

Europski tečajni mehanizam (ERM II) - monetarni i fiskalni kriteriji u dinamici operativne prilagodbe Republike Hrvatske

Ćatović, Hana

Master's thesis / Diplomski rad

2020

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **Libertas International University / Libertas međunarodno sveučilište**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:223:691197>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2025-02-23**



Repository / Repozitorij:

[Digital repository of the Libertas International University](#)



**LIBERTAS MEĐUNARODNO SVEUČILIŠTE
ZAGREB**

**DIPLOMSKI SVEUČILIŠNI STUDIJ
EUROPSKI TEČAJNI MEHANIZAM (ERM II) – MONETARNI I
FISKALNI KRITERIJI U DINAMICI OPERATIVNE PRILAGODBE
REPUBLIKE HRVATSKE**

KANDIDAT: Hana Čatović

MENTOR: doc. dr. sc. Ante Samodol

Zagreb, rujan 2020.

SADRŽAJ

1. UVOD	1
1.1. Predmet i cilj istraživanja	1
1.2. Hipoteze i istraživačka pitanja	2
1.3. Metode istraživanja	2
1.4. Struktura rada	3
2. KRITERIJI NOMINALNE KONVERGENCIJE	4
2.1. Monetarni kriteriji	5
2.1.1. <i>Stabilnost cijena</i>	6
2.1.2. <i>Dugoročne kamatne stope</i>	8
2.1.3. <i>Stabilnost tečaja</i>	9
2.2. Fiskalni kriterij	11
2.2.1. <i>Proračunski manjak</i>	12
2.2.2. <i>Javni dug</i>	13
3. OPERATIVNA PRILAGODBA HNB-A	15
3.1 Instrumenti i mjere monetarne politike HNB-a	16
3.1.1 <i>Operacije na otvorenom tržištu</i>	18
3.1.2. <i>Obvezna pričuva</i>	20
3.1.3. <i>Stalno raspoložive mogućnosti</i>	21
3.1.4. <i>Ostali instrumenti i mjere</i>	22
3.2. Instrumenti i mjere monetarne politike ESB-a	22
3.2.1. <i>Operacije na otvorenom tržištu</i>	23
3.2.2. <i>Stalno raspoložive mogućnosti</i>	25
3.2.3. <i>Obvezna pričuva</i>	26
3.2.4. <i>Nestandardni instrumenti i mjere</i>	28
4. MAKROBONITETNE MJERE I FINANCIJSKA STABILNOST	31
4.1. Makrobonitetne mjere i otpornost bankovnog sustava	33
4.2. Kretanje veličine monetarnih agregata – ponude novca	38
4.3. Slobodna novčana sredstva banaka – viškovi likvidnosti	44
4.4. Emisija javnog duga i kamate	49
5. ANALIZA I MAKROPRUDENCIJALNA DIJAGNOSTIKA	56
5.1. Makroekonomski pokazatelji – aktivnosti HNB-a	57
5.2. Kapitalizacija, likvidnost i financiranje banaka	59
5.3. Financijska stabilnost i stres	63

5.4. Koristi i troškovi uvođenja eura	65
6. ZAKLJUČAK.....	71
LITERATURA	74
POPIS TABLICA, SLIKA I GRAFOVA.....	80
PRILOG	82
ŽIVOTOPIS.....	85

ZAHVALA

Zahvaljujem se mentoru doc. dr. sc. Anti Samodolu na stručnoj i znanstvenoj pomoći pri pisanju ovog rada.

SAŽETAK

Cilj ovog rada bio je prikazati položaj Republike Hrvatske u odnosu na europodručje kao i operativnu prilagodbu koja je na tom putu očekuje. Na tom putu analizirani su monetarni i fiskalni kriteriji RH, odnosno stavljeni u odnos s kriterijima nominalne konvergencije koje je svaka država obvezna ispuniti kako bi dokazala dostatnu razinu nominalne konvergencije za ulazak u monetarnu uniju. U fokus razmatranja kriterija konvergencije stavljen je europski tečajni mehanizam budući da je stabilan tečaj kune prema euru nominalno sidro monetarne politike HNB-a, a sam boravak u tečajnom mehanizmu predstavlja tzv. čekaonicu za euro u kojoj se zapravo dostatna razina nominalne konvergencije i ispituje posljednji put prije uvođenja eura. Budući da uvođenje eura za HNB podrazumijeva gubitak samostalne monetarne politike, odnosno prihvaćanje jedinstvene monetarne politike ESB-a, izvršena je komparativna analiza instrumenata monetarne politike HNB-a i ESB-a kako bi se prikazala operativna prilagodba koja HNB očekuje. Zatim se analizirala makroprudencijalna politika HNB-a kao preostala važna poluga ekonomske politike u očuvanju financijske i monetarne stabilnosti države. Na samom kraju rada analizirale su se koristi i troškovi od uvođenja eura te su ispitane devijacije od realnosti u postavljanju istih.

Ključne riječi: europodručje, kriteriji nominalne konvergencije, europski tečajni mehanizam, makroprudencijalna politika

SUMMARY

The aim of this paper was to present the position of the Republic of Croatia in relation to the euro area as well as the operational adjustment that awaits it along the way. Along the way, the monetary and fiscal criteria of the Republic of Croatia were analyzed, i.e. placed in relation to the criteria of nominal convergence, which each country is obliged to meet in order to prove a sufficient level of nominal convergence to join the monetary union. The focus of the convergence criteria, in this paper is on the European exchange rate mechanism, given that the stable exchange rate of the Croatian kuna against the euro is the nominal anchor of the CNB's monetary policy and also by the fact that the stay in the exchange rate mechanism is so-called waiting room for the euro. Given that the introduction of the euro for the CNB implies the loss of an independent monetary policy or to say the adoption of a single monetary policy of the ECB, a comparative analysis of the monetary policy instruments of the CNB and the ECB was performed to show the operational adjustment expected by the CNB. The CNB's macroprudential policy was then analysed as it is the remaining important lever of economic policy in preserving the country's financial and monetary stability. At the very end of the paper, the benefits and costs of the introduction of the euro were analysed, and deviations from the reality in their setting were examined.

Key words: euro area, convergence criteria, european exchange rate mechanism, macroprudential policy

1. UVOD

1.1. Predmet i cilj istraživanja

Predmet ovog rada jest utvrditi i prikazati položaj i put Republike Hrvatske prema stupanju u Ekonomsku i monetarnu uniju (EMU). Shodno tome prvo su definirani kriteriji nominalne konvergencije koje je svaka država kandidatkinja za europodručje dužna ispuniti kako bi uvela euro kao nacionalnu valutu te je prikazana pozicija Hrvatske u odnosu na te kriterije. Pozicioniranje Hrvatske pratilo se za vremensko razdoblje od sedam godina, počevši od 2013. godine kada je pristupila u Europsku uniju (EU).

Kriteriji nominalne konvergencije mogu se razdijeliti na monetarne i na fiskalne kriterije. Monetarni su kriteriji u vezi sa stabilnošću cijena, dugoročnim kamatnim stopama i stabilnošću tečaja, dok su fiskalni u vezi s proračunskim manjkom i javnim dugom. Premda je za uspješno uvođenje eura kao nacionalne valute nužno ispuniti sve kriterije, odnosno ne postoji hijerarhija prilikom njihova ispunjavanja, u ovom je radu naglasak stavljen na kriterij stabilnoga deviznog tečaja, odnosno na Europski tečajni mehanizam (ERM II). Uspješan prolazak kroz navedeni mehanizam zadnja je stanica svake države prije stupanja u europodručje.

Svrha postizanja dostatnog stupnja ekonomske konvergencije jest u očuvanju stabilnosti europodručja i zajedničke valute – eura. Europodručje danas broji 19 država članica EU, a trenutačno na red za ulazak u tečajni mehanizam čeka pet kandidatkinja. Bugarska i Hrvatska posljednje su se priključile tečajnom mehanizmu 10. srpnja 2020. godine.

U postupku analize procesa pristupanja Hrvatske europodručju u obzir je uzeta i operativna prilagodba koja očekuje Hrvatsku narodnu banku (HNB), prouzrokovana njezinim pristupanjem Eurosustavu. Ulaskom HNB-a u Eurosustav instrumenti monetarne politike HNB-a zamijenit će se instrumentima Europske središnje banke (ESB) čime će HNB izgubiti autonomiju u području monetarne politike. Unatoč tome važne poluge ekonomske politike ostaju fiskalna i strukturna politika, a zadržat će se i visok stupanj samostalnosti u provođenju makroprudencijalne politike (MPP).

Dakle, usvajanjem eura HNB će neposredan utjecaj na ponašanje banaka moći nastaviti provođenjem makroprudencijalne politike, odnosno korištenjem makroprudencijalnih mjera. Instrumenti makroprudencijalne politike omogućavaju HNB-u utjecaj na likvidnost, kapitaliziranost i kreditnu aktivnost banaka s ciljem očuvanja ukupne financijske stabilnosti. S obzirom na važnost MPP, u zadnjem dijelu rada izvršena je analiza i makroprudencijalna

dijagnostika. Također, prikazani su i analizirani koristi i troškovi od uvođenja eura kao nacionalne valute iz perspektive Republike Hrvatske.

Temeljni je cilj rada analizirati put usvajanja eura kao nacionalne valute Republike Hrvatske sa svim stanicama koje joj na tom putu predstoje. To je prvenstveno značilo objasniti kriterije nominalne konvergencije fokusirajući se na boravak države kandidatkinje u ERM II, tzv. čekaonici za euro. Zatim je bilo potrebno analizirati operativnu prilagodbu koju HNB očekuje stupanjem u Eurosustav te promjene koje iz tog postupka proizlaze. Ulaskom u Eurosustav instrumenti monetarne politike HNB-a zamjenjuju se instrumentima monetarne politike ESB-a. Gubitak samostalne monetarne politike ujedno je i najveći trošak uvođenja eura, a koji naglašava važnost fokusiranja na MPP prilikom ostvarivanja cilja – očuvanja financijske stabilnosti Republike Hrvatske. To nas dovodi do sljedećeg cilja ovog rada, tj. do analize makroprudencijalne dijagnostike.

1.2. Hipoteze i istraživačka pitanja

U ovom radu ispitat će se sljedeće istraživačke hipoteze:

H1: Makroekonomski pokazatelji i pokazatelji makroprudencijalne dijagnostike odstupaju od nominalnih kriterija.

H2: Financijska i monetarna stabilnost u uvjetima vanjskih šokova nisu eliminatorni kriteriji u dinamičnim prilagodbe.

Za potvrđivanje ili opovrgavanje postavljenih hipoteza postavljena su četiri istraživačka pitanja:

P1: Kakvi su stvarni monetarni i fiskalni kriteriji RH u odnosu na nominalne kriterije?

P2: Što pokazuje komparativna analiza instrumenata i mjera ECB-a i HNB-a?

P3: Koje su makrobonitetne mjere HNB-a i što one pokazuju u odnosu na stanje financijskog i realnog sektora?

P4: Jesu li realno postavljene koristi i troškovi uvođenja eura – postoje li druge zamke?

1.3. Metode istraživanja

Rad se sastoji od teorijskog i empirijskog dijela. Teorijski dio rada zasnovan je na stručnoj i znanstvenoj literaturi na temu rada te su primijenjene sljedeće znanstvene metode:

- metoda indukcije

- metoda dedukcije
- metoda analize
- metoda sinteze
- metoda kompilacije
- metoda klasifikacije
- metoda komparacije
- metoda deskripcije.

Empirijski dio rada obuhvaća korištenje deskriptivne i inferencijalne statistike. U svrhu provođenja navedenih statističkih postupaka, u prvom redu su se prikupili podaci iz sekundarnih izvora podataka. Shodno tome, najviše se služilo bazama podataka Eurostata i Hrvatske narodne banke. Na temelju navedenih metoda istraživanja nastojat će se odgovoriti na postavljena istraživačka pitanja.

1.4. Struktura rada

Diplomski rad sastavljen je od šest poglavlja uključujući uvodni i zaključni dio.

Prvo poglavlje uvodni je dio rada. Ono sadržava definiran problem i predmet istraživanja, zajedno s navedenim istraživačkim pitanjima, istraživačkim hipotezama te metodama korištenim u istraživanju te problematike.

U drugom dijelu rada opisani su kriteriji nominalne konvergencije te je utvrđena pozicija Republike Hrvatske u odnosu na te kriterije uvidom u njezine fiskalne i monetarne pokazatelje.

Treće poglavlje rada opisuje operativnu prilagodbu koja očekuje Hrvatsku narodnu banku nakon što se euro uvede kao domaća valuta.

Četvrto poglavlje opisuje makrobonitetne mjere i njihov utjecaj na financijsku stabilnost.

U predzadnjem, petom poglavlju vrši se analiza ranjivosti i rizika koji bi mogli ugroziti financijsku stabilnost Republike Hrvatske. Poglavlje također sadrži analizu koristi i troškova uvođenja eura za Republiku Hrvatsku.

U zadnjem, šestom poglavlju iznesena su zaključna razmatranja cjelokupnog diplomskog rada.

Na samom kraju rada naveden je popis literature, tablica, slika i grafikona.

2. KRITERIJI NOMINALNE KONVERGENCIJE

Kriteriji nominalne konvergencije ili Maastrichtski kriteriji predstavljaju minimalne uvjete koje zemlja članica Europske unije (EU) mora zadovoljiti kako bi uvela euro kao službenu valutu. Definirani su u Ugovoru iz Maastrichta ili Ugovoru o Europskoj uniji (Ugovoru) koji je značajan po mnogim pitanjima.

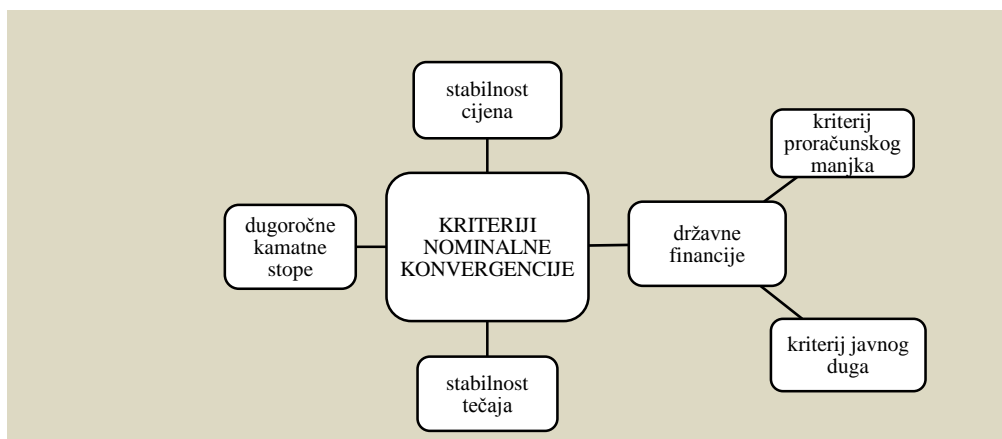
Europska središnja banka (ESB) njegovu važnost ističe u sljedećih pet točaka:

1. Njime je osnovana Europska unija.
2. Njime su postavljeni temelji za uvođenje eura.
3. U njemu su određeni kriteriji koje država mora ispuniti prije uvođenja eura.
4. Potpisalo ga je dvanaest država.
5. Predstavljao je iznimno važan korak za europsku integraciju. (ESB, 2017)

Ispunjavanjem kriterija nominalne konvergencije, država kandidatkinja za monetarnu uniju (država kandidatkinja) dokazuje razinu svoje spremnosti za integraciju u monetarni režim europodručja. Stoga su Maastrichtski kriteriji svojevrсна zaštita od rizika makroekonomskih nestabilnosti. Također služe kao pokazatelji u analizi sličnosti gospodarstava zemlji kandidatkinja sa zemljama članicama europodručja.

U Ugovoru se službeno navode četiri ekonomska kriterija, no kriterij državnih financija u sebi sadržava dva podkriterija kao što je prikazano slikom 1. Stoga kriteriji nominalne konvergencije u konačnici obuhvaćaju pet kriterija: kriterij stabilnosti cijena, kriterij dugoročnih kamatnih stopa, kriterij stabilnosti tečaja, kriterij javnog duga i kriterij proračunskog manjka.

Slika 1: Kriteriji nominalne konvergencije



Izvor: Rad autorice

Pravila vezana uz poštivanje kriterija državnih financija (proračunskog manjka i javnog duga), kao i sankcije u slučaju nepoštivanja istog, definirana su u Paktu o stabilnosti i rastu koji je sklopljen 1999. godine. Njegova je svrha pružanje čvrstog okvira za sprječavanje neodrživih javnih financija u cilju očuvanja stabilne Ekonomske i monetarne unije (EMU). Stoga, Pakt o stabilnosti i rastu služi kao svojevrsna potpora Ugovoru u očuvanju stabilnosti europodručja (Europski parlament). Država kandidatkinja je za ulazak u europodručje, uz ekonomsku konvergenciju, dužna ostvariti i pravnu konvergenciju, tj. uskladiti Statut vlastite nacionalne središnje banke sa Statutom Europskog sustava središnjih banaka (ESSB) i ESB-a.

O dostignutom stupnju nominalne konvergencije država kandidatkinja za EMU izvještavaju Europska komisija (Komisija) i Europska središnja banka (najmanje jedanput u dvije godine ili na zahtjev države kandidatkinje) Vijeće Europske unije (Vijeće) koje, nakon savjetovanja s Europskim parlamentom i održane rasprave u Europskom vijeću, donosi konačnu odluku o dostatnoj konvergenciji (ESB, 2018). Referentno vremensko razdoblje, tijekom kojeg ESB i Komisija ocjenjuju kriterije, jedna je godina za sve nominalne kriterije osim za kriterij stabilnosti tečaja. Kriterij stabilnosti tečaja razmatra se u vremenskom razdoblju od dvije godine. Unatoč tome sve se kriterije često razmatra u dugoročnijem razdoblju kako bi se ispitala održivost postignute nominalne konvergencije, tzv. *realna konvergencija*. S obzirom na to da postignuta nominalna konvergencija ne podrazumijeva postignutu realnu konvergenciju, nju je potrebno posebno ispitati.

Bukowski (2006) ističe kako sam po sebi cilj nije da država kandidatkinja ispuni konvergencijske kriterije na takav način da oni budu isključivo produkt efekta provođenja monetarne i fiskalne politike, nego da oni budu ispunjeni i na realan način. Realan način podrazumijeva održivu strukturnu prilagodbu ekonomije države kandidatkinje ekonomijama europodručja, što rezultira dugoročnom makroekonomskom stabilnosti europodručja.

2.1. Monetarni kriteriji

Ekonomsku politiku ESB-a može se okarakterizirati centraliziranom monetarnom politikom i decentraliziranom fiskalnom politikom. Ulaskom u europodručje nadležnost za monetarnu i tečajnu politiku nova država članica prenosi na ESB, s time da fiskalna politika u velikoj mjeri ostaje u nadležnosti nacionalnih vlasti (Kesner-Škreb, 2008).

Država kandidatkinja svoju nominalnu konvergenciju dokazuje uspješnim pozicioniranjem u odnosu na makroekonomske indekse. Tako se kod monetarnih kriterija radi o proučavanju *prosječne godišnje stope inflacije* za **kriterij stabilnosti cijena** te o proučavanju *prosječnih*

kamatnih stopa na desetogodišnje državne obveznice za kriterij dugoročnih kamatnih stopa.
Kriterij stabilnosti tečaja obuhvaća održavanje *stabilnog tečaja domaće valute u odnosu na euro* u dozvoljenim granicama fluktuacije oko središnjeg pariteta.

2.1.1. Stabilnost cijena

Stabilnost cijena primarni je cilj ESB-a budući da je poznato kako duga razdoblja prekomjerne inflacije ili deflacije imaju negativan učinak na gospodarstvo. Ciljanjem razina cijena ESB želi osigurati stabilnost europodručja i u konačnici doprinijeti blagostanju pojedinca. Postizanje cilja ESB prati putem kvantificirane stope inflacije od ispod, ali blizu 2 %, mjerenu harmoniziranim indeksom potrošačkih cijena (HIPC).

Za postizanje odgovarajuće razine stabilnosti cijena u kontekstu kriterija nominalne konvergencije ne postoji standardna referentna stopa kao za postizanje stabilnosti cijena u kontekstu postizanja temeljnog cilja ESB-a (blizu, ali ispod 2 %). Referentnu stopu za postizanje stabilnosti cijena kao nominalnog monetarnog kriterija bit će potrebno izračunati za promatranu godinu.

Sukladno Ugovoru stopa inflacije države kandidatkinje za monetarnu uniju ne smije prelaziti vrijednost neponderiranog prosjeka (najviše) triju država članica EU koje su ostvarile najniže stope inflacije, uvećanu za 1,5 postotni bod. Država kandidatkinja čija stopa ne prelazi tako izračunatu referentnu vrijednost, uspješno je zadovoljila kriterij stabilnosti cijena.

Prilikom odabira država članica s najnižom stopom inflacije odbacuju se one države čije su stope pretjerano niske u odnosu na stope ostalih država članica. S obzirom na to Komisija i ESB imaju određenu diskreciju prilikom donošenja odluke o državama članicama koje su postigle najbolje rezultate u odnosu na ovaj kriterij (Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka, 2017).

Tablicom 1 prikazano je kako se Hrvatska pozicionira među gospodarstvima sličnog životnog standarda te koliko je uspješno ispunjavala kriterij stabilnosti cijena. Sve države navedene u Tablici 1 spadaju u novije članice Europske unije (EU-13). Od trinaest država njih deset je EU pristupilo 2004. godine (godina najvećeg proširenja Unije). Od preostale tri države dvije su ušle 2007. godine, a posljednja se priključila Hrvatska 2013. godine.

Tablica 1: Prosječna godišnja stopa inflacije u EU-13 mjerena HIPC-om (2013. – 2019.)

	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Države članice EU (članice eurozone)							
Malta	1	0,8	1,2	0,9	1,3	1,7	1,5
Cipar	0,4	-0,3	-1,5	-1,2	0,7	0,8	0,5
Slovenija	1,9	0,4	-0,8	-0,2	1,6	1,9	1,7
Slovačka	1,5	-0,1	-0,3	-0,5	1,4	2,5	2,8
Litva	1,2	0,2	-0,7	0,7	3,7	2,5	2,2
Estonija	3,22	0,5	0,1	0,8	3,7	3,4	2,3
Latvija	0	0,7	0,2	0,1	2,9	2,6	2,7
Države članice EU (nisu članice eurozone)							
Češka	1,4	0,4	0,3	0,6	2,4	2	2,6
Poljska	0,8	0,1	-0,7	-0,2	1,6	1,2	2,1
Mađarska	1,7	0	0,1	0,4	2,4	2,9	3,4
Rumunjska	3,2	1,4	-0,4	-1,1	1,1	4,1	3,9
Hrvatska	2,3	0,2	-0,3	-0,6	1,3	1,6	0,8
Bugarska	0,4	-1,6	-1,1	-1,3	1,2	2,6	2,5
<i>Prosječna vrijednost</i>	0,27	-0,23	-0,73	-0,47	0,6	0,73	0,93
+	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1,5	1
Referentna vrijednost	1,77	1,26	0,76	1,03	2,1	2,23	1,93

Izvor: Rad autorice na temelju podataka Eurostata

Iz Tablice 1 vidljivo je kako Hrvatska uspješno ispunjava kriterij stabilnosti cijena u svim promatranim godinama osim u 2013. godini kada je i pristupila EU.

Godine 2014. i 2015. mogu se izdvojiti kao uspješnije godine s obzirom na postizanje stabilnosti cijena za sve promatrane države, a godina 2016. može se izdvojiti kao najuspješnija s obzirom na to da su tada sve promatrane države uspješno zadovoljavale kriterij. Nakon 2016. slijedi kontinuirani porast broja zemalja koje kriterij ne ispunjavaju. Točnije, 2017. godine kriterije nije ispunjavalo 5 država, 2018. godine 7 država, a 2019. godine 8 država. Takav trend rasta može se očekivati i 2020. godine.

Cipar se može izdvojiti kao jedina članica eurozone koja u čitavom promatranom razdoblju uspješno ispunjava kriterij stabilnosti cijena budući da je tijekom svih sedam godina imala stopu inflacije ispod referentne vrijednosti.

S druge strane, od država kandidatkinja za monetarnu uniju Hrvatsku se može izdvojiti kao najuspješniju kandidatkinju jer je postigla zadovoljavajuće stope inflacije. U promatranom razdoblju od sedam godina zabilježeno je samo jedno odstupanje od referentne vrijednosti i to 2013. godini kada je pristupila EU.

Prati je Bugarska s dva odstupanja u dvije uzastopne godine (2018. i 2019.). Među kandidatkinjama najlošije se pozicionirala Rumunjska bilježeći jedino 2015., 2016. i 2017. kao godine bez odstupanja.

2.1.2. Dugoročne kamatne stope

Kriterij dugoročnih kamatnih stopa usko je povezan s kriterijem stabilnosti cijena. Referentna vrijednost ovog kriterija zasniva se na uspješnosti država članica EU u ostvarivanju stabilnosti cijena.

Prosječna dugoročna kamatna stopa definirana je Ugovorom, odnosno jednaka je najvišoj prosječnoj stopi dugoročnih kamatnih stopa u trima državama članicama EU koje su ostvarile najbolje rezultate s obzirom na stabilnost cijena, uvećanoj za 2 postotna boda.

Kamatne stope mjere se na temelju prosječnog prinosa na *dugoročne državne obveznice* ili *usporedive vrijednosne papire* za prethodnu godinu. Visina tog prinosa ukazuje na ocjenu, odnosno stupanj rizičnosti, koju državi kandidatkinji za monetarnu uniju daju financijska tržišta.

Tablica 2: Prosječna kamatna stopa na desetogodišnje državne obveznice u EU-13 (2013. – 2019.)

	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Države članice EU (članice eurozone)							
Malta	3,36	2,61	1,49	0,89	1,28	1,39	0,67
Cipar	6,5	6	4,54	3,77	2,62	2,18	1,07
Slovenija	5,81	3,27	1,71	1,15	0,96	0,93	0,28
Slovačka	3,19	2,07	0,89	0,54	0,92	0,89	0,25
Litva	3,83	2,79	1,38	0,9	0,31	0,31	0,31
Estonija	/	/	/	/	/	/	/
Latvija	3,34	2,51	0,96	0,53	0,83	0,9	0,34
Države članice EU (nisu članice eurozone)							
Češka	2,11	1,58	0,58	0,43	0,98	1,98	1,55
Poljska	4,03	3,52	2,7	3,04	3,42	3,2	2,35
Mađarska	5,92	4,81	3,43	3,14	2,96	3,06	2,47
Rumunjska	5,41	4,49	3,47	3,32	3,96	4,69	4,54
Hrvatska	4,68	4,05	3,55	3,49	2,77	2,17	1,29
Bugarska	3,47	3,35	2,49	2,27	1,6	0,89	0,43
<i>Prosječna vrijednost</i>	3,92	2,84	1,93	1,81	1,32	1,19	1,47
+	2	2	2	2	2	2	2
Referentna vrijednost	5,92	4,84	3,93	3,81	3,32	3,19	3,47

Izvor: Rad autorice na temelju podataka Eurostata

U Tablici 2 može se uočiti kako su od 2013. do 2016. godine vrijednosti dugoročnih kamatnih stopa svih promatranih država (osim Cipra) ispod izračunatih referentnih vrijednosti. Dakle, u tom su razdoblju sve promatrane države osim Cipra ispunjavale kriterij dugoročnih kamatnih stopa. Jedina godina promatranog vremenskog razdoblja u kojoj su sve navedene države

ispunjavale kriterij bila je 2016. godina. Od 2017. do 2018. godine kriterij nisu ispunjavale Poljska i Rumunjska, dok 2019. jedina Rumunjska nije ispunjavala kriterij.

Hrvatska u svim promatranim godinama ispunjava kriterij dugoročnih kamatnih stopa koji uzastopno tijekom godina bilježi silazni trend.

2.1.3. Stabilnost tečaja

Konvergenijski kriterij stabilnosti tečaja podrazumijeva minimalni boravak države kandidatkinje za EMU u Europskom tečajnom mehanizmu (ERM II) u trajanju od dvije godine.

Kako bi uspješno ispunila kriterij, država kandidatkinja obvezna je uspješno se pridržavati uobičajenih granica fluktuacije između eura i nacionalne valute (predviđene tečajnim mehanizmom monetarnog sustava) u kontinuitetu od najmanje dvije godine.

Standardni raspon fluktuacija unutar kojih je država dužna održavati nominalni tečaj nacionalne valute iznosi +/- 15 % oko središnjeg pariteta prema euru. Mogu se dogovoriti i uži gabariti. Unatoč širokim granicama fluktuacije, držanje deviznog tečaja što bliže središnjem paritetu smatra se najpoželjnijim (Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka, 2017).

Na deviznom tržištu države kandidatkinje ne smije doći do većih napetosti kako bi se dokazala njezina sposobnost funkcioniranja u uvjetima stabilnog deviznog tečaja prema euru (Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka, 2017).

O središnjem paritetu kao i o dozvoljenim granicama fluktuacije u odnosu na taj paritet zajednički se dogovaraju sve države članice europodručja, država kandidatkinja za europodručje i ESB (Faulend et al., 2005). Potrebno je napomenuti kako je prema protokolu 13. Ugovora državi također zabranjeno samoinicijativno devalvirati bilateralnu središnju stopu svoje valute u odnosu na euro tijekom razdoblja boravka.

S obzirom na to da ne postoji tečajni mehanizam idealan za sve države kandidatkinje koji jamči uspješan ulazak u ERM II, države kandidatkinje opredjeljuju se za različite tečajne mehanizme. Hrvatskom kunom trguje se prema tečajnom režimu koji uključuje *čvrsto upravljani fluktuirajući tečaj valute* (ECB, 2018). Upravljani fluktuirajući tečaj, tečajni je režim u kojem domaća valuta nije fiksno vezana uz drugu stranu valutu ili košaricu valuta, već odražava kretanja na deviznom tržištu. Nominalni tečaj domaće valute prema euru održava se stabilnim povremenim intervencijama nacionalne središnje banke (HNB, 2015a). Istim se režimom služi i Rumunjska.

Tečaj leva za euro fiksno je utvrđen, što znači da se Bugarska služi fiksnim tečajem (valutnim odborom). Ostale kandidatkinje za EMU služe se fleksibilnim tečajnim režimom.

Tablica 3.: Kretanje nacionalnih valuta država kandidatkinja za EMU prema euru

	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Države članice EU (kandidatkinje za eurozonu)							
Češka kruna (CZK)	25,98	27,536	27,279	27,034	26,326	25,647	25,67
Poljski zlot (PLN)	4,1975	4,1843	4,1841	4,3632	4,257	4,2615	4,2976
Mađarska forinta (HUF)	296,87	308,71	310	311,44	309,19	318,89	325,3
Rumunjski lej (RON)	4,419	4,4437	4,4454	4,4904	4,5688	4,654	4,7453
Hrvatska kuna (HRK)	7,5786	7,6344	7,6137	7,5333	7,4637	7,4182	7,418
Bugarski lev (BGN)	1,9558	1,9558	1,9558	1,9558	1,9558	1,9558	1,9558

Izvor: Rad autorice prema podacima Eurostata

Prema podacima prikazanim u Tablici 3 može se uočiti kako je stupanj kolebljivosti tečaja u Hrvatskoj u promatranom razdoblju bio slab.

Kuna je bila najslabija 2014. godine, a najjača 2019. godine. Promatrajući samo podatke za prikazanih sedam godina, sredina između najskupljeg i najjeftinijeg eura iznosi 7,5262 kuna za jedan euro s najudaljenijim točkama +/- 1,44 % oko srednje vrijednosti što bi svakako bilo unutar dopuštenih granica fluktuacije od +/- 15 %.

Sljedećom slikom (Slika 2) prikazan je put koji država kandidatkinje za EMU mora proći kako bi ušla u tečajni mehanizam. Od ta četiri koraka jedini je zadnji korak u cijelosti dostupan javnosti. Svi su koraci u tekstu koji slijedi opisani s fokusom na Hrvatsku.

Slika 2: Put države kandidatkinje za EMU prema ERM II nakon njezina pristupanja Uniji



Izvor: Rad autorice

Prvi korak Hrvatska je učinila 4. srpnja 2019. kada je poslala pismo namjere, odnosno podnijela zahtjev za članstvom u ERM II. Pismo se zatim uputilo članicama europodručja, Danskoj i institucijama EU. Navedenim je sudionicima uz pismo namjere dostavljen i akcijski plan koji je sadržavao detaljno opisane reforme koje se Hrvatska na taj način obvezala provesti prije

ulaska u mehanizam. Šest je područja reformi nad kojima se Hrvatska obvezala provesti reforme obuhvaćalo:

- daljnje jačanje supervizije bankovnog sustava uspostavom bliske veze između HNB-a i ESB-a
- jačanje okvira za provođenje makroprudencijalne politike uvođenjem eksplicitnog mandata za mjere usmjerene na zajmoprimce
- jačanje okvira za sprječavanje pranja novac
- unaprjeđenje sustava prikupljanja, obrade i objave statističkih podataka
- poboljšanje upravljanja u javnom sektoru
- smanjenje administrativnog i financijskog opterećenja za gospodarstvo. (HNB, 2019a)

Na drugom koraku predsjednik Ekonomskog i financijskog odbora saziva odbor za ERM II. Zatim se vrši pre-screening zemlje kandidatkinje te se odlučuje je li makroekonomski okvir zemlje kompatibilan s odrednicama tečajnog mehanizma i ekonomske politike Unije kao i propozicijama Sporazuma o stabilnosti i razvoju. Treći korak podrazumijeva sastanak o deviznom tečaju na kojem se utvrđuju konačni središnji paritet i granice fluktuacije. Konačno slijedi zadnji korak koji se naziva završnom komunikacijom, a on obuhvaća: odluku o ulasku zemlje u ERM II, središnji paritet, granice fluktuacije, izjavu o budućoj ekonomskoj politici pristupnice te kratku izjavu o razgovorima ESB-a i središnje banke zemlje pristupnice (Ćorić i Mesić, 2012).

Nakon što država kandidatkinja uđe u ERM II, nositelji ekonomske politike poduzimaju sve potrebne korake kako bi ispunili nominalne konvergencijske kriterije, odnosno osigurali ekonomsku konvergenciju. (Ćorić i Mesić, 2012)

Republika Hrvatska zajedno je s Bugarskom ušla u ERM II 10. srpnja 2020., što znači da se uvođenje eura može očekivati najranije 2023. godine. Središnji paritet hrvatske kune utvrđen je na 7,53450 kuna za jedan euro. To, naravno, znači da je Hrvatska prošla sva četiri prethodno opisana koraka.

2.2. Fiskalni kriterij

Fiskalni kriterij ili kriterij održivosti javnih financija definiran je zajedno s monetarnim kriterijima u Ugovoru. Obuhvaća dva podkriterija: *kriterij proračunskog manjka* i *kriterij*

javnog duga. Referentne mjere kojima se navedeni kriteriji kontroliraju iznose 60 % za udio državnog duga u BDP-u i 3 % za udio državnog deficita u BDP-u.

Uspješnost države kandidatkinje u ispunjenju kriterija proizaći će iz njezine uspješnosti u vođenju disciplinirane nacionalne fiskalne politike koja bi trebala rezultirati zdravim državnim financijama. Na tom tragu Kesner-Škreb (2008) navodi: „Zdrave državne financije pridonose postizanju i održavanju stabilnosti cijena, a time i održivog ekonomskog rasta. Stoga su na razini EU definirana i postavljena zajednička pravila za vođenje fiskalne politike na nacionalnim razinama.“

U Tablici 4 prikazana je pozicija država članica EU-13 u odnosu na ispunjenje kriterija proračunskog manjka. Tablica 5 prikazuje njihovu poziciju u odnosu na ispunjenje kriterija javnog duga. Provjera kriterija vrši se za prethodnu godinu, te u tom trenutku nad dotičnom državom ne smije biti otvoren postupak prekomjernog deficita (engl. excessive debt procedure – EDP).

2.2.1. Proračunski manjak

Referentna vrijednost kojom se kontrolira proračunski manjak je 3 % za omjer planiranog ili stvarnog državnog deficita u odnosu na BDP prema tržišnim cijenama. Sukladno Ugovoru, blagi prelazak referentne vrijednosti tolerira se u sljedeća dva slučaja:

1. ako vrijednost omjera bilježi uzastopni pad te je blizu referentne vrijednosti
2. ako je vrijednost omjera ocijenjena kao privremena i iznimna te je blizu referentne vrijednosti.

Iz Tablice 4 vidljivo je kako su sve zemlje imale problem s ispunjavanjem ovog kriterija u razdoblju trajanja globalne financijske krize. Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka (2017) navode kako europodručje bilježi gospodarski oporavak od sredine 2012. godine, a Republika Hrvatska od kraja 2014. godine.

Na prijedlog Komisije 2014. godine, Vijeće je nad Hrvatskom pokrenulo postupak u slučaju prekomjernog manjka. Iz Tablica 4 i 5 vidljivo je znatno prekoračenje referentne vrijednosti oba podkriterija. Postupak je ukinut 2017. godine. U godini ukidanja postupka Hrvatska bilježi najbolji rezultat, suficit od 0,8 %.

U iduće dvije godine, 2018. i 2019., vrijednost je nešto manja, no i dalje pozitivna i iznad referentne razine od -3 %, stoga možemo reći kako Hrvatska nakon izlaska iz EDP-a uspješno

i u kontinuitetu ispunjava kriterij proračunskog manjka. Godine 2018. jedino Cipar nije ispunjavao kriterij, a 2019. Rumunjska.

Za sve države s odstupanjem bitno je da ostvare i/ili zadrže održive fiskalne pozicije. U slučaju podvrgnutosti postupku u slučaju prekomjernog deficita, država je dužna uskladiti se s pravilima propisanim Paktom o stabilnosti i rastu. Bitno je ograničiti rast rashoda na stopu nižu od potencijalne stope gospodarskog rasta u srednjoročnom razdoblju. (ECB, 2018)

Tablica 4: Suficit ili deficit proračuna opće države izražen kao udio u BDP-u u EU-13. (2013. – 2019.)

	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Države članice EU (članice eurozone)							
Malta	-2,4	-1,7	-1	1	3,3	1,9	0,5
Cipar	-5,8	-8,7	-1	-0,3	2	-3,7	1,7
Slovenija	-14,6	-5,5	-2,8	-1,9	0	0,7	0,5
Slovačka	-2,9	-3,1	-2,7	-2,5	-1	-1	-1,3
Litva	-2,6	-0,6	-0,3	0,2	0,5	0,6	0,3
Estonija	0,2	0,7	0,1	-0,5	-0,8	-0,6	-0,3
Latvija	-1,2	-1,6	-1,4	0,2	-0,8	-0,8	-0,2
Države članice EU (nisu članice eurozone)							
Češka	-1,2	-2,1	-0,6	0,7	1,5	0,9	0,3
Poljska	-4,2	-3,6	-2,6	-2,4	-1,5	-0,2	-0,7
Mađarska	-2,6	-2,8	-2	-1,8	-2,5	-2,1	-2
Rumunjska	-2,1	-1,2	-0,6	-2,6	-2,6	-2,9	-4,3
Hrvatska	-5,3	-5,3	-3,3	-1	0,8	0,2	0,4
Bugarska	-0,4	-5,4	-1,7	0,1	1,1	2	2,1
EU-28	-3,3	-2,9	-1,9	-1,3	-0,8	-0,4	-0,6

Izvor: Rad autorice prema podacima Eurostata

2.2.2. Javni dug

Referentna vrijednost kriterija javnog duga iznosi 60 % za omjer državnog duga u odnosu na BDP prema tržišnim cijenama. Sukladno Ugovoru, kriterij javnog duga smatrat će se uspješno ispunjenim i u slučaju kada se omjer smanjuje u dovoljnoj mjeri, odnosno približava referentnoj vrijednosti zadovoljavajućim tempom.

Iz Tablice 5 vidljivo je kako tijekom čitavog promatranog razdoblja problem s ispunjavanjem kriterija javnog duga imaju četiri države. To su dvije države kandidatkinje za EMU, Hrvatska i Mađarska te dvije države članice europodručja – Slovenija i Cipar. Također, u prve dvije promatrane godine kriterij ne ispunjava Malta. Zanimljivo je kako prosjek omjera duga prema

BDP-u u Europskoj uniji u čitavom promatranom razdoblju od 7 godina premašuje referentnu vrijednost.

Republika Hrvatska bilježi najlošiji rezultat 2014. godine, kada premašuje referentnu vrijednost za 24,7 p. b. Osim što je tada zabilježila najlošiji rezultat od ulaska u EU do 2019., Hrvatska se generalno najlošijom pokazuje u odnosu na ovaj kriterij među svim državama kandidatkinjama za europodručje. Ipak, iz Tablice 5 vidljiv je naglašeniji silazni trend omjera duga od 2015. godine, odnosno od 2016. godine omjer duga i BDP-a u Hrvatskoj smanjuje se zadovoljavajućom dinamikom.

Također, uspoređujući omjer iz 2019. godine kao posljednje godine promatranog sedmogodišnjeg razdoblja i omjer iz početne 2013. godine, može se primijetiti kako sve države bilježe silazni trend. Od toga odstupa jedino Bugarska koja bilježi promjenu od -3,3 p. b. Unatoč tome Bugarska ovaj kriterij uspješno ispunjava u svim godinama.

Najpozitivniju promjenu s obzirom na čitavo promatrano razdoblje bilježi Malta sa smanjenjem omjera duga za 25,3 p. b. Hrvatska bilježi pozitivnu promjenu od 8 p. b., ali i dalje je najlošije pozicionirana među svim državama kandidatkinja. Problem s ispunjavanjem ovog kriterija imala je i Mađarska. Ipak, u dostizanju referentne vrijednosti Mađarska bilježi brži silazni trend.

Tablica 5: Dug opće države izražen kao udio u BDP-u u EU-13 (2013. – 2019.)

	2013.	2014.	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.
Države članice EU (članice eurozone)							
Malta	68,4	63,4	58	55,5	50,3	45,6	43,1
Cipar	104	109,2	107,5	103,4	93,9	100,6	95,5
Slovenija	70	80,3	82,6	78,7	74,1	70,4	66,1
Slovačka	54,7	53,5	51,9	52	51,3	49,4	48
Litva	38,7	40,6	42,6	39,7	39,1	33,8	36,3
Estonija	10,2	10,6	10	10,2	9,3	8,4	8,4
Latvija	40,3	41,6	37,3	40,9	39,3	37,2	36,9
Države članice EU (nisu članice eurozone)							
Češka	44,9	42,2	40	36,8	34,7	32,6	30,8
Poljska	56	50,8	51,3	54,3	50,6	48,8	46
Mađarska	77,4	76,8	76,2	75,5	72,9	70,2	66,3
Rumunjska	37,6	39,2	37,8	37,3	35,1	34,7	35,2
Hrvatska	81,2	84,7	84,3	80,8	77,8	74,7	73,2
Bugarska	17,1	27,1	26	29,3	25,3	22,3	20,4
EU-28	86,3	87	84,9	83,8	82,1	80,4	79,3

Izvor: Rad autorice prema podacima Eurostata

3. OPERATIVNA PRILAGODBA HNB-A

Pristupanjem Republike Hrvatske europodručju Hrvatska narodna banka postat će dijelom Eurosustava. Eurosustav je sustav banaka koji obuhvaća nacionalne središnje banke država članica europodručja i Europsku središnju banku. Stoga je potrebno da razdoblje koje tomu prethodi, HNB iskoristi kako bi se pripremio za članstvo u Eurosustavu.

Integriranjem u Eurosustav instrumenti i mjere za provođenje utvrđene monetarne politike kojima se HNB služi u ostvarenju svojih ciljeva, zamijenit će se s instrumentima i mjerama Europske središnje banke. Unatoč gubitku autonomnosti u području monetarne politike Hrvatska će zadržati značajan stupanj samostalnosti u provođenju makroprudencijalne politike čime će ona postati još važnija poluga ekonomske politike. (Vlada Republike Hrvatske i HNB, 2017)

Instrumentima i mjerama monetarne politike središnje banke usmjeravaju kretanje ciljanih varijabli u željenom smjeru. Središnje se banke služe instrumentima kako bi ostvarile postavljene ciljeve. (Lovrinović i Ivanov, 2009)

Temeljni cilj obje središnje banke (HNB-a i ESB-a) jest postizanje i održavanje stabilnosti cijena. Osnovni je operativni okvir provođenja monetarne politike HNB-a i ESB-a sličan, a prikazan je Tablicom 6.

Tablica 6: Okvir za provođenje monetarne politike HNB-a i ECB-a

OPERATIVNI OKVIR HNB-A	OPERATIVNI OKVIR ESB-A
Operacije na otvorenom tržištu	Operacije na otvorenom tržištu
Obvezna pričuva	Stalno raspoložive mogućnosti
Stalno raspoložive mogućnosti	Minimalna obvezna pričuva
Ostali instrumenti i mjere	Nestandardni instrumenti i mjere

*HNB se od 2020. koristiti i nestandardnom mjerom programa otkupa obveznica.

Izvor: Rad autorice

Zahtjevnost u prilagodbi operativnog okvira HNB-a na operativni okvir ESB-a ovisit će o različitosti između dvaju sustava, odnosno vrstama i načinu provođenja operacija.

Na tom tragu iz Vlade i Hrvatske narodne banke (2017) ističu kako će najmanji stupanj prilagodbe zahtijevati područje operacija na otvorenom tržištu i stalno raspoloživih mogućnosti, dok će se najzahtjevnije prilagodbe odnositi na sustav obveznih pričuva. Razlike između sustava obvezne pričuve Eurosustava i HNB-a odnose se na stopu i osnovicu za obračun obvezne pričuve. Stopa minimalne pričuve Eurosustava iznosi 1 %, dok stopa obvezne pričuve HNB-a iznosi 9 % (donedavno 12 %). Pri samom izračunu osnovice za obračun pričuve, Eurosustav uzima stanje na posljednji dan u mjesecu dok je HNB računa kao prosječno dnevno stanje u kalendarskom mjesecu. HNB također primjenjuje diferencirani obračun obvezne pričuve te je sama uloga pričuve različita za oba sustava.

Također, integracijom HNB-a u Eurosustav lista prihvatljivog kolaterala značajno će se proširiti što će poslovnim bankama omogućiti zaduživanje uz kolateral nižeg kreditnog rejtinga. Mjera minimalno potrebnih deviznih potraživanja će se ukinuti, no kako su devizne obveze i potraživanja hrvatskih banaka uglavnom u eurima, uvođenjem eura ova bi mjera ionako izgubila smisao. Međutim, treba naglasiti kako bi ukidanje ove mjere zajedno sa značajnim smanjenjem stope obvezne pričuve moglo dovesti do povećanja slobodnih novčanih sredstava banaka u Hrvatskoj. (Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka, 2017)

Globalna financijska kriza započela je u SAD-u 2008., a 2009. godine počela se osjećati i u eurozoni da bi na zamahu dobila od 2012. do 2014. godine. Europska središnja banka tada se našla ispred velikog izazova koji je obuhvaćao očuvanje stabilnosti monetarne unije i vraćanja povjerenja u samu monetarnu uniju. Kriza je započela kao bankovna kriza da bi se nakon nekog vremena pretvorila u dužničku krizu slabijih članica europodručja. (Radošević, 2018)

Kao odgovor na krizu, ESB je promijenio komunikacijsku strategiju tako što je prvi put dao smjernice buduće monetarne politike te je tako pružio informacije o svojim namjerama povezanim s budućom monetarnom politikom na temelju vlastite procjene stabilnosti cijena. Također, krenuo se služiti s nestandardnim mjerama koje obuhvaćaju kupnju imovine (engl. Asset Purchase Programme – APP), stranih obveznica na sekundarnom tržištu s ciljem čuvanja stabilnosti cijena i efektivne monetarne politike transmisijskog mehanizma.

3.1. Instrumenti i mjere monetarne politike HNB-a

Temeljni je cilj HNB-a postizanje i održavanje stabilnosti cijena što znači da u praksi HNB podupire nisku i stabilnu inflaciju. HNB također podupire opću gospodarsku politiku Europske

unije u skladu s ciljevima EU određenim člankom 3, Ugovora o Europskoj uniji pritom ne ugrožavajući svoj temeljni cilj. Ti sekundarni ciljevi obuhvaćaju ostvarivanje uravnoteženog i održivog gospodarskog rasta te postizanje visoke stope zaposlenosti. Sekundarni ciljevi podređeni su temeljnom cilju te se ostvaruju uz uvjet da je temeljni cilj ispunjen. (HNB, 2015b)

Nominalno sidro hrvatske monetarne politike stabilan je nominalni tečaj kune prema euru. Dakle, posredstvom održavanja stabilnog tečaja kune prema euru, HNB djeluje na svoj temeljni cilj – stabilnost cijena. Izbor takvog nominalnog sidra, a i okvira monetarne politike (Tablica 6) utemeljen je na obilježjima hrvatskog gospodarstva koji obuhvaćaju: izrazito visoku razinu euroizacije, činjenicu da je Hrvatska malo i otvoreno gospodarstvo, visoku uvoznu ovisnost i visoku zaduženost u stranoj valuti svih domaćih sektora. (HNB, 2015c)

Kako bi ostvarila utvrđenu monetarnu politiku, središnja banka instrumentima i mjerama regulira kreditnu aktivnost i likvidnosti banaka, količinu novca u optjecaju i donosi mjere u svezi s kamatnim stopama. (HNB, 2017a)

Od 2020. operativni okvir HNB-a, proširen je za jednu nestandardnu mjeru, program otkupa obveznica (POO). HNB je 13. ožujka 2020. na operaciji fine prilagodbe otkupila vrijednosne papire Republike Hrvatske u nominalnom iznosu od 212,88 milijuna kuna. Otkupom obveznica HNB odgovara na krizu koja je prouzrokovala pritisak na tržištu obveznica. Ubrzo nakon 17. ožujka 2020. Savjet HNB-a donio je odluku o dopunama Odluke o provođenju monetarne politike HNB-a kojom je omogućeno da u operacijama kupnje i prodaje državnih vrijednosnih papira mogu sudjelovati i mirovinski i investicijski fondovi te društva za osiguranje. Takva je odluka također donesena kao odgovor na poremećaje funkcioniranja tržišta uzrokovane pandemijom koronavirusa, a s ciljem održavanja stabilnosti tržišta vrijednosnih papira. (HNB, 2020a)

HNB je ponovno 18. ožujka 2020. na operaciji fine prilagodbe otkupila vrijednosne papire RH nominalnog iznosa 4,075 milijardi kuna (HNB, 2020b). Zatim je na operaciji fine prilagodbe, 28. travnja 2020. to učinila ponovno, ali ovaj put u nominalnom iznosu od 9,529 milijarde kuna (HNB, 2020c). Nadalje, na operaciji fine prilagodbe 29. lipnja 2020. HNB je ponovno otkupila vrijednosne papire RH. Ovaj put u iznosu od 2,753 milijarde kuna (HNB, 2020d).

Posljednji otkup vrijednosnih papira RH odvio se 30. lipnja 2020. na operaciji fine prilagodbe u iznosu od 1,316 milijarde kuna. (HNB, 2020e)

3.1.1 Operacije na otvorenom tržištu

Hrvatska narodna banka koristi se operacijama na otvorenom tržištu kako bi utjecala na likvidnost bankovnog sustava i kretanje kamatnih stopa na novčanom tržištu. (HNB, 2020f)

Djelovanje se odvija u dva smjera, ekspanzivnom i restriktivnom. S jedne strane, kupnjom imovine od banaka ili odobravanjem kredita bankama središnja banka povećava likvidnost u sustavu i utječe na pad kamatnih stopa na tržištu djelujući ekspanzivno, dok prodajom imovine (vrijednosnih papira, deviza i sl.) bankama ili prikupljanjem depozita od banaka postiže suprotne učinke, djelujući restriktivno. Kolateral, odnosno imovina koju središnja banka prihvaća za operacije na otvorenom tržištu, unaprijed je određen te obično objavljen. (HNB, 2020f)

Operacije na otvorenom tržištu mogu se provoditi kao konačne ili kao povratne transakcije. *Konačne transakcije* podrazumijevaju izravnu kupnju ili prodaju državnih vrijednosnica na način da središnja banka nakon kupnje ili prodaje tih vrijednosnica nema daljnjih obveza u vezi s tom transakcijom. *Povratne transakcije* podrazumijevaju primjenu mehanizma kupnje vrijednosnica uz sporazum o reotkupu (REPO sporazum). To za dilera koji je središnjoj banci prodao obveznice znači obvezivanje da će po utvrđenoj cijeni i uz dogovoreni kamatnjak (na dobiveni kratkoročni kredit) ponovno otkupiti te iste vrijednosnice. Na isti način se obvezuje i središnja banka prilikom prodaje vrijednosnih papira na otvorenom tržištu, da će nakon određenog vremena, po određenoj cijeni, ponovno otkupiti te iste vrijednosne papire. (Lovrinović i Ivanov, 2009)

S obzirom na učestalost, namjeru i postupke kojima se provode, operacije na otvorenom tržištu podrazumijevaju tri kategorije operacija: *redovite operacije*, *operacije fine prilagodbe* i *strukturne operacije*. Učestalost redovitih operacija unaprijed je određena i poznata. HNB redovite operacije provodi tjedno s rokom dospijeca od tjedan dana na standardnim aukcijama. Učestalost operacija fine prilagodbe i strukturnih operacija nije standardizirana kao ni rok dospijeca. Operacije fine prilagodbe koriste se po potrebi, a strukturne operacije kada je potrebno djelovanje zbog strukturnih promjena u likvidnosti (poput visoke inflacije ili recesije). Provode na standardnim ili brzim aukcijama i bilateralnim postupcima. (HNB, 2020f)

HNB se najčešće koristi *konačnim transakcijama kupoprodaje deviza* (deviznim aukcijama), posredstvom kojih odražava stabilan devizni tečaj odnosno ostvaruje svoj temeljni cilj – stabilnost cijena. Devizne aukcije smatraju se operacijama fine prilagodbe, no ponekad su i

strukturne te ih HNB koristi kada procijeni da je potrebno ublažiti kretanje tečaja kune prema euru (HNB, 2020f). Instrumenti kojima Hrvatska narodna banka u praksi povećava (emitira) ili smanjuje (sterilizira) likvidnost prikazani su Tablicom 7.

Tablica 7: Operacije na otvorenom tržištu HNB-a

Kategorija operacije	Vrsta instrumenta		Dospijeće	Učestalost	Postupak
	Emitiranje likvidnosti	Steriliziranje likvidnosti			
Redovite operacije	povratne transakcije:	povratne transakcije:	jedan tjedan	tjedno	standardne aukcije
Operacije fine prilagodbe	<ul style="list-style-type: none"> • kredit uz financijsko osiguranje • repo posao • valutni ugovori o razmjeni 	<ul style="list-style-type: none"> • repo posao • valutni ugovor o razmjeni • oročeni depoziti • dužnički vrijednosni papiri HNB-a 	nestandar-dizirano	nestandar-dizirano	standardne ili brze aukcije, bilateralni postupci
Strukturne prilagodbe	konačne transakcije: <ul style="list-style-type: none"> • kupnje vrijednosnih papira • kupnje stranih valuta 	konačne transakcije: <ul style="list-style-type: none"> • prodaje vrijednosnih papira • prodaje stranih valuta 			

*Redovite operacije koriste se za povećanje likvidnosti te se provode isključivo povratnim transakcijama za povećanje likvidnosti (obratni repo). S druge strane, operacije fine prilagodbe mogu se provoditi repom, obratnim repom, izravnom kupnjom ili izravnom prodajom. Strukturne operacije mogu se provoditi na iste načine kao i operacije fine prilagodbe.

Izvor: HNB, obrada autorice

Hrvatska narodna banka dogovorila je s Europskom središnjom bankom uspostavljanje linije za valutni ugovor o razmjeni (valutni swap). Valutni swap će HNB-u stajati na raspolaganju u slučaju potrebe, a omogućuje razmjenu kune za euro u iznosu od 2 milijarde eura. Dakle, u

slučaju potrebe, HNB će biti u mogućnosti osigurati hrvatskim financijskim institucijama dodatnu likvidnost u eurima, a da ne zadire u vlastite međunarodne pričuve. Valutni ugovor razmjeni HNB-u će stajati na raspolaganju do 31. prosinca 2020. uz mogućnost produžetka tog datuma. (HNB, 2020g)

3.1.2. Obvezna pričuva

Instrument obvezne pričuve središnjim bankama omogućuje kontrolu nad ponudom novca, što posljedično omogućuje osiguranje monetarne stabilnosti i likvidnosti bankovnog sustava te neometano odvijanje platnog prometa. Obvezu izdvajanja obvezne pričuve imaju kreditne institucije. Zato banke, štedne banke ili stambene štedionice određeni postotak primljenih sredstava (depoziti po viđenju, oročeni depoziti, primljeni krediti i slično) moraju održavati na računima kod središnje banke, odnosno ta se sredstva izdvajaju kod središnje banke na poseban račun ili u određenom razdoblju održavaju u prosjeku na računu za namiru kreditne institucije. (HNB, 2020h)

Instrumentom obvezne pričuve središnja banka može provoditi ekspanzivnu ili restriktivnu monetarnu politiku. Provođenjem restriktivne monetarne politike središnja banka putem povećanja stope obvezne pričuve povlači novac iz optjecaja, tj. sterilizira likvidnost. Suprotno, provođenjem ekspanzivne monetarne politike, središnja banka će smanjenjem stope obvezne pričuve emitirati likvidnost.

Osnovica za obračun obvezne pričuve sastoji se od kunskog i deviznog dijela. Navedeni dijelovi izračunavaju se posebno te ih čine prosječna dnevna stanja u jednom obračunskom razdoblju. Obračunsko razdoblje traje od prvog do posljednjeg dana kalendarskog mjeseca. (HNB, 2020h)

Tablica 8: Osnovica za obračun obvezne pričuve HNB-a

Kunski dio (kunski izvori sredstava)	Devizni dio (devizni izvori sredstava)
<ul style="list-style-type: none"> • primljeni depoziti i krediti u kunama (s valutnom klauzulom i bez nje) • izdani dužnički vrijednosni papiri u kunama • hibridni i podređeni instrumenti u kunama (s valutnom klauzulom i bez nje) • ostale financijske obveze u kunama 	<ul style="list-style-type: none"> • primljeni devizni depoziti i krediti • obveze po izdanim vrijednosnim papirima u devizama (osim vlasničkih papira banke) • hibridni i podređeni instrumenti u devizama • ostale financijske obveze u devizama

Izvor: HNB, obrada autorice

Od obračunatog se deviznog dijela 75 % uključuje u obračunati kunski dio i provodi u kunama. Postotak izdvajanja kunskog dijela pričuve fiksna je od travnja 2005. i iznosi 70 %, a postotak izdvajanja deviznog dijela od siječnja 2016. i iznosi 0 %. Preostali dio pričuve održava se prosječnim dnevnim stanjima likvidnih potraživanja. Također na sredstva obvezne pričuve HNB ne plaća naknadu. (Bilten, 2018; HNB, 2020h)

Kao odgovor na kriznu situaciju prouzrokovanu pandemijom koronavirusa, HNB je smanjio stopu obvezne pričuve s 12 % na 9 %. Stopa je smanjena s ciljem oslobađanja dodatne likvidnosti koja bi bankovnom sustavu te posljedično cjelokupnom gospodarstvu trebala omogućiti da lakše prebrodi kriznu situaciju. Smanjenje stope obvezne pričuve također pogoduje i operativnoj prilagodbi HNB-a. Naime, stopa minimalne pričuve Eurosustava iznosi 1 %, pa je spuštanje stope obvezne pričuve HNB-a korak prema približavanju dvaju sustava. (HNB, 2020i)

3.1.3. Stalno raspoložive mogućnosti

Stalno raspoložive mogućnosti kojima se HNB koristi u praksi kreirane su po uzoru na praksu stalno raspoloživih mogućnosti ESB-a, uz manje preinake radi prilagodbe hrvatskom financijskom sustavu. (Ivanov i Lovrinović, 2009)

Stalno raspoložive mogućnosti kojima se HNB koristi u praksi jesu prekonoćni kredit i prekonoćni depozit koji kreditnim institucijama omogućuju da na vlastitu inicijativu posuđuju ili deponiraju sredstva kod HNB-a. Prekonoćni kredit zamijenio je lombardni kredit koji se koristio do 28. rujna 2017. Posudba ili deponiranje odvijaju se uglavnom na kraju radnog dana uz prekonoćno dospijee. (HNB, 2017)

Banke koje radni dan završavaju s viškovima likvidnosti iznad iznosa održavane obvezne pričuve imaju svakodnevnu mogućnost prekonoćnog deponiranja tog viška likvidnosti kod HNB-a. To za banke može predstavljati pogodnost ostvarenja kamate uz olakšanje sustava dnevnog upravljanja likvidnosti. S druge strane banke koje radni dan završavaju s manjkom likvidnih sredstava imaju mogućnost od središnje banke zatražiti prekonoćni kredit. (Ivanov i Lovrinović, 2009)

Deponiranje sredstava kod središnje banke renumerira se po kamatnoj stopi ispod tržišne kamatne stope. Tako središnje banke utvrđuju kamatni raspon unutar kojeg bi se kamatne stope trebale kretati na novčanom tržištu. Trenutačna kamatna stopa na depozite iznosi 0 %.

Prekonoćni kolateralizirani kredit odobrava se uz kamatnu stopu iznad tržišne kamatne stope i ona trenutačno iznosi 2,5 %. Unutardnevni kredit treći je oblik stalno raspoloživih mogućnosti za banke u obliku limita na računu za namiru tijekom dana. Takav nevraćeni kredit smatra se zahtjevom za prekonoćni kredit. (HNB, 2019b; Ivanović i Lovrinović, 2009)

3.1.4. Ostali instrumenti i mjere

Ostali instrumenti i mjere potpora prethodno su definirani osnovnim instrumentima HNB-a. U ovu skupinu također se ubrajaju mjere kojima se propisuju određeni omjeri u bilancama kreditnih institucija (banke, štedne banke, podružnice stranih banka). Na snazi je trenutačno strukturna mjera kojom su određena minimalno potrebna devizna potraživanja. Mjerom je definirana obveza kreditnih institucija da održavaju propisani postotak minimalno potrebnih deviznih potraživanja u odnosu na njihove devizne obveze u svrhu održavanja devizne likvidnosti banaka. Propisani postotak trenutačno iznosi 17 %, a obveza održavanja je na dnevnoj bazi. Likvidna devizna potraživanja podrazumijevaju devizna potraživanja (izuzev potraživanja po kreditima) s preostalim rokom dospijeca do tri mjeseca. (HNB, 2017b)

3.2. Instrumenti i mjere monetarne politike ESB-a

Temeljni je cilj ESB-a održavanje stabilnosti cijena europodručja te održavanje kupovne moći eura (financijske stabilnosti eurozone). Ne dovodeći u pitanje ostvarenje cilja stabilnosti cijena, Europski sustav središnjih banaka (ESSB) podupire opće ekonomske politike u Uniji čime podupire i ostale utvrđene ciljeve Unije. Prema članku 3. Ugovora o Europskoj uniji EU ima više ciljeva koji obuhvaćaju održiv razvoj Europe utemeljen na uravnoteženom gospodarskom rastu i stabilnosti cijena, visoko konkurentnom socijalnom tržišnom gospodarstvu, s ciljem pune zaposlenosti i društvenog napretka. Stoga stabilnost cijena nije samo temeljni cilj monetarne politike ESB-a nego i Europske unije u cjelini. (ESBa)

Regulacijski okvir kojim ESB utječe na ostvarenje jedinstvene monetarne politike, odnosno postavljenih ciljeva, obuhvaća: operacije na otvorenom tržištu, stalno raspoložive mogućnosti i minimalne pričuve. Uz ove osnovne regulacijske instrumente i mjere ESB se služi i sekundarnim instrumentima koji ove prve podržavaju.

3.2.1. Operacije na otvorenom tržištu

Europska središnja banka koristi se operacijama na otvorenom tržištu kako bi utjecala na kretanje kamatnih stopa, upravljanje tržišnom likvidnosti te na signaliziranje stava monetarne politike. Operacije na otvorenom tržištu mogu se provoditi putem pet instrumenata. To su: povratne transakcije, konačne transakcije, izdavanje dužničkih certifikata ESB-a, valutni ugovori o razmjeni i prikupljanje oročenih depozita. Najvažniji instrument Eurosustava jesu *obratne transakcije* (Nacionalna središnja banka kupuje ili prodaje prihvatljivu imovinu) koje se mogu provoditi na osnovi repo ugovora ili kao kreditne operacije u obliku kolateraliziranih kredita). (ESBb)

Operacije na otvorenom tržištu inicira ESB također odlučujući o instrumentima i uvjetima u kontekstu provođenja tih operacija. Provodi ih na standardnim aukcijama, brzim aukcijama i bilateralnim postupcima. S obzirom na ciljeve, učestalost i postupke, operacije na otvorenom tržištu mogu se podijeliti u četiri kategorije: glavne operacije refinanciranja (engl. Main Refinancing operations Operations – MRO), operacije dugoročnijeg refinanciranja (engl. Longer-term Refinancing Operations – LTRO), operacije fine prilagodbe (engl. Fine Tunning Operations – FTO) i strukturne operacije (engl. Structural Operations – SO). (ESBb)

Tablica 9: Operacije na otvorenom tržištu ESB-a

Kategorija operacije	Vrsta instrumenta		Dospijeće	Učestalost	Postupak
	Emitiranje likvidnosti	Steriliziranje likvidnosti			
Glavne operacije refinanciranja	<ul style="list-style-type: none"> • obratne transakcije 	-	jedan tjedan	tjedno	standardne aukcije
Operacije dugoročnijeg refinanciranja	<ul style="list-style-type: none"> • obratne transakcije 	-	tri mjeseca	mjesečno	standardne aukcije
Operacije fine prilagodbe	<ul style="list-style-type: none"> • obratne transakcije • valutni ugovori o razmjeni 	<ul style="list-style-type: none"> • obratne transakcije • prikupljanje oročenih depozita • valutni ugovori o razmjeni 	nestandardizirano	nestandardizirano	brze aukcije, standardne aukcije ili bilateralni postupci
Strukturne operacije	<ul style="list-style-type: none"> • povratne transakcije 	<ul style="list-style-type: none"> • izdavanje dužničkih certifikata 	standardizirano ili nestandardizirano	standardizirano i	aukcije ili bilateralni postupci

	<ul style="list-style-type: none"> • izravna kupnja 	ESB-a <ul style="list-style-type: none"> • izravna prodaja 	-	nestandar- dizirano nestandar- dizirano	
--	--	---	---	--	--

Izvor: ESB, obrada autorice

3.2.1.1. *Glavne operacije refinanciranja* (engl. main refinancing operation – MRO) provode se obratnim transakcijama kao operacije za emitiranje likvidnosti. Europska središnja banka, obično ih provodi tjedno s rokom dospijeca od tjedan dana na redovitim aukcijama. Nacionalne središnje banke provode ih decentralizirano, a temelje se na prihvatljivoj imovini kao kolateralu. Prema odluci Eurosustava ove se operacije mogu provoditi na aukcijama s fiksnom ili s promjenjivom kamatnom stopom (Radošević, 2018). MRO su najvažnije operacije na otvorenom tržištu koje provodi Eurosustav.

Njihovo provođenje igra ključnu ulogu u usmjeravanju kamatnih stopa, upravljanju tržišnom likvidnosti i signaliziranju stava monetarne politike putem glavne stope refinanciranja (engl. main refinancing operation rate – MRO kamatna stopa) koju je utvrdilo Upravno vijeće (ESB, 2011)

Glavna kamatna stopa refinanciranja kamatna je stopa po kojoj se banke zadužuju kod ESB-a posuđujući novac na tjedan dana. MRO kamatna stopa, jedna je od tri glavne kamatne stope koje ESB postavlja svaka tri tjedna kako bi održavao stabilne cijene u europodručju. Druge dvije kamatne stope kamatne su stope stalno raspoloživih mogućnosti, odnosno kamatna stopa granične posudbe i kamatna stopa novčanog deponiranja. Zaduživanje po graničnoj kamatnoj stopi banke košta više od tjednog zaduživanja. Kamatna stopa prekonoćnog deponiranja određuje kamate koje će banke prekonoćnim deponiranjem sredstava kod ESB-a, primiti ili platiti (vrijeme negativnih kamatnih stopa). (ESB, 2018)

3.2.1.2. *Operacije dugoročnijeg refinanciranja* (engl. long term refinancing operations – LTRO) provode se obratnim transakcijama kao operacije za emitiranje likvidnosti. Europska središnja banka provodi ih svakog mjeseca, s rokom dospijeca od obično tri mjeseca. Međutim, Eurosustav može ove operacije povremeno provoditi i s rokom dospijeca različitim od tri mjeseca. LTRO se provode na aukcijama s promjenjivom kamatnom stopom. Međutim, Eurosustav može odlučiti provesti ih i na aukcijama s fiksnom kamatnom stopom. Nacionalne

središnje banke, provode ih decentralizirano, a temelje se na prihvatljivoj imovini kao kolateralu. (Radošević, 2018)

3.2.1.3. *Operacije fine prilagodbe* (engl. fine-tuning operations – FTO)

Operacije fine prilagodbe mogu se provoditi obratnim transakcijama, valutnim ugovorima o razmjeni ili prikupljanjem oročenih depozita. Posebno se koriste za rješavanje fluktuacija likvidnosti na tržištu. Ove se operacije mogu provoditi kao operacije i puštanja i povlačenja likvidnosti, obično s nestandardiziranom učestalosti i rokom dospijea. Obično se provode na brzim aukcijama, iako ih Eurosustav može odlučiti provesti na standardnim aukcijama ili bilateralnim postupkom. Nacionalne središnje banke provode ih decentralizirano. Kada se operacije provode obratnim transakcijama, temelje se na prihvatljivoj imovini kao kolateralu. Europska središnja banka, kako bi ispravila likvidosne neravnoteže u razdoblju očuvanja pričuva može provoditi FTO svakoga radnog dana Eurosustava. (Radošević, 2018)

3.2.1.4. *Strukturne operacije*

Strukturne operacije mogu se provoditi obratnim transakcijama, izdavanjem dužničkih certifikata ESB-a ili izravnim transakcijama kako bi se strukturna pozicija Eurosustava prilagodila financijskom sustavu ili za ostale potrebe monetarne politike. Ove se operacije također mogu provoditi kao operacije emitiranja i steriliziranja likvidnosti s obično nestandardiziranom učestalosti i rokom dospijea. Provode se na aukcijama ili bilateralnim postupcima. Nacionalne središnje banke provode ih decentralizirano. Strukturne operacije za puštanje likvidnosti temelje se na prihvatljivoj imovini kao kolateralu. (Radošević, 2018)

Operacije na otvorenom tržištu Eurosustav provodi kao konačne (izravne) i povratne (obratne) transakcije. Konačne transakcije podrazumijevaju potpuni prijenos vlasništva s prodavatelja na kupca bez povezanog povratnog prijenosa vlasništva. Povratne transakcije podrazumijevaju kupnju ili prodaju prihvatljive imovine nacionalnih središnjih banaka na osnovi repo ugovora ili provođenje kreditnih operacija u obliku kolateraliziranih kredita. (Radošević, 2018)

3.2.2. *Stalno raspoložive mogućnosti*

Eurosustav kreditnim institucijama europodručja na raspolaganje stavlja dvije stalno raspoložive mogućnosti: mogućnost posuđivanja od nacionalne središnje banke i mogućnost

deponiranja kod nacionalne središnje banke uz prekonočno dospijeće. Obje mogućnosti provode se na vlastitu inicijativu drugih ugovornih strana. (ESBb)

Stalno raspoložive mogućnosti provode se u svrhu nadziranja kratkoročnih kamatnih stopa na novčanom tržištu, odnosno ograničavanja njihove volatilnosti. Prekonočnim posudbama bankama koje se odvijaju obratnim transakcijama, ESB utječe na emitiranje likvidnosti dok pružanjem mogućnosti novčanog deponiranja ESB sterilizira likvidnost.

Uvjeti stalno raspoloživih mogućnosti jednaki su svim državama članicama europodručja. Pristup stalno raspoloživim mogućnostima nacionalne središnje banke pružaju samo u skladu s ciljevima i općim stajalištima monetarne politike ESB-a. Upravno vijeće ESB-a redovito donosi odluku o kamatnim stopama za stalno raspoložive mogućnosti te ih u svakom trenutku može promijeniti. Revidirane kamatne stope vrijede od početka novog razdoblja održavanja pričuva. (Radošević, 2018)

Trenutačne kamatne stope stalno raspoloživih mogućnosti, važeće od 2019., iznose 0,25 % za mogućnost granične posudbe, a -0,5 % za mogućnost deponiranja. (ESBc)

Kako su kamatne stope na mogućnost granične posudbe uobičajeno znatno više od odgovarajućih na novčanom tržištu, a kamatne stope na mogućnost deponiranja znatno niže od odgovarajućih na novčanom tržištu, kreditne institucije opredijelit će se za ove mogućnosti tek u nedostatku alternativa. Međutim, s obzirom na to da nema drugih ograničenja u pristupanju ovim mogućnostima (osim prihvatljivog kolaterala za mogućnost granične posudbe), tako definirane kamatne stope određuju gornju i donju granicu (koridor) za prekonočnu kamatnu stopu na novčanom tržištu (EONIA). U normalnim uvjetima EONIA prati kamatnu stopu na dugoročnije operacije refinanciranja (MRO) što ukazuje na važnost takvih operacija kao glavnih instrumenata monetarne politike Eurosustava. (ESB, 2011a)

3.2.3. Obvezna pričuva

Instrument obvezne pričuve ESB-a ima dvije važne funkcije. Prva je stabiliziranje kamatnih stopa na novčanom tržištu, a druga stvaranje (ili povećanje) strukturne likvidnosti manjka bankovnog sustava u odnosu na Eurosustav. Na taj se način olakšava kontrola kamatnih stopa tržišta novca redovnom raspodjelom likvidnosti. (ESB, 2011a)

Razdoblje održavanja obvezne pričuve iznosi šest tjedana, što znači da se minimalne obvezne pričuve banke određuju za to razdoblje. Tijekom tog razdoblja banke se moraju pobrinuti da prosječna razina njihovih pričuva bude u skladu s odredbama o minimalnim pričuvama. Iz toga slijedi kako banke ne moraju svakog dana držati ukupan iznos minimalnih pričuva na svojim računima kod središnje banke, što im onda omogućuje da odgovore na kratkoročne promjene na novčanim tržištima na kojima se banke međusobno zadužuju. Banke stoga dodaju sredstva svojim pričuvama kod nacionalne središnje banke ili ih povlače iz tih pričuva, a to onda doprinosi stabiliziranju kamatnih stopa kojima se banke međusobno kratkoročno kreditiraju. Po završetku razdoblja održavanja, nacionalna središnja banka isplaćuje bankama kamate na minimalne pričuve po kamatnoj stopi jednakoj kamatnoj stopi na MRO. (ESB, 2016)

Iznos minimalne pričuve koje kreditne institucije trebaju održavati, računa se na temelju njezine osnovice za obračun minimalnih pričuva, a ona se uzima kao stanje na posljednji dan u mjesecu. Osnovica za obračun minimalne pričuve, određena je u odnosu na elemente njene bilance. Konačni iznos minimalne pričuve kreditne institucije dobiva se kao produkt osnovice za obračun i stope obvezne pričuve od koje se još oduzmu eventualni paušalni dodatci (administrativni troškovi od upravljanja jako malim obveznim pričuvama). (ECB, 2011a)

Stopa obvezne pričuve Eurosustava po kojoj ESB zahtijeva od kreditnih institucija europodručja da deponiraju dio depozita kod svoje nacionalne središnje banke od 2012. iznosi 1 %. S obzirom na to da je razlika u obveznoj stopi između sustava HNB-a i ESB-a osam postotnih bodova, ova će stavka zahtijevati značajniji stupanj prilagodbe za HNB.

Tablica 10: Osnovica za obračun minimalne pričuve ESB-a

Izvori sredstava kreditnih institucija koji se uključuju u osnovicu za obračun:	
(A) Obveze na koje se primjenjuje stopa obvezne pričuve od 1 %	(B) Obveze na koje se primjenjuje stopa obvezne pričuve od 0 %
(a1) depoziti (uključivši prenoćne depozite, depozite s dogovorenim dospijecem ili otkaznim rokom do dvije godine	(b1) depoziti (uključivši depozite s dogovorenim rokom dospijeca ili otkaznim rokom od dvije godine)

(a2) dužnički vrijednosni papiri izdani s rokom dospjeća do dvije godine (uključujući vrijednosne papire na novčanom tržištu)	(b2) dužnički vrijednosni papiri izdani s rokom dospjeća od dvije godine
A = a1 + a2	(b3) sporazumi o reotkupu (repo sporazumi)
	B = b1 + b2 + b3
Konačni iznos minimalne pričuve = A + B	

Izvor: ECB (2011), obrada autorice

Iako se obvezna pričuva smatra standardnim instrumentom ESB-a, smanjenje stope obvezne pričuve za jedan postotni bod u 2012. godini može se pripisati nekonvencionalnoj monetarnoj politici.

Naime, takvo smanjenje stope obvezne pričuve provedeno je s ciljem povećanja likvidnosti banaka i njihove kreditne aktivnosti zajedno s alokacijom niza nestandardnih instrumenata (trogodišnjih kredita LTRO, operacijama kreditnih potraživanja i prestankom operacija za apsorpciju likvidnosti FTO). Eurosustav je tada također započeo s provođenjem monetarne politike kvantitativnog labavljenja odlukom o kupnji pokrivenih obveznica i programom vrijednosnica s kolateralom u nekoj prihvatljivoj kategoriji imovine (engl. Asset-backed securities – ABS) povezano s politikom negativnih kamatnih stopa i početnim alokacijama kredita TLTRO. (Radošević, 2018)

3.2.4. Nestandardni instrumenti i mjere

Europska središnja banka započinje s provođenjem nekonvencionalne monetarne politike 2009. godine kada je globalna financijska kriza zahvatila europodručje s ciljem da očuva monetarnu stabilnost. Kriza je ojačala 2012. te se u prvom redu bilježio porast inflacije da bi u drugoj polovici 2014. došlo do deflatorskih pritisaka. S obzirom na to, ESB 2015. započinje s programom intenzivnog kvantitativnog popuštanja mjera (kupnja vrijednosnih papira od poslovnih banaka) i injektiranjem velikih iznosa novca u optjecaj na mjesečnoj bazi. To čini s ciljem depreciranja eura i jačanja ugrožene izvozne konkurentnosti. (Kordić et. al., 2015)

Uloga nestandardnih instrumenta i mjera jest da komplementiraju standardne instrumente i mjere u trenucima kada se isključivo konvencionalnom monetarnom politikom odnosno standardnim instrumentima i mjerama ne mogu postići željeni učinci utvrđene monetarne politike.

Nestandardne mjere monetarne politike ESB-a obuhvaćaju:

- trogodišnji LTRO
- hitne operacije dugoročnijeg refinanciranja zbog pandemije (engl. Pandemic emergency longer-term refinancing operations – PELTRO)
- četverogodišnji TLTRO
- program otkupa imovine (engl. Asset purchases programme – APP)
- hitni program kupnje imovine zbog pandemije (engl. Pandemic emergency purchase programme – PEPP) (ESBd)

Upravno vijeće ESB-a 2011. godine proširilo je instrumentarij za dvije operacije dugoročnijeg refinanciranja s rokom dospjeća od 3 godine, na taj način potičući bankarsko kreditiranje i likvidnost na novčanom tržištu. (ESB, 2011b)

Osiguravanjem efektivnije transmisije monetarne politike na realno gospodarstvo (kućanstava i nefinancijske korporacije europodručja) ESB ostvaruje ključan preduvjet za postizanje stabilnosti cijena u Europodručju. (ESB, 2011c)

Dodatno poticanje bankarskog kreditiranja realnog sektora ESB započinje 2014. uvođenjem ciljanih operacija dugoročnijeg refinanciranja (engl. targeted long term refinancing operations – TLTROs). Takvo dugoročno zaduživanje po povoljnim uvjetima, primamljivo je bankarskom sektoru, čime se onda potiče bankarsko kreditiranje realne ekonomije. Zasad su provedene tri serije takvih operacija, od kojih je posljednja, TLTRO III, provedena 2019. godine. (ESB)

Pružanje potpore efektivnom transmisijskom mehanizmu monetarne politike te osiguranje odgovarajuće politike potrebne za očuvanje stabilnosti cijena u europodručju, ESB pokreće sredinom 2014. paketom nestandardnih mjera sadržanim u programu otkupa imovine (ESB). U uvjetima kada su ključne kamatne stope ESB-a na donjoj granici, ovakvim se programom pruža potrebni monetarni poticaj. Mjere sadržane u programu olakšavaju monetarne i financijske uvjete koji onda osiguravaju povoljnije zaduživanje realnog

sektora. Time se nadalje potiče ulaganje i potrošnja, usmjeravajući stopu inflacije prema zadanoj od 2 %. (ESB, 2015)

Program otkupa imovine ESB-a obuhvaća:

- program kupnje korporativnih vrijednosnih papira (engl. corporate sector purchase programme – CSPP)
- program kupnje vrijednosnih papira javnog sektora (engl. public sector purchase programme – PSPP)
- program kupnje vrijednosnih papira kolateraliziranim različitim kategorijama imovine (engl. asset-backed securities purchase programme –ABSPP)
- treći program kupnje pokrivenih obveznica (engl. third covered bond purchase programme – CBPP3). (ESB)

Svrha CSPP-a jest da olakša prijenos povoljnijih uvjeta otkupa imovine Eurosustava za svrhu kreditiranja kompanija iz realnog gospodarstva europodručja. (Radošević, 2018)

ABSPP zajedno sa CBPP3 i CSPP dio su APP-a. Zajedno pomažu poboljšanju prijenosa monetarne politike, olakšavaju kreditiranje gospodarstva europodručja, olakšavaju uvjete zaduživanja realnog sektora (kućanstva i nefinancijske korporacije) te doprinose trajnom prilagođavanju stopa inflacije od blizu, ali ispod 2 %: ABSPP pomaže bankama i da diversificiraju izvore financiranja izdavanjem novih vrijednosnih papira (ABS). Novi vrijednosni papiri (ABS) mogu pomoći bankama da ispune svoju osnovnu funkciju koja je pružanje kredita realnoj ekonomiji. ABSPP program omogućio je sekuritizaciju zajmova banaka, a njihova im prodaja može osigurati sredstva koja su im potrebna za odobravanje novih kredita realnoj ekonomiji. (ESB, 2020)

Najnovije nestandardne mjere u svrhu pružanja dodatne likvidnosti i ujednačavanja uvjeta na novčanom tržištu tijekom pandemije obuhvaćaju hitne operacije dugoročnijeg refinanciranja zbog pandemije i hitni program kupnje imovine zbog pandemije.

S jedne strane, ESB je započeo korištenje nestandardnih instrumenata i mjera još od financijske krize europodručja, dok je s druge strane HNB tek nedavno započeo s provođenjem takve nekonvencionalne politike. Prva nestandardna mjera HNB-a program je otkupa državnih obveznica. Uvedena je 13. 3. 2020. kao odgovor na kriznu situaciju izazvanu pandemijom koronavirusa.

4. MAKROBONITETNE MJERE I FINANCIJSKA STABILNOST

Ulaskom u europodručje Hrvatska narodna banka izgubit će autonomnost u području monetarne politike. Unatoč tome Hrvatska narodna banka će zadržati visoki stupanj autonomije u području makroprudencijalne politike (makrobonitetne politike), što će joj omogućiti da nastavi neposredno utjecati na ponašanje banaka (Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka, 2017). Dakle, važne poluge ekonomske politike ostaju: fiskalna, strukturne i makroprudencijalna (makrobonitetna) politika.

Instrumentima i mjerama makroprudencijalne politike HNB može utjecati na:

- likvidnost
- kapitaliziranost
- kreditnu aktivnost banaka. (Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka, 2017)

Uspješnim očuvanjem kapitala i likvidnosti banaka postiže se očuvanje ukupne financijske stabilnosti, što jasno ukazuje na važnost makroprudencijalnih instrumenata (Dumičić, 2015). Svrha makroprudencijalnih instrumenata jest da povećaju otpornost banaka na šokove, ali i da smanje nepoželjnu cikličku kolebljivost kreditne aktivnosti. (Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka, 2017)

Učinkovito uspostavljeni okvir makroprudencijalne politike (MPP) značajan je za omogućavanje učinkovitog *sprječavanja, ublažavanja i izbjegavanja sistemskih rizika te jačanje otpornosti financijskog sustava na potencijalne šokove*. Visoki ekonomski i socijalni troškovi kriznih epizoda zajedno s nedostacima dotadašnjeg regulatornog okvira koji se pokazao nedovoljnim za sprječavanje takvih događaja, ukazali su na važnost dobro postavljenog okvira makroprudencijalne politike. (Dumičić, 2015)

Sistemska rizik označava prijetnju da će poremećaji u financijskom sustavu rezultirati ozbiljnim negativnim posljedicama na cjelokupno financijsko tržište i realno gospodarstvo. (Dumičić, 2015)

Očuvanje financijske stabilnosti važan je cilj ekonomske politike koji ima karakter javnog dobra zbog iznimno visokih ekonomskih i socijalnih troškova. Kao takva, financijska stabilnost jedan je od ključnih preduvjeta za održiv gospodarski rast. Očuvanjem stabilnosti financijskog sustava u cjelini prvenstveno se bavi MPP putem makroprudencijalnih mjera, instrumenata i aktivnosti jačanjem otpornosti financijskog sustava te izbjegavanjem i smanjivanjem sistemskih rizika. Izravan ili neizravan utjecaj na financijsku stabilnost još imaju:

mikroprudencijalna politika, monetarna politika, fiskalna politika te politika tržišnog natjecanja. Svaka od navedenih politika utječe na financijska i realna kretanja te na cjelokupni financijski sustav. S obzirom na to njihov međuodnos određuje i odabir instrumentarija MPP-a. Financijska se stabilnost očituje u nesmetanom funkcioniranju svih segmenata financijskog sustava u procesu alokacije resursa, procjene, upravljanja rizicima, izvršavanju plaćanja te otpornosti sustava na iznenadne šokove. (HNB, 2016)

Slika 3: Financijski sustav Republike Hrvatske

Financijski sustav	Domaća valuta (HRK)
Platni sustav	Hrvatski sustav velikih plaćanja (HSVP) Nacionalni klirinški sustav (NKS) EuroNKS TARGET 2
Financijska tržišta	Međubankovno tržište: Tržište novca i kratkoročnih vrijednosnica d.d. (Tržište novca Zagreb, TNZ) Devizno tržište
Financijske institucije	Kreditne institucije: banke, stambene štedionice, Hrvatska banka za obnovu i razvitak (HBOR), kreditne institucije iz drugih EU zemalja Ostali financijski posrednici: obvezni i dobrovoljni mirovni fondovi, osiguravajuća društva, investicijski i novčani fondovi, društva za faktoring i leasing
Institucije koje reguliraju i nadziru rad financijskih institucija	HNB Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga (HANFA) Državna agencija za osiguranje štednih uloga i sanaciju banka (DAB) Uprava za financijski sustav Ministarstva financija Ostali (HUB, FINA, REGOS...)

Izvor: Rad autorice prema podacima HNB-a

Ključna je uloga financijskog sustava u alokaciji resursa, odnosno u procesu preobrazbe štednje u ulaganja, a time i u rastu gospodarstva te povećanju opće razine društvenog blagostanja. (HNB, 2016)

Financijska stabilnost utemeljena je na povjerenju sudionika na financijskim tržištima. Znatno ovisi o cikličkim kolebanjima u njihovim očekivanjima i ponašanju. Stoga kada u jednom segmentu ili više njih u financijskom sustavu nastupe sistemski poremećaji koji mogu ugroziti cjelokupnu financijsku stabilnost, primjerice nelikvidnost ili insolventnost financijskih subjekata, znatan poremećaj u sustavu plaćanja i sustavu namire platnih transakcija, poremećaji koji se prenose s vanjskih financijskih tržišta ili drugi poremećaji koji bi potencijalno doveli do poteškoća u funkcioniranju financijskog sustava, radi se o kriznoj epizodi. (HNB, 2016)

4.1. Makrobonitetne mjere i otpornost bankovnog sustava

Makrobonitetne mjere služe za očuvanje financijske stabilnosti. Obuhvaćaju preventivne mjere, mjere usmjerene na jačanje otpornosti bankovnog sustava i ostale mjere. (HNB, 2017)

Slika 4: Makrobonitetne mjere HNB-a

Makrobonitetne mjere HNB-a	Zaštitni sloj za očuvanje kapitala
	Protuciklički sloj kapitala ZS (pck)
	Zaštitni sloj za strukturni sistemski rizik ZS (ssr)
	Zaštitni sloj kapitala za sistemski važne kreditne institucije ZS (osv) i ZS (gsv)
	Uzajamno priznavanje mjera (reciprocitet)
	Ostale mjere i aktivnosti

Izvor: Rad autorice

Zaštitni sloj za očuvanje kapitala je zaštitni sloj kapitala u iznosu od 2,5 % od ukupnog iznosa izloženosti riziku koji su kreditne institucije dužne održavati u obliku redovnog osnovnog kapitala. Ovaj zaštitni sloj nadograđuje se na *minimalnu regulatornu stopu redovnog osnovnog kapitala* koja iznosi 4,5 %. Svrha je ove mjere očuvanje kapitala kreditne institucije. (HNB, 2019b)

Protuciklički sloj kapitala ZS (pck) koristi se u svrhu ublažavanja sistemskih rizika koji mogu proizaći iz prekomjernog kreditnog rasta u privatnom nefinancijskom sektoru. Ovaj zaštitni sloj s jedne strane služi bankama za apsorpciju mogućih gubitaka tijekom gospodarskog usporavanja ili gospodarskih kriza, dok s druge strane služi za ograničavanje prekomjernog rasta kredita u vremenima rastućeg optimizma i snažnog gospodarskog oporavka. Za sve banke u RH protuciklički sloj kapitala trenutačno iznosi 0 %. (HNB, 2020j)

Prema Priopćenju o nastavku primjene stope protucikličkog zaštitnog sloja (2020), nastavno na prvo i drugo tromjesečje i u trećem će se tromjesečju 2021. (od 1. 7. 2021.) stopa pck ZS zadržati na razini od 0 % kako bi se održao kontinuitet u bankovnom kreditiranju nefinancijskog privatnog sektora u okolnostima lošijih gospodarskih kretanja izazvanih pandemijom koronavirusa. (HNB, 2020j)

Zaštitni sloj za strukturni sistemski rizik ZS (ssr) koristi se u svrhu smanjivanja i ublažavanja sistemskih rizika koji su dugoročne i necikličke prirode te mogu izravno utjecati na financijski sustav, a neizravno na gospodarstvo u cjelini. Radi se o promjenjivom kapitalnom sloju koji ima ulogu u apsorpiranju gubitaka proizašlih iz moguće destabilizacije bankovnog sustava. Visinu stope HNB određuje ovisno o vrsti, opsegu i složenosti poslova pojedine kreditne institucije te na temelju analiza strukturnih elemenata financijske stabilnosti i sveobuhvatne ocjene rizika u gospodarstvu koje HNB redovno prati. Banke u RH trenutačno su dužne održavati stopu zaštitnog sloja za strukturni sistemski rizik u visini od 1,5 % ili 3 %. (HNB, 2020k)

Zaštitni sloj kapitala za sistemski važne institucije koristi se kao dodatna zaštita za povećani rizik koji proizlazi iz veličine banke, njezina položaja u bankovnom sustavu Hrvatske i EU, važnosti i veličine njezinih prekograničnih aktivnosti te njezine povezanosti ili povezanosti bankovne grupe kojoj institucija pripada zajedno s ostatkom financijskog sustava. Radi se o preventivnom makrobonitetnom alatu kojemu je cilj spriječiti širenje „zaraze“ koja bi mogla proizaći iz insolventnosti ili općenito stresne situacije sistemski važnih institucija. Ovaj se alat kao kapitalni sloj za ostale sistemski važne institucije ZS (osv) u Hrvatskoj primjenjuje od 2016. na sve banke ocijenjene kao sistemski važne radi svoje veličine, međusobne povezanosti i značajnih prekograničnih aktivnosti. Zakonski dopušteni raspon stope zaštitnog sloja za OSV kreditne institucije je od 0 % do 2 %. Točan prikaz OSV kreditnih institucija i pripadajućih im stopa dan je u Tablici 11. Općenito, osim ZS (osv) koristi se i sloj za globalno sistemski važne

institucije ZS (gsv) međutim, u Hrvatskoj ne postoje takve institucije, ali pojedine banke majke koje su vlasnice kapitala u hrvatskim bankama imaju taj status. (HNB, 2020l)

Tablica 11: Prikaz OSV institucija u RH i visina stope zaštitnog sloja za OSV kreditne institucije

OSV KREDITNA INSTITUCIJA	VISINA STOPE ZAŠTITNOG SLOJA KAPITALA
Zagrebačka banka d. d., Zagreb	2 %
Erste & Steiermärkische Bank d. d., Rijeka	2 %
Privredna banka Zagreb d. d., Zagreb	2 %
Raiffeisenbank Austria d. d., Zagreb	2 %
OTP banka Hrvatska d. d., Zagreb	2 %
Addiko Bank d. d.	2 %
Hrvatska poštanska banka d. d., Zagreb	0,2 %

Izvor: HNB, obrada autorice

Načelo uzajamnog priznavanja mjera (reciprociteta) makrobonitetne politike koje su donijela odgovarajuća tijela drugih država članica EU ili reciprocitet, znači da se sve makrobonitetne mjere koje se zasnivaju na izloženosti i primjenjuju u jednoj zemlji članici EU, uzajamno primjenjuju i u drugim državama članicama EU. Svrha ove mjere jest poboljšavanje dosljednosti i učinkovitosti makrobonitetne politike u zemljama članicama EU. (HNB, 2019c)

Ostale mjere i aktivnosti makrobonitetne politike HNB-a obuhvaćaju: preporuku o postupanju pri odobravanju nestambenih kredita potrošačima, preporuku za ublažavanje kamatnog i kamatno induciranoga kreditnog rizika pri dugoročnom kreditiranju potrošača. Prvom preporukom HNB preporučuje svim kreditnim institucijama koje pružaju usluge kreditiranja nestambenih kredita potrošačima s izvornim rokom dospijeca jednakim ili većim od 60 mjeseci, da pri utvrđivanju kreditne sposobnosti potrošača u obzir uzmu minimalne životne troškove koji ne mogu biti manji od iznosa propisanog zakonom kojim se regulira iznos dijela plaće zaštićenog od ovrhe. Svrha ove preporuke ublaživanje je kreditnog rizika za kredite potrošača. Drugom preporukom HNB preporučuje kreditnim institucijama da klijentima ponude mogućnost promjene uvjeta financiranja kredita kako bi se potrošači s postojećim kreditima ugovorenim s promjenjivom kamatnom stopom mogli zaštititi od kamatnog rizika. Svrha ove

preporuke jest ublažavanje kamatnog rizika za potrošače i kamatno induciranog kreditnog rizika za banke. (HNB, 2019d)

Struktura kapitalnog zahtjeva za banke

U Hrvatskoj su kreditne institucije dužne održavati kapitalni zahtjev u iznosu od 12 % ili 13,5 % od ukupne izloženosti riziku. Na taj se kapitalni zahtjev dodaje individualni kapitalni zahtjev na svaku instituciju. Na Slici 5 prikazana je struktura kapitalnog zahtjeva. Nadalje, minimalni regulatorni kapitalni zahtjev iznosi 8 % od ukupne izloženosti riziku. Može ga se održavati kao osnovni (redovni i dodani) i dopunski kapital na način da sve kreditne institucije u svakome trenutku moraju ispunjavati sljedeće kapitalne zahtjeve:

- stopa redovnog osnovnog kapitala od minimalno 4,5 %
- stopa osnovnog kapitala od minimalno 6 %
- stopa ukupnog kapitala od minimalno 8 %. (HNB, 2017c)

Kombinirani zaštitni sloj kapitala

Kombinirani zaštitni sloj kapitala drži se u obliku redovnog osnovnog kapitala. Iznosi 4 % ili 5,5 % od ukupne izloženosti riziku, ovisno o veličini kreditne institucije. Sastavlja se od zaštitnih slojeva koji imaju funkciju za određeni tip sistemskoga rizika. To su:

- zaštitni sloj za očuvanje kapitala u iznosu od 2,5 %
- ZS (pck)
- ZS (ssr)
- zaštitni sloj kapitala za sistemski važne institucije; ZS (osv) i ZS (gsv). (HNB, 2017c)

Ukupna visina kombiniranog zaštitnog sloja kapitala za kreditne institucije ovisi o kalibraciji pojedinih instrumenata. Tako se kombinirani zaštitni sloj kapitala sastoji od sljedećeg:

- zaštitni sloj za očuvanje kapitala u iznosu od 2,5 % za sve kreditne institucije
- ZS (pck) u trenutačnom iznosu od 0 %
- ZS (ssr) ili ZS (osv) – ovisno o tome koji ima višu stopu – trenutačno je to ZS (ssr) sa stopama od 3 % za veće i 1,5 % za manje kreditne institucije. (HNB, 2017c)

Slika 5: Struktura kapitalnog zahtjeva

Struktura kapitalnog zahtjeva stope u primjeni u postotku ukupne izloženosti riziku	Dopušteni raspon kapitalnog zahtjeva
Protuciklički zaštitni sloj kapitala 0% Zaštitni sloj za OSV kreditne institucije 0,5%, 1% ili 2% <i>0% za sve ostale kreditne institucije</i> Zaštitni sloj za strukturni sistemski rizik 1,5% ili 3% Zaštitni sloj za očuvanje kapitala 2,5%	0% – 2,5% Iznimno HNB može odrediti i stopu veću od 2,5% (ZOKI, čl. 120) 0% – 2% Za supsidijare GSV ili OSV KI u EU-u stopa ne smije prelaziti max{zaštitna stopa matične institucije; 1%} (ZOKI, čl. 137) 1% – 3% 3% – 5% uz prethodno pozitivno mišljenje EK-a >5% EK odobrava provedbenim aktom (ZOKI, čl. 132) 2,5% (ZOKI, čl. 117)
Supervizorski kapitalni zahtjev (specifičan za svaku banku) Stopa ukupnoga kapitala Stopa osnovnoga kapitala Stopa redovnoga osnovnog kapitala	Stopa ovisi o specifičnim rizicima KI koje je HNB prepoznao tijekom SREP-a. Stopa nije javno dostupna, a KI je može i ne mora objaviti. Pri jačanju makrobonitetnog ili sistemskog rizika koji mogu negativno utjecati na financijski sustav i realno gospodarstvo odgovorno nacionalno tijelo može odrediti i više razine regulatornoga kapitala (CRR, čl. 458).
1,5% ili 3% 4,5% 6% 8%	Kombinirani zaštitni sloj kapitala (4% ili 5,5%) Ukupni SREP kapitalni zahtjevi Individualni dodatni kapitalni zahtjevi Minimalni regulatorni kapitalni zahtjev 8%

Napomena: Prikazane stope odnose se na 2018.
 OSV – ostala sistemski važna; GSV – globalna sistemski važna; SREP – postupak nadzorne provjere i ocjene; KI – kreditna institucija; EK – Europska komisija
 ZOKI – Zakon o kreditnim institucijama; CRR – Uredba (EU) br. 575/2013

Izvor: HNB

Osnovni instrumenti koji se koriste za likvidnost:

Dva osnovna instrumenta koja se koriste za likvidnost jesu zahtjev za likvidnosnu pokrivenost (engl. liquidity coverage ratio – LCR) i zahtjev za stabilne izvore financiranja (engl. net stable funding ratio – NSFR).

LCR je usmjeren na poboljšanje kratkoročne likvidosne pozicije financijskih institucija na način da se formiraju likvidosne rezerve, primjerene za pokriće potencijalnih neravnoteža između likvidosnih priljeva i odljeva u iznimno stresnim uvjetima tijekom jednomjesečnog razdoblja. **NSFR** je s druge strane usmjeren na dugoročno, strukturno poboljšanje likvidosne pozicije financijskih institucija. U stresnim uvjetima financijske institucije imaju mogućnost privremeno smanjiti razinu navedenih standarda ispod zahtijevanih regulatornih minimuma. (HNB, 2017c)

Kriza prouzrokovana pandemijom koronavirusa nije prouzrokovala potrebu za izmjenom makrobonitetnih instrumenata i mjera HNB-a. Recentne makrobonitetne aktivnosti HNB-a obuhvaćaju korištenje *kombiniranog zaštitnog sloja kapitala* (banke su obvezne održavati 4 %

ili 5,5 % ukupnih izloženosti riziku, ovisno o veličini banke i međusobnom odnosu stopa zaštitnog sloja za OSV instituciju i za strukturni sistemski rizik za svaku pojedinu OSV kreditnu instituciju). *Protuciklički zaštitni sloj kapitala* iznosi 0 %, što znači da se u Hrvatskoj efektivno ne primjenjuje. Njegova je inače svrha otpuštanje u trenutku nastupanja krize. Za razliku od protucikličkog zaštitnog sloja kapitala, zaštitni slojevi za sistemske rizike strukturne prirode nisu predviđeni za otpuštanje u krizi s obzirom na to da bi njihovo smanjivanje po definiciji trebalo odražavati smanjenje sistemskog rizika. Bez obzira na to, u stresnim razdobljima banke imaju mogućnost zadiranja u zaštitne slojeve kapitala za strukturne sistemske rizike i bez njihova formalnog otpuštanja. S obzirom na činjenicu da ukupna gospodarska i financijska kretanja značajno ovise o razvoju događaja vezanih uz pandemiju koronavirusa, a koji nepovoljno utječu na globalno i na domaće gospodarstvo, analitičkom procjenom donesena je odluka kako ne postoje ciklički pritisci koji bi zahtijevali podizanje visine zaštitnoga protucikličkog sloja kapitala. (HNB, 2020m)

4.2. Kretanje veličine monetarnih agregata – ponude novca

Monetarni agregati definiraju se kao skup financijskih instrumenata (oblika), približno istog stupnja likvidnosti. Likvidnost se definira kao mogućnost pretvaranja nekog oblika imovine u novac uz najmanje transakcijske troškove, s time da je novac najlikvidniji oblik imovine. Različiti oblici novca na nekom monetarnom području obnašaju transakcijsku funkciju ili se javljaju u funkciji štednje (novac kao imovina). Pritom se misli na različite financijske instrumente, što uvjetuje potrebu njihova svrstavanja u skupine istog ili sličnog stupnja likvidnosti. (Matić, 2016)

Širina skale monetarnih agregata kreće se od najvišeg prema najnižem stupnju likvidnosti ($M_0 < M_1 < M_2 < M_3 < M_4$). Monetarni agregati kakvi se danas primjenjuju u svim razvijenijim tržišnim gospodarstvima, dijele se na sljedeće tri grupe:

1. Primarni novac (M_0)
2. Novčana masa u užem smislu (M_1)
3. Novac kao dio (novčane) imovine (M_3 i M_4). (Perišin et. al., 2001)

Zastupljenost monetarnih agregata u pojedinom monetarnom području ovisi o gospodarskoj razvijenosti, tradiciji i navikama vezanih uz uporabu pojedinih novčanih oblika ili razvijenosti financijskih instrumenata. (Matić, 2016)

Važna uloga monetarnih agregata je da obnašaju funkciju monetarnih indikatora ili pokazivača monetarne politike pomoću kojih se nastoji objasniti priroda i kvantitativna analiza monetarne politike. Dakle, monetarni agregati pokazuju radi li se o restriktivnim, ekspanzivnim ili neutralnim monetarnim kretanjima te kakav se utjecaj monetarnih kretanja može očekivati s obzirom na ostvarenje ciljeva ekonomske politike na području proizvodnje, zaposlenosti, cijena i slično. Izabrani monetarni indikatori predstavljaju monetarnu varijablu koja nositeljima monetarne politike indicira djelovanje monetarne politike na realna gospodarska kretanja. (Perišin et. al., 2001)

Na tom tragu Matić (2016) navodi kako je, s obzirom na međusobnu povezanost financijskog i realnog sektora te s obzirom na različita stanja u realnom sektoru u različitim razdobljima (npr. inflacija, deflacija, razdoblja recesije i dr.), utjecaj monetarnih vlasti na veličinu monetarnog agregata od iznimnog značaja za zadovoljavanje potrebe realnog sektora za novcem, uz istodobno osiguranje postavljenih ciljeva monetarne i ekonomske politike (u slučaju postizanja stabilnosti cijena).

U tekstu koji slijedi prema Lovrinović i Ivanov (2009), Matić (2016) te Perišin et. al. (2001) opisani su prethodno navedeni monetarni agregati.

U monetarnoj statistici velikog broja zemalja prihvaćeno je da **primarni novac (M0)** obuhvaća gotov novac u optjecaju (G) – novac izvan kreditnih institucija i u blagajnama i ukupne rezerve banaka kod središnje banke (R) – rezerve kreditnih institucija i ostalih financijskih institucija. To se onda zapisuje kao: $M0 = G + R$. Primarni novac još se naziva i monetarna baza (engl. monetary base – B), rezervni novac (engl. reserve money – R) i novac velike snage (engl. highed power money – H). (Lovrinović i Ivanov, 2009)

Suvremeni novac predstavlja potraživanje nemonetarnih sektora od banaka čiji je najprepoznatljiviji oblik novčanica ili kovani novac koji kreira i emitira isključivo središnja banka. Osim gotovog novca, u suvremeni se novac ubraja i depozitni novac koji u procesu kreditne i monetarne multiplikacije kreiraju ostale monetarne institucije (depozitne banke). Za takve institucije gotov novac predstavlja osnovicu na kojoj oni temelje svoju kreditno-monetarnu aktivnost, time kreirajući depozitni novac. Taj depozitni novac (sekundarna emisija) uz gotov novac izvan banaka predstavlja masu novca u cirkulaciji, odnosno novčanu masu. (Lovrinović i Ivanov, 2009)

S obzirom na to da kreditna multiplikacija ovisi o kreditnom potencijalu banaka, odnosno o visini likvidnosti banaka koju predstavljaju slobodna sredstva banaka (viškovi likvidnosti) na

njihovom žiroračunu u odnosu na rezervu likvidnosti i obveznu rezervu koje banke u svakom trenutku moraju držati kod središnje banke, rezerve banaka utječu na multiplikaciju depozita i kreditnu ekspanziju banaka.

Novčana masa (M1) obuhvaća najlikvidnija novčana sredstva. Može se definirati kao suma gotovog novca u optjecaju (G) i depozitnog novca (D). Pritom je stavka G kod većine zemalja ista i podrazumijeva iznos domaćih novčanica i kovanog novca u optjecaju, dakle izvan banaka, dok je druga stavka specifičnija u odnosu na promatranu zemlju. To se onda zapisuje kao: $M1 = G + D$. (Lovrinović i Ivanov, 2009)

Depozitni novac, dakle, obuhvaća novac kod banaka (kreditnih institucija) i depozitni novac središnje države kod banaka. Depozitni novac obuhvaća slobodna i raspoloživa novčana sredstva na računima banaka (depozitne ili kreditne institucije) bez obzira na njihovo porijeklo, odnosno na to je li u pitanju stvarni polog ili su nastala odobravanjem kredita, a predstavljaju određenu kupovnu snagu. M1 je statički pokazatelj jer pokazuje kvantitativno stanje gotovinskog i knjižnog novca na određeni dan, dok je novčani optjecaj dinamički pokazatelj jer pokazuje opseg novčane cirkulacije za određeno razdoblje. Novčani optjecaj produkt je novčane mase i koeficijenta brzine optjecaja novca. (Matić, 2016)

Količina novca u optjecaju koja je u funkciji *novca kao transakcijskog sredstva* važna je jer se iz odnosa te količine i realnih gospodarskih kretanja javljaju različita stanja poput recesije, nezaposlenosti, inflacije, deflacije i slično, a time i uloga monetarne politike u reguliranju novčanih kretanja i njihova utjecaja na realna kretanja. Dakle, postoji međuodnos monetarnog i realnog fenomena i utjecaja monetarnih vlasti na veličinu monetarnog agregata, ovisno o realnoj potrebi privrede za novcem. (Perišin et. al., 2001)

Novac kao dio novčane imovine (M3 i M4) obuhvaća šire definirane monetarne agregate (M2, M3, M4) koji jednim dijelom obuhvaćaju komponente M0 i M1, a drugim dijelom financijske instrumente nižeg stupnja likvidnosti koje nemonetarni subjekti drže kod različitih financijskih institucija. Šire definirani monetarni agregati dobivaju se nadodavanjem drugih manje likvidnih financijskih instrumenata (rok dospijeca do jedne godine) ili nelikvidnih financijskih instrumenata (rok dospijeca dulji od godinu dana) na M1. (Lovrinović i Ivanov, 2009)

Monetarni agregat (M2) ne označava novčana sredstva koja imaju transakcijsku funkciju, ali se ta sredstva u svakom trenutku mogu pretvoriti u prometno sredstvo. M2 se zbog toga još naziva kvazinovac i sekundarna likvidnost. Monetarni agregat (M3) čine ograničeni depoziti, odnosno

depoziti oročeni na rok do jedne godine, i u širem smislu obveznice s rokom dospijeca do jedne godine. (Matić, 2016)

Često se zapisuje sljedeće:

- $M2 = M1 + S$ (štedni depoziti (dostupni po viđenju))
- $M3 = M2 + Do$ (oročeni depoziti)

Konačno, monetarni agregat M4 predstavlja nelikvidna novčana sredstva. Novčana sredstva koja nisu likvidna, čine depoziti čijim je vlasnicima njihovo raspolaganje zabranjeno (blokirana novčana sredstva) i sredstva koja su oročena na rok duži od godine dana. Također obuhvaćaju depozite internacionalnih financijskih institucija kod središnje banke. (Matić, 2016)

U Tablici 12 prikazano je kretanje monetarnih agregata u Republici Hrvatskoj tijekom desetogodišnjeg razdoblja. Od 2010. godine Hrvatska narodna banka počinje prikazivati revidirane monetarne agregate.

Godine 2015. provedena je revizija svih monetarnih agregata, u okviru toga od 2010. u dijelu koji se odnosi na sektorsku klasifikaciju institucionalnih jedinica i promjenu metodološkog tretmana kunskih pozicija s valutnom klauzulom i od 2011. u dijelu koji se odnosi na proširenje obuhvata drugih monetarnih financijskih institucija (uključivanje novčanih fondova). (HNB, 2016)

U Tablici 12 koja slijedi definirani su monetarni agregati prikazani u Tablici 13.

Tablica 12: Monetarni agregati prema definiciji HNB-a i monetarni agregati prema definiciji ESB-a

Monetarni agregati prema definiciji HNB-a (stara statistika)	Monetarni agregati prema definiciji ESB-a (nova statistika)
Primarni novac (M0) = gotov novac u optjecaju + ukupne rezerve banaka kod središnje banke	
Novčana masa (M1) = gotov novac izvan kreditnih institucija + depoziti ostalih financijskih institucija kod HNB-a + depozitni novac kod kreditnih institucija	$M1^* =$ gotovina u optjecaju + prekonocni depoziti u kunama + prekonocni depoziti u stranoj valuti
Novčana masa (M1a) = gotov novac izvan kreditnih institucija + depozitni novac kod kreditnih institucija + depozitni novac središnje države kod kreditnih institucija *Središnja država obuhvaća tijela državne uprave (ministarstva, državne urede Vlade RH, državne upravne organizacije, uredi državne uprave u	$M2 = M1^* +$ oročeni depoziti u kunama i stranoj valuti s izvornim dospijećem do (uključujući) dvije godine, uključujući i primljene kredite osim prekonocnih kredita i kredita na osnovi repo poslova + depoziti u

županijama) te Hrvatske autoceste (od siječnja 2008.), Autocestu Rijeka – Zagreb, Hrvatske ceste, Hrvatske vode, HRT, HŽ, Infrastruktura, HROTE, HAMAG – BICRO, HERA, DAB, Hrvatska banka za obnovu i razvitak.	otkaznom roku do (uključujući) tri mjeseca
Ukupna likvidna sredstva (M4) = M1 + štedni depoziti + oročeni depozite + devizni depoziti + obveznice + instrumente tržišta novca + izdani udjele novčanih fondova	M3 = M2 + krediti na osnovi repo poslova + izdani udjeli novčanih fondova + izdani vrijednosni papiri s izvornim dospijecom do dvije godine i uključujući dvije godine

Izvor: HNB, obrada autorice

Tablica 13: Kretanje veličine monetarnih agregata u RH (2009. – 2019.)

Godina	Monetarni agregati prema definiciji HNB-a (stara statistika)				Monetarni agregati prema definiciji ESB-a (nova statistika)		
	Primarni novac (M0)	Novčana masa (M1)	Novčana masa (M1a)	Ukupna likvidna sredstva (M4)	M1	M2	M3
2009.	56.141,9	47.181,7	47.760,5	228.521,7	/	/	/
2010.	56.249,1	47.900,8	49.566,8	232.721,4	74.729,7	204.369,8	204.390,8
2011.	62.379,2	51.409,5	53.486,7	245.867,0	78.008,8	207.665,3	214.571,2
2012.	61.264,7	51.886,7	53.979,2	254.642,3	78.995,3	212.008,9	220.942,7
2013.	62.693,1	57.858,9	60.192,6	264.840,7	87.001,8	218.127,4	227.490,0
2014.	63.318,0	63.412,3	65.823,6	273.248,6	95.961,0	220.425,6	229.551,7
2015.	63.748,5	70.623,3	73.243,1	287.328,4	109.592,4	231.457,7	240.377,3
2016.	73.263,6	83.468,6	85.830,2	300.897,3	134.521,7	240.495,6	251.358,2
2017.	86.397,9	99.436,3	102.440,1	307.243,8	160.871,0	253.170,2	261.000,3
2018.	101.817,6	119.884,8	124.385,60	324.030,2	196.860,9	276.304,0	282.684,3
2019.	108.384,8	137.156,7	142.010,50	333.306,5	224.042,2	293.684,0	293.689,3

Izvor: HNB, obrada autorice

U Tablici 13 prikazano je kretanje veličine monetarnih agregata prema definiciji HNB-a i prema definiciji ESB-a. Što koja definicija obuhvaća, opisano je Tablicom 12. S obzirom na to da nova statistika podrazumijeva monetarne agregate prema definiciji ESB-a, komentiranje kretanja monetarnih agregata RH bazirat će se na podacima te statistike. Iz Tablice 12 vidljiv je kontinuirani porast svih triju monetarnih agregata tijekom svih godina. Dakle, monetarni volumen RH kontinuirano raste od 2010. do 2019. godine. Snažniji se porast može uočiti od 2015. godine, usporedno s izlaskom Hrvatske iz recesije, kada se bilježi gospodarski oporavak. Iz Tablice 14 vidljivo je kako se pozitivan trend monetarnog volumena nastavlja 2020. godine. Ipak, ne očekuje se kako će posljedice krize uzrokovane pandemijom koronavirusa izostati.

Shodno iskustvu s prethodnom krizom, mogući scenarij uključuje stagnaciju i pad novčane mase kao i ukupnih likvidnih sredstava. Očekuje se promjena sastava ukupne količine novca.

Što se tiče monetarne baze, M0 bilježi pad u ožujku i u travnju. Najmanji je bio u travnju, što se može pripisati činjenici da je HNB 1. travnja 2020. iz bankovnog sustava povukao preko 12 milijardi kuna kako bi sačuvao tečaj, odnosno spriječio slabljenje kune. Ipak, iz Tablice 13 kojom je prikazano desetogodišnje razdoblje, možemo zaključiti kako je HNB većinu vremena provodio ekspanzivnu monetarnu politiku.

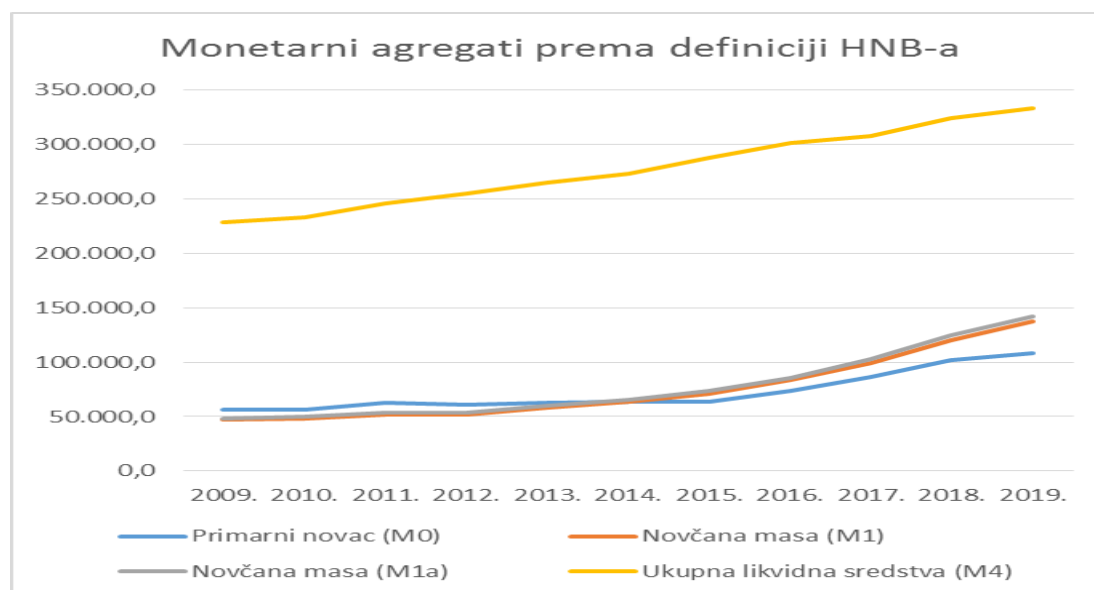
Tablica 14: Kretanje veličine monetarnih agregata u RH (siječanj 2020. – svibanj 2020.)

2020.	Monetarni agregati prema definiciji HNB-a (stara statistika)				Monetarni agregati prema definiciji ESB-a (nova statistika)		
	Primarni novac (M0)	Novčana masa (M1)	Novčana masa (M1a)	Ukupna likvidna sredstva (M4)	M1	M2	M3
siječanj	109.172,9	136.516,1	141.029,0	333.625,8	224.525,1	293.974,2	293.978,2
veljača	112.780,7	139.302,3	144.119,8	335.980,0	226.559,8	296.643,7	296.649,0
ožujak	104.511,6	140.131,4	144.624,7	345.037,6	238.328,9	305.432,2	305.436,2
travanj	98.601,2	141.771,3	146.414,5	344.743,7	239.119,4	305.877,8	305.881,8
svibanj	105.023,9	146.187,9	150.830,0	349.226,6	244.649,6	310.104,5	310.109,9

Izvor: HNB, obrada autorice

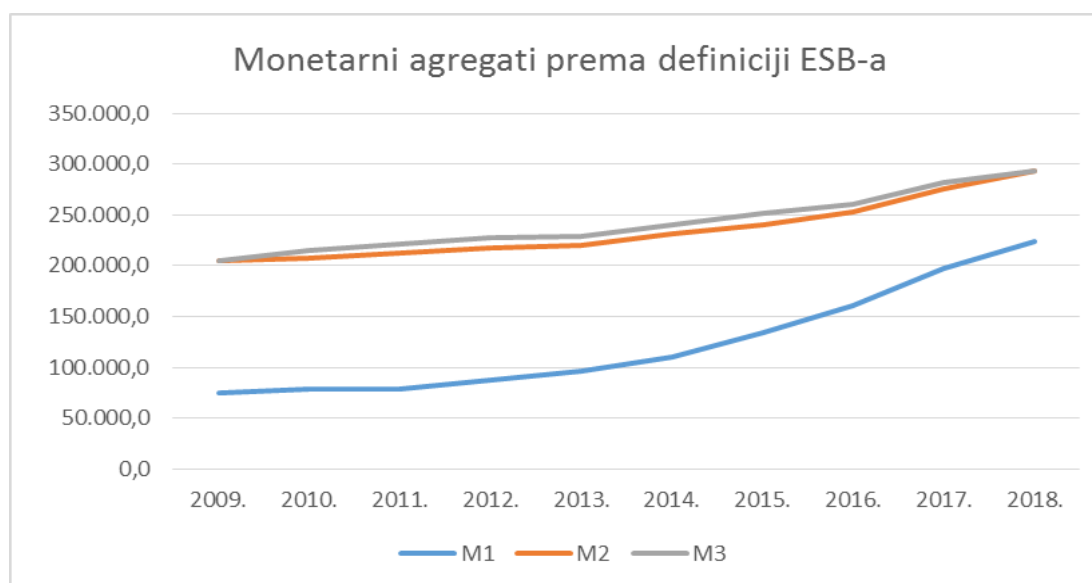
Grafovima 1 i 2 prikazano je kretanje monetarnih agregata u RH prema podacima prikazanim u Tablici 13. Graf 2 prikazuje vrijednosti monetarnih agregata prema metodologiji HNB-a, a Graf 3 prema metodologiji ESB-a.

Graf 1: Monetarni agregati u Hrvatskoj prema metodologiji HNB-a



Izvor: HNB, obrada autorice

Graf 2: Monetarni agregati u Hrvatskoj prema metodologiji ESB-a



Izvor: HNB, obrada autorice

4.3. Slobodna novčana sredstva banaka – viškovi likvidnosti

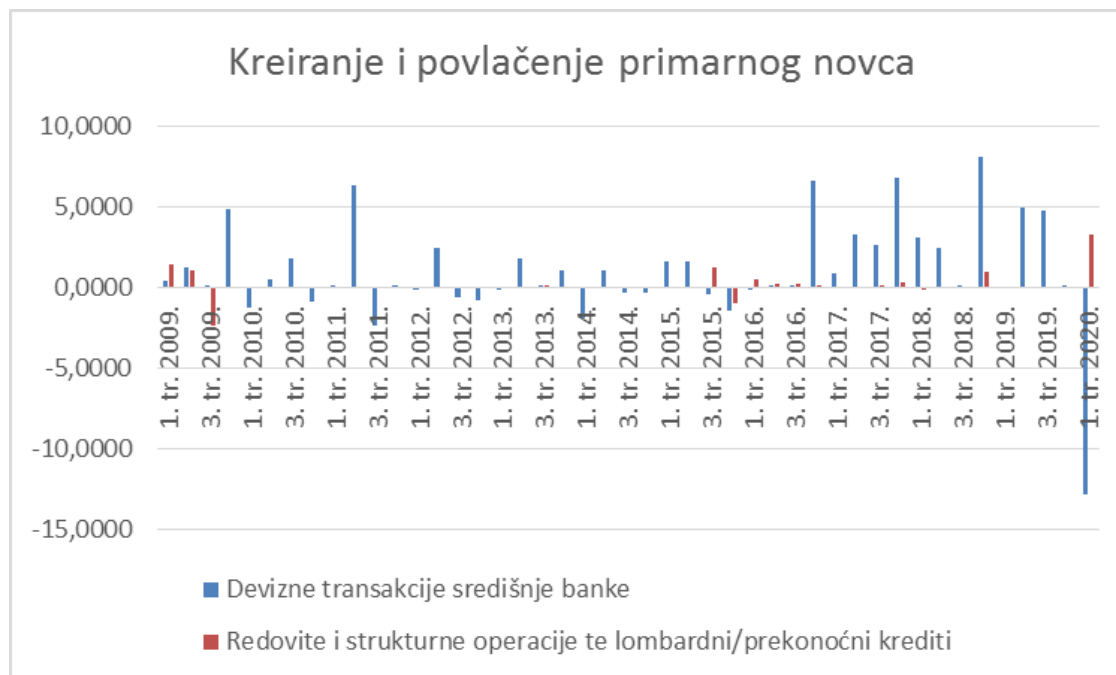
Višak likvidnosti u sustavu banaka prvobitno je posljedica deviznih intervencija, *temeljnog instrumenta* monetarne politike HNB-a kojim se godinama brani tečaj domaće valute u cilju smanjenja aprecijacijskih pritisaka na hrvatsku kunu nastalih zbog priljeva stranog kapitala. S obzirom na to da je takav aprecijacijski smjer pritiska prevladavao, intervencije su se većinskim dijelom odvijale u smjeru kupovine eura. (Ekonomski lab, 2018)

Iz nastalih viškova likvidnosti (slobodnih novčanih sredstava) banke imaju mogućnost kreditirati poduzeća, stanovništvo i državu.

Osim *deviznim intervencijama*, HNB na ponudu novca utječe i *redovitim i strukturnim repo operacijama* kojima od banaka kupuje ili im prodaje odgovarajuće vrijednosne papire. Na ponudu novca utječe i lombardnim kreditima (prekonoćnim kreditima) koji bankama stoje na raspolaganju ukoliko su one sposobne osigurati odgovarajući kolateral (zalog odgovarajućih vrijednosnica).

Kako se HNB služio navedenim instrumentima tijekom promatranog desetogodišnjeg razdoblja te je li provodio ekspanzivnu (kreiranje primarnog novca) ili restriktivnu monetarnu politiku (povlačenje primarnog novca) odnosno utjecao na ponudu novca, prikazano je Grafom 3.

Graf 3: Kreiranje ili povlačenje primarnog novca (M0) HNB-a u milijardama kuna (2009. – 2019.)



Izvor: Rad autorice prema podacima HNB-a

Iz Grafa 3 vidljivo je kako je HNB većinu vremena provodio ekspanzivnu monetarnu politiku, kreirajući primarni novac. Pritom se najviše koristio deviznim transakcijama. Međutim, 1. travnja 2020. godine Hrvatska narodna banka iz bankovnog sustava povukla je preko 12 milijardi kuna. HNB je tada na deviznom tržištu prodao 1,2 milijarde eura iz deviznih pričuva u cilju da zadrži tečaj (zaustavi deprecijaciju kune) te tako ne poveća teret otplate duga. Dakle, HNB je tada provodio restriktivnu monetarnu politiku. S druge strane, na isti datum provodio je i ekspanzivnu monetarnu politiku koristeći se redovitim i strukturnim operacijama te prekonočnim kreditima. HNB simultano provodi ekspanzivnu i restriktivnu politiku zbog toga što istovremeno ima zadatke očuvanja stabilnosti tečaja i očuvanja likvidnosti banaka.

Tablica 15 prikazuje aktivnosti kojima se HNB koristio u kreiranju ili povlačenju novca od 2009. do 2019. godine. Iz vrijednosti prikazanih u tablici vidljivo je kako se HNB u većoj mjeri koristio deviznim transakcijama u odnosu na redovite i strukturne operacije te na lombardne kredite prilikom kreiranja ili povlačenja novca.

Tablica 15: Kreiranje i povlačenje primarnog novca u milijardama kuna

Datum	Devizne transakcije središnje banke	Redovite i strukturne operacije te lombardni/prekonoćni krediti
1. tr. 2009.	0,3484	1,3588
2. tr. 2009.	1,2063	1,0531
3. tr. 2009.	0,0250	-2,4120
4. tr. 2009.	4,8097	0,0000
1. tr. 2010.	-1,2491	0,0000
2. tr. 2010.	0,5157	0,0000
3. tr. 2010.	1,7746	0,0000
4. tr. 2010.	-0,9505	0,0000
1. tr. 2011.	0,0316	0,0000
2. tr. 2011.	6,2700	0,0000
3. tr. 2011.	-2,3677	0,0000
4. tr. 2011.	0,0440	0,0000
1. tr. 2012.	-0,2160	0,0000
2. tr. 2012.	2,3970	0,0000
3. tr. 2012.	-0,6170	0,0000
4. tr. 2012.	-0,7958	0,0000
1. tr. 2013.	-0,2182	0,0000
2. tr. 2013.	1,7865	0,0000
3. tr. 2013.	0,0101	0,0093
4. tr. 2013.	0,9995	-0,0093
1. tr. 2014.	-1,8942	0,0000
2. tr. 2014.	0,9817	0,0000
3. tr. 2014.	-0,3662	0,0000
4. tr. 2014.	-0,3694	0,0000
1. tr. 2015.	1,5613	0,0000
2. tr. 2015.	1,5884	0,0000
3. tr. 2015.	-0,4424	1,1885
4. tr. 2015.	-1,4940	-1,0305
1. tr. 2016.	-0,1722	0,4570
2. tr. 2016.	0,0297	0,1765
3. tr. 2016.	0,0743	0,1944
4. tr. 2016.	6,6040	0,1175
1. tr. 2017.	0,8174	-0,1100
2. tr. 2017.	3,2040	0,0000
3. tr. 2017.	2,6280	0,0050
4. tr. 2017.	6,7506	0,2670
1. tr. 2018.	3,0738	-0,2069
2. tr. 2018.	2,4378	0,0000
3. tr. 2018.	0,0478	0,0000
4. tr. 2018.	8,0770	0,9570
1. tr. 2019.	-0,0403	0,0000
2. tr. 2019.	4,9257	0,0000
3. tr. 2019.	4,7727	-0,0200
4. tr. 2019.	0,0619	-0,1145
1. tr. 2020.	-12,8507	3,2180

Izvor: HNB

U Tablici 16 prikazano je kretanje slobodnih novčanih sredstava u Hrvatskoj u milijunima kuna od 2009. do 2019. godine. Vidljivo je kako su slobodna novčana sredstva u kunama u kontinuiranom porastu od 2012. do 2019. godine dostižući velike vrijednosti, što upućuje na slabo kreditiranje banaka. Slobodna novčana sredstva u stranoj valuti bilježe značajno manje vrijednosti od 2012. godine, a najoštiji pad zabilježen je 2011. godine. Od 2011. do 2019. nisu vidljiva veća fluktuiranja. Podatci slobodnih novčanih kretanja dostupni za 2020. godinu prikazani su u Tablici 17.

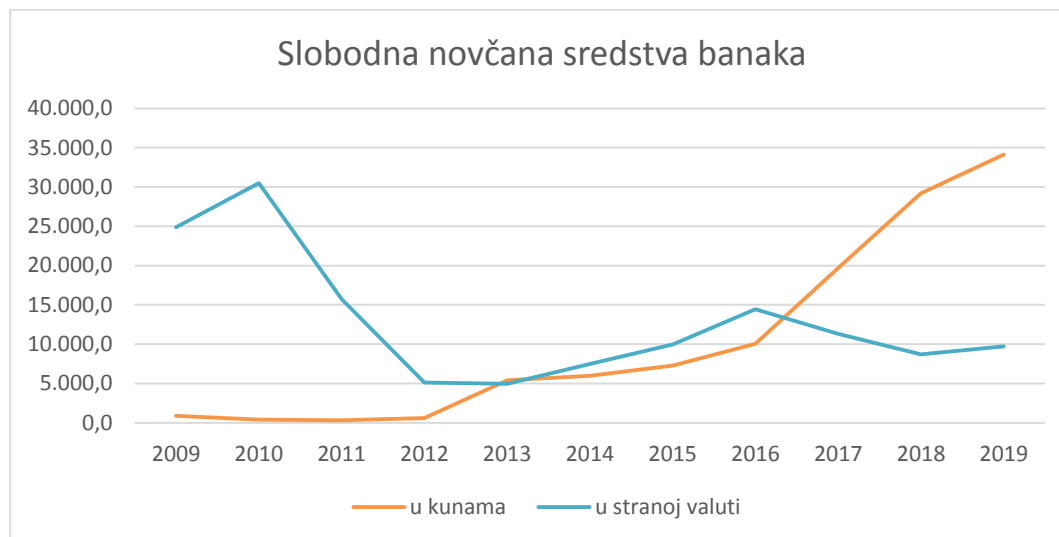
Tablica 16: Kretanje slobodnih novčanih sredstava banaka tijekom godina u milijunima kuna (2009. – 2019.)

		Slobodna novčana sredstva	
Godina	Mjesec	u kunama	u stranoj valuti
2009	prosinač	880,0	24.885,6
2010	prosinač	407,1	30.511,9
2011	prosinač	333,0	15.693,8
2012	prosinač	612,4	5.113,4
2013	prosinač	5.390,9	4.944,6
2014	prosinač	5.970,3	7.473,8
2015	prosinač	7.283,7	9.956,2
2016	prosinač	10.029,3	14.447,2
2017	prosinač	19.714,7	11.303,0
2018	prosinač	29.211,6	8.696,9
2019	prosinač	34.134,9	9.712,4

Izvor: HNB, obrada autorice

Grafom 4 prikazana su kretanja vrijednosti slobodnih novčanih sredstava prikazanih u Tablici 15.

Graf 4: Slobodna novčana sredstva banaka od 2009. do 2019.



Izvor: Rad autorice prema podacima HNB-a

U Tablici 17 prikazana su slobodna novčana sredstva banaka za razdoblje od siječnja do svibnja 2020. Iz prikazanih podataka, s jedne strane, može se uočiti pad slobodnih novčanih sredstava u ožujku i travnju te njihov porast u svibnju u domaćoj valuti. Zrcalno, s druge strane, može se uočiti porast slobodnih novčanih sredstava u ožujku i travnju te pad u svibnju u stranoj valuti. Takva se kretanja mogu pripisati deviznim intervencijama koje je HNB provodio u cilju sprječavanja slabljenja kune. Dakle, slobodna novčana sredstva za svibanj 2020. godine dosegla su preko 35 milijardi kuna (35,6571 milijarde kuna). Prema podacima HNB-a, ta ista sredstva za svibanj 2019. godine iznosila su preko 31 milijardu kuna (31,0028 milijarde kuna), što je povećanje od 15,1 % u odnosu na 2019. godinu. Takve vrijednosti rezultat su ekspanzivne monetarne politike HNB-a.

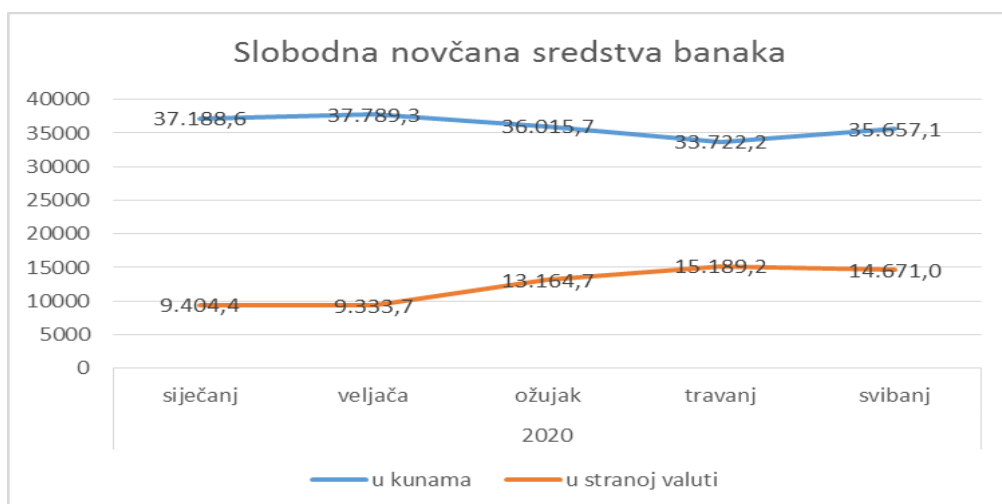
Tablica 17: Kretanje slobodnih novčanih sredstava banaka od siječnja 2020. do svibnja 2020.

Godina	Mjesec	Slobodna novčana sredstva	
		u kunama	u stranoj valuti
2020	siječanj	37.188,6	9.404,4
	veljača	37.789,3	9.333,7
	ožujak	36.015,7	13.164,7
	travanj	33.722,2	15.189,2
	svibanj	35.657,1	14.671,0

Izvor: HNB, obrada autorice

Grafom 5 prikazana su kretanja slobodnih novčanih sredstava od siječnja do svibnja 2020. godine.

Graf 5: Slobodna novčana sredstva 2020. godine (siječanj – svibanj)



Izvor: Rad autorice prema podacima HNB-a

4.4. Emisija javnog duga i kamate

Prema Zakonu o državnom proračunu *državni dug* definira se kao dug središnjeg proračuna, a *javni dug* kao dug općeg proračuna. Zatim, središnji proračun jesu državni proračun i financijski planovi izvanproračunskih korisnika državnog proračuna, a opći proračun je središnji proračun i proračuni jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave te izvanproračunski korisnici jedinica lokalne i područne (regionalne) samouprave (Zakon o proračunu, NN 87/08; Zakon o izmjenama zakona o proračunu, NN 136/12).

Javni dug odnosi se na iznose koje je država pozajmljivala kako bi financirala prošle deficite. Takvo deficitarno financiranje odvija se putem javnog duga, a znači prodaju vrijednosnih papira uz obvezu otplaćivanja putem određenog broja godina kamata, a naposljetku obično i otplatu glavnice. Kupoprodaja vrijednosnih papira odvija se na tržištu kapitala gdje se država natječe s ostalim zajmoprimateljima i pritom plaća traženu kamatu. Razlikuju se *unutarnji javni dug* odnosno dug koji posjeduju domaći vjerovnici i *vanjski javni dug* odnosno zaduživanje države u inozemstvu. Kod ovog drugog oblika zaduživanja, odnosno njegova otplaćivanja, sredstva izlaze izvan zemlje, raste trgovinski deficit te opsluživanje može imati ozbiljne posljedice na stvarni gubitak proizvodnih mogućnosti zemlje dužnika. (IJF)

Veličina javnog duga iskazuje se udjelom javnog duga u BDP-u (Graf 6), no za potrebe analiziranja javnog duga, prikazani su i apsolutni iznosi javnog duga RH u milijunima kuna (Tablica 17).

Politika javnog duga važan je instrument utjecaja ekonomske politike. S jedne strane fiskalna i monetarna politika svoj utjecaj ostvaruju politikom javnih prihoda i rashoda, odnosno promjenom razine novčanog optjecaja, dok se s druge strane politika javnog duga sastoji u promjenama strukture javnog duga u pogledu dospeljeka i vlasništva. Upravljanje javnim dugom svodi se na izmjenu stare emisije novom emisijom. Sredstva koja su za to potrebna dobivaju se stvaranjem novih obveza, odnosno dug se refundira (IJF).

Ciljevi su upravljanja javnim dugom:

- zadovoljavanje financijskih potreba države, uključujući podmirivanje dospjelih obveza
- postizanje najnižeg srednjoročnog i dugoročnog troška financiranja uz prihvatljivu razinu rizika
- promicanje razvoja domaćeg tržišta kapitala. (Ministarstvo financija)

Zaduživanje s ciljem osiguranja potreba za financiranjem utvrđenih državnim proračunom uz postizanje najnižeg troška financiranja provodi se putem:

- aukcije trezorskih zapisa
- kratkoročnih i dugoročnih kreditnih zaduženja
- izdavanja obveznica. (Ministarstvo financija)

Načini opsluživanja javnog duga prikazani su slikom 5.

Slika 6: Opsluživanje javnog duga

Fiskalna politika	- oporezivanjem gdje teret pada na potrošnju te opterećujući sadašnji naraštaj
Domaće pozajmljivanje ili pozajmljivanje u inozemstvu	- pozajmljivanjem gdje teret pada na novčanu akumulaciju opterećujući budući naraštaj
Tiskanjem novca	- monetizacija duga

Izvor: Rad autorice prema podacima IJF-a

Izbor financiranja ovisi posljedično o utjecaju povećanja poreza, zaduživanja države ili dodatnog monetarnog rasta. Veći stupanj zaduženosti zahtijeva veći budžetski suficit, a on se pak može postići ili povećanjem budžetskih prihoda ili smanjenjem rashoda i subvencija. Državni proračun također mora biti solventan. To će ovisiti o visini ukupnih raspoloživih prihoda države, visini javne potrošnje i visini javnog duga. (IJF)

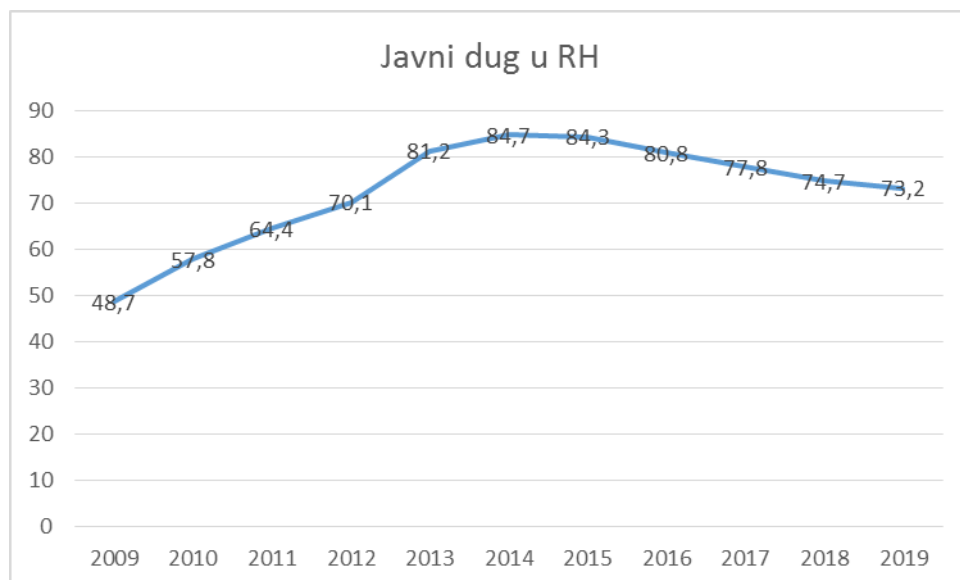
Budžetski suficit (višak) ili deficit (manjak) Republike Hrvatske prikazan je Grafom 6. Iz grafa je vidljivo kako RH tek posljednje tri godine odnosno 2017., 2018. i 2019. ostvaruje proračunski suficit, što označava pozitivna fiskalna kretanja koja idu u prilog smanjenju golemog javnog duga.

Struktura javnog duga RH prikazana je u Tablici 17. Javni dug odnosi se na *dug sektora opće države* (tzv. *Maastrichtski ili EDP dug*) koji je u skladu s Europskim sustavom nacionalnih i regionalnih računa 2010 (ESA 2010), a predstavlja bruto nominalni konsolidirani dug bez uključene obračunate neplaćene kamate. (HNB, 2018)

Javni dug razdijeljen je na komponentu unutarnjeg duga opće države i komponentu inozemnog duga opće države čija suma čini ukupni dug opće države. Nadalje, komponenta unutarnjeg duga opće države obuhvaća: unutarnji dug središnje države, unutarnji dug fondova socijalne sigurnosti i unutarnji dug lokalne države. Komponenta inozemnog duga opće države obuhvaća sljedeće komponente: inozemni dug središnje države, inozemni dug fondova socijalne sigurnosti i inozemni dug lokalne države.

Iz Grafa 6 vidljivo je kako se javni dug RH prikazan kao udio u BDP-u kontinuirano smanjuje od 2014. do 2019. godine.

Graf 6: Kretanje javnog duga kao udjela u BDP-u (%) za RH (2009. – 2019.)



Izvor: Rad autorice prema podacima Eurostata

S druge strane iz Grafa 8 gdje je javni dug prikazan u apsolutnom iznosu, vidljivo je variranje vrijednosti tijekom godina. Usporedno s razdobljem od 2014. do 2019. godine vrijednosti javnog duga kao udjela u BDP-u, apsolutna vrijednost javnog duga u tom istom razdoblju ne pokazuje jednaki trend.

Analitičari Raiffeisen banke (RBA) navode kako su čimbenici koji su išli u prilog smanjenju relativnog iznosa javnog duga: nastavak povoljnih fiskalnih kretanja, što je smanjilo potrebe države za zaduživanjem, okruženje visoke razine likvidnosti i nastavak razdoblja niskih kamatnih stopa. Navode kako su prethodno navedeni čimbenici poboljšali uvjete zaduživanja na domaćem i međunarodnom financijskom tržištu te doprinijeli smanjenju kamatnih stopa. Smanjenje kamatnih stopa dovelo je do smanjenja izdataka za kamate čime je poboljšana i ročna struktura duga. Također navode kako je pad udjela javnog duga u BDP-u rezultat i solidnog realnog gospodarskog rasta 2019. godine od 2,9 %. (RBA, 2020)

Od 2014. do 2015. godine apsolutni iznos javnog duga raste. Zatim od 2015. do 2016. bilježi se smanjenje pa od 2016. do 2019. ponovni porast. Iz posljednje dostupnih podataka apsolutne vrijednosti javnog duga za 31. ožujka 2020. vidljivo je kako se može očekivati dalji rast javnog duga u preostalim mjesecima.

Razmatranjem javnog duga po komponentama prikazanim u Tablici 18 može se uočiti kako se komponenta vanjskog javnog duga kontinuirano povećavala od 2009. do 2014. godine. Od 2014. godine ta se komponenta smanjuje iduće dvije godine. Zatim je od 2016. do 2017. godine zabilježen blagi porast za 1,42 %. Vrijednost se zatim smanjivala do 2019. pa se od te iste godine do 31. ožujka 2020. godine povećala za 5,35 %, odnosno za preko 5 milijardi kuna (5120,6 milijuna kuna).

Komponenta unutarnjeg duga opće države tijekom čitavog desetogodišnjeg razdoblja kontinuirano raste s izuzetkom zabilježenim u 2017. kada je u odnosu na 2016. zabilježen pad vrijednosti od 0,22 %. Trend rasta komponente unutarnjeg duga opće države očekuje se i u bliskoj budućnosti na što ukazuju posljednje dostupne vrijednosti za 31. ožujka 2020.

Tablica 18: Struktura i kretanje javnog duga RH na kraju razdoblja (2009. – 2019.) u milijunima kuna prema metodologiji ESA

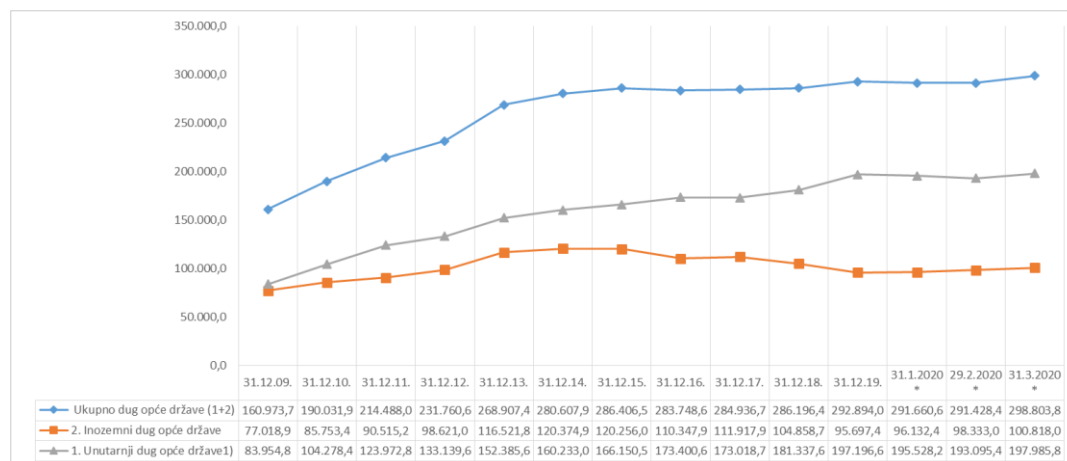
Datum	31.12.09.	31.12.10.	31.12.11.	31.12.12.	31.12.13.	31.12.14.	31.12.15.	31.12.16.	31.12.17.	31.12.18.	31.12.19.	31.1.2020*	29.2.2020*	31.3.2020*
1. Unutarnji dug opće države	83.954,8	104.278,4	123.972,8	133.139,6	152.385,6	160.233,0	166.150,5	173.400,6	173.018,7	181.337,6	197.196,6	195.528,2	193.095,4	197.985,8
1.1 Unutarnji dug središnje države	81.508,9	100.534,0	120.113,7	129.364,9	147.650,7	155.101,9	161.277,9	168.851,9	168.623,1	175.760,4	191.282,6	189.596,9	187.014,7	191.803,9
Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri	16.334,9	15.146,0	16.362,2	15.423,1	19.877,2	19.870,3	15.368,4	12.754,0	12.630,3	11.909,1	12.380,0	11.781,5	10.894,5	10.591,4
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	36.631,4	48.705,0	55.323,6	62.558,4	71.628,4	82.306,1	92.052,8	108.608,9	119.413,5	126.435,7	140.583,7	139.983,5	137.977,9	141.482,2
Krediti	28.542,7	36.683,1	48.427,9	51.383,3	56.145,1	52.925,5	53.856,8	47.488,9	36.579,2	37.415,6	38.318,9	37.831,9	38.142,3	39.730,4
1.2 Unutarnji dug fondova socijalne sigurnosti	0,0	1,0	2,3	1,6	0,9	3,5	1,9	0,6	0,0	1,1	5,7	4,7	5,1	7,0
Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Krediti	0,0	1,0	2,3	1,6	0,9	3,5	1,9	0,6	0,0	1,1	5,7	4,7	5,1	7,0
1.3 Unutarnji dug lokalne države	2.624,7	3.928,2	4.029,3	3.334,5	4.916,6	5.326,4	5.140,6	4.882,4	4.840,5	6.110,8	6.632,9	6.667,8	6.905,6	7.047,2
Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	406,8	384,9	260,2	209,1	151,7	74,8	59,5	13,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Krediti	2.218,0	3.543,3	3.769,0	3.725,5	4.764,9	5.251,6	5.081,2	4.869,0	4.840,5	6.110,8	6.632,9	6.667,8	6.905,6	7.047,2
2. Inozemni dug opće države	77.018,9	85.753,4	90.515,2	98.621,0	116.521,8	120.374,9	120.256,0	110.347,9	111.917,9	104.858,7	95.697,4	96.132,4	98.333,0	100.818,0
2.1 Inozemni dug središnje države	76.282,5	85.096,8	89.950,7	98.108,4	116.038,4	119.883,9	119.842,3	109.972,6	111.567,2	104.510,8	95.333,0	95.768,2	97.967,8	100.445,4
Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri	1.301,4	3.520,5	1.205,3	895,1	539,8	642,5	62,7	13,5	150,0	4,7	0,0	0,0	0,0	0,0
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	35.306,5	37.427,1	40.627,9	47.486,5	62.695,6	64.692,2	68.125,6	58.451,1	61.839,7	57.609,7	54.467,6	54.982,9	57.139,9	59.195,9
Krediti	39.674,6	44.149,1	48.117,4	49.726,8	52.802,9	54.559,2	51.654,0	51.508,0	49.577,5	46.896,5	40.865,3	40.785,3	40.828,0	41.249,5
2.2 Inozemni dug fondova socijalne sigurnosti	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Krediti	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2.3 Inozemni dug lokalne države	736,4	656,7	564,6	512,6	483,4	481,0	413,6	375,3	350,7	347,9	364,4	364,2	365,1	372,6
Kratkoročni dužnički vrijednosni papiri	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Dugoročni dužnički vrijednosni papiri	165,3	165,8	133,6	132,5	132,7	130,4	65,4	31,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Krediti	571,1	490,9	431,0	380,1	350,7	350,6	348,3	344,3	350,7	347,9	364,4	364,2	365,1	372,6
Ukupno dug opće države (1+2)	160.973,7	190.031,9	214.488,0	231.760,6	268.907,4	280.607,9	286.406,5	283.748,6	284.936,7	286.196,4	292.894,0	291.660,6	291.428,4	298.803,8

*javni dug RH za prvo tromjesečje 2020.

Izvor: HNB

Grafom 7 prikazane su komponente javnog duga RH u milijunima kuna.

Graf 7: Javni dug RH u milijunima kuna razdijeljen na komponente



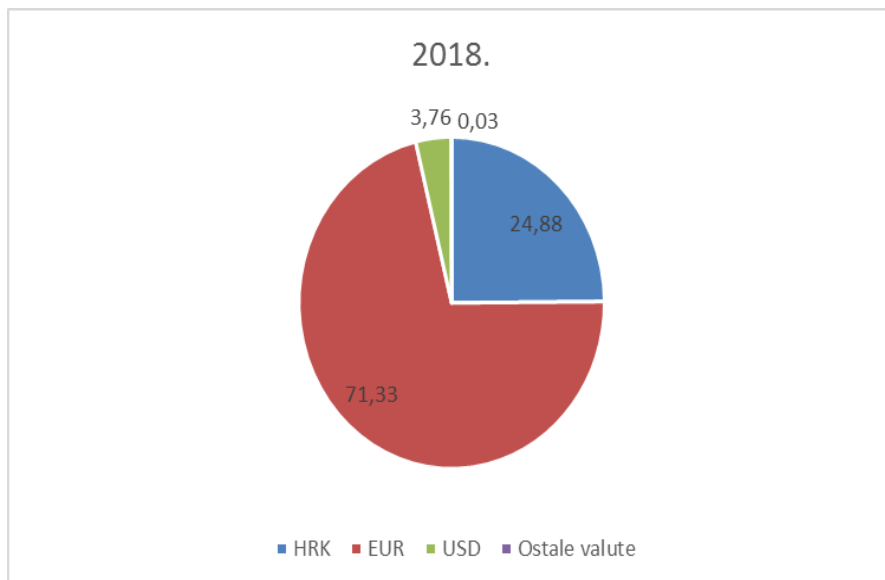
Izvor: Rad autorice prema Tablici 18

Na razvijenom i stabilnom financijskom tržištu opća razina kamatnih stopa ovisit će o ponudi i potražnji za kapitalom. Onda kada se na tržištu pojave poremećaji, cijene variraju te se javlja potreba za djelovanjem države. Država djeluje putem monetarne i fiskalne politike. Fiskalna politika teži za nižim kamatnim stopama, dok monetarna politika teži za višim kamatnim stopama do one granice koja ne usporava ekonomski rast. (IJF)

S jedne strane, kombinacija popustljive fiskalne politike i restriktivne monetarne politike podiže razinu kamatnih stopa i povećava dotok financijskog kapitala. S druge strane, restriktivna fiskalna i popustljiva monetarna politika smanjit će razinu kamatnih stopa i usporiti priljev financijskog kapitala. Dobro uravnotežen javni dug podrazumijeva usklađenost rokova dospijea koji ne vode privredu u nelikvidnost i inflaciju. Pravilo je da je u inflaciji prihvatljiviji kratkoročni dug jer dugoročno zaduživanje podrazumijeva pozajmljivanje po višim nominalnim kamatnim stopama i treba ga izbjegavati. Zbog djelovanja inflacije može doći do otpisa javnog duga, ali to se može spriječiti indeksiranjem duga koji štiti nominalnu vrijednost od obezvredivanja. (IJF)

U valutnoj strukturi javnog duga prevladavaju euri sa 71,33 %, slijede kune sa 24,88 %, američki dolari sa 3,76 %, dok je udio ostalih valuta tek 0,03 % (Graf 8).

Graf 8: Valutna struktura javnog duga u RH



Izvor: Rad autorice prema podacima HNB-a

5. ANALIZA I MAKROPRUDENCIJALNA DIJAGNOSTIKA

Makroprudencijalni dijagnostički proces sastoji se od ocjenjivanja makroekonomskih i financijskih odnosa i kretanja koji mogu rezultirati narušavanjem financijske stabilnosti. Signali koji upozoravaju na povećani stupanj rizika detektiraju se na temelju kalibracije statističkim metodama, regulatornih standarda ili stručnih procjena. Rizici se sintetički prikazuju u mapi rizika (Slika 6) te indiciraju razinu i dinamiku ranjivosti kako bi se olakšao postupak identifikacije sistemskog rizika. Identifikacija sistemskog rizika obuhvaća određivanje njegove prirode (strukturne ili cikličke), lokacije odnosno segmenta sustava u kojem se razvija te izvora. Određivanje izvora rizika podrazumijeva, primjerice, davanje odgovora na pitanje odražava li rizik više poremećaje na strani ponude ili potražnje. Takvo dijagnostificiranje omogućuje optimizaciju instrumentarija i kalibriranje intenziteta mjera koje bi trebale najučinkovitije djelovati na rizik, smanjiti regulatorni rizik (uključujući nepoduzimanje aktivnosti) i minimizirati potencijalna negativna prelijevanja na druge sektore kao i neočekivane prekogranične učinke. Također, takvo dijagnostificiranje omogućuje tržišnim sudionicima uvid u ranjivosti i rizike koji bi se mogli materijalizirati i ugroziti financijsku stabilnost. (HNB, 2020; Makroprudencijalna dijagnostika)

Prijetnje za koje se smatra da bi mogle narušiti financijsku stabilnost navode se u Makroprudencijalnoj dijagnostici. Kao takve prijetnje u prethodnim izdanjima isticale su se trgovinske napetosti između SAD-a i EU, neizvjesnost u vezi s rastom njemačkog gospodarstva, utjecaj potencijalnog snažnijeg usporavanja Kine na globalni rast te nepoznanice oko budućih trgovinskih odnosa između Ujedinjenog Kraljevstva i EU. Šok se u konačnici manifestirao u obliku globalne pandemije uzrokovane koronavirusom. Iako se još uvijek pretpostavlja da će stagnacija gospodarske aktivnosti biti ograničena na svega nekoliko mjeseci, takav bi se šok ipak, uz trenutačno prisutne kratkoročne utjecaje mogao i u duljem roku negativno odraziti na gospodarski rast i financijsku stabilnost. (HNB, 2020; Makroprudencijalna dijagnostika)

Slika 6: Mapa rizika za prvo tromjesečje 2020.



*strelice označavaju promjenu u odnosu na prethodnu Mapu rizika
Izvor: HNB

Do povećanja ukupne ocjene rizičnosti došlo je zbog brojnih makroekonomskih i financijskih šokova vezanih uz mjere za sprječavanje širenja pandemije. Ocjena rizičnosti za kraj prvog tromjesečja 2020. godine iznosi četiri, što označava visok stupanj izloženosti sistemskim rizicima. Za isto razdoblje prethodne 2019. rizičnost je bila ocijenjena kao umjerena. Kao odgovor na zabilježene šokove aktiviran je niz ekonomskih, monetarnih, fiskalnih i supervizorskih mjera u cilju stabiliziranja makroekonomske i financijske situacije. (HNB, 2020 Makroprudencijalna dijagnostika)

5.1. Makroekonomski pokazatelji – aktivnosti HNB-a

Kao što je prethodno spomenuto, kao odgovor na zabilježene makroekonomske i financijske šokove vezane uz mjere za sprječavanje širenja pandemije uzrokovane koronavirusom, aktivirano je niz ekonomskih, fiskalnih, monetarnih i supervizorskih mjera s ciljem stabiliziranja makroekonomske i financijske situacije. U Hrvatskoj mjere su aktivirali HNB, Vlada i Hanfa s ciljem ublažavanja utjecaja na domaće financijsko tržište i osiguranja neometanih tokova kapitala prema realnom sektoru. U provođenju aktivnosti HNB se služio supervizorskim mjerama, a kako navode iz HNB-a, za uporabom klasičnih makrobonitetnih instrumenata nije bilo potrebe. Iz HNB-a također navode kako je Hrvatski bankovni sustav krizu dočekao s visokim rezervama kapitala i likvidnosti koje su na mikrorazini i makrorazini akumulirane u razdoblju povoljnijih makroekonomskih i financijskih uvjeta. HNB je od ožujka započeo s postupnim otpuštanjem likvidnosnih rezervi. (Makroprudencijalna dijagnostika, 2020)

Glavne aktivnosti koje je HNB provodio od izbijanja kriza bile su usmjerene na održavanje stabilnog tečaja domaće valute u odnosu na euro, osiguranje kunske i devizne likvidnosti domaćeg financijskog sustava te na očuvanje stabilnosti na tržištu državnih vrijednosnih papira. Kako bi održao *stabilan devizni tečaj* domaće valute prema euru, HNB je intervenirao na deviznom tržištu te je uspostavio valutni swap s ESB-om. Također, kako bi ublažio pritiske na slabljenje kune u odnosu na euro, HNB je tijekom ožujka i travnja proveo pet deviznih intervencija. Na tim deviznim intervencijama (uz nekoliko transakcija provedenih izvan aukcija) HNB je domaćim bankama prodao 2,5 milijarde eura. Zatim, valutni swap s ESB-om, omogućio je razmjenu kuna za eure u iznosu od 2 milijarde eura. Ta je opcija HNB-u raspoloživa do kraja 2020. godine ukoliko će hrvatskim financijskim institucijama biti potrebno osigurati dodatnu eursku likvidnost, a kako bi se izbjeglo korištenje vlastitih međunarodnih pričuva. (Makroprudencijalna dijagnostika, 2020)

Što se tiče *likvidnosti* bankovnog sustava, HNB ju je povećao putem operacija na otvorenom tržištu i smanjenjem stope obvezne pričuve s 12 % na 9 %.

HNB je svoje aktivnosti također usmjerio na *stabilnost na tržištu državnih vrijednosnih papira* koristeći se operacijama fine prilagodbe odnosno kupnjom državnih obveznica RH na sekundarnom tržištu. Dinamika i obujam navedenih transakcija ovisili su o kretanju na tržištu državnih obveznica i dinamici zaduživanja same države, kao i o ukupnom djelovanju monetarne politike i izazovima s kojima se susretala uzimajući čitavo vrijeme u obzir svoj osnovni cilj – očuvanje stabilnosti tečaja. (Makroprudencijalna dijagnostika, 2020)

Dodatne mjere koje HNB poduzeo za osiguranje likvidnosti i ostalih tržišnih sudionika (osim bankovnog sustava) obuhvatile su proširenje kruga potencijalnih sudionika u operacijama kupoprodaje vrijednosnih papira. Taj je krug iz tih razloga proširen na mirovinske i investicijske fondove te društva za osiguranja.

Supervizorskim mjerama u svrhu očuvanja financijske stabilnosti HNB je osigurao prostor za optimalni manevar instrumentima monetarne politike. Tako je privremenim dopuštanjem bankama da se koriste zaštitnim slojem likvidnosti (LCR) ispod propisanog minimalnog iznosa od 100 % neposredno utjecao na podupiranje likvidnosti domaćeg gospodarstva. Ta je aktivnost olakšala uvjete financiranja na domaćem tržištu i pomogla u očuvanju stabilnosti tečaja domaće valute prema euru. Nadalje, HNB je privremeno omogućio fleksibilniji pristup supervizorskim pravilima o klasifikaciji postojećih i novih izloženosti prema stupnju njihove naplativosti. Takvom akcijom HNB podupire kreditni potencijal banaka kako bi se smanjio pritisak na njihov

kapital, a koji bi u trenutačnim uvjetima bio rezultat očekivanog rasta nenaplativih kredita. Također kreditnim institucijama naložio je zadržavanje dobiti ostvarene u 2019. (HNB, 2020; Makroprudencijalna dijagnostika)

Makroekonomska kretanja razmatrana u okviru makroprudencijalne dijagnostike, a koja utječu na financijsku stabilnost prikazana su u Tablici 19.

Tablica 19: Kretanje makroekonomskih pokazatelja za razdoblje od 2009. do 2019.

Godina	Nominalni BDP (mil.HRK)	Stopa inflacije	Stopa nezaposlenosti
2009.	330771	2,4	9,2
2010.	328824	1,1	11,6
2011.	333215	2,3	13,7
2012.	330509	3,4	15,9
2013.	331209	2,2	17,3
2014.	331343	-0,2	17,3
2015.	339696	-0,5	16,2
2016.	351169	-1,1	13,1
2017.	366426	1,1	11,2
2018.	382965	1,5	8,4
2019.	400102	0,8	6,6

Izvor: Rad autorice prema podacima HNB-a

Iz prikaza u Tablici 19 vidljivo je kako se nominalni BDP manje mijenjao u razdoblju od 2009. do 2014. godine. Od 2015. do 2019. godine nominalni BDP kontinuirano raste. U odnosu na 2009., nominalni BDP je 2019. narastao za 69 331 milijuna kuna, odnosno za 20,96 %.

Stopa inflacija bila je najveća u 2012. kada je iznosila 3,4 %, a najmanja 2016. godine kada je iznosila -1,1 %. U odnosu na početnu promatranu 2009., stopa inflacije u posljednjoj promatranoj 2019. godini bilježi pad od 66,67 %.

Stopa nezaposlenosti u RH kontinuirano je rasla od 2009. do 2013. Stopa je stagnirala 2014. te ponovno porasla 2015. godine. Od 2015. do 2019. godine zabilježen je kontinuirani pad stope nezaposlenosti.

5.2. Kapitalizacija, likvidnost i financiranje banaka

Adekvatnost kapitala (engl. capital adequacy ratio – CAR) predstavlja odnos između kapitala i ponderirane aktive, odnosno izražava se kao postotak rizikom ponderirane aktive. Prikazuje

sposobnost banke da apsorbira gubitke prije nego što postane nesolventna. Viši kapital banke ujedno predstavlja i veći kapacitet banke da apsorbira gubitke nastale lošim plasmanima. Potreban iznos kapitala ovisi o rizičnosti imovine određene banke. Dakle, CAR služi za testiranje adekvatnosti kapitala banaka i provođenje stres-testova. Mjeri dvije adekvatnosti za dvije vrste kapitala – osnovni i dopunski. Prva je Tier-1 kapital (osnovni kapital) koji može apsorbirati određeni iznos gubitka, a da banka ne bude prisiljena zaustaviti poslovanje. Druga je Tier-2 (dopunski kapital) koji može apsorbirati gubitak, ali uz likvidaciju. (Vijeće; Investopedia)

Stoga je stopa adekvatnosti kapitala svojevrsna mjera zaštite vjerovnika banaka, deponenata. Stopa adekvatnosti kapitala koje su dužne održavati kreditne institucije u Hrvatskoj iznosi najmanje 8 %. U Tablici 20 prikazano je kretanje osnovnog kapitala (adekvatnosti kapitala) banaka i stope ukupnog kapitala od 2009. do 2018. godine.

Tablica 20: Kretanje osnovnog kapitala banaka i stope ukupnog kapitala banaka od 2009. do 2018.

Godina	Osnovni kapital banaka (mil.HRK)	Stopa ukupnog kapitala (%)
2009.	49.200,00	16,40
2010.	50.124,10	18,36
2011.	52.685,30	19,55
2012.	54.178,00	20,89
2013.	53.489,00	21,05
2014.	50.931,00	21,8
2015.	46.586,30	20,9
2016.	48.859,20	22,9
2017.	50.447,80	23,8
2018.	51.444,00	23,1

Izvor: HNB, obrada autorice

Iz Tablice 20 vidljivo je kako su hrvatske banke dobro kapitalizirane, što bi značilo da mogu na adekvatan način apsorbirati negativni ekonomski šok.

Upravljanje s likvidnosti središnje banke podrazumijeva osiguranje ponude likvidnosti bankarskom sektoru koja će onda omogućiti održavanje kamatne stope na prekonoćnom međubankovnom tržištu unutar kamatnog raspona. (HNB)

Višak likvidnosti obuhvaća sva raspoloživa sredstva u bankovnom sustavu koje premašuju potrebe banaka (ECB, 2017). Iz Tablice 21 vidljivo je kako se višak likvidnosti u bankovnom sustavu od 2009. do 2019. kontinuirano povećava, što upućuje na smanjenu potražnju za

kunom. Posljednje dostupne međubankovne kamatne stope nalaze se na vrlo niskim razinama, što upućuje na to da se banke mogu povoljno zaduživati.

Tablica 21: Višak likvidnosti banaka i prekonoćna međubankovna stopa od 2009. do 2019.

Datum	Višak likvidnosti, % imovine banaka	Prekonoćna međubankovna kamatna stopa, %
1.tr.2009.	0,4	13,7
2.tr.2009.	0,1	6,3
3.tr.2009.	0,1	6,6
4.tr.2009.	0,8	1,2
1.tr.2010.	1,4	0,8
2.tr.2010.	0,8	0,9
3.tr.2010.	0,9	0,8
4.tr.2010.	0,9	1,3
1.tr.2011.	1,4	0,7
2.tr.2011.	2,2	0,5
3.tr.2011.	0,9	1,0
4.tr.2011.	1,0	0,6
1.tr.2012.	0,5	0,9
2.tr.2012.	1,6	0,5
3.tr.2012.	0,5	2,2
4.tr.2012.	1,0	0,5
1.tr.2013.	1,6	0,4
2.tr.2013.	1,4	0,3
3.tr.2013.	0,9	0,4
4.tr.2013.	1,2	0,3
1.tr.2014.	2,0	0,5
2.tr.2014.	1,8	0,2
3.tr.2014.	1,1	0,5
4.tr.2014.	1,4	0,3
1.tr.2015.	1,9	0,3
2.tr.2015.	1,9	0,2
3.tr.2015.	1,2	1,3
4.tr.2015.	1,7	0,5
1.tr.2016.	2,4	0,4
2.tr.2016.	2,6	0,1
3.tr.2016.	1,4	0,8
4.tr.2016.	2,4	0,1
1.tr.2017.	4,3	0,0
2.tr.2017.	4,0	0,4
3.tr.2017.	3,6	0,1
4.tr.2017.	4,9	0,1
1.tr.2018.	7,3	/
2.tr.2018.	6,7	/
3.tr.2018.	5,2	/
4.tr.2018.	7,0	/
1.tr.2019.	8,0	/

Izvor: Rad autorice prema podacima HNB-a

Koeficijentom likvidosne pokrivenosti (engl. liquidity coverage ratio – LCR) mjeri se kratkoročna likvidnost sustava. LCR je u promatranim godinama iznad regulatornog zahtjeva, što ukazuje na sposobnost hrvatskih kreditnih institucija da apsorbiraju potencijalne kratkoročne likvidnosne šokove. (Tablica 22)

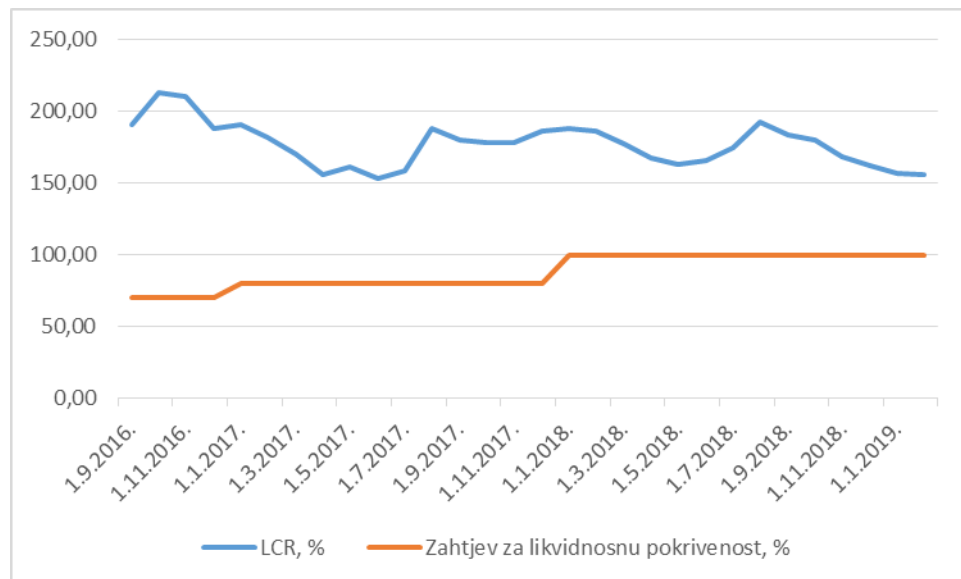
Tablica 22: Koeficijent likvidosne pokrivenosti (LCR) i regulatorni minimum

Datum	LCR, %	Zahtjev za likvidnosnu pokrivenost, %
30.9.2016.	190,26	70,00
31.10.2016.	212,79	70,00
30.11.2016.	210,03	70,00
31.12.2016.	188,02	70,00
31.1.2017.	190,63	80,00
28.2.2017.	181,65	80,00
31.3.2017.	169,61	80,00
30.4.2017.	155,35	80,00
31.5.2017.	161,37	80,00
30.6.2017.	153,25	80,00
31.7.2017.	158,16	80,00
31.8.2017.	187,93	80,00
30.9.2017.	179,81	80,00
31.10.2017.	177,93	80,00
30.11.2017.	178,37	80,00
31.12.2017.	185,87	80,00
31.1.2018.	188,11	100,00
28.2.2018.	186,26	100,00
31.3.2018.	176,90	100,00
30.4.2018.	167,70	100,00
31.5.2018.	162,65	100,00
30.6.2018.	165,60	100,00
31.7.2018.	174,63	100,00
31.8.2018.	192,56	100,00
30.9.2018.	182,94	100,00
31.10.2018.	179,58	100,00
30.11.2018.	168,44	100,00
31.12.2018.	161,92	100,00
31.1.2019.	156,26	100,00
28.2.2019.	155,57	100,00

Izvor: Rad autorice prema podacima HNB-a

Slika 14 grafički prikazuje kretanje koeficijenta likvidosne pokrivenosti u odnosu na regulatorni minimum.

Graf 9: Koeficijent likvidosne pokrivenosti (LCR) znatno je iznad regulatornog minimuma



Izvor: Tablica 18

5.3. Financijska stabilnost i stres

Provođenje stres-testa iznimno je važno u okviru ispitivanja financijske stabilnosti. Rezultati testa osiguravaju informacije o stanju banaka pružajući suštinski uvid u kvalitetu njihove imovine i u njihovu otpornost na stres u nepovoljnim uvjetima, uvjetima šokova (*tzv. zdravlje banaka*).

Prvi stres-test u EU proveden je u 2011. Test provodi ESB uz Europsku bankovnu upravu (engl. European banking Authority – EBA) te Europski odbor za sistemske rizike (engl. European Systemic Risk Board – ESRB) koje utvrđuje krizni scenarij testa. U koordinaciji također sudjeluju Europska komisija i nacionalni bankovni supervizori. Test se provodi na način da banke kojima je dostavljen stresni scenarij, a pod kontrolom svojih nadzornika, provedu pretpostavke scenarija putem simulacijskih modela nakon čega dostavljaju rezultate. Tome još prethodi pregled kvalitete imovine (engl. Asset quality review – AQR). (HUB)

Važnost stres-testa posebno se ističe u trenucima kada bankovna supervizija prolazi kroz veliku transformaciju kao što je, primjerice, pristupanje Hrvatske europodručju, odnosno HNB-a Eurosustavu. (HUB)

Europska središnja banka stres-test provela je za sljedećih pet hrvatskih banaka: Zagrebačku banku, Privrednu banku Zagreb, Erste & Steiermärkische Bank, OTP banku Hrvatska i Hrvatsku poštansku banku. Rezultate testa ESB je dostavio 5. lipnja 2020. te su oni prikazani Tablicom 22.

AQR bonitetna je vježba (ne knjigovodstvena) koja ESB-u pruža preciznu procjenu knjigovodstvene vrijednosti imovine banaka na određeni datum (30. lipnja 2019). Također određuje postoji li potreba za jačanjem kapitala banke. Važno je napomenuti kako pretpostavke korištene u scenarijima testiranja otpornosti na stres ne uzimaju u obzir krizu uzrokovanu pandemijom koronavirusa budući da se ona počela razvijati u prvom tromjesečju 2020. Koeficijenti korišteni za identificiranje nedostatka kapitala ostali su nepromijenjeni u odnosu na prethodne vježbe. Tako se granična stopa redovnog osnovnog kapitala (CET1) zadržala na 8 % za pregled AQR u osnovnom scenariju (engl. Baseline scenario), dok se stopa redovnog osnovnog kapitala u kriznom scenariju (engl. Adverse scenario) zadržala na 5,5 %, odnosno ne smije pasti ispod te vrijednosti. (ESB, 2020)

Tablica 22: Kretanje stope redovnog osnovnog kapitala i posljedične potrebe za kapitalom

Ime banke	Početna stopa CET1* (%)	Stopa CET1 nakon pregleda kvalitete imovine (%)	Stopa CET1 u osnovnom scenariju (%)**	Stopa CET1 u kriznom scenariju (%)	Nedostatak CET1 (mil. EUR)
Zagrebačka banka	21,28 %	21,14 %	20,46 %	13,94 %	0
Privredna banka Zagreb	21,78 %	21,77 %	22,01 %	16,40 %	0
Erste & Steiermärkische Bank	17,55 %	16,95 %	17,96 %	11,29 %	0
OTP banka Hrvatska	20,27 %	20,15 %	18,85 %	8,35 %	0
Hrvatska poštanska banka	20,24 %	18,69 %	18,85 %	6,30 %	0

*stopa CET1 na dan 30. lipnja 2019.

*najniža stopa CET1 tijekom trogodišnjeg razdoblja na koje se odnosi testiranje otpornosti na stres

Izvor: Rad autorice prema podacima ESB-a

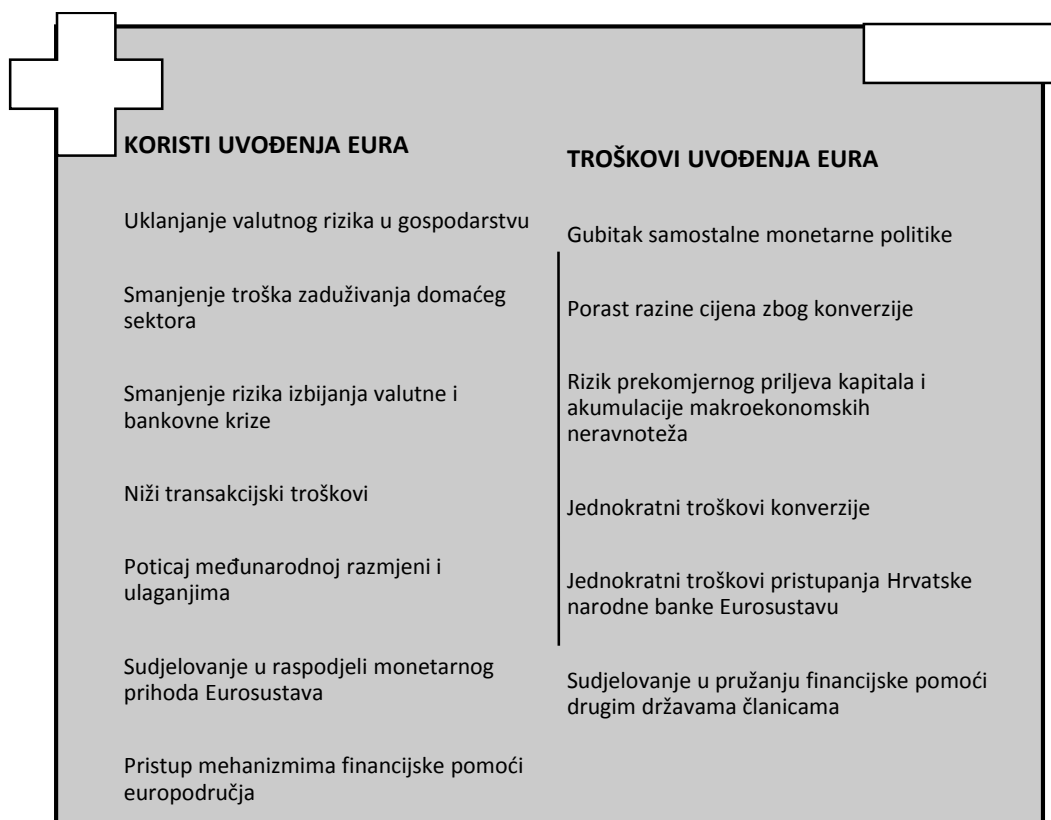
Iz Tablice 22 vidljivo je kako stope redovnog osnovnog kapitala svih pet banaka nisu niže od minimalnih stopa koje se upotrebljavaju u pregledu kvalitete imovine i testiranju otpornosti na stres. Stoga zaključujemo kako nijedna od promatranih banaka nema kapitalnih nedostataka.

5.4. Koristi i troškovi uvođenja eura

Ocjena ekonomske opravdanosti pristupanja neke države zajedničkom valutnom području uobičajeno se zasniva na analizi koristi i troškova tog članstva. (Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka, 2017)

Na temelju takve analize Vlada Republike Hrvatske i HNB u Strategiji za uvođenje eura kao službene valute u Hrvatskoj ističu koristi i troškove uvođenja eura u RH, a koji su prikazani slikom 7.

Slika 7: Koristi i troškovi uvođenja eura za RH



Izvor: Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka (2017)

U tekstu koji slijedi bit će ukratko objašnjene prvo koristi, a potom troškovi pristupanja Hrvatske europodručju.

Uklanjanje valutnog rizika u gospodarstvu glavna je korist uvođenja eura za hrvatsko gospodarstvo. Hrvatsko gospodarstvo je malo i otvoreno, a Hrvatsku karakterizira visok stupanj valutne supstitucije. Visok stupanj valutne supstitucije očituje se u deviznim depozitima u hrvatskim bankama koji čine više od 80 % ukupnih depozita, a pritom se radi dominantno o eurskim depozitima. Posljedica visoke depozitne euroizacije je visoka kreditna euroizacija (dvije trećine plasmana hrvatskih banaka vezano je uz tečaj strane valute). Također, iz perspektive otvorenosti hrvatskog gospodarstva, veća kolebanja tečaja kune prema euru dovela bi do učestalih promjena uvoznih i izvoznih cijena (smanjenja njihove predviđivosti), odnosno do povećanja neizvjesnosti u poslovanju s inozemstvom. Izuzev visoke euroizacije duga prema domaćim bankama, hrvatsko gospodarstvo izloženo je tečajnim rizicima zbog visoke razine inozemnog duga koji je većinskim dijelom iskazan u eurima. Velik dio zaduženja svih domaćih sektora vezan je uz tečaj eura, pa su hrvatski građani, poduzeća i sama država osjetljivi na promjenu tečaja kune prema euru budući da bi slabljenje kune u odnosu na euro značilo povećanje tereta otplate njihova duga. (HNB, 2015c)

Uvođenjem eura u Hrvatskoj kamatne će se stope približiti onima u jezgri europodručja, što će povećati konkurentnost hrvatskog gospodarstva. Kamatne stope na dug domaćih sektora ovise o nizu različitih čimbenika među kojima je najvažniji rizik zajmoprimca, zatim rizik države u kojoj zajmoprimac i banka posluju, regulatorni trošak, trošak izvora sredstava i marža koju banka određuje i ugrađuje u kamatnu stopu. Uvođenje eura ostvarit će pozitivan učinak na većinu tih čimbenika te na taj način poboljšati uvjete financiranja za domaće sektore. Očekivane niže kamatne stope u gospodarstvu posljedica su manje premije za rizik države i snižavanja regulatornog troška za banke, a kao rezultat toga očekuje se povećanje konkurentnosti domaćih poduzeća te dodatan prostor za zapošljavanje i investicije (Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka, 2017). Korist od *smanjenja troška zaduživanja domaćih sektora* za Hrvatsku je jako važno upravo iz razloga što je Hrvatska visoko zadužena zemlja. Tako bi smanjenje premije za rizik do koje bi moglo doći uvođenjem eura u Hrvatskoj, pridonijelo smanjenju kamatne stope za novo zaduživanje zemlje. (Kunovac i Pavić, 2017)

Uvođenje eura imat će pozitivan učinak na *smanjenje rizika izbijanja valutne i bankovne krize*. Valutna kriza nastaje kao posljedica izraženog pritiska na tečaj domaće valute. Takva kriza primorava središnju banku da smanjuje međunarodne pričuve i povećava domaće kamatne stope kako bi očuvala stabilan tečaj, odnosno spriječila zamjetnu deprecijaciju domaće valute. Uzrok takve krize mogu biti domaći i vanjski činitelji, npr. fiskalne neravnoteže, poteškoće u

realnom i financijskom sektoru te promjene ekonomskog raspoloženja ulagača. Rizik izbijanja valutne ili platnobilančne krize povezan je s rizikom izbijanja bankovne ili financijske krize. S obzirom na visoku kapitaliziranost i obilne zalihe kunske i devizne likvidnosti može se konstatirati kako je vjerojatnost za izbijanje navedenih rizika trenutačno niska. Ipak, uvođenje eura u potpunosti će eliminirati rizik valutne krize, dok će vjerojatnost izbijanja skupe bankovne krize smanjiti. (Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka, 2017)

Većina hrvatskih vanjskotrgovinskih partnera članovi su europodručja. Hrvatska navise izvozi u Italiju, Sloveniju, Njemačku, Bosnu i Hercegovinu i Austriju, dok najviše uvozi od Njemačke, Italije, Slovenije, Austrije i Mađarske. Dakle, svi glavni hrvatski vanjskotrgovinski partneri, osim Bosne i Hercegovine i Mađarske, članovi su europodručja. Iz toga slijedi kako će *niži transakcijski troškovi* biti korisni za obje strane, uvoznju i izvoznju (Ćorić i Deskar-Škrbić, 2017). Transakcijski (mjenjački) troškovi proizlaze iz razlike kupovnog i prodajnog tečaja te naknada i provizija banaka i mjenjačnica pri obavljanju konverzije (uključujući i proviziju od konverzije kartičnih transakcija iz eura i kuna prilikom korištenja platnih kartica hrvatskih izdavatelja u državama europodručja). (Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka, 2017)

Kao pozitivan učinak nižih transakcijskih troškova navodi se *poticaj međunarodnoj razmjeni i ulaganjima*. Osim nižih transakcijskih troškova, blagom povećanju međunarodne razmjene doprinose i lakša usporedivost cijena i uklanjanje valutnog rizika, što bi onda moglo povećati cjenovnu konkurentnost hrvatskih poduzeća (Bukovšak et. al., 2017). Učinak uvođenja eura na turističku djelatnost može biti pozitivan i negativan. Negativan učinak povezuje se s cjenovno iznimno osjetljivim tržištima kojima bi porast cijena nakon uvođenja eura mogao narušiti konkurentnost. Ipak, u slučaju Hrvatske, očekuje se pozitivan učinak uvođenja eura na turističku djelatnost zbog veličine turističkog sektora, visoke orijentacije prema tržištima europodručja kao i prostoru za podizanje kvalitete koja bi mogla opravdati eventualni rast cijena. (Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka, 2017)

Učinak zajedničke valute na inozemna ulaganja označava se kao pozitivan. Iako je pozitivan utjecaj inozemnih izravnih ulaganja trebao nastupiti u vrijeme ulaska Hrvatske u EU, zbog loše domaće investicijske klime i suzdržanosti međunarodnih ulagača, dio tog investicijskog potencijala ostao je neostvaren. Od zajedničke valute očekuje se da bi mogla ohrabriti ulagače smanjivanjem tečajnih neizvjesnosti i ostalih neformalnih prepreka ulaganjima. Ipak, valja

naglasiti kako su inozemna izravna ulaganja produkt i velikog broja drugih čimbenika poput uvjeta na svjetskim financijskim tržištima, uvjeta u domaćem gospodarstvu (porezno opterećenje, cijena rada, kvaliteta radne snage). (Bukovšak et. al., 2017)

Ulaskom u monetarnu uniju HNB će steći pravo na *sudjelovanje u godišnjoj raspodjeli monetarnog prihoda na razini Eurosustava*. To bi se trebalo pozitivno odraziti na višak prihoda nad rashodima HNB-a koji se uplaćuje u državni proračun. Također, prema dosadašnjem iskustvu članica europodručja usporedivih s Hrvatskom može se očekivati da će doprinos HNB-a koji će mu biti alociran u godišnjoj raspodjeli biti osjetno veći od njegovog doprinosa ukupnom udruženom monetarnom prihodu. (Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka, 2017)

Pristup mehanizmima financijske pomoći europodručja još je jedna od koristi od uvođenja eura. Naime, ulaskom u monetarnu uniju Hrvatska dobiva pristup Europskom mehanizmu za stabilnost (ESM). ESM služi za pružanje pomoći državama članicama monetarne unije koje se susreću s financijskim poteškoćama. Takav zajednički zaštitni mehanizam također pozitivno utječe na povjerenje financijskih tržišta prema svim članicama europodručja. S obzirom na to da još uvijek nije članica europodručja, u slučaju financijskih poteškoća, Hrvatskoj na raspolaganju stoji jedino instrument pomoći EU namijenjen za države članice izvan europodručja. (Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka, 2017)

Kao najveći trošak ulaska u europodručje navodi se *gubitak samostalne monetarne i tečajne politike*, odnosno trošak odricanja vlastite protucikličke politike. To za Hrvatsku znači da se više neće moći slobodno služiti monetarnom politikom kako bi reagirala na vlastite ekonomske probleme. Deskar-Škrbić et. al. (2019) ističu kako prema teoriji optimalnog valutnog područja (engl. Optimum currency area – OCA) ovaj trošak neće biti pretjerano naglašen ako su ekonomska kretanja u zemljama kandidatkinjama za valutno područje (europodručje) dominantno određena zajedničkim šokovima, ako su ekonomski šokovi koherentni i ako su reakcije ključnih makroekonomskih varijabla na šokove monetarne politike u zemljama kandidatkinjama i europodručju slični. Na tom tragu, zasnovano na empirijskom pristupu, autori u rezultatima rada prikazuju kako zajednički šokovi jesu dominantne odrednice kretanja BDP-a i inflacije u Hrvatskoj. Iz toga slijedi zaključak kako troškovi pristupanja europodručju iz perspektive odricanja vlastite protucikličke monetarne politike ne bi trebali biti izraženi. (Deskar-Škrbić et. al., 2019)

Porast razine cijena zbog konverzije odnosi se na porast razine potrošačkih cijena pri konverziji domaće valute u euro. Razlozi su takvog efekta prelijevanje troškova konverzije na potrošače koji, primjerice, obuhvaćaju troškove promjene cjenika (engl. menu costs) i troškove informatičkih usluga. Kao drugi razlog ističe se zaokruživanje cijena na takozvanu atraktivnu razinu, što najčešće znači zaokruživanje cijena naviše (Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka, 2017). Ipak, prema izračunu HNB-a koji je u skladu s iskustvima drugih država članica EU koje su provele konverziju, procjenjuje se da bi učinak konverzije u Hrvatskoj mogao iznositi oko 0,2 postotnih bodova na povećanje indeksa potrošačkih cijena (IPC), a oko 0,37 postotnih bodova na povećanje harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena (HIPC) u razdoblju od šest mjeseci prije konverzije i poslije nje. S obzirom na procijenjene vrijednosti, iz HNB-a poručuju kako bi učinak ovoga troška trebao biti blag. Također iz HNB-a navode kako će najveći doprinos ukupnom porastu cijena zbog konverzije u slučaju HIPC-a najvjerojatnije dati usluge smještaja i ugostiteljske usluge, a u slučaju IPC-a rekreativne i kulturne usluge. (Pufnik, 2017)

Rizik prekomjernog priljeva kapitala i akumulacije makroekonomskih neravnoteža proizlazi iz iskustva rubnih država članica europodručja nakon 2002. godine da nakon uvođenja eura postoji mogućnost izloženosti snažnijim kapitalnim priljevima i mogućnost nastanka unutarnjih i vanjskih neravnoteža. Razlog nastanka snažnih kapitalnih priljeva jest optimizam domaćih gospodarskih subjekata i stranih vjerovnika u pogledu njihove realne konvergencije. Također, smanjenje prinosa na obveznice blizu razine prinosa na obveznice država članica jezgre europodručja, odnosno smanjenje kamatnih stopa u uvjetima integracije financijskih tržišta i procikličke fiskalne politike dovelo je do snažne kreditne ekspanzije i pregrijavanja domaće potražnje, a time i do nastanka znatnih makroekonomskih ravnoteža u rubnim državama članicama europodručja. Nastupanjem krize 2008. godine snažna domaća potražnja i priljevi kapitala znatno su se smanjili, što je onda u tim državama potaknulo dugotrajanu recesiju. Poučena takvim iskustvom, EU uspostavlja nove mehanizme koordinacije ekonomskih politika kao, na primjer, postupak u slučaju makroekonomskih neravnoteža. Također su poduzete i mjere za smanjivanje rizika za financijsku stabilnost s ciljem povećanja otpornosti banaka na šokove i smanjenja cikličke kolebljivosti kreditne aktivnosti. S obzirom na poduzete mjere, smanjena je vjerojatnost da Hrvatska proživi iskustvo rubnih država članica europodručja iz prethodnog desetljeća. (Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka, 2017)

Jednokratni troškovi konverzije nastaju neposredno prije uvođenja eura i u kratkom razdoblju nakon njega. To su troškovi pribavljanja odnosno izrade novčanica i kovanica eura, njihova distribucija, povlačenje novčanica i kovanica kune te ostale prilagodbe u prometu gotovim novcem (prilagodba bankomata). Te troškove prouzrokuju i prilagodba informatičkih sustava, računovodstvenih sustava te sustava za izvještavanje za poslovne subjekte kao i pravne prilagodbe kojima će se osigurati kontinuitet ugovora i financijskih instrumenata. Zatim, troškovi informacijske kampanje i edukacije zaposlenika (prvenstveno financijskih institucija) također su jednokratni troškovi vezani uz radnje koje prethode uvođenju eura. Visok stupanj euroiziranosti hrvatskog gospodarstva ublažava ovaj trošak. (Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka, 2017)

Jednokratni troškovi pristupanja Hrvatske narodne banke Eurosustavu podrazumijevaju uplatu preostalog dijela upisanog kapitala ESB-a, prijenos dijela svojih međunarodnih pričuva na ESB i uplatu određenog iznosa kao doprinosa rezervama ESB-a. Iznosi navedenih obveza uplate temelje se na ključu za upis kapitala ESB-a. Ključ za upis kapitala predstavlja udio svake središnje banke u kapitalu ESB-a, a odražava udio države članice u ukupnom stanovništvu i BDP-u EU. Za HNB on iznosi 0,6023 %. Preostali dio upisanog kapitala iznosi 62,8 milijuna eura. Prijenos međunarodnih pričuva ESB-u iznositi će oko 350 milijuna eura. Iznos koji će biti potrebno uplatiti kao doprinos rezervama ESB-a ovisi o kretanju tečaja i cijeni imovine u bilanci ESB-a te nije moguće odrediti točan iznos. Za stanje 2017. godine HNB ga je procijenio p na oko 300 milijuna eura. (Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka, 2017)

Vlada Republike Hrvatske i HNB (2017) još ističu trošak koji podrazumijeva *sudjelovanje u pružanju financijske pomoći drugim državama članicama*. Ulaskom u monetarnu uniju HNB se obvezuje sudjelovati u troškovima povezanim s pomoći drugim državama članicama europodručja. Glavni takav trošak podrazumijeva uplatu određenog iznosa u temeljni kapital ESB-a. Naime, ulaskom u europodručje, svaka nova članica postaje dioničar ESM-a te time jamči da će u slučaju potrebe uplatiti preostali dio upisanog kapitala ESM-a. Iznos ove obveze također se određuje prema ključu za upis kapitala ESB-a, za 2016. godinu ovaj je trošak procijenjen na oko 425 milijuna eura.

6. ZAKLJUČAK

Ovim radom istražili smo monetarne i fiskalne kriterije u dinamici operativne prilagodbe Republike Hrvatske u vezi s njenim ulaskom u europodručje kojem prethodi prolazak kroz Europski tečajni mehanizam (ERM2).

U tom procesu, u dokazivanju ili opovrgavanju prve hipoteze (*H1: Makroekonomski pokazatelji i pokazatelji makroprudencijalne dijagnostike odstupaju od nominalnih kriterija*), ispitani su monetarni i fiskalni kriteriji RH u odnosu na nominalne kriterije, takozvane kriterije nominalne konvergencije. To je obuhvatilo ispitivanje triju monetarnih kriterija (kriterija stabilnosti cijena, kriterija dugoročnih kamatnih stopa, kriterija stabilnosti tečaja i dvaju fiskalnih kriterija (kriterija proračunskog manjka, kriterija javnog duga, a kretanja smo razmatrali u vremenskom razdoblju od sedam godina. U tom razdoblju Hrvatska ni u jednoj godini ne ispunjava sve kriterije nominalne konvergencije. Kriterij stabilnosti cijena ispunjava od 2014. do 2019. godine. Kriterij dugoročnih kamatnih stopa ispunjava najuspješnije, odnosno u svim promatranim godinama. Kriterij stabilnosti tečaja ne ispunjava budući da je za ispitivanje istog bilo potrebno da je članica ERM2 barem dvije godine, što nije bio slučaj. Hrvatska je pristupila tečajnom mehanizmu 10. srpnja ove godine. Kriterij državnih financija poboljšava se od 2015. godine.

S obzirom na to da se uvođenjem eura instrumenti monetarne politike HNB-a i ESB-a zamjenjuju, učinjena je komparativna analiza tih dvaju sustava. Također, istražila se operativna prilagodba HNB-a prilikom tog procesa. Stupanj prilagodbe ovisit će o različitosti između sustava HNB-a i ESB-a. Najmanji stupanj prilagodbe zahtijevat će područje operacija na otvorenom tržištu i stalno raspoloživih mogućnosti, a najveći sustav obveznih pričuva. Veliku distinkciju između sustava čini široka paleta nekonvencionalnih instrumenata i mjera ESB-a kojima se ona služi posljednjih desetak godina, a s kojima se HNB susreo tek početkom ove godine.

Prethodno navedenim potvrdila se prva hipoteza prema kojoj makroekonomski pokazatelji i pokazatelji makroprudencijalne dijagnostike odstupaju od nominalnih kriterija.

Monetarna i financijska stabilnost usko su povezane s obzirom na to da monetarna stabilnost, koju HNB postiže operativnim provođenjem monetarne politike i obavljanjem uloge banke svih banaka te osiguravanjem nesmetanog odvijanja platnog prometa, pridonosi smanjenju rizika za financijsku stabilnost. Financijska stabilnost istovremeno pridonosi očuvanju monetarne,

odnosno makroekonomske stabilnosti olakšavajući djelotvorno provođenje monetarne politike. Također, među glavne zadaće središnje banke ubrajaju se i regulacija i nadzor banaka radi očuvanja stabilnosti bankovnog sustava kao glavnog dijela financijskog sustava i osiguranje stabilnosti funkcioniranja sustava platnog prometa. Povezano s time postavljena je druga hipoteza (*H2: Financijska i monetarna stabilnost u uvjetima vanjskih šokova nisu eliminatorni kriteriji u dinamici prilagodbe*) koja je podvrgnuta ispitivanju pomoću istraživačkih pitanja.

Makrobonitetne mjere koriste se za očuvanje financijske stabilnosti. Čine ih: preventivne mjere, mjere usmjerene na jačanje otpornosti bankovnog sustava i ostale mjere. Makrobonitetne mjere HNB-a obuhvaćaju: zaštitni sloj za očuvanje kapitala, protuciklički zaštitni sloj kapitala ZS (pck), zaštitni sloj za strukturni rizik ZS (ssr), zaštitni sloj kapitala za sistemski važne kreditne institucije ZS (osv) i ZS (gsv), uzajamno priznavanje mjera (reciprocitet) te ostale mjere i aktivnosti. Kriza uzrokovana pandemijom koronavirusa dovela je do znatnije izloženosti financijskog sustava sistemskog riziku. Unatoč postavljenim makrobonitetnim standardima u bankovnom sektoru, monetarne politike većine zemalja odgovorile su nekonvencionalnim mjerama uglavnom dosad nevidenim – izravnim kupnjama dužničkih vrijednosnih papira od privatnog i državnog sektora. Isto je učinila i HNB, otkupljujući (neizravno) na unaprijed dogovorenim aukcijama državne obveznice koje su u dogovoru sa središnjom državom upisivali institucionalni investitori. To je bio odgovor monetarne vlasti na krizu i financiranje deficita državnog proračuna, ali nije bio eliminatorni kriterij za ulazak u ERM tečajni mehanizam, čime je ustvari potvrđena druga hipoteza. Također, u prilog prihvaćanju ove hipoteze ide i činjenica da je Hrvatska ušla u tečajni mehanizam 10. srpnja ove godine.

Unatoč tome nije se ukazala potreba za promjenom trenutačnih makrobonitetnih mjera koje su većinom usmjerene na povećanje otpornosti bankovnog sustava u slučaju materijalizacije tih rizika. Niz monetarnih i supervizorskih mjera HNB-a pokazao se dostatnim za dodatno jačanje već visoke kapitaliziranosti i likvidnosti banaka.

Postavljene koristi i troškovi od uvođenja eura su brojne. Tako je nedvojbeno najveća korist od uvođenja eura uklanjanje valutnog rizika, a najveći trošak gubitak monetarnog suvereniteta. Međutim, postoji određena doza iskrivljene realnosti prilikom postavljanja nekih. Ulazak u europodručje koji će definitivno dovesti do smanjenja kamatnih stopa na razinu onih u europodručju, popraćeno povećanom konkurentnošću hrvatskog gospodarstva, postavljena je

korist koju treba uzeti s odmakom. Zaključno, specifičnost tečaja kao monetarnog sidra¹ u hrvatskoj monetarnoj politici učvrstila je tečaj kao makroekonomski cilj iz kojeg je proizlazila monetarna (a ponekad i fiskalna politika), čime se dogodila inverzija po kojoj tečaj nije proizlazio iz monetarnih i fiskalnih uvjeta, već obrnuto.

¹ U Prilogu je numerička obrada kojom se istražilo kako nezavisne varijable Y1-Y4 utječu na zavisnu varijablu X (tečaj) kao monetarno sidro za koje se veže ukupna ekonomska politika. Korištenjem višestruke regresijske analize pokazalo se da za kretanje tečaja varijable, kao što su inflacija i krediti trgovačkim društvima, nisu signifikantne, odnosno da su signifikantne varijable krediti stanovništvu i udio duga u BDP-u. Ipak, gledano statistički, postoji vrlo slab utjecaj tih signifikantnih varijabli. Drugim riječima, središnja se banka u određivanju kanala fluktuacije tečaja u promatranom razdoblju držala vlastitih kriterija (fluktuacije) kupujući i prodajući prvenstveno devize. Kreiranje monetarne baze iz takvih operacija, a potom i novčane mase, nije ugrožavalo zamišljeni kanal oscilacija tečaja EUR/HRK. Dovoljna količina međunarodnih deviznih pričuva i devizni priljevi omogućavali su upravljanje monetarnom politikom bez značajnije inflacije, ali uz znatne oscilacije kreditiranja privatnog sektora, slabog gospodarskog rasta i značajnijeg udjela javnog duga u BDP-u.

LITERATURA

KNJIGE:

1. Lovrinović I., Ivanov M. (2009), *Monetarna politika*, RRI F
2. Matić B. (2016), *Monetarna ekonomija*, Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku
3. Perišin I., Šokman A., Lovrinović I. (2001): *Monetarna politika*, Fakultet ekonomije i turizma „Dr. Mijo Mirković“, Pula
4. Radošević D. (2018), *Monetarna politika Europske središnje banke*, Školska knjiga

ZNANSTVENI I STRUČNI ČLANCI:

1. Brlečić Valčić S., Samodol A. (2018), Konceptualni model za analizu financijskog razvitka u kontekstu prijedloga učinkovitih mjera monetarne i fiskalne politike, *Ekonomika misao i praksa: časopis Sveučilišta u Dubrovniku*, 27 (2018), 2; 377-398 (međunarodna recenzija, članak, znanstveni)
2. Brlečić Valčić, S., Samodol, A., Valčić M. (2019), Coevolution of banks and capital markets in the modern view of effective parts of the financial system architecture // *EKONOMSKI VJESNIK / ECONVIEWS*, XXXII. br. 2/2019 (2019), 309-319 (međunarodna recenzija, članak, znanstveni)
3. Bukovšak M., Lukinić Čardić G., Ranilović N. (2017), Struktura tokova kapitala i devizni tečaj: Primjer Hrvatske
<https://www.hnb.hr/documents/20182/2030174/i-049.pdf/3031e76b-739f-48fb-9cfe-98109b224b7b>
4. Bukowski, S. (2006), The Maastricht Convergence Criteria and Economic Growth in the EMU
<http://www.ec.unipg.it/DEFS/uploads/quad24.pdf>
5. Ćorić T., Deskar-Škrbić M. (2017), Croatian path towards the ERM2: why, when and what can we learn from our peers?
file:///C:/Users/Dell/AppData/Local/Temp/KB_002-1.pdf
6. Ćorić T., Mesić M. (2012), Tečajni mehanizam ERM2: Iskustvo Estonije
file:///C:/Users/Dell/AppData/Local/Temp/T_Coric_M_Mesic_2_2012_p_621_638-2.pdf
7. Deskar-Škrbić M., Kotorac K., Kunovac D. (2019), The Third Round of the Euro Area Enlargement: Are the Candidates Ready?

- <https://www.hnb.hr/documents/20182/2838610/w-057.pdf/dda18653-5417-11cb-c8d7-a29c564ed5b7>
8. Dumičić M. (2015), Kratak uvod u svijet makroprudencijalne politike,
<https://www.hnb.hr/documents/20182/265505/p-026/ddb215ff-a3a7-4232-95a2-ebe9008229f6>
 9. Europska središnja banka (2011a), The monetary policy of the ECB,
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/monetarypolicy2011en.pdf>
 10. Europska središnja banka (2011c), The implementation of the monetary policy in the euro area
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/gendoc201109en.pdf>
 11. Europska središnja banka (2018), Izvješće o konvergenciji
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/ecb.cr201805.hr.pdf>
 12. Hrvatska narodna banka (2018), Bilten
<https://www.hnb.hr/documents/20182/2602531/hbilt247.pdf/919dafdd-cd2e-41f5-8751-8cb928e76cc5>
 13. Hrvatska narodna banka (2020m), Makroprudencijalna dijagnostika,
<https://www.hnb.hr/documents/20182/3316363/h-mpd-11-2020.pdf/25ce08e9-0704-0bcc-fa01-7752794695d3>
 14. Kesner-Škreb, M. (2008), Pakt o stabilnosti i rastu,
file:///C:/Users/Dell/AppData/Local/Temp/skreb-5.pdf
 15. Kordić G., Nakić M., Nikić A. (2015), Analiza mjera za rješavanje financijske krize: primjer perifernih zemalja eurozone
file:///C:/Users/Dell/AppData/Local/Temp/rad_7_Kordic_Nakic_Nikic.pdf
 16. Kunovac D., Pavić N. (2017), Može li uvođenje eura u Hrvatskoj smanjiti trošak zaduživanja?
<https://euro.hnb.hr/documents/2070751/2104183/p-035.pdf/138938cd-175a-49fa-8046-6e9312fd772e>
 17. Pufnik A. (2017), Učinci uvođenja eura na kretanje potrošačkih cijena i percepcije inflacije: pregled dosadašnjih iskustava i ocjena mogućih učinaka u Hrvatskoj,
<https://euro.hnb.hr/documents/2070751/2104183/p-034.pdf/f996270d-b35b-4be2-ae90-5a39b3145a36>
 18. Raiffeisenbank Hrvatska (2020), Dnevne financijske vijesti,
[https://www.rba.hr/documents/20182/1500710/Dnevno %20financijsko %20izvje](https://www.rba.hr/documents/20182/1500710/Dnevno%20financijsko%20izvje)

[%C5%A1%C4%87e%202020-04-08/b6cbebf9-0c9f-6e0b-9e4a-4844ac75d985](https://www.vlada.gov.hr/UserDocsImages/Vijesti/2020-04-08/b6cbebf9-0c9f-6e0b-9e4a-4844ac75d985)
(2020)

19. Samodol A., Brlečić Valčić S. (2018), Utjecaj izvoza i tečaja na cijene dionica izvoznika u Republici Hrvatskoj, Zbornik Sveučilišta Libertas III (2018),3.; 23-40 (domaća recenzija, članak, znanstveni)
20. Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka (2017), Strategija za uvođenje eura kao službene valute u Hrvatskoj
<https://vlada.gov.hr/UserDocsImages/Vijesti/2017/10%20listopad/30%20listopada/Strategija%20za%20uvo%C4%91enje%20eura%20kao%20sluz%CC%8Cbene%20valute%20u%20Hrvatskoj.pdf>

INTERNET IZVORI:

1. Ekonomski lab, Ponuda novca, <https://arhivanalitika.hr/blog/b2b9-ponuda-novca/> (2018)
2. Europska središnja banka, ECB announces expanded asset purchase programme, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2015/html/pr150122_1.en.html (2015)
3. Europska središnja banka, Asset-backed securities purchase-Questions and answers, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omt/html/abspp-faq.en.html> (2020)
4. Europska središnja banka, ECB announces measures to support bank lending and money market activity, https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111208_1.en.html (2011b)
5. Europska središnja banka, ECB concludes comprehensive assessment of five Croatian banks, <https://www.bankingsupervision.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ssm.pr200605~ca8b62e58f.en.html> (2020)
6. Europska središnja banka, Monetary policy, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/html/index.en.html> (d)
7. Europska središnja banka, Pet stvari koje trebate znati o ugovoru iz Maastrichta, https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/25_years_maastricht.hr.html
8. Europska središnja banka, Standing facilities, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/sf/html/index.en.html> (c)
9. Europska središnja banka, Što je kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja, <https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/mro.hr.html>

10. Europska središnja banka, Što je višak likvidnosti i zašto je važan, https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/excess_liquidity.hr.html (2017)
11. Europska središnja banka, Što su minimalne obvezne pričuve?, https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me/html/minimum_reserve_req.hr.html (2016)
12. Europska središnja banka, The Eurosystem's instruments, <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html> (b)
13. Europska središnja banka, Zadaće, <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/html/index.hr.html> (a)
14. Europski parlament. Revizija okvira gospodarskog upravljanja: pregled stanja i izazovi, https://www.europarl.europa.eu/doceo/document/TA-8-2015-0238_HR.pdf?redirect
15. Hrvatska narodna banka, Analiza likvidnosti, <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/analiza-likvidnosti>
16. Hrvatska narodna banka, Ciljevi monetarne politike, <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/ciljevi> (2015b)
17. Hrvatska narodna banka, Dug opće države, https://www.hnb.hr/najtrazenije/-/most_viewed_assets/fHw5lCdsj12P/content/dug-opce-drzave?inheritRedirect=false (2018)
18. Hrvatska narodna banka, HNB otkupio vrijednosne papire RH nominalnog iznosa 4,075 milijarde kuna, <https://www.hnb.hr/-/hnb-otkupio-vrijednosne-papire-republike-hrvatske-nominalnog-iznosa-4-075-milijardi-kuna> (2020b)
19. Hrvatska narodna banka, HNB otkupio vrijednosne papire RH nominalnog iznosa 9,529 milijarde kuna, <https://www.hnb.hr/-/hnb-otkupio-vrijednosne-papire-republike-hrvatske-nominalnog-iznosa-4-075-milijardi-kuna> (2020c)
20. Hrvatska narodna banka, HNB otkupio vrijednosne papire RH nominalnog iznosa 2,753 milijarde kuna, <https://www.hnb.hr/-/hnb-otkupio-vrijednosne-papire-rh-nominalnog-iznosa-2-753-milijardi-kuna> (2020d)
21. Hrvatska narodna banka, HNB otkupio vrijednosne papire RH nominalnog iznosa 1,316 milijarde kuna, <https://www.hnb.hr/-/hnb-otkupio-vrijednosne-papire-rh-nominalnog-iznosa-1-316-milijarde-kuna> (2020,e)
22. Hrvatska narodna banka, HNB s Europskom središnjom bankom dogovorio uspostavljanje valutnog swapa, <https://www.hnb.hr/-/hnb-s-europskom-sredisnjom-bankom-dogovorio-uspostavljanje-valutnog-swapa> (2020g)

23. Hrvatska narodna banka, Hrvatska narodna banka otkupila vrijednosne papire Republike Hrvatske, <https://www.hnb.hr/-/hrvatska-narodna-banka-otkupila-vrijednosne-papire-republike-hrvatske> (2020a)
24. Hrvatska narodna banka, Instrumenti monetarne politike, <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti> (2017a)
25. Hrvatska narodna banka, Makrobonitetne mjere, <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/makrobonitetne-mjere> (2017c)
26. Hrvatska narodna banka, O financijskoj stabilnosti, <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/o-financijskoj-stabilnosti> (2016)
27. Hrvatska narodna banka, Obvezna pričuva, <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/obvezna-pricuva> (2020h)
28. Hrvatska narodna banka, Okvir monetarne politike, <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/okvir-monetarne-politike> (2015c)
29. Hrvatska narodna banka, Operacije na otvorenom tržištu, <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/operacije-na-otvorenom-trzistu> (2020f)
30. Hrvatska narodna banka, Ostale mjere i aktivnosti, <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/makrobonitetne-mjere/ostale-mjere-i-aktivnosti> (2019d)
31. Hrvatska narodna banka, Protuciklički zaštitni sloj kapitala, <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/makrobonitetne-mjere/protuciklicki-sloj-kapitala> (2020j)
32. Hrvatska narodna banka, Republika Hrvatska uputila pismo namjere o ulasku u Europski tečajni mehanizam (ERM II), <https://euro.hnb.hr/-/hp04072019> (2019a)
33. Hrvatska narodna banka, Savjet HNB-a: stopa obvezne pričuve smanjena s 12 % na 9 %, <https://www.hnb.hr/-/savjet-hnb-a-stop-a-za-obracun-obvezne-pricuve-smanjena-s-12-na-9-> (2020i)
34. Hrvatska narodna banka, Stalno raspoložive mogućnosti, <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/stalno-raspolozive-mogucnosti> (2017b)
35. Hrvatska narodna banka, Strukturni sistemski rizik, <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/makrobonitetne-mjere/strukturni-sistemski-rizik> (2020k)

36. Hrvatska narodna banka, Sistemski važne institucije, <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/makrobonitetne-mjere/sistemski-vazne-institucije> (2020l)
37. Hrvatska narodna banka, Tečajni režim, <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/tečajni-rezim> (2015a)
38. Hrvatska narodna banka, Uzajamno priznavanje mjera, <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/makrobonitetne-mjere/uzajamno-priznavanje-mjera> (2019c)
39. Hrvatska narodna banka, Zaštitni sloj za očuvanje kapitala, <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/financijska-stabilnost/makrobonitetne-mjere/zastitni-sloj-za-ocuvanje-kapitala> (2019b)
40. Hrvatska udruga banaka, Analiza stres-testa: banke utočišta stabilnosti, <https://www.hub.hr/hr/analiza-stres-testa-banke-utociste-stabilnosti>
41. Institut za javne financije, Javni dug u RH, <http://www.ijf.hr/istrazivanja/javni-dug.htm> (2001)
42. Investopedia, Tier 1 Capital vs. Tier 2 Capital: What's the Difference?, <https://www.investopedia.com/ask/answers/043015/what-difference-between-tier-1-capital-and-tier-2-capital.asp> (2020)
43. Ministarstvo financija, Javni dug, <https://mfin.gov.hr/istaknute-teme/javni-dug/104>
44. Narodne novine, Zakon o izmjenama i dopunama zakona o proračunu, https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2012_12_136_2878.html (2012)
45. Narodne novine, Zakon o proračunu, https://narodne-novine.nn.hr/clanci/sluzbeni/2008_07_87_2791.html (2008)
46. Vijeće Europske unije, Kapitalni zahtjevi za bankarski sektor, <https://www.consilium.europa.eu/hr/policies/banking-union/single-rulebook/capital-requirements/>

POPIS TABLICA, SLIKA I GRAFOVA

TABLICE

Tablica 1: Prosječna godišnja stopa inflacije u EU-13 mjerena HIPC-om (2013. – 2019.)

Tablica 2: Prosječna kamatna stopa na desetogodišnje državne obveznice u EU-13 (2013. – 2019.)

Tablica 3.: Kretanje nacionalnih valuta država kandidatkinja za EMU prema euru

Tablica 4: Suficit ili deficit proračuna opće države izražen kao udio u BDP-u u EU-13. (2013. – 2019.)

Tablica 5: Dug opće države izražen kao udio u BDP-u u EU-13 (2013. – 2019.)

Tablica 6: Okvir za provođenje monetarne politike HNB-a i ECB-a

Tablica 7: Operacije na otvorenom tržištu HNB-a

Tablica 8: Osnovica za obračun obvezne pričuve HNB-a

Tablica 9: Operacije na otvorenom tržištu ESB-a

Tablica 10: Osnovica za obračun minimalne pričuve ESB-a

Tablica 11: Prikaz OSV institucija u RH i visina stope zaštitnog sloja za OSV kreditne institucije

Tablica 12: Monetarni agregati prema definiciji HNB-a i monetarni agregati prema definiciji ESB-a

Tablica 13: Kretanje veličine monetarnih agregata u RH (2009. – 2019.)

Tablica 14: Kretanje veličine monetarnih agregata u RH (siječanj 2020. – svibanj 2020.)

Tablica 15: Kreiranje i povlačenje primarnog novca u milijardama kuna

Tablica 16: Kretanje slobodnih novčanih sredstava banaka tijekom godina u milijunima kuna (2009. – 2019.)

Tablica 17: Struktura i kretanje javnog duga RH na kraju razdoblja (2009. – 2019.) u milijunima kuna prema metodologiji ESA

Tablica 18: Kretanje makroekonomskih pokazatelja za razdoblje od 2009 do 2019.

Tablica 19: Kretanje osnovnog kapitala banaka i stope ukupnog kapitala banaka od 2009. do 2018.

Tablica 20: Višak likvidnosti banaka i prekonoćna međubankovna stopa od 2009. do 2019.

Tablica 21: Koeficijent likvidosne pokrivenosti (LCR) i regulatorni minimum

Tablica 22: Kretanje stope redovnog osnovnog kapitala i posljedične potrebe za kapitalom

SLIKE

Slika 1: Kriteriji nominalne konvergencije

Slika 2: Put države kandidatkinje za EMU prema ERM II nakon njezina pristupanja Uniji

Slika 3: Financijski sustav Republike Hrvatske

Slika 4: Makrobonitetne mjere HNB-a

Slika 5: Struktura kapitalnog zahtjeva

Slika 6: Mapa rizika za prvo tromjesečje 2020.

Slika 7: Koristi i troškovi uvođenja eura za RH

GRAFOVI

Graf 1: Monetarni agregati u Hrvatskoj prema metodologiji HNB-a

Graf 2: Monetarni agregati u Hrvatskoj prema metodologiji ESB-a

Graf 3: Kreiranje ili povlačenje primarnog novca (M0) HNB-a u milijardama kuna (2009. – 2019.)

Graf 4: Slobodna novčana sredstava banaka od 2009 do 2019.

Graf 5: Slobodna novčana sredstva u 2020. (siječanj – svibanj)

Graf 6: Kretanje javnog duga kao udjela u BDP-u (%) za RH (2009. – 2019.)

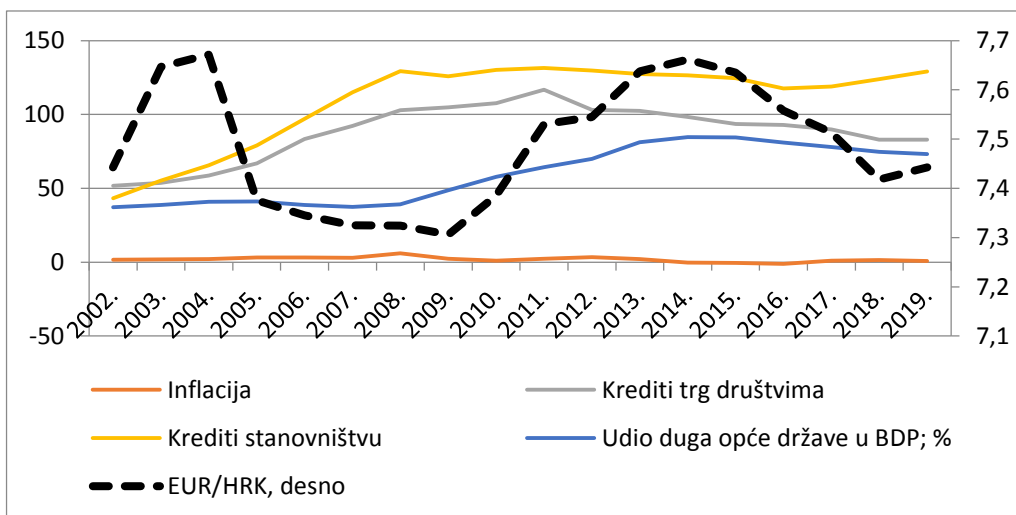
Graf 7: Javni dug RH u milijunima kuna razdijeljen na komponente

Graf 8: Valutna struktura javnog duga u RH

Graf 9: Koeficijent likvidosne pokrivenosti (LCR) znatno je iznad regulatornog minimuma

PRILOG

Godine	Tečaj EUR/HRK, desno; X	Inflacija, %, Y1	Kreditni trg. društvima, mlrd HRK; Y2	Kreditni stanovništvu, mlrd HRK; Y3	Udio duga opće države u BDP; %; Y4
2002.	7,4423	1,7	51,7	43,2	37
2003.	7,6469	1,8	53,8	55,2	39
2004.	7,6712	2,1	58,6	65,6	41
2005.	7,3756	3,3	67	79,1	41
2006.	7,3451	3,2	83,4	97	39
2007.	7,3251	2,9	92,3	115,1	37
2008.	7,3244	6,1	102,8	129,4	39
2009.	7,3062	2,4	104,9	125,8	49
2010.	7,3852	1,1	107,7	130,2	58
2011.	7,5304	2,3	116,8	131,6	64
2012.	7,545	3,4	103,2	129,8	70
2013.	7,6376	2,2	102,5	127,4	81
2014.	7,6615	-0,2	98,4	126,5	85
2015.	7,6350	-0,5	93,5	124,5	84
2016.	7,5578	-1,1	92,9	117,6	81
2017.	7,5136	1,1	89,9	119	78
2018.	7,4176	1,5	83	124	75
2019.	7,4426	0,8	83	129	73



Multiple Linear Regression – Estimated Regression Equation

$$\text{EURHRK}[t] = + 7.31596 + 0.0143724\text{Infl}[t] + 0.00428027\text{TD}[t] - 0.00684092\text{ST}[t] + 0.00866137\text{DugBdp}[t] + e[t]$$

Multiple Linear Regression – Ordinary Least Squares

Variable	Parameter	S.D.	T-STAT H0: parameter = 0	2-tail p-value	1-tail p-value
(Intercept)	+7.316	0.1332	+5.4930e+01	8.87e-17	4.435e-17
Infl	+0.01437	0.0206	+6.9770e-01	0.4976	0.2488
TD	+0.00428	0.003079	+1.3900e+00	0.1879	0.09394
ST	-0.006841	0.002437	-2.8060e+00	0.01484	0.007422
DugBdp	+0.008661	0.002387	+3.6280e+00	0.003062	0.001531

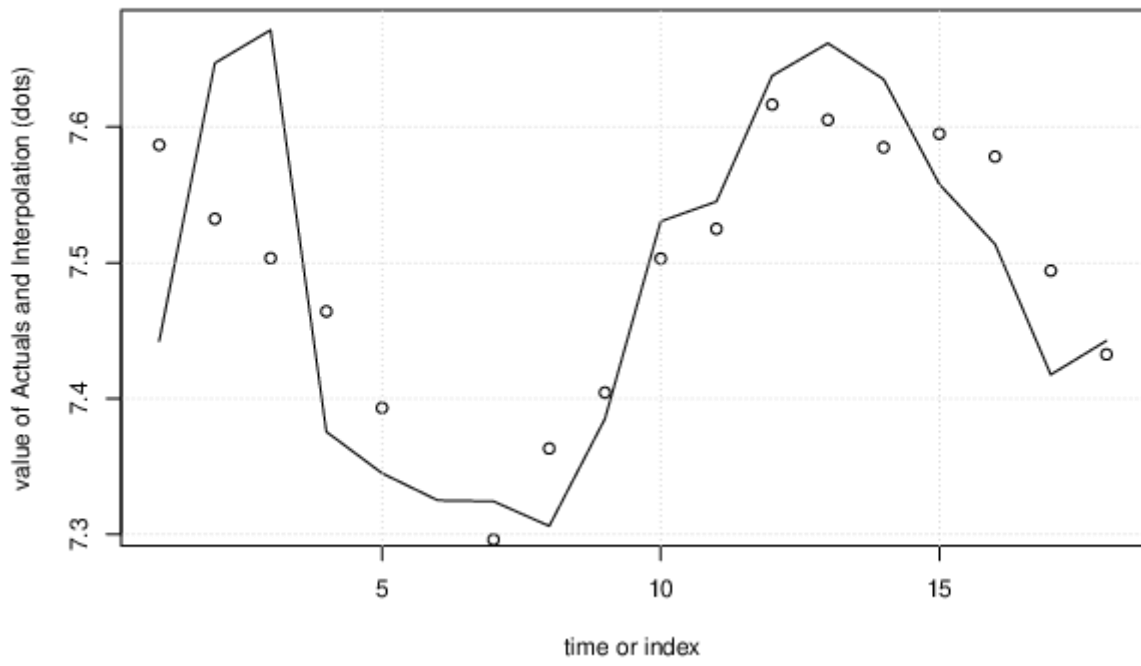
Multiple Linear Regression – Regression Statistics

Multiple R	0.8102
R-squared	0.6565
Adjusted R-squared	0.5508
F-TEST (value)	6.21
F-TEST (DF numerator)	4
F-TEST (DF denominator)	13
p-value	0.005074

Multiple Linear Regression – Residual Statistics

Residual Standard Deviation	0.08641
Sum Squared Residuals	0.09706

Actuals and Interpolation



ŽIVOTOPIS

Hana Čatović rođena je 18. 11. 1994. godine u Zagrebu. Pohađala je Gornjogradsku gimnaziju po čijem je završetku upisala preddiplomski studij Naftnog rudarstva na Rudarsko-geološko-naftnom fakultetu u Zagrebu. Po završetku upisuje magistarski studij Poslovne ekonomije i globalizacije na međunarodnom sveučilištu Libertas.