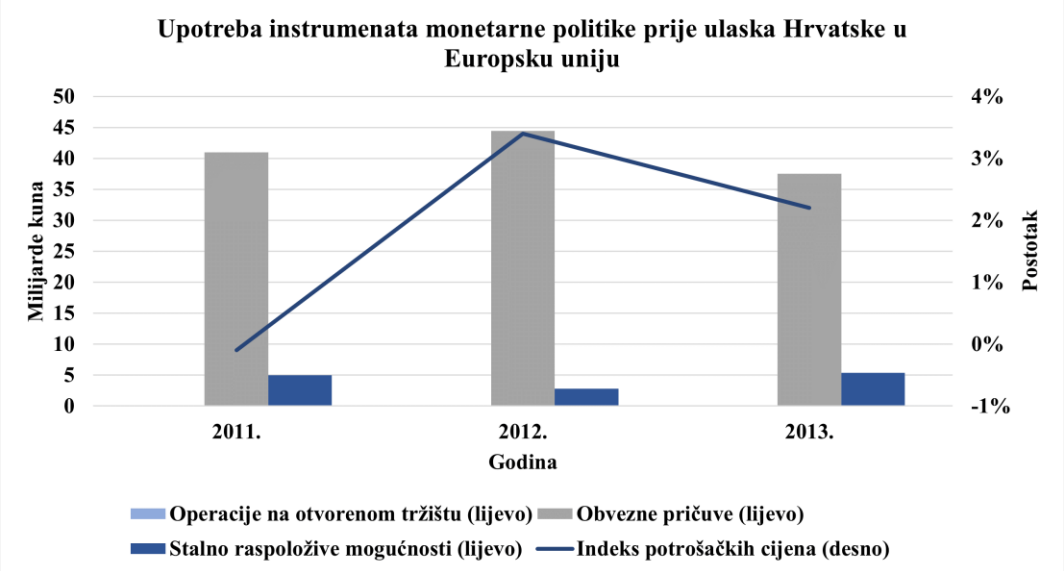
Pristupanjem Eurosustavu ukida se navedeni instrument. Prema Vladi Republike Hrvatske i HNB-u (2018) uvođenjem eura kao domaće valute instrument će izgubiti svrhu, jer su potraživanja od stanovništva, banaka, gospodarskih subjekata i drugih, te devizne obveze znatnim udjelom izražene u eurima.

5. ANALIZA AKTIVNOSTI HRVATSKE NARODNE BANKE U PROVEDBI MONETARNE POLITIKE OD 2011. DO 2021. GODINE

U ovom dijelu rada bit će predstavljen istraživački dio u kojem će se provesti deskriptivna statistička analiza nad upotrebljenim instrumentima monetarne politike, upotpunjena grafičkim prikazima na osnovi podataka objavljenih u publikacijama Hrvatske narodne banke u razdoblju od 2011. do 2021. godine.

5.1. Analiza upotrebe instrumenata monetarne politike Hrvatske narodne banke prije ulaska Hrvatske u Europsku uniju

Na temelju podataka koje je objavio HNB (prikazano Slikom 2.), u promatranom razdoblju prije ulaska u Europsku uniju (od 2011. godine do 2013. godine), HNB (2012) nije provodio operacije na otvorenom tržištu jer zbog prekomjerne likvidnosti nisu bile potrebne. S druge strane, stalno raspoložive mogućnosti koristile su se tijekom svih triju godina u vidu prekonoćnih depozita. Obvezne su pričuve u ovom slučaju korištene kontinuirano tijekom promatranog razdoblja jer ih je HNB (2021) koristio u smanjivanju viška likvidnosti koji se s godinama povećavao (detaljnije prikazano Slikom 5. u nastavku rada).



Slika 2. Upotreba instrumenata monetarne politike prije ulaska Hrvatske u Europsku uniju

Izvor: izrada autorice prema godišnjim izvješćima HNB-a (2011.-2013.)

2011. godina

Na temelju visoke likvidnosti u domaćem sustavu provođenje operacija na otvorenom tržištu nije bilo potrebno. Kako bi riješio višak likvidnosti, HNB se odlučio na povlačenje novca iz optjecaja putem obveznih pričuva u iznosu od 4,8 mlrd kuna (HNB, 2012:41). S druge strane, banka je snižavanjem stope obveznih pričuva htjela doprinijeti povećanju kreditnih aktivnosti. Uz to, polaganjem prekonoćnih depozita težilo se izjednačavanju ponude i potražnje za novčanim sredstvima zbog otklanjanja nesigurnosti oko kamatnih stopa. Početkom 2011. godine njihova stopa bilježila je vrijednost ispod 1 %, tek se u posljednjem kvartalu nakon većih deprecijacijskih pritisaka na kunu ta vrijednost povećala kao i stopa obveznih pričuva. Raspon kretanja kamatne stope koju je obračunao HNB na sredstva prekonoćnog depozita kretao se od 0,5 % do 6,25 % (HNB, 2012:42), a potreba za lombardnim kreditima nije postojala.

Indeks potrošačkih cijena bilježio je rast zbog porasta cijena sirovina i proizvoda na svjetskom tržištu. Shodno tomu, u skupini domaćih čimbenika, nepromjenjivost na tržištu rada te niska domaća potražnja (uzrokovana visokim proizvođačkim cijenama kontroliranim svjetskim tržištem) uspjeli su uspostaviti kontrolu nad inflatornim pritiscima (HNB, 2012).

Tečaj kune u 2011. godini ostao je stabilan, a nominalni dnevni tečaj kune u odnosu na euro iznosio je 1 EUR = 7,43 HRK (HNB, 2012:16). Aprecijacijski pritisci na tečaj bili su prouzrokovani povećanom deviznom likvidnosti banaka i blagim sezonskim čimbenicima u obliku priljeva deviza stranih turista tijekom sezone i blagdana. Nakon toga uslijedili su deprecijacijski pritisci kao posljedica nezaduživanja domaćih privatnika u inozemstvu. Prema HNB-u (2012), kuna je deprecirala prema velikoj većini stranih valuta, a ponajviše prema švicarskom franku.

2012. godina

Prema HNB-u (2013), na otvorenom tržištu nisu se provodile operacije zbog prekomjerne likvidnosti koja je bila prisutna u domaćem bankovnom sustavu. Kako bi se uravnotežile ponuda i potražnja za novčanim sredstvima, HNB je odlučio upotrijebiti instrument polaganja novčanog depozita i na taj način sterilizirati likvidnost.

Zbog prevelike količine likvidnosti tijekom 2012. godine, HNB (2013) se koristio instrumentom stalno raspoloživih mogućnosti. To znači da su poslovne banke na kraju radnog dana "pohranjivale" velike količine novčanih sredstava u obliku depozita u HNB s rokom povrata već sljedećeg radnog dana. Na taj način HNB je obračunavao kamatnu stopu na sredstva

tih novčanih depozita i time utvrđivao raspon za kretanje kamata na novčanom tržištu; u ovom slučaju donju granicu tog raspona od 0,25 % godišnje (HNB, 2013:45). Kako bi se mogla utvrditi gornja granica kamata na novčanom tržištu, bila je potrebna upotreba lombardnog kredita, odnosno kredita koji se odobrava na temelju zaloga pokretnih realnih vrijednosti (HNB, 2013). Do njegove upotrebe dolazi automatskim odobrenjem ukoliko se unutardnevni kredit na kraju radnog dana nije vratio ili na izravan zahtjev banke. Gornja granica kamate utvrđuje se kamatnom stopom na lombardni kredit koja je iznosila 6,25 % (HNB, 2013:45).

Kako bi smanjio ranije navedeni višak u bankovnom sustavu, HNB se poslužio i obveznim pričuvama. Sterilizacija likvidnosti morala se obaviti primjenom povećane stope obveznih pričuva sa 14 % na 15 % tijekom siječnja jer je time bilo omogućeno smanjenje deprecijacijskog rizika domaće valute. Prema HNB-u, u drugom kvartalu navedena stopa je smanjena s 15 % na 13,5 % radi podupiranja Programa razvoja gospodarstva (HNB, 2013:41). Pokrenuo ga je HNB u suradnji s Hrvatskom bankom za obnovu i razvitak (HBOR), Ministarstvom financija i poslovnim bankama radi poboljšanja domaćih uvjeta financiranja s ciljem oporavka domaćeg kreditiranja u uvjetima nezadovoljavajućih gospodarskih kretanja (HNB, 2013:19). Prema HNB-u (2014), funkcionirao je po principu oslobađanja likvidnosti uslijed smanjenja stope obvezne pričuve i bio je jedan u nizu programa kreditiranja gospodarstva.

Uslijed promjene stope poreza na dodanu vrijednost i režijskih troškova na području Republike Hrvatske došlo je do porasta stope inflacije, dok su istovremeno i na svjetskom tržištu porasle cijene prehrambenih proizvoda i sirovina. Shodno tomu, porasle su cijene uvoza roba i usluga, ali inflatorni pritisci bili su uravnoteženi niskom osobnom potrošnjom i relativno visokom nezaposlenosti.

Kao i u prethodnoj godini, tečaj kune u odnosu na euro iskazivao je stabilnost i na kraju godine dosegnuo vrijednost od 1 EUR = 7,55 HRK (HNB, 2013:17). Deprecijacijski pritisci iz prethodne godine prenijeli su se u 2012. godinu, ali su bili stabilizirani pomoću deviznih intervencija i uz povećanje stope obveznih pričuva. Aprecijacijski pritisci nastali su tijekom sezonskog razdoblja zbog priljeva deviza tijekom i nakon turističke sezone. Kuna je prema HNB-u (2013) deprecirala u odnosu na većinu stranih valuta, a ponajviše u odnosu prema američkom dolaru, jenu i funti. Uz stabilnost nominalnog tečaja kune prema euru, HNB je težio i poticanju monetarnog sustava u slučaju visoke primarne likvidnosti.

2013. godina

Prema navodima HNB-a (2014) provođenje operacija na otvorenom tržištu nije bilo potrebno kao niti prethodne 2012. godine iz istih razloga. Navedeni višak likvidnosti poslovne banke pohranjivale su kod HNB-a putem prekonoćnog depozita, ali poslije umanjenja premije na sredstva položenog depozita s 0,25 % na 0 % ta praksa bila je prekinuta (HNB, 2014:40). Pomoću toga uspostavljena je ravnoteža između ponude i potražnje za novčanim sredstvima po nižoj kamatnoj stopi na novčanom tržištu. Kamatni se raspon na temelju navedenih aktivnosti na novčanom tržištu smanjio.

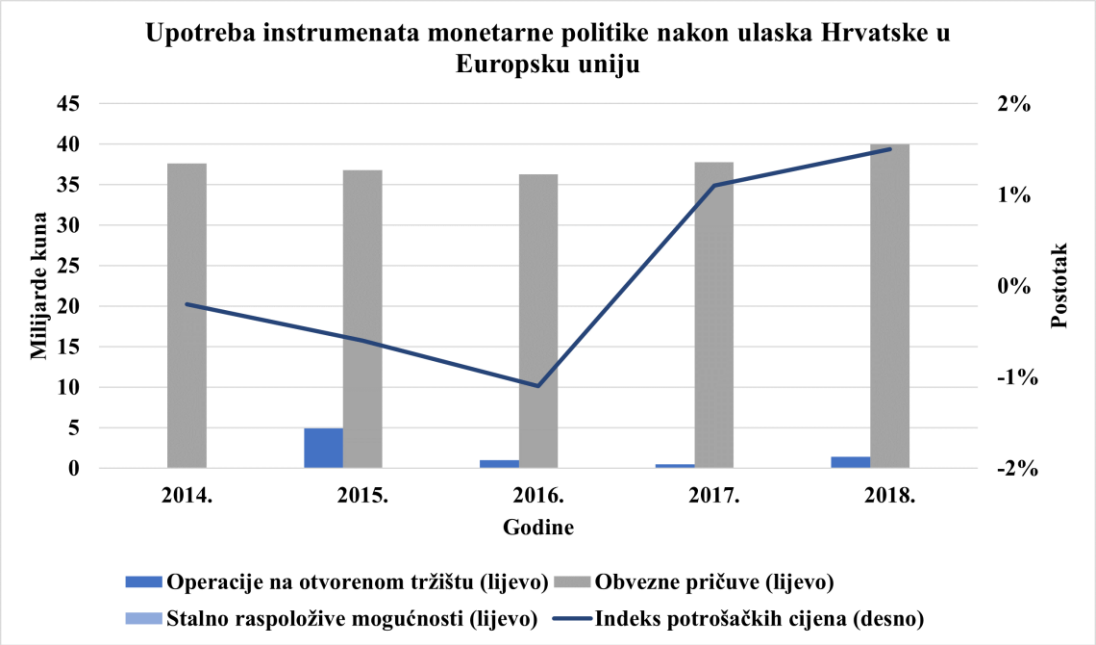
Sredinom 2013. godine Republika Hrvatska pristupila je Europskoj uniji, a time je morala proći kroz niz prilagodbi. Prema HNB-u (2014) prilikom izmjene Odluke o lombardnom kreditu proširio se broj različitih oblika instrumenata osiguranja koji su se mogli koristiti prilikom odobravanja lombardnih kredita. Od tada je dužničke vrijednosne papire izdavatelja iz države članice EU te međunarodnih financijskih institucija HNB(2014) smatrao prihvatljivim i na temelju njih je mogao odobravati kredite. Na taj način poticalo se banke na ulaganje u spomenute instrumente i omogućavao se razvoj tržišta vrijednosnih papira u domaćoj valuti. Instrumentom obveznih pričuva HNB se koristio radi održavanja politike visoke razine likvidnosti, smanjivanjem stope obveznih pričuva banaka s 13,5 % na 12 % (HNB, 2014:19).

Kao i prethodne godine, gospodarske aktivnosti i dalje su bile negativne, a domaći faktori utjecali su na smanjenje inflacije tijekom 2013. godine. Prema HNB-u (2014), uz domaće činitelje padu inflacije pridonijelo je smanjenje cijena na svjetskom tržištu koje je utjecalo i na domaće tržište ulaskom Hrvatske u EU.

Treću godinu u promatranom razdoblju tečaj kune ostao je stabilan u odnosu na euro. Nominalni dnevni tečaj kune prema euru bio je 1 EUR = 7,57 HRK (HNB, 2014:17). Na tečaj je značajno utjecalo izdavanje državnih obveznica koje su privukle iznimno zanimanje domaćih investitora te stvaranje primarnog novca pomoću deviznih transakcija i potreba za stranom valutom. HNB (2014) je proveo intervenciju na deviznom tržištu i time pridonio stabilizaciji tečaja kune. Kuna je u ovom slučaju aprecirala prema ostalim valutama i to ponajviše prema jenu.

5.2. Analiza upotrebe instrumenata monetarne politike Hrvatske narodne banke nakon ulaska Hrvatske u Europsku uniju

Prema Slici 3., nakon ulaska u Europsku uniju, HNB (2015d) je nastavio koristiti instrument obveznih pričuva kako bi sterilizirao prekomjernu likvidnost u monetarnom sustavu. U ovom razdoblju, instrument stalno raspoloživih mogućnosti nije bio korišten jer banke nisu imale potrebu za posuđivanjem ili deponiranjem sredstava kod HNB-a. Uz to, HNB je ponovno počeo koristiti operacije na otvorenom tržištu radi smanjivanja likvidnosti u monetarnom sustavu tijekom četiri godine. Indeks potrošačkih cijena početkom promatranog razdoblja bilježio je deflaciju, a kao glavni uzrok HNB (2015d) navodi prisvajanje cijena sa svjetskog tržišta nakon ulaska u Europsku uniju. Ipak, krajem 2016. godine nastupila je inflacija.



Slika 3. Upotreba instrumenata monetarne politike nakon ulaska Hrvatske u Europsku uniju

Izvor: izrada autorice prema godišnjim izvješćima HNB-a (2014.-2018.)

2014. godina

Početak 2014. godine označavao je početak prve godine koju će Republika Hrvatska provesti u zajednici Europske unije. Nastavno na prethodne dvije istražene godine, niti u 2014. godini operacije na otvorenom tržištu nisu bile potrebne osim jedne konačne operacije koja je prema navodima HNB-a (2015d) iznosila 240,2 milijuna eura. Prema Slici 5., iznos viška likvidnosti bio je je 6,4 mlrd kuna, što je približno 1,5 mlrd kuna više u odnosu na prethodnu godinu.

Povećanje ponude novčanih sredstava ostavilo je utjecaja na povećanje same likvidnosti u vidu povrata kredita HBOR-a bankama u vrijednosti od 1,6 mlrd kuna i otkupa blagajničkih zapisa HNB-a od banaka koji je iznosio 0,8 mlrd kuna (HNB, 2015d:18). U to vrijeme Hrvatska je započela rast svog ljetnog turizma i susrela se s aprecijacijom domaće valute na temelju priljeva deviza koju je morala uravnotežiti.

Instrumentom stalno raspoloživih mogućnosti HNB se u 2014. godini nije koristio, a način određivanja gornje i donje granica kamatnog raspona ostao je isti kao u prethodnoj godini.

Promjena koja se uvela kod obveznih pričuva u 2014. godini bila je vezana uz sniženje stope izdvajanja obvezne pričuve na devizna sredstva od nerezidenata te devizna sredstva primljena od povezanih osoba sa 100% na 60% (HNB, 2015d:19). Na taj način ujednačio se postotak koji su svi devizni izvori morali izdvajati u obliku devizne obvezne pričuve te se prema HNB-u (2015d) povećala devizna likvidnost za 80 mil. eura. Stopa obvezne pričuve od 12 % koju banke trebaju držati na računu kod HNB-a u odnosu na prethodnu godinu nije se mijenjala (HNB, 2015d:41).

Inflacija potrošačkih cijena u odnosu na 2013. godinu znatno se smanjila i prešla u deflaciju. HNB (2015d) kao glavni razlog navodi smanjenje cijena na svjetskom tržištu koje su se prenijele na domaće tržište uz nedostatak domaćih troškovnih pritisaka ulaskom u EU.

Tečaj kune bio je stabilan s povremenim oscilacijama. Nominalni tečaj kune prema euru iznosio je 1 EUR = 7,63 HRK (HNB, 2015d:41). Deprecijacija kune bila je prisutna u odnosu na američki dolar i kineski juan renminbi. Nastavak deprecijacijskih pritisaka HNB (2015d) je stavio pod kontrolu pomoću provedene devizne intervencije.

2015. godina

Nakon pet godina neprovođenja operacija na otvorenom tržištu HNB (2016c) je u trećem kvartalu 2015. godine počeo provoditi redovite obratne repo operacije na tjednoj razini i bankama je plasirano 4,9 mlrd kuna. Provođenjem navedenih operacija HNB je težio povećanju likvidnosti u sustavu. Iako su se ukupna ponuda i potražnja za novčanim sredstvima smanjile u odnosu na prethodnu godinu, višak likvidnosti bilježio je blagi rast (Slika 5.) od 6,7 mlrd kuna (HNB, 2016c:19). Rast kunskih depozita i razine gotovog novca izvan banaka doveo je do smanjenja ponude novčanih sredstava na novčanom tržištu dok je potražnja za likvidnosti bilježila pad zbog prestanka obveze banaka da obvezne blagajničke zapise drže upisane kod HNB-a (2016c).

Pred kraj 2015. godine donesena je odluka o ukidanju obveznog izdvajanja deviznog dijela obvezne pričuve, a počela se primjenjivati u siječnju 2016. godine. Odluka se odnosila na 100 %-tno održavanje deviznog dijela obvezne pričuve prema HNB-u (2016c) te su potom banke fleksibilnije upravljale deviznom likvidnošću.

Godišnji se pad indeksa potrošačkih cijena tijekom 2015. godine povećao. Inflacija proizvođačkih cijena bilježila je porast uslijed povećanja cijena industrijskih proizvoda te naftnih derivata i krutih goriva na domaćem tržištu (HNB, 2016c:16).

Prema HNB-u (2016c) tečaj kune u odnosu na euro u 2015. godini ostao je stabilan i zabilježena je blaga aprecijacija u odnosu na prethodnu godinu. Tako je za 1 EUR bilo potrebno izdvojiti 7,61 HRK (HNB, 2016c:18). Deprecijacijski pritisci i dalje su bili aktualni i to zbog prilagođavanja valutne pozicije banaka temeljem odluke Vlade o privremenom zamrzavanju tečaja švicarskog franka za otplate kredita koji su za njega vezani (HNB, 2016c:18). Deprecijacija kune u odnosu na ostale valute nastavila se, a ponajviše u odnosu prema američkom dolaru.

2016. godina

Kao i prethodne 2015. godine, HNB (2017) je i u 2016. godini provodio strukturne repo operacije. Njima se željelo poslovnim bankama osigurati dugoročnu kunsku likvidnost, a uz to su se provodile i redovne obratne repo operacije na tjednoj razini kojima su se osiguravala kratkoročna kunska sredstva. U usporedbi s prethodne dvije godine, višak likvidnosti u 2016. godini iznosio je 7,6 mlrd kuna (HNB, 2017:9) i time omogućio održavanje niskih kamatnih stopa na novčanom tržištu te stanovništvu i poduzećima omogućio jeftinije zaduživanje. Prema navodima HNB-a (2017), rastu potražnje za kreditima prethodila su pozitivna predviđanja gospodarskih kretanja u budućnosti u kombinaciji s padom kamatnih stopa. Navedenim povećanjem dolazi do rasta investicija i rasta BDP-a u odnosu na prethodnu godinu kao i njegovih stavki te gospodarske aktivnosti u cijelosti.

U slučaju nominalnog tečaja kune u odnosu na euro, HNB je nastojao umanjiti oscilacije radi znatne zaduženosti domaćih sektora u stranoj valuti (pretežito euro), ali i poslovnih banaka kojima su imovina i obveze iskazane u eurima. Pojavom pritisaka na jačanje kune HNB (2017:32) je vođen ciljem stabilizacije tečaja otkupljivao devize. Tečaj kune u odnosu na euro ostao je stabilan i ojačao je odnosu na 2016. godinu te je iznosio 1 EUR = 7,53 HRK (HNB, 2017:32). Drugačije nego prethodne godine kada su bili aktualni deprecijacijski pritisci, u ovoj godini došlo je do aprecijacije kune i HNB je otkupljivao devize s ciljem stabilizacije.

Indeks potrošačkih cijena prema HNB-u (2017) zabilježio je povećanu deflaciju u odnosu na prethodnu godinu. Kao problem navode se izravni i neizravni učinci pada cijena nafte te sirovina na svjetskom tržištu. Nakon određenog vremena pritisci na rast cijena uspjeli su inflaciju vratiti u pozitivnu vrijednost (HNB, 2017:23).

2017. godina

Instrumentom operacija na otvorenom tržištu, HNB se poslužio i u 2017. godini kada ih je proveo u obliku redovnih povratnih i konačnih operacija fine prilagodbe. Uz njih je HNB (2018) upotrijebio i instrument deviznih intervencija pomoću kojih je kreirao višak kunske likvidnosti koja se 2017. godine znatno povećala u odnosu na prethodnu godinu i iznosila je 15,1 mlrd kuna (HNB, 2018:31). Stanovništvo i poduzeća pojačale su kreditnu aktivnost banaka jer su kamatne stope svih sektora bilježile pad zbog viška kunske likvidnosti. Devizne intervencije iskoristile su se kao alat pomoću kojega je HNB ublažio pretjeranu nestabilnost nominalnog tečaja kune u odnosu na euro i time omogućio sigurnost dužnicima u stranoj valuti te poslovnim bankama čije su imovina i obveze velikim dijelom zastupljene u eurima. S druge strane, višak kunske likvidnosti u navedenoj godini nije znatno pridonio povećanju stope rasta realnog BDP-a, a kao razlog HNB (2018) navodi sporiji rast investicija i ubrzani rast uvoza dobara i usluga.

Kao i prethodne godine, HNB (2018) je nastavio otkupljivati devize s ciljem postizanja stabilizacije jer je došlo do aprecijacijskih pritisaka. Navedeno jačanje domaće valute bilo je potaknuto poboljšanjem gospodarske aktivnosti te povoljnim makroekonomskim kretanjima. Nominalni tečaj kune prema euru iznosio je 1 EUR =7,46 HRK te je bio manji nego prijašnje godine (HNB, 2018:32).

2018. godina

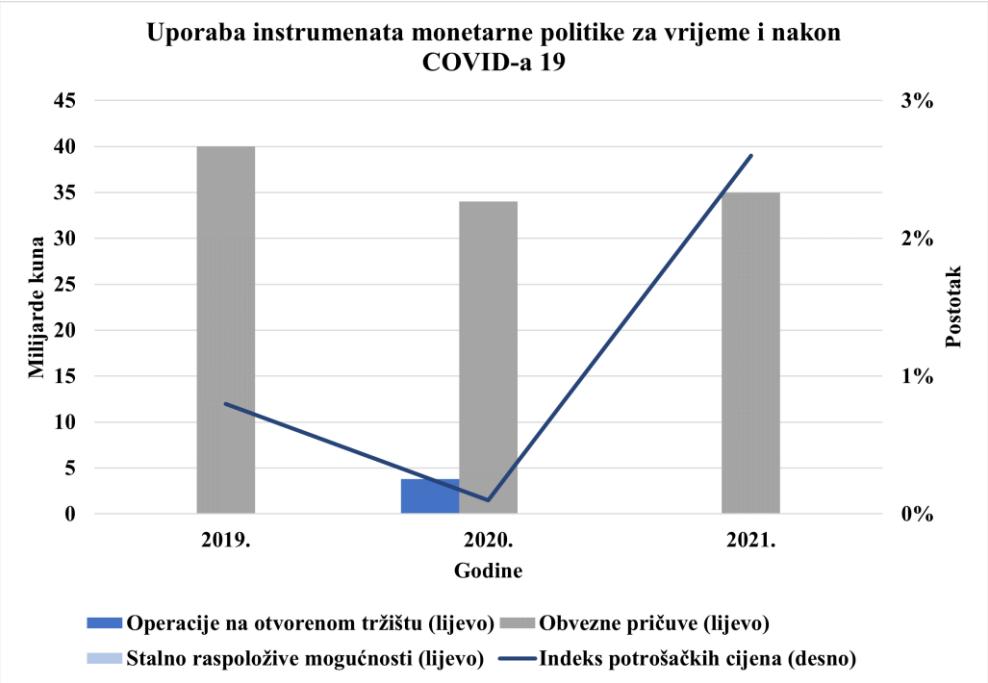
Za 2018. godinu navodi se da je bila *"odskočna daska"* prekomjernog rasta viška kunske likvidnosti u iznosu od 24,9 mlrd kuna (HNB, 2019:29) što je približno 10 mlrd kuna više nego prethodne godine. Zaduživanje stanovništva i poduzeća pridonijelo je jačanju ekspanzivne monetarne politike jer su u uvjetima viška kunske likvidnosti kamatne stope bile minimalne i omogućile poduzećima veću potražnju za kreditima, a stanovništvo je posezalo za stambenim, potrošačkim i drugim vrstama kredita, a ponajviše su korišteni gotovinski nenamjenski krediti (HNB, 2019:31).

U kombinaciji s deviznim intervencijama, HNB (2019) je strukturnim operacijama plasirao kunska sredstva u dugom roku i na taj način bankama osigurao dugoročnu kunsku likvidnost, a pomoću redovitih operacija na tjednoj bazi plasirao kratkoročna sredstva na rok od tjedan dana.

Treću godinu za redom nastavili su se aprecijacijski pritisci potaknuti manjom euroizacijom i poboljšanjem gospodarske aktivnosti. Kako bi pridonio smanjenju navedene aprecijacije kune, HNB je otkupljivao devize te je prosječni ostvareni tečaj iznosio 1 EUR = 7,41 HRK (HNB, 2019:28), što je manje od prosjeka prethodne godine.

5.3. Analiza upotrebe instrumenata monetarne politike Hrvatske narodne banke za vrijeme i nakon pandemije COVID-19

U promatranom razdoblju prema Slici 4. može se vidjeti kako se korištenje instrumenata nije značajno promijenilo čak ni za vrijeme COVID pandemije. Naime, razine obveznih pričuva koje su se koristile ostale su u prosjeku jednake onima iz prethodnih godina (Slika 2. i Slika 3.). S druge strane, korištenje operacija na otvorenom tržištu tijekom 2020. godine bilo je potrebno radi uravnoteženja monetarnog sustava i gospodarstva (tržišta). Stalno raspoložive mogućnosti niti u ovom razdoblju nisu bile korištene jer za njima nije bilo potrebe, a stopa promjene indeksa potrošačkih cijena vidno je opadala zbog nastalih poremećaja na tržištu. Prema HNB-u (2020) zbog visokih cijena sirovina i proizvoda na tržištu građani su povećali svoj oprez i ograničili svoju osobnu potrošnju, sve dok se tržište nije prilagodilo na novonastalu situaciju i svelo cijene na prihvatljivu razinu.



Slika 4. Upotreba instrumenata monetarne politike za vrijeme i nakon pandemije COVID-19

Izvor: izrada autorice prema godišnjim izvješćima HNB-a (2019.-2021.)

2019. godina

Tijekom 2019. godine HNB(2020a) je nastavio provođenje ekspanzivne monetarne politike čiji se karakter ponajviše očitovao u niskoj prekonoćnoj kamatnoj stopi za trgovanje depozitnim novcem, uz visoku razinu slobodnih novčanih sredstava koje su poslovne banke držale na računima kod HNB-a. Navedeni višak kunske likvidnosti iznosio je 34,1 mlrd kuna što je približno 10 mlrd kuna više u odnosu na prethodnu 2018. godinu (HNB, 2020a:22). HNB je i dalje nastojao deviznim intervencijama pod kontrolom držati moguće oscilacije nominalnog tečaja kune prema euru i tako suzbiti jačanje kune kreiranjem određene količine primarnog novca. U 2019. godini poslovne banke bile su suočene s visokom razinom likvidnosti i nije postojala potreba za pozajmljivanjem sredstava od HNB-a. S obzirom na navedeno, HNB (2020a) je tijekom godine provodio samo redovne tjedne operacije kojima je bankama stavio na raspolaganje kunska sredstva na rok od sedam dana, dok za strukturnim operacijama nije bilo potrebe.

HNB se i dalje usmjerio na smanjenje aprecijacije kune koja je prevladavala i u prethodnim godinama. Način pristupa bio je otkupljivanje deviza od Ministarstva financija i kreiranje primarnog novca. S druge strane, prosječni tečaj iznosio je, kao i prethodne godine, 1 EUR = 7,41 HRK (HNB, 2020a:23).

2020. godina

Bila je to prva godina u kojoj je HNB prilikom izračuna godišnjih pokazatelja u obzir morao uzeti novonastalu situaciju u kojoj se našao cijeli svijet pa tako i Hrvatska, a to je bila pandemija prouzrokovana COVID-om 19.

Drastično smanjenje BDP-a tijekom 2020. godine prema HNB-u (2021) bilo je njegovo najsnažnije smanjenje od samog početka vremenskog niza u kojem se uspoređuju njegove vrijednosti. Pad gospodarske aktivnosti nastao je kao rezultat navedene pandemije u kombinaciji s primjenom restriktivnih mjera kako bi se suzbio njezin utjecaj. U nastaloj situaciji došlo je do velikih poremećaja na tržištu koji su utjecali na domaću i inozemnu ponudu i potražnju. Razlog tomu bilo je zatvaranje državnih i županijskih granica radi ograničavanja kretanja stanovništva s ciljem ograničavanja širenja virusa COVID-19 te nemogućnost obavljanja poslova uvoza i izvoza roba i usluga. Nedostupnost roba i usluga odrazila se na smanjenje osobne potrošnje, ali i povećanje doze opreza zbog neizvjesnosti u obavljanju posla i ostvarivanju dohotka s kojim je stanovništvo bilo suočeno. U toj situaciji najviše su bile pogođene djelatnosti u kojima je izravan kontakt s ljudima bio obvezan. Zbog toga je potražnja za kreditima poduzeća i kućanstava bilježila pad, a prema HNB-u (2021) povećanje kreditnog rizika prouzrokovalo je pooštravanje odredaba za odobravanje kredita poduzećima dok je potražnja za stambenim kreditima ostala na visokoj razini zbog programa subvencioniranja.

Suočen s nastalom pandemijom, HNB je morao poduzeti mjere koje bi gospodarstvu omogućile normalno funkcioniranje i obavljanje njihovih aktivnosti. Za početak HNB je za namiru stanovništva i poduzeća plasirao devizna sredstva kako bi uravnotežio potražnju za devizama zbog nastale neizvjesnosti. Sukladno tomu, HNB (2021) je održavao i prema potrebi povećavao kunsku likvidnost te prvi put u povijesti otkupljivao državne vrijednosne papire jer je postojao rizik od zamrzavanja njihovog tržišta. Svime navedenim, HNB je uspio osigurati stabilnost tečaja i povoljne uvjete financiranja, a tome je pridonio i sporazum o valutnoj razmjeni sa ESB-om koji je Hrvatskoj omogućio 2 mlrd EUR (HNB, 2021:6) za suzbijanje mogućih poremećaja tijekom godine. Uz sve navedeno, prosječni tečaj iznosio je 1 EUR = 7,53 HRK (HNB, 2021:29), više nego prethodne godine. Prema HNB-u (2021), 10. srpnja 2020. godine u Europski tečajni mehanizam II (ERM II) uključena je hrvatska kuna. Sudjelovanjem kune u ERM-u II utvrđen je središnji paritet koji će se primjenjivati u iznosu od 7,53450 kuna za 1 euro (HNB, 2021:11). Uključivanjem, Hrvatska se obvezala na provođenje osam reformskih mjera iz četiriju područja do ožujka 2022. godine (HNB, 2021:12.) Državama koje su bile dio ERM II prilikom ulaska devizni tečaj utvrđen je kao središnji paritet te je kasnije upotrijebljen

kao fiksni tečaj konverzije kojom su države svoju nacionalnu valutu zamijenile eurom. Aktivnosti vezane za pristupanje Republike Hrvatske monetarnoj uniji detaljnije su opisane u poglavlju 5.5. ovog rada.

2021. godina

Nakon 2020. godine koja je bila godina velike prilagodbe zbog posljedica koje je COVID-19 prouzrokovao, 2021. godina svela se na prihvaćanje „novog normalnog" načina života.

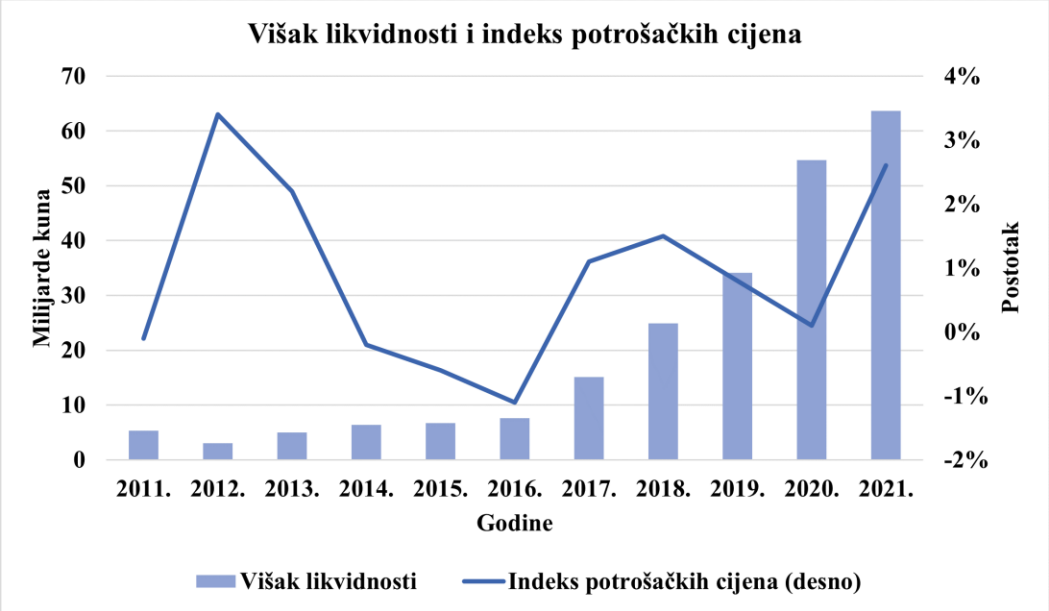
U odnosu na prethodnu godinu višak kunske likvidnosti porastao je za približno 10 mlrd kuna i iznosio je 63,7 mlrd kuna (HNB, 2022b:15). Kako su se kamatne stope smanjile, kreditiranje stanovništva bilježilo je polagan rast u manjoj količini zbog provedenih prošlogodišnjih programa državnog subvencioniranja stambenih kredita. Prema HNB-u (2022b) BDP u trećem kvartalu bilježio je polagan rast u odnosu na prva dva kvartala zahvaljujući dobrim rezultatima turističke sezone. Osobna potrošnja nije znatno varirala u odnosu na prethodnu godinu jer se stanovništvo i dalje borilo s posljedicama te dozom opreznosti koje je COVID-19 ostavio iza sebe. U brojnim sektorima tijekom pandemije došlo je do otpuštanja zaposlenih zbog prevelikih gubitaka s kojima su se poduzeća morala suočiti jer je u pandemijskom vremenu naglo došlo do povećanja cijena raznih dobara i usluga (građevinskog materijala, lijekova i drugo). HNB (2022b) navodi da su ubrzanom rastu cijena hrane prvobitno prethodile elementarne nepogode kojima je cijeli svijet bio pogođen (COVID, potres, olujna nevremena, uragani i drugo) uz povećanu potražnju za robama i uslugama tijekom turističke sezone. Sekundarni razlog bili su prerađeni prehrambeni proizvodi čije su cijene na svjetskom tržištu podlegle pritiscima i znatno porasle.

U 2021. godini tečaj kune prema euru bio je stabilan te HNB nije imao potrebu za provođenjem većih intervencija, a prosječni tečaj iznosio je 1 EUR = 7,52 HRK. Otkupom deviza HNB je omogućio rast slobodnih novčanih sredstava banaka (HNB, 2022b:15) i time je kunska likvidnost dosegnula svoj maksimum u promatranom razdoblju.

5.4. Analiza gospodarskog stanja

Na Slici 5. nalazi se vremenski tijek rasta viška likvidnosti kroz promatrano razdoblje. Kao objašnjenje navodi se provođenje ekspanzivnog oblika monetarne politike kojim je HNB htio potaknuti financiranje poduzeća i države na domaćem tržištu. Tako su kamatne stope tijekom

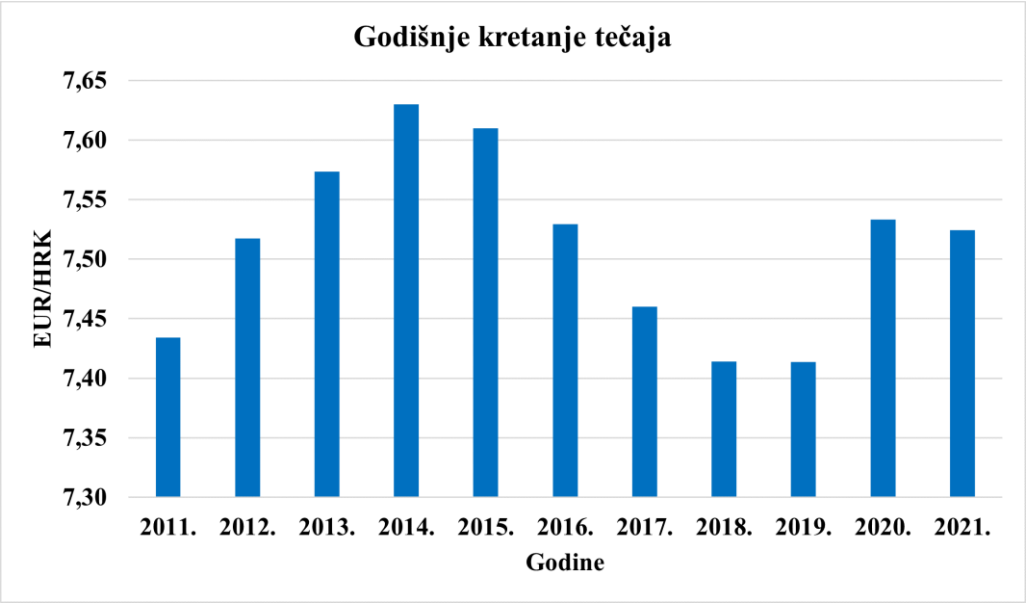
cijele godine ostale na niskim razinama i podupirale financiranje. Shodno tomu, najveći je rast HNB (2021) zabilježio između 2019. i 2020. godine u vrijednosti od 20,6 mlrd kuna zbog slobodnih novčanih sredstava koje je monetarna politika omogućila svojim ekspanzivnim djelovanjem. Na temelju prikazanih podataka, vidljivo je da je indeks potrošačkih cijena bio popraćen kontinuiranim oscilacijama. Tako je, na primjer, sličan pad zabilježen 2016. i 2020. godine zbog učinaka koji su nastali padom cijene nafte i ostalih sirovina na svjetskom tržištu. No, na kraju obje godine HNB (2017) je zabilježio rast indeksa zahvaljujući rastu cijena sirovina te oporavku inflacije koja je prevladavala u europodručju.



Slika 5. Višak likvidnosti i indeks potrošačkih cijena

Izvor: izrada autorice prema godišnjim izvješćima HNB-a (2011.-2021.)

Višak likvidnosti koji se s godinama povećavao imao je utjecaj na aprecijaciju i deprecijaciju tečaja. Kroz promatrano razdoblje (od 2011. godine do 2021. godine) na Slici 5., višak likvidnosti s godinama je rastao dok je tečaj kune oslabio (deprecirao) prema svim valutama osim prema euru (Slika 6.). Prema HNB-u (2021) oscilacije tečaja bile su kontinuirane tijekom promatranog razdoblja, ali se od ulaska u europski tečajni mehanizam, a ne od pristupanja Hrvatske Europskoj uniji može vidjeti stabilniji odnos kune prema euru.



Slika 6. Godišnje kretanje deviznog tečaja kune prema euru

Izvor: izrada autorice prema srednjem tečaju HNB-a (2011.-2021.)

5.5. Aktivnosti oko uvođenja eura kao službene valute i posljedice na monetarnu politiku

Pristupanje Republike Hrvatske Europskoj uniji trajalo je godinama i zahtijevalo je brojne promjene u infrastrukturi države. Od trenutka podnošenja zahtjeva (2003. godine) pa sve do punopravnog članstva (2013. godine), Hrvatska je prošla kroz šest godina pregovora i nakon približno 10 godina službeno postala 28. članica Europske unije koja se obvezala na uvođenje eura nakon ispunjenja svih zahtjeva.

Nakon uspješno ispunjenih i provedenih mjera, Hrvatskoj je 2020. godine omogućen ulazak u europski tečajni mehanizam (ERM II). Sukladno njezinu ulasku Europska središnja banka uspostavila je poslovne odnose s HNB-om i uvela ga u jedinstveni nadzorni mehanizam (bankovna unija) na temelju kojeg je na sebe preuzela odgovornost supervizije nad velikim hrvatskim poslovnim bankama (Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka, 2018:68).

Prema Vladi Republike Hrvatske i Hrvatskoj narodnoj banci (2018) aktivnosti koje je bilo potrebno provesti prije uvođenja eura odnosile su se na smanjivanje razine osjetljivosti gospodarstva, potpuno ispunjenje kriterija konvergencije te pripremne radnje vezane uz zamjenu nacionalne valute.

Jedan od kriterija konvergencije jest kriterij dugoročnih kamatnih stopa za čije su ispunjenje bile zadužene Vlada i HNB. Cilj je bio provođenje monetarne i fiskalne politike prema načelima EU-a i na način koji je sukladan ispunjenju kriterija nominalne konvergencije. Podjela poslova izvršena je tako da je Vlada bila odgovorna za stabilizaciju javnih financija, a HNB je uz njezin doprinos i dalje održavao stabilnost deviznog tečaja (unutar određenog raspona fluktuacije) i cijena pomoću politike stabilnog tečaja (Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka, 2018:66).

Monetarna politika prilikom zamjene nacionalne valute mora proći kroz brojne prilagodbe svojih instrumenata. Uvođenjem eura i pristupanjem Eurosustavu svi instrumenti koje HNB koristi u provođenju monetarne politike bit će zamijenjeni instrumentima Eurosustava (Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka, 2018:70). Druga prilagodba tiče se promjene operativnog okvira za provođenje monetarne politike, a kako se HNB i Eurosustav znatno ne razlikuju po provedbi operacija na otvorenom tržištu i stalno raspoloživih mogućnosti, ne bi trebale nastati velike promjene. Treća prilagodba bit će potrebna u sustavu obveznih pričuva jer se načini za izračun osnovice razlikuju. HNB-ov izračun temelji se na prosječnom dnevnom stanju u kalendarskom mjesecu, a u Eurosustavu jednak je stanju posljednjeg dana u mjesecu (HNB, 2018:70). Kako bi se izbjegle negativne posljedice iznenadnog povećanja likvidnosti uslijed smanjenja obveznih pričuva, dogovorena je postupna prilagodba na politiku Eurosustava. Daljnjom prilagodbom prijeći će se na novi kolateral koji se smatra prihvatljivim za odobravanje kredita. Njome će se proširiti spektar vrijednosnih papira koji će se prihvaćati kao kolateral, a među njima se nalaze i vrijednosni papiri čiji izdavatelji dolaze s Europskog gospodarskog prostora. Posljednja prilagodba u vidu instrumenata bit će izvršena ukidanjem minimalno potrebnih deviznih potraživanja jer će uvođenjem eura kao nacionalne valute instrument izgubiti svoju svrhu.

6. RASPRAVA

Na temelju provedene analize nad aktivnostima HNB-a i proučavanja priloženih grafikona, nastojalo se saznati je li upotreba intervencija u promatranom razdoblju bila prijeko potrebna i je li ulazak Republike Hrvatske u Europsku uniju pridonio stabilnosti kune u odnosu na euro te kolika je bila potreba za provođenjem intervencija na tržištu tada.

Ulazak u Europsku uniju ostavio je pozitivan utjecaj na domaću ekonomiju. Naime, i u razdoblju prije ulaska hrvatska kuna suočavala se sa oscilacijama. Aprecijacijski pritisci bili su prisutni zbog prekomjernih deviznih priljeva, posebice uslijed rezultata turističkog sektora zbog kojih je HNB morao intervenirati kako bi očuvao stabilnost tečaja, dok su deprecijacijski pritisci bili posljedica nedovoljnog zaduživanja privatnih subjekta u inozemstvu te oslobađanja obveza javnih poduzeća (HNB, 2011:16). No, tečaj kune prema euru, iako nije fiksan, tijekom svih godina ostao je relativno stabilan, pa tako i u promatranom razdoblju.

Nakon ulaska u Europsku uniju, Hrvatska je i dalje bila suočena s aprecijacijom kune i to zbog iskazivanja suficita na računu platne bilance koji je posljedica porasta izvoza u odnosu na uvoz te korištenja fondova Europske unije kojima prije nije imala mogućnost pristupa (HNB, 2016:9). ESB je podupirao rad HNB-a i Hrvatskoj osigurao određenu sigurnost nakon ulaska, ali obrana kune i dalje nije bila laka. Ulaskom u tečajni mehanizam kuna je manje oscilirala, a tečaj po kojem je ušla bio je neznatno veći od onog ranije (+/-10 lipa). Za izvoznike je to bila pozitivna, a za dužnike u eurima negativna posljedica, ali s obzirom na to da se radi o manjim oscilacijama značajnijeg utjecaja na ove dvije ekonomske skupine nije bilo (HNB, 2020).

Pandemija COVID-19 uzrokovala je znatne promjene u odvijanju međunarodne trgovine robom. Kao posljedice nastale situacije izvoz i uvoz bilježili su pad tijekom drugog kvartala 2020. godine. Kako bi zaštitile nacionalno gospodarstvo, zemlje su uvodile ograničenja kod izvoza medicinskih potrepština. Odlukom Europske Komisije (2020) bile su oslobođene od carine pri uvozu medicinskih sredstava potrebnih u borbi protiv bolesti COVID-19, a trošak carina na poljoprivredne proizvode i sirovine smanjio se radi opskrbe istih na domaćem tržištu. Uz porast vanjskog duga, smanjenja prihoda opće države i većom potrebom za financiranjem HNB i Vlada Republike Hrvatske kreditnim institucijama osigurale su okvir djelovanja i time im olakšale otplatu i financiranje kućanstava i poduzeća (HNB, 2020a:6).

U razdoblju prije ulaska HNB se koristio stalno raspoloživim mogućnostima i obveznim pričuvama kako bi uspješno sterilizirao likvidnost te su ostale banke svoja sredstva pohranjivale kod njega zbog takozvanog viška likvidnosti koji je bio aktualan.

Nakon ulaska u EU, stalno raspoložive mogućnosti bile su zamijenjene operacijama na otvorenom tržištu u manjoj količini. Instrument obveznih pričuva i dalje se kontinuirano koristio u smanjivanju likvidnosti kada je to bilo potrebno. Sukladno tomu, sve do danas, HNB vidi upotrebu obveznih pričuva kao najučinkovitiji instrument kojim može uravnotežiti ponudu i potražnju za novčanim sredstvima na novčanom tržištu (HNB, 2022b).

Raspoloživ instrumentarij monetarne politike u Hrvatskoj stoga se i dalje svodi na upravljanje obveznim pričuvama banaka - iako su one dosad već poprilično iskorišten mehanizam i manje raspoložive za kontraciklično djelovanje uz istodobno sprječavanje deprecijacijskih pritisaka u slučaju produženoga trajanja recesije (Ivanov, 2014:95).

Prema Ivanov (2014), obvezne pričuve su i suviše iskorištene i ne smatraju se najboljim odabirom za rješavanje gospodarskih problema s kojima se HNB susreće. Na temelju toga, aktivnosti HNB-a nisu najbolje usklađene s gospodarskim ciklusima te dolazi do kontraciklične monetarne politike. Isto tako, kontraciklično djelovanje obveznih pričuva prema Angelini (2012) smatra se pozitivnim jer u uvjetima ekonomske recesije ublažava kontrakciju kredita, a kod ekspanzije ne dozvoljava gomilanje sustavnog rizika.

Nakon provedenog istraživanja u promatranom razdoblju od 2011. do 2021. godine HNB se svake godine koristio instrumentom obveznih pričuva u provođenju monetarne politike i na taj način održavao monetarnu stabilnost, ravnotežu u platnom prometu i kontrolu nad ponudom novca. Iako Ivanov (2014) kaže kako su one već prekomjerno iskorištene, autor smatra da HNB, shodno situaciji u kojoj se pronađe, zna odabrati instrument kojim bi monetarni sustav održao u ravnoteži ili ga doveo u istu, ali vođen ciljem što manjeg opterećivanja poslovnih banaka. Kao primjer može se navesti ukidanje 100%-tnog održavanja deviznog dijela obvezne pričuve 2015. godine s ciljem postizanja fleksibilnijeg upravljanja deviznom likvidnošću.

HNB se kontinuirao koristio instrumentom obveznih pričuva, uz povremeno pojavljivanje operacija na otvorenom tržištu te stalno raspoloživih mogućnosti. Iako devizne intervencije važe kao najčešći korišteni instrument, u razdoblju od 2011. godine do 2021. godine nije bilo tako. Razlog je bila visoka likvidnost domaćeg bankovnog sustava koji nije zahtijevao kupnju strane valute s ciljem povećanja likvidnosti, već je težio sterilizaciji i uravnoteženju ponude i potražnje za likvidnošću.

7. ZAKLJUČAK

Monetarna politika ima veliku ulogu u funkcioniranju svake države. Njena zadaća jest nadziranje financijskog i platnog sustava zemlje, kretnji u gospodarskom svijetu kao i kontroliranje inflacije. No, s druge strane, mora težiti gospodarskom rastu i razvoju. Problem nastaje kada se zbog ograničenja ne može adekvatno provoditi i time poduzete operacije umjesto dugoročnih pozitivnih učinaka pružaju kratkoročne učinke.

Na temelju provedenog istraživanja i analize utvrđeno je da HNB tijekom promatranog razdoblja (od 2011. do 2021. godine) nije imao potrebe za velikim intervencijama u vidu korištenja navedenih instrumenata. Ponajviše se to može vidjeti iz priloženih grafikona u istraživačkom dijelu rada. Obvezne pričuve bile su kontinuirano korištene kroz promatrano razdoblje kako bi HNB mogao kontrolirati ponudu novca i tako održati ravnotežu u financijskom sustavu. Uz to, operacije na otvorenom tržištu i stalno raspoložive mogućnosti povremeno su bile korištene ovisno o situaciji s kojom je HNB bio suočen.

Ulaskom u EU, hrvatska kuna povećala je svoju povezanost s eurom, no oscilacije kretanja tečaja i nadalje su prisutne, ali su te oscilacije bile relativno blage i nisu imale značajnije gospodarske posljedice. HNB nije imao potrebu za čestim intervencijama. Od ulaska u ERM II, hrvatska kuna uspostavila je veću stabilnost, a određen je fiksni tečaj po kojem će se kuna zamijeniti eurom početkom 2023. godine.

COVID-19 je uspio protresti svjetsko tržište i ostaviti negativne posljedice koje su vlade država morale sanirati. Hrvatska međunarodna trgovina robom isto tako bila je pogođena i bilježila pad izvoza robe te je kao i sve zemlje bila ograničena uvozom potrebnih sirovina i proizvoda. Hrvatsko gospodarstvo bilo je pogođeno rastom javnog duga uz pad prihoda opće države, a kako bi smanjio negativne učinke, ESB je osigurao Hrvatskoj dvije milijarde eura kroz sporazum o valutnoj razmjeni za suzbijanje mogućih poremećaja tijekom godine.

Uvođenjem eura očekuje se pozitivan utjecaj na hrvatsku međunarodnu trgovinu robom, strana ulaganja i gospodarstvo u cijelosti. No, iako bi robni izvoz imao pozitivne učinke, njihova jačina vjerojatno ne bi bila veća od one koja je uslijedila ulaskom Hrvatske u Europsku uniju. Uslijedit će smanjivanje transakcijskih troškova, jednostavno uspoređivanje cijena i otklanjanje valutnog rizika što bi pridonijelo konkurentnosti hrvatskih poduzeća. Pozitivnu promjenu mogao bi osjetiti i turistički sektor jer su hrvatski konkurenti te turisti većinom u europodručju pa se uvođenje eura smatra logičnim korakom u rastu konkurentnosti.

Nakon zamjene valute HNB i ESB nastavit će aktivnu suradnju. HNB će i dalje provoditi monetarnu politiku i kontrolirati poslovne banke u Hrvatskoj, sudjelovat će u kreiranju zajedničke monetarne politike u europodručju i na zahtjev ESB-a dostavljati izvješća o poslovnim bankama. ESB će postati središnja banka 20. zemlje članice Eurozone te će Hrvatskoj ustupiti glasačko pravo u općem vijeću ESB-a.

Na kraju, potrebno je istaknuti kako ograničenje istraživanja u ovom radu jest izostanak individualne dubinske analize svakog instrumenta monetarne politike te neprovođenje analize na dužem rasponu godina koji bi u razmatranje uzeo i razdoblje velike financijske krize. S druge strane, kao preporuka za buduća istraživanja može se navesti upravo dubinsko provođenje analize nad navedenim instrumentima.

LITERATURA

1. Aglietta, M., Orlean, A. (2004.) *Novac i suverenitet.* Zagreb: Golden marketing – Tehnička knjiga.
2. Angelini, P.; Neri, S.; Panetta, F. (2012). *Monetary and macroprudential policies.* ECB, Working Paper Series, No 1449, July.
3. Eichengreen, B.; Hausmann, R. (1999). *Exchange Rates and Financial Fragility*. NBER Working Papers 7418, National Bureau of Economic Research, Inc. Dostupno na: https://www.nber.org/papers/w7418 (Pristupljeno: 19.06.2022.)
4. Europski parlament (2021). *Europska monetarne politika.* Dostupno na: https://www.europarl.europa.eu/portal/hr (Pristupljeno: 22.08.2022.)
5. Europski parlament (2022). *Naš novac.* Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/euro/intro/html/index.hr.html (Pristupljeno: 21.08.2022.)
6. Europska središnja banka (2015). *Što je središnja banka?* Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me/html/what-is-a-central-bank.hr.html (Pristupljeno: 20.07.2022.)
7. Europska središnja banka (2016). *Financijska stabilnost u središtu pozornosti.* Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/financial_stability.hr.html (Pristupljeno: 25.07.2022.)
8. Europska središnja banka (2017). *Ostvaruje li ESB dobit?* Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/ecb_profits.hr.html (Pristupljeno: 27.07.2022.)
9. Europska središnja banka (2021). *Monetary policy.* Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html (Pristupljeno: 29.04.2022.)
10. Europska središnja banka (2021a). *Pet stvari koje treba znati o ESB-u.* Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/ecb/educational/explainers/tell-me-more/html/five_things.hr.html (Pristupljeno: 22.08.2022.)
11. Europska središnja banka (2022) *ESB, ESSB i Eurosustav.* Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/html/index.hr.html (Pristupljeno: 23.07.2022.)
12. Friedman, B. M. (2000). *Monetary policy.* Dostupno na: https://www.nber.org/papers/w8057 (Pristupljeno: 19.06.2022.)
13. Glibo, M. (2017). *Utjecaj stupnja zaduženosti država na ekonomski i ukupni razvoj.* Pravnik: časopis za pravna i društvena pitanja, 51(102), 99-126.
14. HNB (2011). *Tečajna politika ostaje ista.* Dostupno na: https://www.hnb.hr/-/hnb-tecajna-politika-ostaje-ista (Pristupljeno: 25.07.2022.)
15. HNB (2012). *Godišnje izvješće 2011*. Dostupno na: https://www.hnb.hr/-/godisnje-izvjesce-2011 (Pristupljeno: 25.7.2022.)
16. HNB (2013). *Godišnje izvješće 2012*. Dostupno na: https://www.hnb.hr/-/godisnje-izvjesce-2012 (Pristupljeno: 21.06.2022.)

17. HNB (2014). *Godišnje izvješće 2013*. Dostupno na: https://www.hnb.hr/-/godisnje-izvjesce-2013 (Pristupljeno: 21.06.2022.)
18. HNB (2015). *Srednji tečaj HNB-a*. Dostupno na: https://www.hnb.hr/-/srednji-tecaj-hnb-a (Pristupljeno: 26.07.2022.)
19. HNB (2015a). *Europski sustav središnjih banaka.* Dostupno na: https://www.hnb.hr/-/europski-sustav-sredisnjih-banaka (Pristupljeno: 26.07.2022.)
20. HNB (2015b). *Okvir monetarne politike.* Dostupno na: https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/okvir-monetarne-politike (Pristupljeno: 22.07.2022.)
21. HNB (2015c). *Ciljevi monetarne politike.* Dostupno na: https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/ciljevi (Pristupljeno: 28.07.2022.)
22. HNB (2015d). *Godišnje izvješće 2014*. Dostupno na: https://www.hnb.hr/-/godisnje-izvjesce-2014 (Pristupljeno: 21.06.2022.)
23. HNB (2016a). *Instrumenti monetarne politike.* Dostupno na: https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti (Pristupljeno: 29.07.2022.)
24. HNB (2016b). *Operacije na otvorenom tržištu.* Dostupno na: https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/operacije-na-otvorenom-trzistu (Pristupljeno: 20.07.2022.)
25. HNB (2016c). *Godišnje izvješće 2015*. Dostupno na: https://www.hnb.hr/-/godisnje-izvjesce-2015 (Pristupljeno: 21.06.2022.)
26. HNB (2017). *Godišnje izvješće 2016.* Dostupno na: https://www.hnb.hr/-/godisnje-izvjesce-2016 (Pristupljeno: 21.06.2022.)
27. HNB (2018). *Godišnje izvješće 2017*. Dostupno na: https://www.hnb.hr/-/godisnje-izvjesce-2017 (Pristupljeno: 21.06.2022.)
28. HNB (2019). *Godišnje izvješće za 2018*. Dostupno na: https://www.hnb.hr/-/godisnje-izvjesce-2018 (Pristupljeno: 21.06.2022.)
29. HNB (2020). *Godišnje izvješće za 2019.* Dostupno na: https://www.hnb.hr/-/godisnje-izvjesce-2019 (Pristupljeno: 21.06.2022.)
30. HNB (2020a). *Financijska stabilnost 21.* Dostupno na: https://www.hnb.hr/documents/20182/3393533/h-fs-21.pdf (Pristupljeno: 19.08.2022.)
31. HNB (2020b). *Guverner HNB-a o središnjem paritetu kune prema euru i hrvatskom ulasku u ERM II.* Dostupno na: https://www.hnb.hr/-/guverner-hnb-a-o-sredisnjem-paritetu-kune-prema-euru-i-hrvatskom-ulasku-u-erm-ii-za-n1-televiziju (Pristupljeno: 01.08.2022.
32. HNB (2021). *Godišnje izvješće za 2020.* Dostupno na: https://www.hnb.hr/-/godisnje-izvjesce-2020 (Pristupljeno: 21.06.2022.)
33. HNB (2022a). *Utjecaj rata u Ukrajini na inflaciju potrošačkih cijena.* Dostupno na: https://www.hnb.hr/javnost-rada/aktualno-o-inflaciji (Pristupljeno: 03.07.2022.)
34. HNB (2022b). *Godišnje izvješće za 2021*. Dostupno na: https://www.hnb.hr/-/godisnje-izvjesce-2021 (Pristupljeno: 21.06.2022.)

35. Hrvatska enciklopedija (2021). *Hrvatska narodna banka, mrežno izdanje.* Leksikografski zavod Miroslav Krleža. Dostupno na: http://www.enciklopedija.hr/Natuknica.aspx?ID=26409 (Pristupljeno: 10.08.2022.)
36. Hrvatska enciklopedija (2021). *Koreja, Sjeverna.* Dostupno na: https://enciklopedija.hr/natuknica.aspx?ID=33156 (Pristupljeno: 26.07.2022.)
37. Ivanov, M. (2014). *Kontraciklična monetarna politika u Hrvatskoj*. Razvojni potencijali hrvatskog gospodarstva, 1-22.
38. Ministarstvo znanosti i obrazovanja (2014). *Strategija pametne specijalizacije Republike Hrvatske za razdoblje od 2016. do 2020. godine i akcijski plan za provedbu strategije pametne specijalizacije Republike Hrvatske za razdoblje od 2016. do 2017. godine.* Dostupno na: https://mzo.gov.hr/ (Pristupljeno: 02.08.2022.)
39. Radošević, D. (2018). *Monetarna politika Europske središnje banke – ciljevi, institucije, strategije i instrument.* Zagreb: Školska knjiga.
40. Šarić, M. (2020). *Monetarna politika Republike Hrvatske i pritisci euroizacije* (Doktorska disertacija, Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku.)
41. Ustav Republike Hrvatske (2010). Narodne novine 85/2010 Dostupno na: https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2010_07_85_2422.html (Pristupljeno: 20.06.2022.)
42. Vlada Republike Hrvatske (VRH) i Hrvatska narodna banka (HNB) (2018). *Strategija za uvođenje eura kao službene valute u Hrvatskoj.* Dostupno na: https://euro.hnb.hr (Pristupljeno: 21.06.2022.)
43. Zelenika, R. (2000). *Metodologija i tehnologija izrade znanstvenog i stručnog djela.* Rijeka: Ekonomski fakultet u Rijeci.
44. Woodford, M. (2001). *Monetary policy in the information economy*. Dostupno na: https://www.nber.org/papers/w8674 (Pristupljeno: 20.07.2022.)
45. World Population Review (2022). *GNP/GNI by Country 2022.* Dostupno na: https://worldpopulationreview.com/country-rankings/gnp-by-country (Pristupljeno: 22.08.2022.)

Popis slika

Slika 1. Europodručje (države označene tamno plavom bojom)5
Slika 2. Upotreba instrumenata monetarne politike prije ulaska Hrvatske u Europsku uniju14
Slika 3. Upotreba instrumenata monetarne politike nakon ulaska Hrvatske u Europsku uniju18
Slika 4. Upotreba instrumenata monetarne politike za vrijeme i nakon pandemije COVID-1923
Slika 5. Višak likvidnosti i indeks potrošačkih cijena26
Slika 6. Godišnje kretanje deviznog tečaja kune prema euru27