Utjecaj deviznog tečaja u Republici Hrvatskoj

Drescher, Philipp

Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni

2021

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **Polytechnic of Sibenik / Veleučilište u Šibeniku**

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:143:473826

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

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

Repository / Repozitorij:

VUS REPOSITORY - Repozitorij završnih radova Veleučilišta u Šibeniku

VELEUČILIŠTE U ŠIBENIKU

ODJEL SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ

Philipp Drescher

UTJECAJ DEVIZNOG TEČAJA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Završni rad

Šibenik, 2021. godina

VELEUČILIŠTE U ŠIBENIKU

ODJEL SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ

UTJECAJ DEVIZNOG TEČAJA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Završni rad

Kolegij: Financijske institucije i tržišta

Mentor(ica): Anita Grubišić, mag. oec., v. pred.

Student(ica): Philipp Drescher

Matični broj studenta(ice): 0315003599

Šibenik, srpanj 2021.godina

TEMELJNA DOKUMENTACIJSKA KARTICA

Veleučilište u Šibeniku
Odjel Menadžment
Specijalistički diplomski stručni studij Menadžment

Završni rad

UTJECAJ DEVIZNOG TEČAJA U REPUBLICI HRVATSKOJ

PHILIPP DRESCHER
pdresche@vus.hr

Sažetak rada:

Republika Hrvatska je u vrijeme pisanja ovog rada unutar proces ulaženja u Europsku Monetarnu Uniju na osnovu koje se kao nova nacionalna valuta uvodi Euro. Proces ulaska se sastoji od ispunjenja određenih kriterija koji su definirani Ugovorom o Europskoj uniji te svaka zemlja prihvaća potpisima ugovora o ulasku. Ugovor o pristupanju Republike Hrvatske u Europsku Uniju potpisan je 09. prosinca 2011. godine čime su prihvaćeni i kriteriji za prelazak na euro kao valutu. U vrijeme ispunjenja uvjeta, a prije prelaska na euro nameće se pitanje, koje su zapravo koristi koje će Republika Hrvatska imati prelaskom na Euro? Da bi na ovo pitanje mogli odgovoriti, potrebno je analizirati utjecaje koje razmjena trenutne nacionalne valute kune sa drugim valutama stvara. Ova razmjena između dviju valuta naziva se deviznim tečajem. Upravo se utjecaj deviznog tečaja sistematski obrađuje u ovom radu. Devizni tečaj predstavlja izrazito bitnu ekonomsku varijablu u cjelokupnom gospodarskom sustavu pojedine zemlje. U radu će se definirati osnovni pojmovi, navesti instrumenti za reguliranje deviznog tečaja u Republici Hrvatskoj od strane Hrvatske narodne banke, prikazati utjecaj na gospodarstvo, na dionice unutar Republike Hrvatske, na valutu kune te navesti utjecaj koji tečaj ima nad uravnoteženjem bilance roba. Navedeni utjecaji će biti potkrijepljeni istraživanjima raznih autora.

(42 stranice/12 slika/1 tablica/20 literaturnih navoda/jezik izvornika: hrvatski)
Rad je pohranjen u: Knjižnici Veleučilišta u Šibeniku
Ključne riječi: devizni tečaj, HNB, BDP, režimi deviznog tečaja, aprecijacija, deprecijacija
Mentor: Anita Grubišić, mag. oec., v. pred.
Rad je prihvaćen za obranu dana:

BASIC DOCUMENTATION CARD

Polytechnic of Šibenik
Department of Specialist Graduate Professional Study

Final thesis

UTJECAJ DEVIZNOG TEČAJA U REPUBLICI HRVATSKOJ

PHILIPP DRESCHER
pdresche@vus.hr

Abstract:

The Republic of Croatia was in time of drafting of this thesis in the process of entering the European Monetary Union on which ground the euro is being introduced as the new national currency. The entering process consists of fulfillment of different criteria defined by the Contract of the European Union which are being accepted by every nation upon signature of the entry contract. The entry Contract of the Republic of Croatia into the European Union was signed on the 9th of december 2011 with which the criteria of converting to euro have also been accepted. In the time of fulflilling the criteria, before converting to euro, the question imposes, what are the actual benefits to Croatia by switching to euro? To be able to answer this question, it is needed to analyse the effects of trading the nations currency kuna with other currencies. This trade between two currencies is called foreign exchange rate. The foreign exchange rate presents a very important economic variable in the whole economicall system of each country. This thesis will define the basic terms, state the instruments for regulating the foreign exchange rate in Croatia conducted by the Croatian National Bank, state the effects of foreign exchange rate on the economicall system, on stocks in Croatia, on the kuna currency and state the effects on the balance of goods. The listed effects will be supported by researches of various authors.

(42 pages/12 figures/1 tables/20 references/ original in Croatian language)
Thesis deposited in: Polytechnic of Šibenik Library digital repository
Key words: exchange rate, Croatian national bank, gross domestic product
Supervisor: Anita Grubišić, mag. oec., v. pred.
Paper accepted:

SADRŽAJ

1. UVOD 1

2. DEVIZNI TEČAJ 2

2.1. Definicija deviznog tečaja i podjela na realni i nominalni tečaj **2**

2.2. Režimi deviznih tečajeva **2**

2.2.1. Optimalan devizni režim za Republiku Hrvatsku 4

2.2.2. Izbor režima deviznog tečaja pri konvergenciji za ulazak u EU 5

2.2.3. Analiza odabranih režima deviznog tečaja tranzicijskih zemalja 7

2.3. Devizna tržišta **9**

2.4. Hrvatska Narodna Banka kao regulator deviznog tečaja **12**

2.5. Utjecaj promjene deviznog tečaja u bankarskom sustavu **14**

2.6. Utjecaj deviznog tečaja na BDP analiziran Mundell-Flemin modelom te problem monetarnog trokuta **19**

2.7. Strana direktna ulaganja i devizni tečaj **26**

3. UTJECAJ DEVIZNOG TEČAJA **30**

3.1. Utjecaj fluktuacije deviznog tečaja na bilancu roba Republike Hrvatske **30**

3.2. Pritisak deviznog tržišta na valutu Republike Hrvatske **31**

3.3. Posljedice od nerealnog tečaja na primjeru Bosne i Hercegovine **38**

4. ZAKLJUČAK **40**

LITERATURA **41**

PRILOZI **42**

1. UVOD

Motiv izrade ovog rada je sistematski prikaz utjecaja deviznog tečaja na različite sustave unutar Republike Hrvatske te potrebni odgovori na fluktuacije tečaja. Navedena tema postaje važnija nakon započinjanja pristupa Republike Hrvatske Europskoj Uniji. Republika Hrvatska je pri potpisu ugovora započela doba prilagodbe za ulazak u Europsku Uniju. Na osnovu članka 3. i članka 19. istog Ugovora dan je pristanak za ulazak u Europsku Monetarnu uniju. Europska monetarna unija predstavlja projekt Europske unije kao težnja usklađenja ekonomskih i monetarnih politika stvaranjem jedinstvenog monetarnog područja na kojemu bi se koristila zajednička valuta, Euro. Upravo ulaskom u proces ispunjavanja kriterija koje zemlje poput Republike Hrvatske moraju zadovoljit dolazimo do pitanja, koji su zapravo utjecaji strane valute na različite sustave unutar određene države? Utjecaji strane valute se ponajprije osjete kroz devizni tečaj. Devizni tečaj je prema definiciji cijena strane valute izražena u domaćoj valuti, a formira se prilikom utjecaja ponude ili potražnje na deviznom tržištu. Devizno tržište predstavlja dio cjelokupnog financijskog tržišta na kojemu se trguje sa devizama. Trgovanje na deviznom tržištu se odvija putem nekoliko vrsta ugovora koja su u suštini kupoprodajni ugovori čiji su predmet strana sredstva za plaćanje.

Devizni tečajevi su uređeni putem sustava odnosno takozvani režimi deviznih tečajeva koji se mogu kategorizirati u razne skupine i podskupine od fleksibilnijih do rigidnijih. Države se putem ovih sistema vežu za određene eksterne vrijednosti ili skup vrijednosti dok je vezanje valute za zlato zabranjeno.

Utjecaji deviznih tečaja unutar država pa tako i u Republici Hrvatskoj se očituju kod: reguliranja cijena dionica, manifestacija određenih pritisaka na domaću valutu, promjene u bankarskom sustavu prilikom fluktuacija tečaja, promjene u BDP-u te kod procesa koje Hrvatska narodna banke primorana izvršiti kako bi tečaj održala stabilnim. Svakako su potrebne ne samo teoretska istraživanja već i empirijska koja su navedena u ovom radu. Svaki od mogućih utjecaja deviznog tečaja na sisteme unutar Republike Hrvatske su u nastavku obrađena.

2. DEVIZNI TEČAJ

2.1. Definicija deviznog tečaja i podjela na realni i nominalni tečaj

Tečaj predstavlja odnos između dviju valuta odnosno cijena po kojoj se jedna valuta može zamijeniti drugom. Iz definicije deviznog tečaja proizlazi da mu je osnovna funkcija povezivanje cjenovnih struktura različitih zemalja. Kako bi ova funkcija mogla biti uspješno obavljena potreban je odnos realnog i nominalnog deviznog tečaja. Nominalni devizni tečaj predstavlja jedinicu strane valute izraženu brojem jedinica domaće valute te se ovo zove direktno notiranje.

Izražavanje nominalnog tečaja odnosom dviju valuta se zove bilateralni nominalni tečaj. Međutim, pošto nije moguće da se valuta mijenja podjednako prema svim drugim valutama, potrebno je izražavanje tzv. efektivnim deviznim tečajem. Ovaj tečaj čini ponderirani tečaj određene valute prema grupi drugih valuta, najčešće valute sa kojima država prvenstveno vrši vanjsku trgovinu. Nominalnim deviznim tečajem se zapravo samo uspoređuje cijena valute te isti ne prikazuje kupovnu moć neke zemlje nije moguće iz njega iščitati međunarodnu konkurentnost neke zemlje. Iz tog razloga se računa i realni devizni tečaj. Ovim tečajem se nominalni devizni tečaj korigira kroz analizu odnosa domaćih cijena i onih u inozemstvu. Usporedbom odnosom cijena je moguće odrediti kupovnu moć valuta. Realnim se tečajem naziva jer uistinu prikazuje odnose kupovne moći u inozemstvu i tuzemstvu. Kada se realni devizni tečaj smanjuje dolazi do realne aprecijacije tečaja domaće valute odnosno smanjenje konkurentnosti na međunarodnom tržištu,a povećanje realnog deviznog tečaja realnu deprecijaciju i povećanje konkurentnosti. Ove promjene mogu biti potpomognute sa različitim makroekonomskim politikama.

2.2. Režimi deviznih tečajeva

Sustavi deviznih tečajeva su uređeni određenim režimima koji predstavljaju sve propise koji reguliraju odnose deviznih transakcija odnosno reguliranje deviznog tečaja, organizacija deviznog tržišta i drugo. Zemlje odabiru one sustave putem kojeg će ostvariti svoje ciljeve ekonomske politike. Izbor režima u skladu je sa gospodarskim karakteristikama pojedine zemlje.

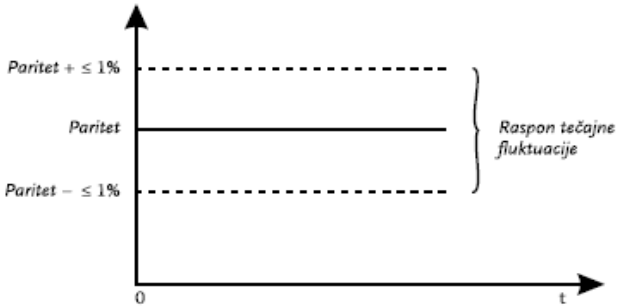
Devizne režima moguće je klasificirati na mnoge načine, od rigidnijih do fleksibilnijih režima sa velikim brojem podskupina između tih dviju krajnosti. Tako je npr. u fiksnom sustavu devizni tečaj vezan za određenu devizu, skup deviza ili robu. Države se u ovim sistemima mogu vezati za određenu eksternu vrijednost ili skup vrijednosti iako je vezanje valute za zlato zabranjeno. Prema međunarodnom monetarnom fondu se sustavi deviznih tečajeva razvrstavaju na sljedeći način: sustav slobodno fluktuirajućeg deviznog tečaja, sustav upravljanja fluktuirajućeg deviznog tečaja bez određenog smjera, sustav bez domaće valute u opticaju,valutni odbor, sustav konvencionalno vezanog deviznog tečaja, sustav vezanog deviznog tečaja u okviru horizontalnog raspona, sustav puzećeg vezanja deviznog tečaja.

Često zastupljen sustav u EU je devizni tečaj bez domaće valute u optjecaju. Ovo je režim kada valuta strane zemlje ili nadnacionalna valuta čini jedino sredstvo plaćanja unutar zemlje ili kad je određena zemlja pripadnica nekoj monetarnoj uniji. Ovaj sistem povlači odustajanje od nezavisne monetarne kontrole. Koristi koje zemlje u ovom režimu mogu imate su mnoge poput smanjenja rizika inflacije, zaustavljanje inflacije, smanjenje kamatnih stopa zbog nestanka rizika, transparentnija gospodarstva, izostajanje troškova pri konverziji cijena i drugi troškovi. Neke od zemalja koje su prihvatile stranu valutu kao službeno sredstvo plaćanja su npr. Monako, San Marino, Vatikan i drugi.

Bitan monetarni režim čini i valutni odbor, monetarna institucija u koju monetarne vlasti emitiraju primarni novac do iznosa vrijednosti pričuva kojima raspolažu te mogu u bilo kojem trenutku po unaprijed utvrđenom deviznom tečaju otkupiti primarni iznos novca za zamjenu međunarodnih pričuva. Valutni odbor zapravo predstavlja instituciju koja emitira novčanice i kovani novac koji je u potpunosti pod pokrićem stranom valutom i u cijelosti se može zamijeniti sa tom valutom po fiksnoj stopi i na zahtjev. Pravila na kojemu se temelji valutni odbor su: pokriće emitirane valute sa stabilnom stranom valutom, valuta se u svakom trenutku može konvertirati u određenu stranu valutu a održavanje stabilne valute čini osnovi cilj. Uz valutni odbor postoje i središnje banke sa zadatkom očuvanja stabilnosti valuta, međutim mogućnosti istih su jako ograničene. U ovakvom režimu je uloga središnjih banaka drugačija pošto je moguće emitirati samo onoliko novca koliko postoji međunarodnih pričuva. U zadnjih godina je uvođenje ovog režima kod mnogobrojnih država pokazalo izrazito pozitivne učinke, a pogotovo kod makroekonomske stabilizacije. Ono što valutni odbor omogućuje je niska inflacija, kredibilna ekonomska politika i visoka konvertibilnost.

Konvencionalni aranžmani fiksnog vezanog tečaja su zbog izbora zemlja članica Međunarodnog monetarnog fonda o korištenju istih danas najčešće korišteni sustavi deviznih

tečajeva. U ovim sustavima se domaća valuta veže uz stranu valutu često ovisno o stupnju razmjene roba, usluga i kapitala sa zemljama tih valuta.



Slika 1. Fluktuacija vrijednosti domaće valute u sustavu konvencionalno - vezanog deviznog tečaja
Izvor: Koški, D.(2008) "Izbor optimalnoga sustava deviznoga tečaja za Republiku Hrvatsku", Ekonomski vjesnik, br. 1-2. Str.33.

Izbor odgovarajućeg sustava deviznog tečaja se vrši na osnovu gospodarskih posebnosti svake zemlje te se tijekom vremena mijenjaju. Često se događaju situacije gdje svaki devizni režim ne odgovara za svaku zemlju u svako doba. Razna istraživanja su pokazala da zemlje u prosjeku svakih šest godina mijenjaju svoj sustav deviznog tečaja. Kod izbora optimalnog sustava deviznog tečaja treba uzeti u obzir da sustavi deviznih tečajeva nisu permanentni te da pojedine ekonomije variraju svoje sustave deviznih tečajeva ovisno o situaciji makroekonomije. [1]

2.2.1. Optimalan režim deviznog tržišta za Republiku Hrvatsku

Fluktuacije u tečaju koje su se događale u Republici Hrvatskoj otprilike do 2008. godine nisu bile službeno objavljene. U intervjuu sa tadašnjim guvernerom Hrvatske narodne banke se dolazi do informacije da je cilj banke tečaj kune prema euru održati stabilnim u rasponima fluktuacije od 5%. Ovime bi se osigurala niska inflacija te stabilnost gospodarstva koje je jako usko povezana sa europskim gospodarskim prostorom. Dodatne mjere Hrvatske narodne banke su predviđene ukoliko dođe do većih pritisaka na tečaj kune. Prema Koškom 2008. godine izvršene su analize prednosti i nedostataka pojedinih deviznih režima. Sustav u kojemu je devizni tečaj slobodno fluktuirajući bi potencijalno oštetio uvoz Republike Hrvatske jer bi fluktuacije u tečaju mogle stvoriti visoke devizne rizike i promjene u cijenama. Sustav u kojemu je devizni tečaj konvencionalno vezan bi u uvjetima gdje je međunarodni kapital mobilan onemogućio samostalnost monetarne politike. Kompromis

[1] Mečev, D. (2012). Izbor režima deviznog tečaja. Zbornik radova Međimurskog veleučilišta u Čakovcu, 3 (1), 61. Preuzeto s https://hrcak.srce.hr/83439

između ovih dvaju sustava bi bio intermedijarni sustav deviznog tečaja, međutim objavljivanjem smjera tečaja monetarne vlasti bi se izgubio kredibilitet u slučaju špekulacijskih napada. Iz tog razloga je tadašnji upravljano- fluktuirajući devizni tečaj kod kojeg nema unaprijed obznanjenog smjera tečaja optimalan.[2]

Republika Hrvatska je u doba pred ulazak u EU koristila upravljano fluktuirajući tečaj. Kod ovog režima tečaj nacionalne valute nije fiksiran te se ovisno o ponudi i potražnji formira na deviznom tržištu. Kod ovog režima se Hrvatska narodna banka povremeno uključuje kako ne bi došlo do velikih odstupanja od stabilnog tečaja. Ovaj se režim može smatrati adekvatnim jer se središnja banka može uključivati svojim intervencijama. Također se u ovom režimu održava određena autonomnost monetarne politike i smanjena mogućnost velikih oscilacija u tečaju. Hrvatska narodna banka se može smatrati jamcem likvidnosti sustava unatoč bankovnih kriza koje su pogodile Hrvatsku u prošlosti. Osnovni cilj monetarne politike koja se provodi u Republici Hrvatskoj je usmjerena prema stabilnom gospodarskom rastu te u kombinaciji sa slobodno fluktuirajućem tečaju čini prikladan sistem za kapitalne priljeve. Kod malih tržišta poput hrvatskog, prilikom ulaska kapitala bitno je tečaj održati stabilnim. Nestabilnost tečaja može ugroziti direktne strane investicije.

Opasnost koja se pojavljuje kod slobodno fluktuirajućih tečajeva je povećanje inflacijskih stopa što je bilo evidentno u prošlosti na ovim prostorima. Mana ovog režima je također bila predviđena u trenutku pristupa EU i ulaska u ERM2 zonu kada se režim treba prilagoditi a kuna neopozivo fiksirati za euro. Za zaključiti da je Hrvatska s obzirom na opasnosti koje donose mala tržišta i sukladno svojim osnovnim ciljevima odabrala adekvatan režim deviznog tečaja.[3]

2.2.2. Izbor režima deviznog tečaja pri konvergenciji za ulazak u EU

Težnja za ulaskom u EU nastaje kao težnja za porastom životnog standarda, ekonomskim porastom i političkoj stabilnosti. Kako bi se ostvarili preduvjeti za ulazak potrebno je ispunjavanje određenih kriterija (Maastricht kriteriji) što iziskuje brojne reforme unutar pravnog i zdravstvenog sustava, fiskalne politike i dr. čime bi se ostvarila stabilnost u zemlji. Jedan od primarnih sustava koji vode spomenutoj stabilnosti je izbor adekvatnog režima deviznog tečaja. Pretpostavka Maastricht kriterija je ostvarivanje određene stabilnosti tečaja.

[2] Koški, D. (2008). Izbor optimalnoga sustava deviznog tečaja za Republiku Hrvatsku. *Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues*, *21*(1-2), str. 37-38.

[3] Barić Punda, V., Grčić, B., & Pečarić, M. (2006). Hrvatska i EU–izazovi integracije. *Ekonomski fakultet*., str. 146-147

Ulaskom u EU buduće države članice daju suglasnost u sudjelovanju u tzv. Tečajnom mehanizmu 2 (eng. ERM2). Ovaj mehanizam predstavlja zonu odnosno raspon u kojemu nacionalna valuta mora bit fiksirana prema euru u trajanju od barem dvije godine te rasponi ne smiju biti veći od ±15%. Ovaj mehanizam u suštini zemljama članicama omogućuje povećanje konvergencije[4] za Europsku monetarnu uniju, ostvarivanje dodatne makroekonomske stabilnosti te utvrđivanje pogodne razine za neopozivo fiksiranje tečaja nacionalne valute za Euro. Sudjelovanje u Tečajnom mehanizmu 2 je dobrovoljno te države članice mogu same izabrati trenutak ulasku u isti. Pri ulasku u ERM2, središnji tečaj nacionalne valute i eura mora biti odobren od strane Europske nacionalne banke središnje banke države koja pristupljuje. Postoje određene intervencije koje se mogu provesti kako fluktuacije ne bi bile iznad dozvoljene razine, a dijele se na marginalne (intervencije kako se ne bi prekoračile granice fluktuacije) i intramarginalne intervencije (intervencije unutar granice fluktuacije). Marginalne intervencije se financiraju automatskim, u pravilu neograničenim sredstvima u vremenu trajanju do tri mjeseca dok je za intramarginalna sredstva potrebno odobrenje Europske centralne banke te se od država očekuje da se koriste vlastita sredstva. Suspendiranje marginalnih intervencija je moguće ukoliko je u suprotnosti sa ciljem održavanja stabilnih cijena. Kod konvergencija za ulazak u EU postoji i tzv. „Option-out“ gdje se zemljama daje opcija da prihvate ili ne prihvate euro kao nacionalnu valutu. Ova opcija ne postoji za nove članice ERM2 prostora te su u prošlosti istu imali samo Velika Britanija i Danska. Očekivanja prema državama koje žele pristupiti u EU te kasnije u ERM2 prostor je izbor jednog od tri tipa režima deviznog tečaja tj. fluktuirajući (slobodno ili neovisno fluktuirajući), fiksni (čisti fiksni tečaj, supstitucija valute, dolariacija,valutni dobro…)ili intermedijarni režim (prilagodljivo fiksni, puzajući tečaj, tečaj vezan za košaricu valuta…).

S obzirom na posebnost svake zemlje, ne postoji jedinstven režim koji bi odgovarao svakoj. Adekvatnost određenog tečaja se može ocijeniti uzimajući u obzir financijske i ekonomske okolnosti, mogućnost ostvarenja makroekonomske stabilnosti, mogućnost provedbe strukturalnih reformi pojedine zemlje i drugo. Prema teoriji optimalnog valutnog područja Mundell-a iz 1961. potrebna je usporedba fiksnih i fluktuirajućih tečajeva, odnosno analiza poželjnosti ostvarenja monetarnih unija. Za ostvarenje valutnog područja potrebna je otvorenost zemlje, mobilnost čimbenika proizvodnje i diversifikacija industrijske proizvodnje. Ove pretpostavke moraju biti ispunjenje kod svih država članica. Razloge

[4] konvergencija= „Sličnost, sukladnost, podudarnost osobina, svojstava; međusobno približavanje, težnja za istim ciljem.“, izvor: https://www.enciklopedija.hr/Natuknica.aspx?ID=32979

pristupa pojedinih zemalja je potrebno sagledati kroz temeljitu cost-benefit analizu gdje koristi (npr. uklanjanje rizika promjene deviznog tečaja) moraju biti veće od gubitaka (npr. gubitak monetarne autonomije). [5]

2.2.3. Analiza odabranih režima deviznog tečaja tranzicijskih zemalja

Tranzicijskim zemljama se smatraju države koje nastoje pristupiti EU te planiraju ulazak u ranije spomenuti ERM 2 zonu. Zajedničke karakteristike tranzicijskih zemalja su brz rast produktivnosti (može dovesti do BS efekta i aprecijacije tečaja), potreba liberalizacije kapitalnih tokova (opasnost stabilnosti), suočavanje prilagođavanjem cijena te tranzicijske zemlje u pravilu imaju mala tržišta koja se oslanjaju na uvoz, posebice kapitala potrebnog za rast. Poučeni financijskim krizama Azije 1997. i u Rusiji 1998. godine, mnoge tranzicijske zemlje mijenjaju svoje režime deviznog tečaja te kao potrebu prilagodbe ulaska u ERM 2 zonu. Pokazalo se da si dvije vrste režima najčešće birane i to valutni odbor i upravljano fluktuirajući tečaj. Međutim, neke zemlje su se naknadno odlučile za ove režime. Tako primjerice Bugarska koja je izabrala upravljano fluktuirajući tečaj se zbog financijskog kraha unutar zemlje prebacuje na valutni odbor. Prednosti slobodno fluktuirajućeg tečaja kao i ranije navedeno je mogućnost središnjih banaka u aktivnom sudjelovanju u reguliranju deviznog tečaja dok se za režim valutnog odbora smatra da pomaže državama izgubiti status monetarno nestabilnih zemalja. Ovaj režim vlasti ne dopušta kreditiranje bankovnog sektora te tiskanje novca u svrhu smanjenja državnog deficita. S druge strane ove dijelom restriktivne mjere mogu dovesti do nemogućnosti ekspanzivne politike u trenutku kad je ista poželjna (nije moguć nagli porast novca u opticaju). Režim valutnog odbora je najčešće biran od strane malih ekonomija kao odgovor na inflaciju. Sama čvrstoća valutnog odbora u tim slučajevima dolazi od činjenice da je vezan za drugu valutu čime se ograničava razvoj domaćeg kreditiranja u nepovoljno vrijeme. Sam sistem je jednostavan te je potrebna relativno mala količina službenika koji domaću valutu mijenjaju za stranu i vrše nadzor i regulaciju nad bankarskim sektorom. Preduvjeti za prihvat valutnog odbora su razvijen bankarski sustav, adekvatan fiksiran nominalni tečaj te provođenje razborite fiskalne politike.

[5] Barić Punda, V., Grčić, B., & Pečarić, M. (2006). Hrvatska i EU–izazovi integracije. *Ekonomski fakultet*., str. 139-142

Kao loše strane valutnog odbora se smatra odsutnost centralne banke što može dovesti do određenih kratkoročnih špekulacija kapitalom te nedostatak centralne banke kao jamca za likvidnost bankarskog sustava što može dovesti do pojave bankovnih kriza.

Jedna velika prednost ovog tečaja pri pristupanju u ERM2 zonu je što ga EU smatra izrazito kompatibilnom te države koje su ranije imale ovaj režim mogu izbjeći prelazak na drugi i probleme koje takav prelazak može prouzročiti. Ipak se velik dio tranzicijskih zemalja odlučilo za upravljano fluktuirajući tečaj (prikazano u tablici br. 1) jer su ga dugoročno gledano smatrale pouzdanim. Međutim postoje razlike između država koja se vidi u izabranom „nominalnom sidru[6]“ kao postavljenom cilju. Hrvatska se je kao nominalno sidro odabrala stabilnost cijena. Kako bi se postavljeni ciljevi mogli ostvariti, bitno je provoditi transparentnu monetarnu politiku. Poput Hrvatske, većina tranzitnih zemalja se odlučila za slobodno fluktuirajući tečaj zbog svoje adekvatnosti za male ekonomije (manje ekonomije su osjetljivije na vanjske šokove koji mogu prouzročiti nestabilnost cijena) te zbog nedostatka fiksnog tečaja (u nekim slučajevima može izazvati velike oscilacije između nominalnog tečaja i valuta pojedine zemlje). Glavni nedostaci slobodno fluktuirajućeg tečaja se očituju u većim inflacijskim stopama koje iziskuju deprecijaciju tečaja, veće transakcije na tržištu kapitala mogu prouzročiti fluktuacije u tečaju. Upravo ove moguće fluktuacije u tečaju i reakcije na veće kapitalne transakcije mogu negativno utjecati na strane investicije, koje su izrazito bitne za razvoj tranzicijskih zemalja.

Koji će se od navedenih dvaju režima izabrati ovisi i o količini deviznih rezervi. Valutni odbor iziskuje veće devizne rezerve koje stvaraju određeni trošak. U suštini, izbor adekvatnog valutnog odbora ovisi o ekonomskim i financijskim okolnostima svake zemlje. [7]

[6] Nominalno sidro - Pojam nominalno sidro (engl. nominal anchor) označava nominalnu varijablu koja presudno utječe na promjene razine cijena i čijom se kontrolom ostvaruje cjenovna stabilnost u gospodarstvu i eliminiranje inflacijskih očekivanja, izvor: Benić, Đ. (2014). MONETARNA POLITIKA: TRANSPARENTNOST SREDIŠNJE BANKE I CILJANA INFLACIJA. Ekonomska misao i praksa, (1), 233-246. Preuzeto s https://hrcak.srce.hr/123490

[7] Barić Punda, V., Grčić, B., & Pečarić, M. (2006). Hrvatska i EU–izazovi integracije. Ekonomski fakultet., str. 142-146

Tablica 1.

Izbor režima deviznog tečaja tranzitnih zemalja na putu pristupa EU

Tranzicijska zemlja	Izbor režima deviznog tečaja
Albanija	neovisno fluktuirajući
Bosna i Hercegovina	valutni odbor
Bugarska	valutni odbor
Crna gora	euroizacija
Češka	upravljano fluktuirajući
Estonija	valutni odbor
Hrvatska	upravljano fluktuirajući
Latvija	fikni, fiksiran za SDR s fluktuacijom od ± 1%
Litva	valutni odbor
Makedonija	upravljano fluktuirajući
Mađarska	ciljna zona ili raspon s ±15% tj. tzv. "ERM 2 u sjenci"
Poljska	neovisno fluktuirajući
Rumunjska	upravljano fluktuirajući
Slovačka	upravljano fluktuirajući
Slovenija	upravljano fluktuirajući
Srbija	upravljano fluktuirajući

Izvor: Barić Punda, V., Grčić, B., & Pečarić, M. (2006). Hrvatska i EU–izazovi integracije. Ekonomski fakultet., str. 143

2.3. Devizna tržišta

Devizno tržište predstavlja dio financijskog tržišta gdje se trguje stranim valutama, a instrumente u svrhu trgovanja na ovom tržištu čine: terminski ugovori[8] (eng. forward contracts), valutne opcije[9] (eng. currency options), valutni futures ugovori[10] (eng. currency futures) te valutni swap ugovori[11] (eng. currency swaps). Samo trgovanje uređeno je Zakonom o deviznom poslovanju koje navodi da tržište stranih sredstava plaćanja obuhvaća

[8] Forward ugovor predstavlja obvezujući ugovor na deviznom tržištu kojim se fiksno dogovara kupnja ili prodaja određene devize na određeni datum u budućnosti, izvor: https://www.investopedia.com/terms/c/currencyforward.asp

[9] Vaulutna opcija daje kupcu pravo, ali ne i obvezu da određenu valutu kupi ili proda po dogovorenom tečaju na određeni datum u budućnosti, izvor: https://www.investopedia.com/terms/c/currencyoption.asp

[10] Valutni futures ugovori predstavljaju terminske ugovore kojima se trguje na burzi radi kupnje ili prodaje određenog iznosa određene valute po određenoj cijeni na određeni datumu u budućnosti, izvor: https://www.investopedia.com/articles/forex/10/introduction-currency-futures.asp

[11] Swap ugovori su ugovori kojim se dvije strane obvezuju zamijeniti istu vrijednost novca međusobno ali u različitim valutama, izvor: https://www.investopedia.com/ask/answers/042315/how-do-currency-swaps-work.asp

sve poslove kupnje i prodaje stranih sredstava plaćanja. Dakle u suštini se radi o kupoprodajnim ugovorima čiji su predmet strana sredstva za plaćanje. [12]

Devizno tržište je segment tržišta na kojemu se vrše transakcije u svrhu prodaja proizvoda usluga ili aktiva izražene u stranoj valuti. Međunarodno tržište se označava sa FX.

Devizna tržišta su nastala iz potrebe za razmjenom valuta pri međunarodnoj trgovini i investiranju. Kako bi se mogla odrediti vrijednost dviju različitih valuta koje su se međusobno morale razmijeniti, uveden je devizni tečaj. Deviznim tečajem se označavala cijena jedne jedinice strane valute izražena brojem jedinica domaće valute. Ovaj način obračunavanja tečaja se naziva „direktno kotiranje“, a koristi se u većini zemalja u svijetu pa tako i u Hrvatskoj. Na taj način se primjerice pod „tečajom eura“ misli na odnos između eura i kune. Kao bazna valuta se uzima ona koja je prvo navedene (u ovom slučaju euro). [13]

Sam način ustrojstva deviznih tržišta te način izračuna deviznih tečajeva se tokom godine uvelike mijenjao. Primjerice od 1944. godine Brettenwodskim sporazumom se fiksirao tečaj između dviju valuta koje su se nalazile na uskim geografskim područjima. Na taj način su određene valute postale precijenjene dok su druge postale podcijenjene. Navedeni nedostatak pokušao se ukloniti 1971.godine Smithsonianskim sporazumom. Ovim sporazumom su velike države dopustile smanjenje tečajeva dolara koji je u to doba bio precijenjena valuta, a granice u kojima se tečaj može kretati pomaknute sa dosadašnjih 1% na 2,25%. Godine 1973. sa dodatkom ranije navedenog sporazuma je u potpunosti uklonjena granica promjena tečaja čime se omogućilo slobodno kretanje valuta. Ovaj sistem je i do današnjeg dana djelomično u upotrebi sa razlikom da su omogućene intervencije država kako bi se promijenio smjer kretanja tečaja i promjena kamatnih stopa. Do 1972. godine je zapravo međubankovno tržište bilo jedino na kojemu se odvijale tzv. forward transakcije, odnosno razmjena valuta po određenom tečaju na određeni datum u budućnosti. Na ovom tržištu se odvijala elektronička razmjena između velikih banaka te kao takvo ovo tržište nije imalo redovno radno vrijeme odnosno moglo se trgovati 24 sata dnevno. Najveće banke su se nazivale i „market makerima“ iz razloga što su prvenstveno trgovale u glavnim devizama. Manje banke na ovom tržištu ne djeluju već imaju dogovore sa većim bankama. Osobe i korporacije koje žele poslovati stranim valutama prvenstveno isto obavljaju putem svojih glavnih banaka. Od 1972. godine druga tržišta poput Međunarodnog tržišta novca s burze u Chicagu razvijaju dodatne načine trgovanja devizama.

---

[12] Slakoper, Z. (2009). Ugovori o valutnom i kamatnom swapu. Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 30(1), str. 410

[13] Mečev, D. (2012). Izbor režima deviznog tečaja. Zbornik radova Međimurskog veleučilišta u Čakovcu, 3 (1), 61. Preuzeto s https://hrcak.srce.hr/83439

Ono po čemu se međubankovno devizno tržište i organizirano trgovanje devizama najviše razlikuje su lokacija tržišta, standardizacija datuma isporuke, standardizacija ugovora i načini obračunavanja istih. Iako je međubankovno tržište rasprostranjeno na globalnoj razini, glavnim organiziranim tržištem se smatra ono u Chicagu. Ugovori kojima se trguje na ovim tržištima su „futures“ ugovori koji se odnose na glavne valute (npr. Euro, britanska funta), a isti istječu kvartalno (treća srijeda u ožujku, lipnju, rujnu i prosincu) te „forward“ ugovori koji mogu biti nominirani u bilo kojoj valuti s dospijećem na određeni dan u budućnosti. Forward ugovori se na tržištu najčešće pojavljuju između banaka i njihovih klijenata. Zapravo, svega 1% futures ugovora se zaista i izvrši u stranoj valuti. Praksa je da se profit ili gubitak iz tih ugovora obračunava dnevno između trgovca i burze. S druge strane se isporuka strane valute po forward ugovorima izvši čak u 90% slučajeva.

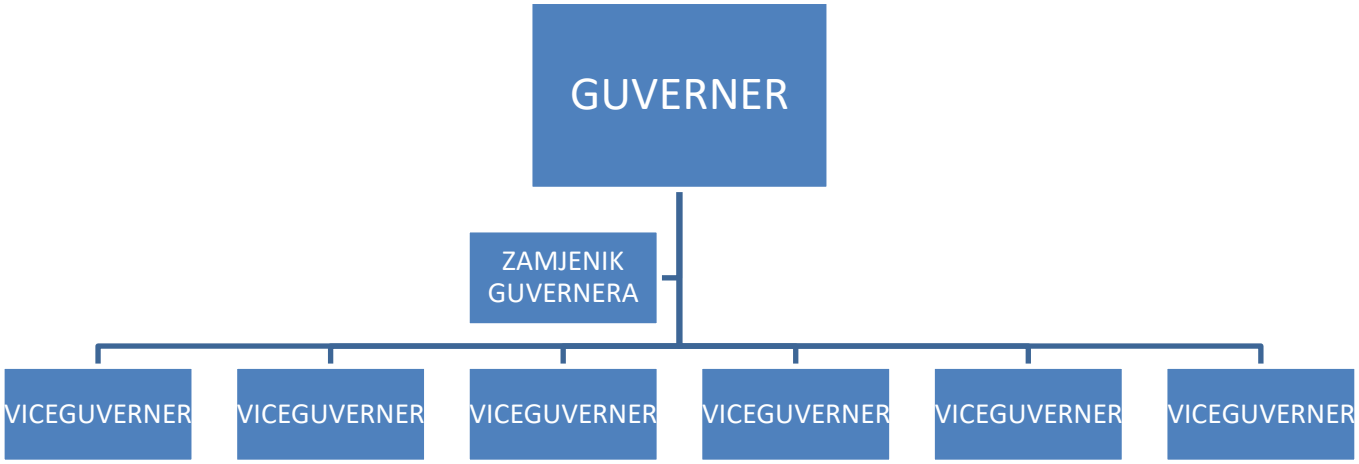
Svjetska devizna tržišta se mogu smatrati jednim od najvećih financijskih tržišta. London se smatra najvećim centrom za trgovanje devizama. Promet koji se tamo ostvaruje je u prošlosti bio i do dva puta veći od prometa ostvaren u New Yorku, drugog po veličini u svijetu. Trećim glavnim centrom za trgovanje devizama je Tokyo gdje se otprilike obavi jedna trećina prometa Londona. Zapravo se devizno tržište može smatrati 24-satnim tržištem između Londona, Tokya i New Yorka.

1999. godine se uvodi nova jedinstvena valuta Europske unije po nazivu Euro. Trgovanje novonastalom valutom započinje 1. siječnja 1999., a nakon što su utvrđeni tečajevi između dotadašnjih 11 valuta. Domaći efektivni novac je međutim i dalje ostao u opticaju te su se transakcije u unutar zemlje mogle i dalje izvršavati. Domaće valute su se postepeno do 01. siječnja 2002. godine povlačile te su u tom periodu počele cirkulirati novčanice i kovanice eura. Stvaranje jedinstvene valute Europske unija se temelji na konsolidaciji triju europskih zajednica (Europska zajednica za čelik, Europska zajednica za atomsku energiju i Europsko ekonomsko tržište) 1967. godine. Europska unije je prvenstveno imala ekonomske i političke ciljeve. Sporazumom u Maastrichtu 1993. godine su utvrđeni prvi koraci pri monetarnoj uniji među članicama Europske zajednice, nazvana Europska monetarna unija. Među glavnim odredbama sporazuma je stvaranje jedinstvene valute (euro), uspostavljanje jedinstvene središnje banke i sustav središnjih banaka. Osim samog učinka u Europi nakon stvaranja eura se očekivao i veliki učinak na globalni financijski sustav. Očekivalo se da će se euro natjecati

sa američkim dolarom za glavnu svjetsku valutu te da će se zasigurno etablirati kao barem druga po redu. [14]

2.4. Hrvatska Narodna Banka kao regulator deviznog tečaja

Hrvatska narodna banka je središnja banka Republike Hrvatske a osnovni cilj je održavanje stabilnosti cijena. Hrvatska narodna banka također pripada europskom sustavu narodnih banaka. Održavanje stabilnosti cijena se vrši kroz vođenje određene monetarne politike, upravljanje međunarodnim pričuvama Republike hrvatske, izdavanjem hrvatskog novca – kuna, izdavanjem odobrenja za rad kreditnim institucijama, kreditnim unijama te institucijama za platni promet te nadzire rad svih navedenih institucija. Putem HNB-a se također izdaju dozvole za rad ovlaštenim mjenjačima. Kako bi Hrvatska narodna banka mogla učinkovito provoditi svoju monetarnu politiku bitna je činjenica da djeluje neovisno a sve u skladu sa Ugovorom o Europskoj uniji.



Slika 2. Ustrojstvo HNB-e, izvor: https://www.hnb.hr/o-nama/funkcije-i-struktura/organizacija

Hrvatska narodna banka organizirana je prema sektorima i uredima na čelu kojih se nalaze viceguverneri. Viceguverneri svojim radom odgovaraju zamjeniku guvernera iznad kojeg se nalazi guverner Hrvatske narodne banke, prof. dr. sc. Boris Vujčić. Sektori HNB-a su: Sektor istraživanja, sektor statistike, sektor za centralnobankarske operacije, sektor za bonitetne

[14] Saunders, A. i Cornett, M. M.: Financijska tržišta i institucije, Poslovni dnevnik, Masmedia, Zagreb, 2006., str.254-256

regulative i metodologije, sektor bonitetne supervizije, sektor specijalističke supervizije i nadzora, sektor platnog prometa, sektor za gotov novac, sektor za međunarodne odnose, sektor kontrolinga i računovodstva, sektor za informatičke tehnologije, sektor podrške poslovanju, sektor komunikacija te sektor pravnih poslova. Uredi unutar HNB-e su: ured guvernera, ured unutarnje revizije, ured za sigurnost, ured za praćenje zaštite potrošača, ured za procjenu mogućnosti sanacije kreditnih institucija, ured za reguliranje deviznog poslovanja, ured za koordinaciju poslova sukcesije, ured za koordinaciju poslova bonitetne supervizije, nadzora i upravljanja rizicima te ured za usklađenost poslovanja.

Jedan od mnogih ciljeva HNB-e je reguliranje te provođenje određenog tečajnog režima kroz tzv. upravljanje fluktuirajućeg tečaja. Ovaj tečajni režim u kojemu se sa jedne strane domaća valuta ne veže fiksno za neku drugu valutu već se odražavaju kretanja na deviznom tržištu. Također HNB vrši devizne intervencije kako bi tečaj kune prema euru ostao stabilan. Kretanja na deviznom tržištu čine npr. plaćanje uvoza i naplata izvoza, priljev deviza zbog zaduživanja, priljevi na osnovi EU fondova. HNB ne može utjecati na tečaj kune prema drugim valutama osim eura. Razlog tome je što je vrijednost ostalih valuta određena sa odnosom eura i tih valuta. [15]

Način na koji središnje banke provode svoje monetarne politike je kroz kupnju odnosno prodaju određenih instrumenata čime mijenjaju količinu novca u ekonomiji. Središnje banke u većim ekonomijama poput one u SAD-u prodaju i kupuju državne obveznice čime se stvara povezanost fiskalne i monetarne politike kroz bilancu centralne banke, dok se središnje banke manjih ekonomija poput one u Hrvatskoj oslanjaju na kupnju i prodaju stranih valuta. Upravo iz tog razloga nedostaje poveznica u bilanci između monetarne i fiskalne politike. Također se valuta SAD-a se koristi kao međunarodna rezerva dok se valuta Hrvatske za isto ne koristi.

U bilanci Hrvatske narodne banke se mogu pronaći devize. Ovo se može potkrijepiti sljedećim primjerom. Recimo da Hrvatska kupuje novac Njemačke te se podrazumijeva da je taj novac podloga postojanja domaće valute. Međutim, aktiva Njemačke centralne banke pokazuje da se u njoj nalaze njemačke obveznice, a ne neka strana roba poput zlata. Ova struktura nam govori da Hrvatska narodna banka zapravo vjeru u domaću valutu pokazuje kroz direktnu ili indirektnu kupnju njemačkih državnih obveznica. Prema tome se može zaključiti da bi se u tom slučaju novac u Republici Hrvatskoj temeljio na stabilnosti njemačke ekonomije.

[15] 12. www.hnb.hr

U stvarnosti je situacija čak i bizarnija. Hrvatska narodna banka kupuje euro čime je vjera položena na ekonomsko stanje unutar Europske monetarne unije. Iz razloga što je novac unutar Europske monetarne unije većinom fiducijalan[16], Hrvatsku narodnu banku od sloma rezervi u devizama samo dijeli povjerenje stanovništva Europe u ujedinjenu Europu. Zapravo je struktura bilance Hrvatske narodne banke za razumjeti s obzirom da je primarni monetarni cilj stabilnost cijena kroz održavanje stabilnosti tečaja. Zapravo u tom monetarnom okviru održavanje stabilnosti tečaja postaje primarno. Stabilnost tečaja se može dobiti smanjenjem oscilacija oko zacrtanog stabilnog tečaja.

Reakcije Hrvatske narodne banke su zapravo uzrokovane promjenama ponude ili potražnje za eurom. Do kratkoročnog ili srednjoročnog povećanja ponude može doći iz realnih razloga. Povećanje potražnje eura se javlja zbog povećane potražnje za devizama zbog poslovanja sa inozemstvom ili zbog promjena u očekivanju. Kod promjena očekivanja, preventivno bi se reagiralo i počelo kupovati devize. Ovaj vid potražnje nije zasnovan na realnim osnovama, već samo na očekivanju. Ovakav rast potražnje pokazatelj je nestabilnosti sustava. Promjene u ponudi ne mogu biti samo realni i to potaknuto vanjskim dugom, promjenama u izvozu ili stranim ulaganjima.

Hrvatska je ekonomija u posljednjih godina karakterizirana sa amortiziranjem uvoza i pretjerane ponude kuna na tržištu deviza kroz strana ulaganja i vanjski dug. Pogotovo u zadnjih deset godina je ulaz deviza bio veći od izlaza. Ulaz deviza je u ekonomiji uzrokovao aprecijaciju kune i Hrvatska narodna banke je u vidu obrane stabilnosti tečaja od jačanja tečaja povećavala količinu kuna u ekonomiji kroz kupnju deviza. Dok druge središnje banke pokušavaju kontrolirati količinu domaćeg novca u ekonomiji, Hrvatska narodna banka pokušava kontrolirati stranu valutu u ekonomiji, odnosno kada ima viška deviza u ekonomiji HNB ih kupuje. Kupnjom deviza Hrvatska narodna banka smanjuje količinu deviza na tržištu Republike Hrvatske dok se u isto vrijeme povećavaju strane rezerve. [17]

2.5. Utjecaj promjene deviznog tečaja u bankarskom sustavu

Hrvatske banke suočavaju se sa mnogobrojnim rizicima koji se mogu pojaviti na tržištu: valutni rizici, promjene kamatnih stopa, rizik promjena kod vrijednosnica, promjene u likvidnosti. Možda najznačajniji rizik koji se kod hrvatskih banaka može pojaviti upravo je

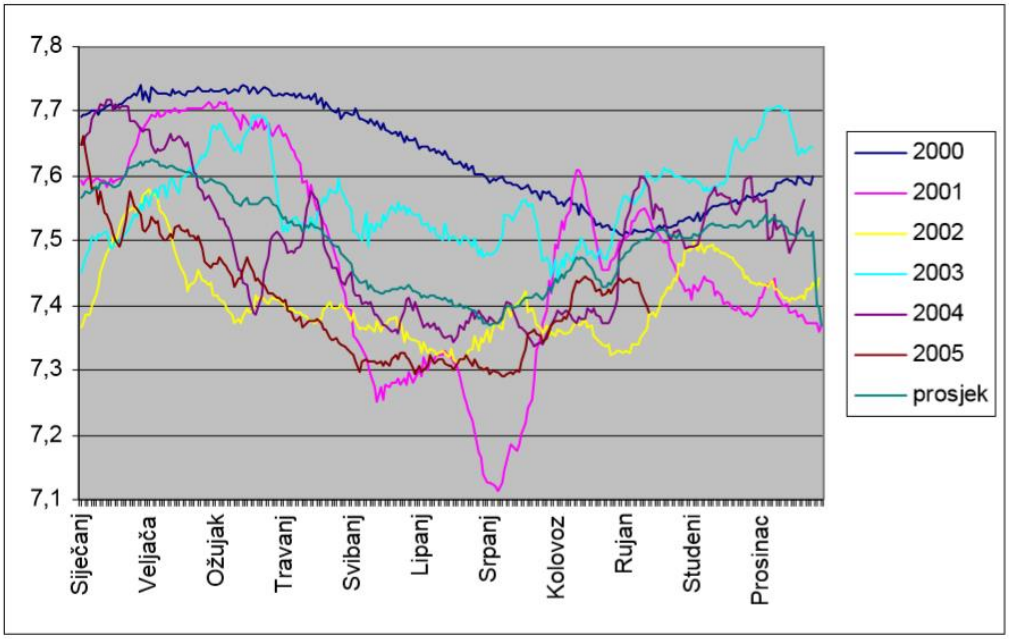
[16] Novac koji je temeljen na povjerenju ljudi u njegovu opću prihvatljivost, izvor: https://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?id=44191 ,

[17] Gregurek, M., & Vidaković, N. (2009). USKLAĐENOST MONETARNE I FISKALNE POLITIKE U RH. Ekonomija Economics, 16(2), str. 402-408

valutni rizik. Isti se javlja jer su u suštini hrvatske banke izložene zbog denominiranih[18] eura, tj. izloženosti tečaju između hrvatske kune i eura. Karakteristika banaka u Republici Hrvatskoj je denominirana pasiva u eurima te aktiva koja se odobrava uz valutnu klauzulu (pretežito u eurima). Ovim načinom poslovanja banke mogu većim dijelom zatvoriti svoju izloženost valutnom riziku, uz prijenos rizika na svoje klijente. Zbog ove strategije većima banaka ima male otvorene devizne pozicije.

Sa stajališta banke ovaj način poslovanja u kojemu se valutni rizik prenosi na klijente je prihvatljiv. Međutim, navedena valutna izloženost klijenata može u slučaju aprecijacije deviza u odnosu na kunu prerasti u izloženost kreditnom riziku. Ukoliko dođe do aprecijacije eura u odnosu na kunu za pretpostaviti je da će većina klijenata imati problema pri vraćanju svojih kredita.

Kako bi se smanjio potencijalni utjecaj valutnog rizika 2003. se izdaje Odluka o ograničavanju izloženosti banaka valutnom riziku[19]. Ovom odlukom je Hrvatska narodna banka ograničila valutnu izloženost na 20% visine kapitala određen kao jamstvo banke. Hrvatske banke su slobodne upravljati svojim deviznim pozicijama unutar navedenog limita kako bi se optimizirala razlika u tečaju. Tečaj između hrvatske kune i eura relativno je nestabilan što pokazuje i dolje navedena slika.



Slika 3. EUR/HRK tečaj između 2000. i 2005. godine, izvor: HNB te obrada autora Doc. dr. sc. Ivica Prga Mr. Sc. Ivan Šverko, MBA

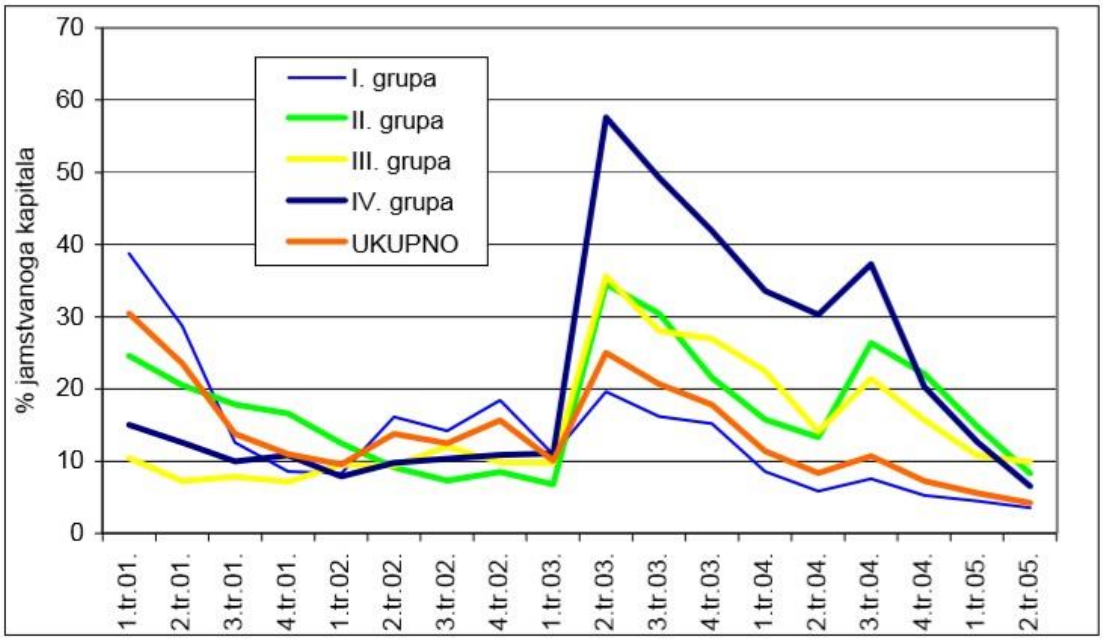
[18] denominacija (kasnolat. denominatio), imenovanje ili preimenovanje, osobito novčanih jedinica. izvor: https://www.enciklopedija.hr/Natuknica.aspx?ID=14583

[19] Narodne novine, broj 17/2003

Prema navedenom grafikonu se može zaključiti kako se tečaj između kune i eura ponaša sezonski. Euro aprecira u odnosu na kunu tijekom jeseni i zime a obrnuto se ponaša tijekom proljeća i ljeta. Sezonsko ponašanje se može izvući iz činjenice da tijekom turističke sezone u Hrvatskoj dolazi do velikog priljeva deviza (poglavito u periodu između svibnja i rujna).

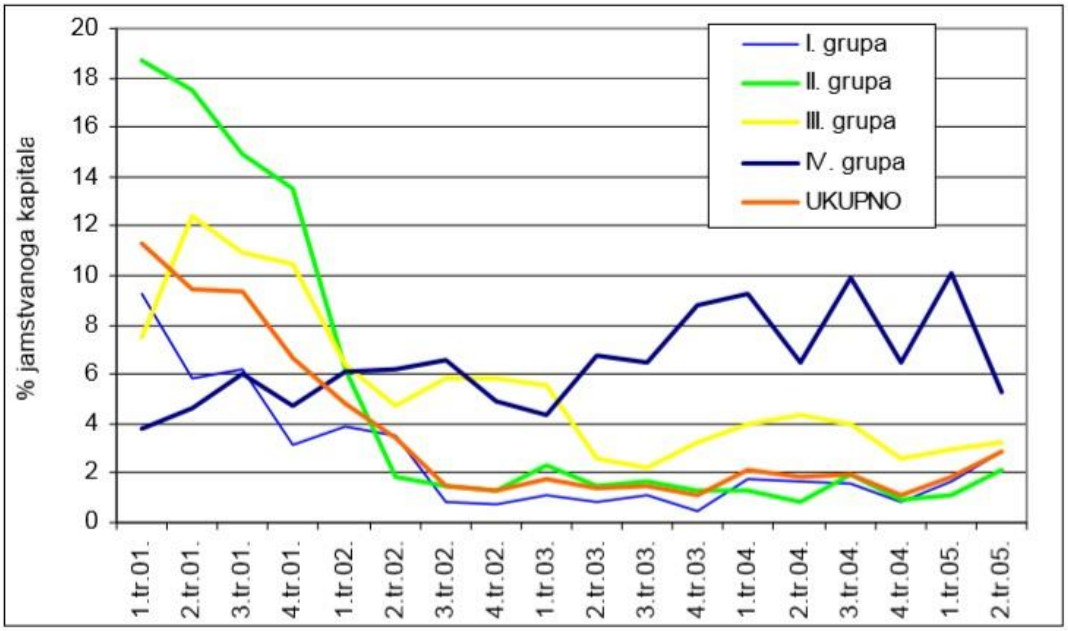
Imajući na umu navedeno sezonsko ponašanje eura i kuna, banke pokušavaju profitirati iz svoji deviznih pozicija na način da se pozicije održavaju dugima u eurima kada euro aprecira naspram kune, a kratku poziciju kada kuna jača u odnosu na euro.

Dolje navedena slika potvrđuju strategiju koju implementiraju hrvatske banke u odnosu na svoje duge i kratke devizne pozicije.



Slika 4. Duga devizna pozicija hrvatskih banaka 2000. – 2005 godina, izvor: Bilten o bankama, broj 10, srpanj 2005., str. 51.5

Za potrebe ovih analiza Hrvatska narodna banka podijelila je banke u četiri grupe uzimajući u obzir veličinu aktive. Prva grupa su banke sa aktivom većom od 5 milijardi kuna. Druga grupa čine banke sa aktivom između 1 i 5 milijardi kuna. Treća grupa se sastoji od banka sa aktivom između 1 milijardi i 500 milijuna kuna te četvrta grupa sa aktivom manjom od 500 milijuna kuna.



Slika 5. Kratka devizna pozicija hrvatskih banaka 2000. – 2005 godina, izvor: Bilten o bankama, broj 10, srpanj 2005., str. 51.5

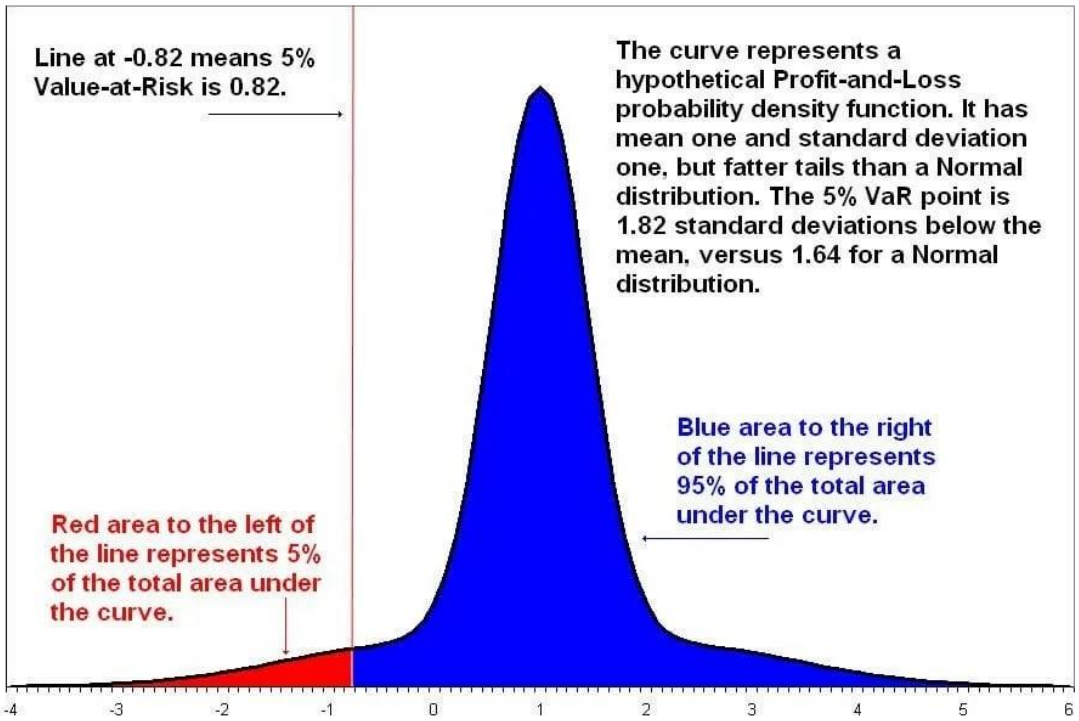
Sa slike 5. se može zaključiti kako su banke u promatranim razdobljima imale duge devizne pozicije odnosno veće duge pozicije od kratkih. Duge devizne pozicije su zapravo dio koji su hrvatske banke naslijedili od ranijeg poslovanja banaka. U devedesetim godinama su banke u Hrvatskoj držale i znatno veće duge pozicije banaka kako bi se devizne pozicije mogle uskladiti sa sezonskim efektima kune i drugih valuta. Današnje vrijeme više ne iziskuje držanje tako velikih dugi pozicija deviza zbog upravljanja i usklađivanja sa sezonskim oscilacijama. Za očekivati da bi u budućnosti tečajne razlike mogle biti i povoljnije u čitavom bankarskom sustavu.

Upravo zbog držanja otvorenih deviznih pozicija javlja se izloženost valutnom riziku. Kako bi se smanjile eventualne štete te bolje moglo upravljati valutnim rizikom, banke su razvile četiri osnovna procesa:

1. identifikacija
2. kvantifikacija
3. upravljanje
4. kontrola

Faza kvantifikacije valutnog rizika se može smatrati najznačajnijim i najproblematičnijim procesom. Banke su u počecima koristile tradicionalni pristup kvantifikacije valutnih rizika na način da se izračunaju otvorene devizne pozicije kod svake valute.

U zadnjem desetljeću se usavršuje i sve češće koristi tzv. Value-at-risk (VAR) metoda koja je u stanju moderno kvantificirati valutne rizike. VAR predstavlja vrstu statističke procjene rizika gdje je moguće predvidjeti gubitke koje određeni portfelj može imati te vjerojatnosti da se takav štetni događaj u određenom vremenskom intervalu zaista dogodi Do štetnog događaja može doći ukoliko u promatranom razdoblju dođe do nagle promijene tržišnih cijena instrumenata koje su dio tog portfelja. VAR se koristi u velikom broju financijskih institucija kako bi se pouzdano izmjerila izloženost valutnom riziku. [20]

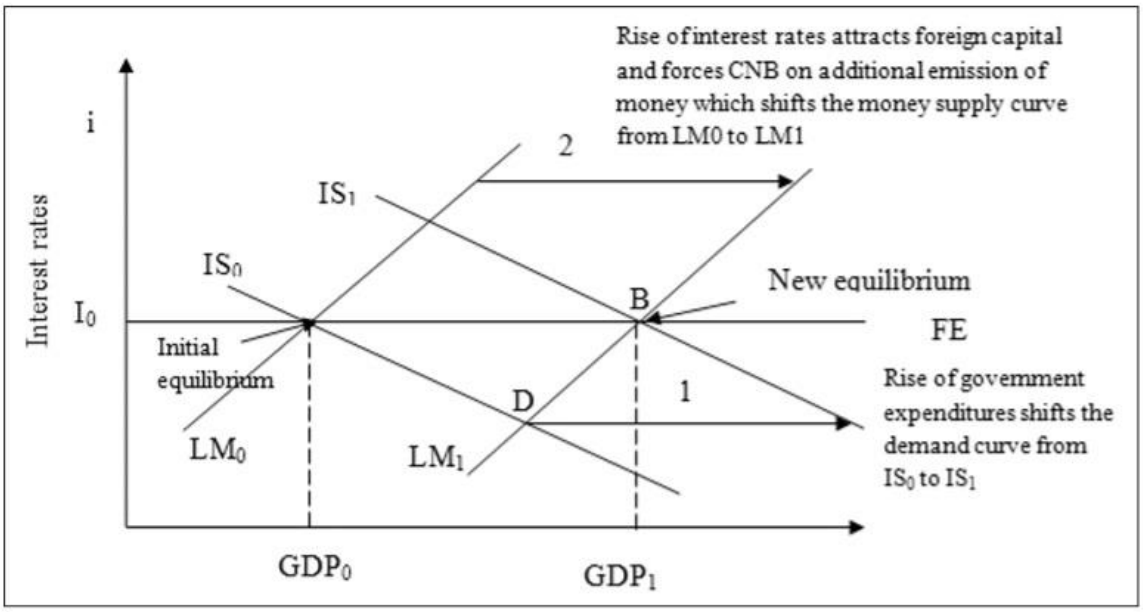


Slika 6. Primjer var modela, izvor:
https://corporatefinanceinstitute.com/resources/knowledge/trading-investing/value-at-risk-var/

[20] 13. Prga, I., & Šverko, I. (2005). Izloženost banaka tržišnim rizicima. Zbornik ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 3(1), 153-162.,

2.6. Utjecaj deviznog tečaja na BDP analiziran Mundell-Flemin modelom te problem monetarnog trokuta

Polazeći od Mundell-Flemin modela koji povezuje povećanje bruto domaćeg proizvoda (BDP) određene države sa režimima deviznih tečajeva i stupnju slobode kretanja kapitala, potrebno je razmotriti ograničenost monetarne i fiskalne politike kao instrumenta u uvjetima fiksnog deviznog tečaja. Navedeno proizlazi iz slike br 9. u kojoj je naveden model koji predočava bazične vrijednosti Hrvatske fiskalne i monetarne politike i poteškoće sa kojima se ovi sistemu suočavaju.



Slika 7. Uvjeti povećanja BDP-a, izvor: Zdunić, S. (2011). Od nemogućega monetarnoga trokuta do ekonomske depresije. Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci: časopis za ekonomsku teoriju i praksu, 29(2), 395-422.

Ovaj model naglašava povećanje BDP-a pod utjecajem povećanja potrošnje države u uvjetima fiksnog deviznog tečaja, toka kapitala i kamata. Teoretske implikacije koje ovaj model iznosi se može na sljedeći način rezimirati:

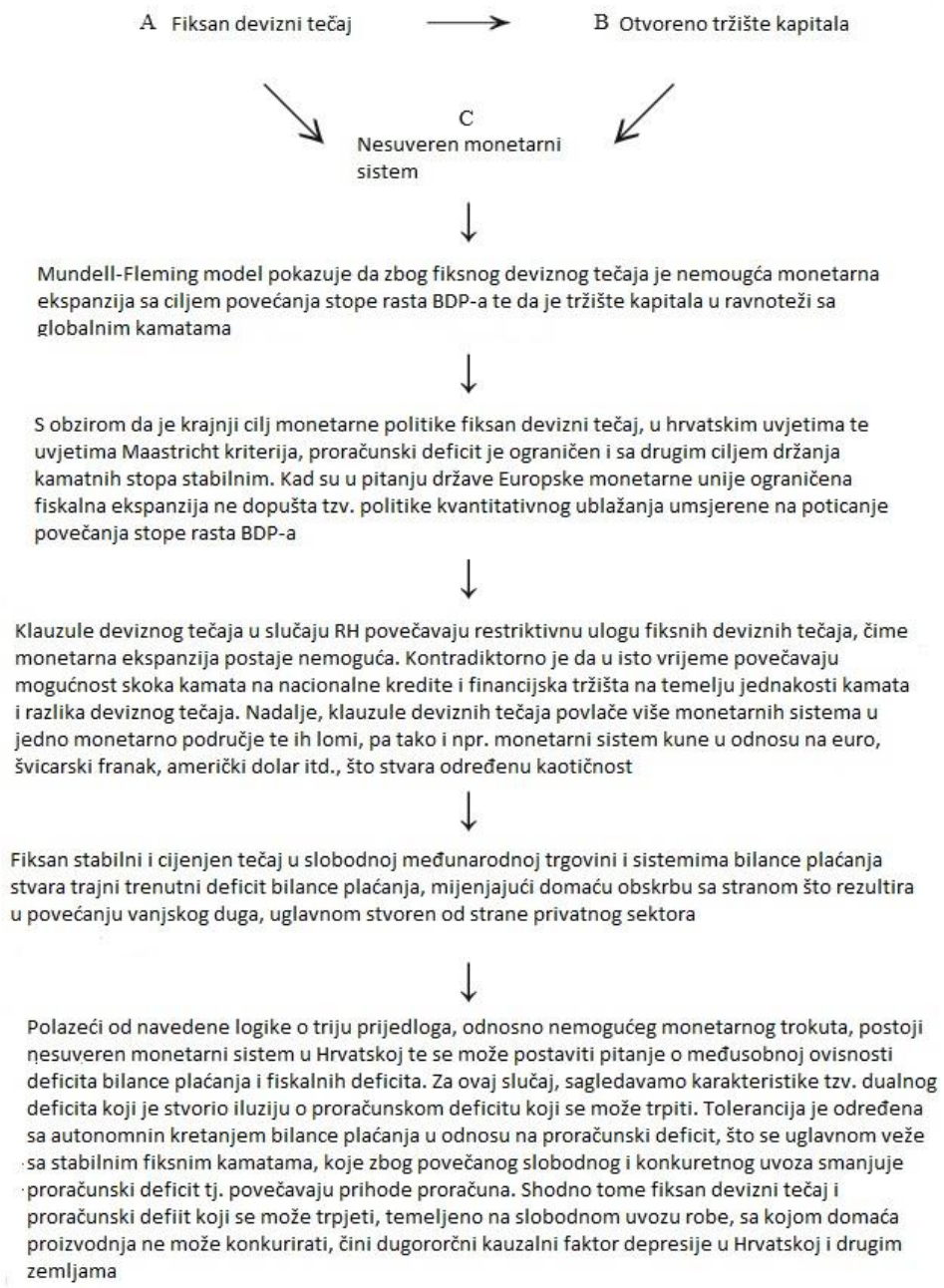
Povećanje potrošnje države pomiče IS krivulju u desno. Ovaj pomak krivulje povećava BDP (eng. GDP), čime dolazi do veće potražnje za novcem što u konačnici povećava kamatne stope. Uzrok svega navedenog je povećanje potražnje za državnim obveznicama i povećanje ulaska stranog kapitala, što u konačnici povećava potražnju domaće valute. S obzirom da je središnja banka obvezna ovo povećanje potražnje za domaćom valutom zadovoljiti kako bi se mogla kupiti povećana ponuda strane valute, LM krivulja se također pomiče u desno. U ovom slučaju GDP0 se povisuje na GDP1 ali kamatne stope se također vraćaju na ekvilibrij

kamatne stope i0. U ovom procesu se početna točka ekvilibrija A pomiče na konačnu točku ekvilibrija B. Međutim, u uvjetima koji su dani sa fiksnim deviznim tečajem i omjerom proračunskog deficita, kao i ograničenjima koje stvaraju Maastricht kriteriji[21], proces prelazi u jednu vrstu proračunskog i fiksnog deviznog ograničenja odnosno zamke. Teoretski pričajući, ovo se odnosi na Hrvatsku. Da ponovimo, Ograničenja monetarne i fiskalne politike rezultat su utjecaja Maastricht kriterija, slobodnog kapitala i monetarnog suvereniteta države. Ovaj se fenomen može nazivati i nemogući monetarni trokut.

Bazirajući se na ranijoj analizi Mundell-Flemin modela, moguće je sastaviti shematski prikaz monetarnog trokuta u kojemu je primarni cilj monetarne politike stabilan i fiksan devizni tečaj sa potpuno slobodnim kretanjem kapitala.

Ovaj cilj monetarne politike i režim bilanca i plaćanja kapitala povlači za sobom nesuveren monetarni sistem koji može poduprijeti ciljeve nacionalnog razvitka poput pune iskoristivosti ekonomskog potencijala države te njene radne snage. Stupanj otvorenosti prema stranoj trgovini i kapitalnim ulaganjima je u praksi politike uvelike različita. Zbog analitičkih razloga se opis može pojednostaviti te u našim uvjetima opisati kao liberaliziranim. Nadalje, na osnovu navedenog se može utvrditi invertna korelacija između bilance plaćanja trenutnog proračunskog deficita i trenutnog deficita općeg proračuna, odnosno tako zvani dupli deficit (eng. twin deficit) to jest situacija u kojoj se prilikom povećanja jednog drugi smanjuje. Drugim riječima, trebala bi postojati regresijska korelacija odnosno veliki značaj međuovisnih varijabli sa negativnim koeficijentom prema varijablama objašnjenja. U ovom slučaju je ovisna varijabla deficit državnog proračuna, iskazana kao postotak bruto domaćeg proizvoda, a varijabla objašnjenja je trenutni deficit bilance plaćanja također iskazan kao postotak bruto domaćeg proizvoda.

[21] Ugovorom u Maastrichtu koji je stupio na snagu 01.11.1993., definirano je pet kriterija koje država članica mora ispuniti kako bi mogli uvesti euro. Dva kriterija se odnose na kontrolu javnog duga: deficit javnog duga ne smije premašiti 3% BDP-a te količina javnog duga ne smije iznositi više od 60% BDP-a. Godišnji javni dug se dva puta izlaže Europskoj komisiji, krajem ožujka te krajem rujna., izvor: https://www.insee.fr/en/metadonnees/definition/c1091#:~:text=Two%20criteria%20relate%20to%20the,March%20and%20end%20of%20September.



Slika 8. Shematski prikaz monetarnog trokuta u uvjetima fiksnog deviznog tečaja, slobodnog kapitala i nesuverenog monetarnog sistema,izvor: 6. Zdunić, S. (2011). From the impossible monetary trinity towards economic depression. Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci: časopis za ekonomsku teoriju i praksu, 29(2), 395-422.

Specifičnosti utjecaja koje režimi deviznih tečajeva imaju na politiku povećanja stope rasta BDP-a se mogu na sljedeći način rezimirati:

- Na ranijem shematskom prikazu, donji dio monetarnog trokuta povezuje točke A, B i C u geometrijsko tijelo koji pokazuje da se u istom smjeru mogu nalaziti samo dvije točke trokuta. Izraženo na ekonomski način, značilo bi da se samo dva od tri monetarna cilja mogu simultano ispuniti. Ako monetarna politika pokušava ispuniti

cilj C, prema shemi to predstavlja monetarni suverenitet, čime se potiču više stope rasta te su u tom slučaju domaće kamatne stope niže od onih na svjetskom tržištu. Ovo se postiže ograničavanjem odlijeva domaćeg odnosno već postojećeg tuđeg kapitala i povećavanjem domaće monetarne ekspanzije. Međutim, u politici liberalizacije kapitalnog tržišta, domaće kamatne stope mogu u početku biti više od onih na međunarodnom tržištu što potiče ulazak stranog kapitala. U tom slučaju je moguće imati veće tržišne kamatne stope koje proizlaze od otvorenog tržišta kapitala i fiksnih deviznih tečajeva, što je u konfliktu sa ciljem smanjenja kamatnih stopa i poticanja povećanja stope rasta BDP-a. Kako bi se održao kapital u ovim uvjetima, potrebno je uvođenje određenih restrikcija. Točke A i B imaju jednaki smjer odnosno cilj fiksnog deviznog tečaja i slobodan ulaz kapitala, a točka C se nalazi izvan čime je pokazano da u toj kombinaciji ciljeva nije moguće uspostaviti monetarnu suverenost koja bi potakla povećanje stope rasta BDP-a. Sva tri cilja se ne mogu postići u isto vrijeme. Ukoliko želimo stimulirati rast, trebali bi regulirati ulazak i izlazak kapitala, uvesti fiksnu devizni tečaj potičući na taj način povećanje izvoza i ulaganja te ograničiti supstituiranje domaćih proizvoda sa stranim. Potreban je dakle monetarni suverenitet, koji omogućuje aktivni devizni tečaj i kamatnu politiku koristeći odgovarajuće monetarne i fiskalne instrumente

- Nadalje, teoretsko rješenje za povećanje stope rasta BDP-a, a koristeći fiksni devizni tečaj je fiskalne ekspanzija, pokazana u slici br… Fiskalna uprava treba težiti politici nultog odnosno ograničenog proračunskog deficita, kojim se cilja na primarni višak u količini kamata u odnosnu na sveukupni vanjski dug i eventualno dio duga privatnog sektora , a sve spojeno sa aranžmanima Hrvatske banke za obnovu i razvitak[22]. Sa težnjom Hrvatske prema ispunjenu Maastricht kriterija, instrumenti fiskalne ekspanzije se ne mogu koristiti u cilju povećanja stope rasta BDP-a. Eventualno će se korištenje proračunskih sredstava za investiranje bazirati na smanjenju trenutnih izdataka u socijalnim službama, mirovinama i plaćama u javnom sektoru te povećanju poreznih prihoda. Ovo naprotiv znači da će instrument fiskalne ekspanzije koji se dalje u ovom radu navodi biti nemoguć za korištenje u svrhu poticanja rasta. Zaključit se može da sa ograničenom monetarnom suverenosti trpimo i ograničenu fiskalnu

[22] „Hrvatska banka za obnovu i razvitak je razvojna i izvozna banka Republike Hrvatske čija je osnovna zadaća poticanje razvitka hrvatskog gospodarstva. Kreditiranjem, osiguranjem izvoza od političkih i komercijalnih rizika, izdavanjem garancija te poslovnim savjetovanjem, HBOR gradi mostove između poduzetničkih ideja i njihovih stvarenja s ciljem osnaživanja konkurentnosti hrvatskog gospodarstva“., izvor: https://www.hbor.hr/naslovnica/hbor/o-nama/

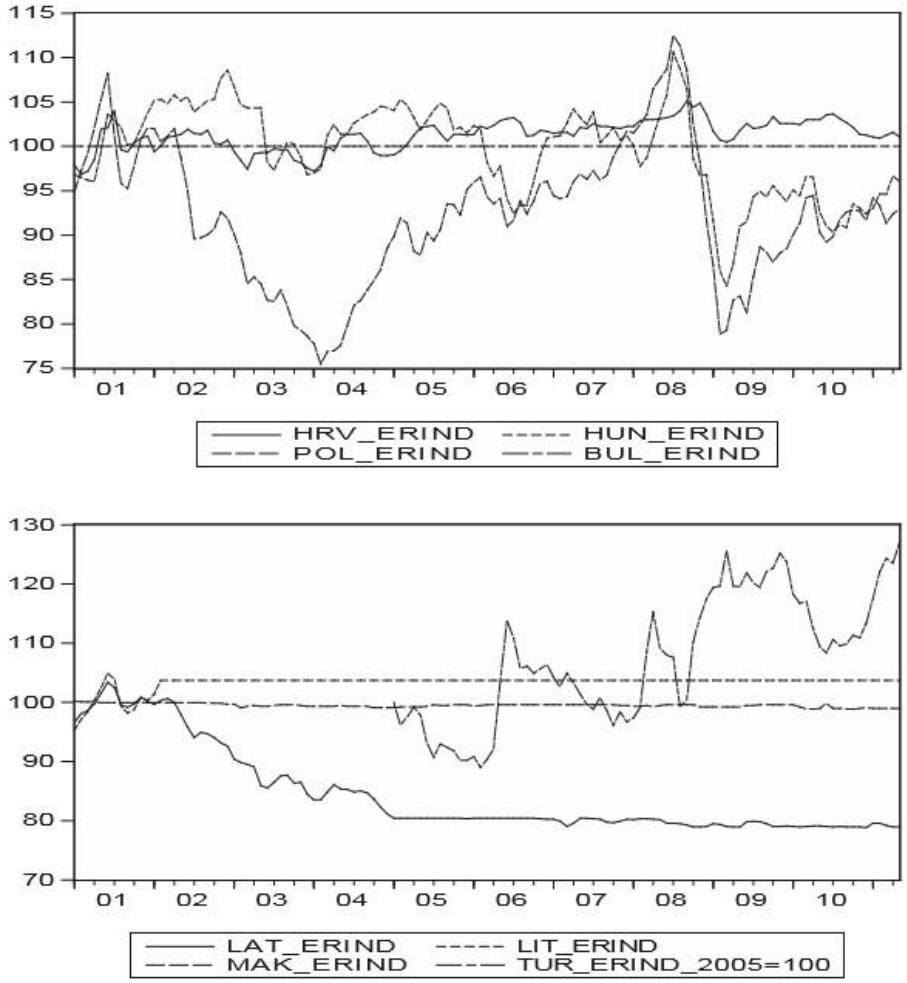
suverenost. Kad je u pitanju fleksibilan devizni tečaj, teoretska solucija za povećanje stope rasta BDP-a bi bila monetarna ekspanzija, postignuto sa kamatama koje su postavljene na nižem nivou od kamata na globalnom tržištu, ali također sa deprecijacijom valute što dodatno potiče rast BDP-a tj. potiče izvoz a ograničava uvoz. Naša monetarna vlasti međutim manipulira sa ekspanzijom i stezanjem kako bi se održao fiksan devizni tečaj te sa time inflacija na danoj razini koja ne može biti ujedno i stopa rasta BDP-a. Monetarna vlast mora otpustiti dio obveznih rezervi kako bi se devizni tečaj održao na određenoj razini, a kamate su nusprodukt ovog procesa. Sa time HNB u svojim operacijama na otvorenom tržištu kao cilj imaju isključivo održavanje „stabilnog“ te uvjetno određenog fiksnog deviznog tečaja. Ovo eliminira rast BDP-a kao cilja zbog moguće deprecijacije, manjih kamatnih stopa na domaćem tržištu za domaći kapital.

- Shodno ranije napisanom, iz zakona monetarnog trokuta proizlazi da fiskalna i monetarna autonomija države ovisi o njenom režimu deviznog tečaja. Fiksan devizni tečaj potiče nizak monetarni suverenitet, a slobodno tržište kapitala potkopava fiksan devizni tečaj sa tendencijom prema aprecijaciji. Iskustva širom svijeta pokazuju da je upravo ovo proces koji često vodi do prolongirane recesijske krize.

Maastricht kriteriji nadalje potkopavaju fiskalni suverenitet u funkciji zamjene ograničenog monetarnog suvereniteta, a dolaze u obliku ograničenja proračunskog deficita. Cilj ograničenja proračunskog deficita u euro zoni je sprječavanje porasta kamata kako bi se smanjila konkurentnost u privlačnosti kapitala u zemljama Europske monetarne unije. Naime, u svrhu izbjegavanja administrativne kontrole kapitalnih kretanja u režimima fiksnog deviznog tečaja u uvjetima uobičajene valute Europske monetarne unije, uvedene su restrikcije trenutnog proračunskog deficita kako bi se izbjegao utjecaj na povećanje kamata u nekim od država članica. Upravo navedeno povećanje kamata bi uvelike privuklo strani kapital. Prijašnja kriza u euro zoni potvrđuje ranije napisano. Principi pomicanja kapitala povezan sa fiksnim deviznim tečajem i politikom proračunskih deficita, ali „labave“ restrikcije kod bilance plaćanja, rezultira u kontradiktornim efektima u državama Europe pa tako i u Hrvatskoj.

Istraživanja i analize država središnje te istočne Europe u periodu od siječnja 2001. godine do svibnja 2011. godine prikazuju jasnu politiku stabilnog deviznog tečaja sa

tendencijom aprecijacije. Financijska kriza[23] koja je započela 2008. godine je u pojedinim državama (Mađarska, Poljska i Turska) izazvala deprecijaciju monetarnog sustava. Međutim, već od 2010. i 2011. godine stabilni devizni tečaj se u ovim državama ponovno uspostavio. U cilju dokazivanja korelacije između deficita trenutnog proračuna i bilance deficita plaćanja, sagledavamo generalno kretanje deviznih tečajeva koji zadovoljavaju temeljnu pretpostavku stabilnih i spojenih deviznih tečajeva, kao bazu restriktivnog monetarnog suvereniteta. Postojeće devijacije općenitog pravila zapravo potvrđuju navedene pretpostavke. Prezentirana je analiza u formi dvaju grafova koji mogu dodatno razjasniti navedeno.



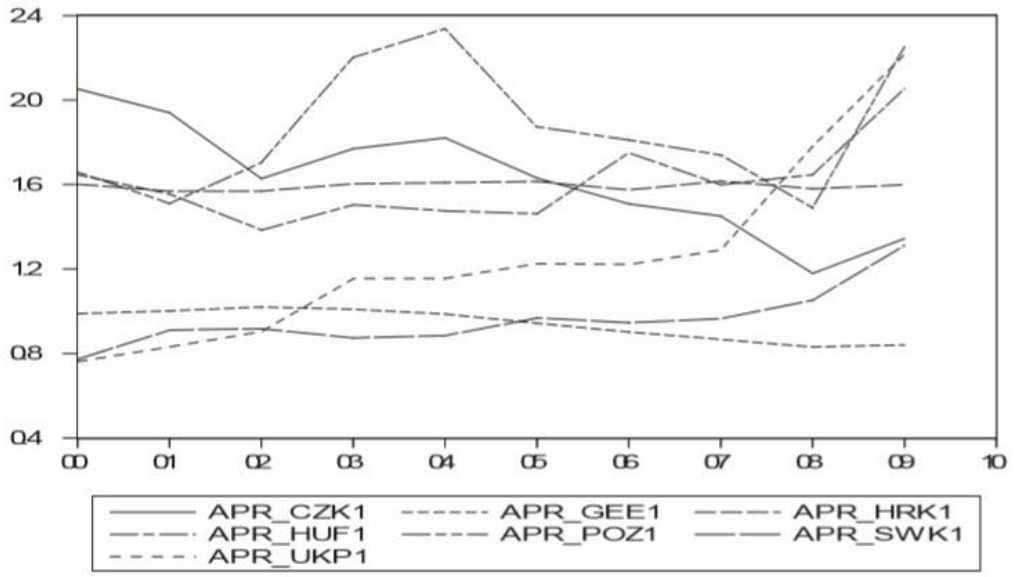
Slika 9. Indeksi nominalnih deviznih tečajeva država članica srednje i istočne Europe i Turske u periodu od 2001. do 2011. godine, izvor: Zdunić, S. (2011). From the impossible monetary trinity towards economic

[23] Financijska kriza 2008. godine odnosno velika recesija se smatra najvećim ekonomskim događajem u svijetu nakon velike depresije u 1930-ima. Financijska kriza je kriza koja uvelike utječe na rad financijskog sustava. Financijski sustav se sastoji od banaka, fondova, investicijskih banaka i drugo. U financijskoj krizi, financijski instrumenti (poput dionica) gube dio nominalne vrijednosti. Okidač financijske krize 2008. godine je predstavljalo pucanje tržišta nekretnina u SAD-u-, izvor: http://economyria.com/the-financial-crisis-2008-explained/

depression. Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci: časopis za ekonomsku teoriju i praksu, 29(2), 395-422.

Na grafovima koji su prikazani na Slici 9. „ERIND“ označava indeks nominalnih deviznih tečajeva sa specificiranom mjesečnom bazom. Slova na prvom dijelu označuju državu na koju se indeks odnosi.

Realnija slika diverznih i ciljanih politika deviznog tečaja se može vidjeti na slici 12., koja prikazuje indekse realnih deviznih tečajeva. U graf je uključeno nekoliko karakterističnih država poput Češke Republike, Poljske, Hrvatske, Švedske, Mađarske, Velike Britanije i Njemačke kao benchmark[24]. Korišteni su godišnji podaci, a kao bazna godina je uzeta 2000. = 100. Određene države pokazuju savršenu ilustraciju odgovora na šok izazvan krizom kod razvijenih i tranzitnih država.



Slika 10. Prilagođeni devizni tečajevi usporedivih tranzitnih i drugih zemalja, izvor: Zdunić, S. (2011). From the impossible monetary trinity towards economic depression. Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci: časopis za ekonomsku teoriju i praksu, 29(2), 395-422.

Ovdje se koriste realni devizni tečajevi bazirani na indeksima nacionalnog cjenovnog indeksa i cjenovnog indeksa Njemačke kao stranih cijena korištene za usporedbu drugih zemalja. Uobičajeno ime za takav indeks je APR te se u ovom slučaju dodaje i ime države te valuta koja se u toj državi koristi. Slika br. 10 jasno pokazuje da sve države, osim Njemačke i Hrvatske na šok recesije odgovaraju politikom deviznog tečaja. Ovo je razumljivo s obzirom da je hrvatska kuna usko povezana sa eurom. Njemačka nastavlja sa trendom spore

[24] određena razina kvalitete koja se može koristiti kao standard prilikom usporedbe sa drugim stvarima, izvor: https://dictionary.cambridge.org/dictionary/english/benchmark

aprecijacije koja odgovara sa godišnjom stopom inflacije, očito se oslanjajući na pomali rast u produktivnosti svoje ekonomije. U slučaju Poljske vrlo je zanimljivo što slika pokazuje deprecijaciju od eura i kune za čitav period između 2000. i 2010. godine. Također su zanimljive i politike deviznog tečaja u Švedskoj i Velikoj Britaniji, kao primjer razvijenih zemalja koje u doba šoka izazvan krizom eksplicitno koriste svoje politike deviznog tečaja kao alata za povećanje konkurentnosti svoje ekonomije. Sličan pristup je pokazala i Mađarska koja je očito precijenila svoju konkurentnost oslanjajući se na povećanju proizvodnje u doba prije krize te brzo odgovara sa deprecijacijom deviznog tečaja tokom krize. Vidimo da Češka Republika ima izrazito blagi odgovor te ostaje na smjeru lagane aprecijacije svoje valute. Međutim, indeks Republike Češke pokazuje da je u početku postojala velika realna deprecijacija, što je predstavljalo podršku poduzetne konkurentnosti na dug period. Samim time, valuta Republike Češke nije imala realnu aprecijaciju u odnosu na hrvatsku kunu prije 2005. godine. Slika br. 12 nadopunjuje sliku br. 11 čineći indekse nominalnog deviznog tečaja više relativnim. Ovim pristupom dobivamo, bar u slučaju nekoliko zemalja, informativniju sliku stvarnih ciljeva njihovih politika tečaja. Međutim, također je važno zabilježiti da Hrvatska prati politiku koja ne odgovara produktivnosti, što je dodatno potkrijepljeno nominalnim i vaganim indeksima.[25]

2.7. Strana direktna ulaganja i devizni tečaj

Strana direktna ulaganja su tok internacionalnog kapitala koje ulažu multinacionalne kompanije ili poduzeća u čijem vlasništvu su podružnice u inozemstvu. Tokom 2005 godine su se ova izravna ulaganja kretala oko vrijednosti od 916 bilijuna dolara. Jedan od mnogih faktora koji utječu na direktna strana ulaganja je devizni tečaj. Devizni tečaj može utjecati kroz svoju razinu i nestabilnost. Devizni tečaj utječe na količinu sveukupnih izravnih ulaganja i način na koji se ta ulaganja raspodjeljuju preko više država.

Kada je tečaj u deprecijaciji, odnosno kada mu relativna vrijednost u odnosu na drugu valutu pada, postoje dva potencijalna učinka na strana izravna ulaganja. Prvo, smanjuju se plaće u navedenoj državi i troškovi proizvodnje u odnosu na istu granu u inozemstvu. Ukoliko ostali faktori ostanu jednaki, u državi u kojoj se događa deprecijacija deviznog tečaja se stvara

[25] Zdunić, S. (2011). From the impossible monetary trinity towards economic depression. *Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci: časopis za ekonomsku teoriju i praksu, 29*(2), 396-406.

lokacijska prednost odnosno atraktivnost kao lokacija u kojoj se isplati ulaganje u povećanje kapaciteta produktivnosti. Kroz ovaj kanal se preko deprecijacije deviznog tečaja stvara povećanje povrata uloženog kapitala za strane ulagače. Učinci razine kretanja tečaja na strana direktna ulaganja putem ovog kanala oslanjaju se na niz osnovnih pretpostavki. Jedna od pretpostavki je da kretanje deviznog tečaja mora biti povezano sa promjenama u relativnim troškovima proizvodnje u zemljama te ne bi trebalo biti praćeno sa povećanjem troškova rada i proizvodnje u destinacijama kojima su proizvodi odnosno ulaganja namijenjeni. Druga pretpostavka je da se navedeni kanal može ublažiti ukoliko su kretanja deviznog tečaja unaprijed očekivana. Očekivana kretanja deviznog tečaja se mogu reflektirati u većim troškovima financiranja projekta, s obzirom da se kamate prilagođavaju riziku očekivane stope povrata. Prema navedenim argumentima, veći utjecaj direktnih stranih ulaganja potaknuti promjenama u deviznom tečaju se javljaju ukoliko navedene promjene nisu očekivane te se ne reflektiraju u očekivanim troškovima projekata koja strana ulaganja financiraju.

Neki stručnjaci na poljima vezana za direktna strana ulaganja ne prihvaćaju rezultate istraživanja koje pokušavaju potvrditi upozorenja na skok u kamatama u osnovu na strana ulaganja na tržištima uslijed promijene deviznih tečaja. Umjesto toga, smatraju da postoje nesavršenosti na tržištima kapitala koje dovode do toga da stope povrata uvelike ovise o strukturi kapitala raspoređenoj po državama. Tako na primjer Froot i Stein (1991) tvrde da su tržišta kapitala nesavršena te davatelji kredita nemaju savršenu informaciju o rezultatima stranih ulaganja. U ovom ovakvom scenariju bi multinacionalne kompanije koje posuđuju ili povisuju kapital kako bi platili za ulaganja u inozemstvu, trebala svojim davateljima financijskih sredstava ponuditi dodatne instrumente osiguranja kako bi se osigurali relativno visoki troškovi za kvalitetnu kontrolu svojih investicija u inozemstvu. Ukoliko je moguće, multinacionalne kompanije preferiraju financiranje takvih investicija sa svojim sredstvima jer na taj način direktno povećavaju vrijednost poduzeća sa kojima su povezana.

Treba sagledati što se zapravo događa kada se devizni tečaj mijenja. Deprecijacija tečaja na tržištu koje je ciljano ulaganjima, povećava relativno bogatstvo sudionika od kojih je navedeno ulaganje izvršeno. Ovo može potaknuti povećanje multinacionalnih stjecanja na tržištima gdje je došlo do deprecijacije. Sudionici u ovakvim slučajevima svoje bogatstvo drže u svojoj valutni dok će nakon deprecijacije na željenom tržištu ulaganja povećati svoju kupovnu moć odnosno dolazi do smanjenja troška kapitala. Ovo investitorima daje mogućnost da se agresivnije nadmeću prilikom povećanja imovine. Empirijska istraživanja

od strane Klein i Rosengren (1994) potvrđuju navedeno u slučaju SAD-a od 1979. godine do 1991. godine kada je relativno bogatstvo određenih kanala bilo važnije od relativnih plaća te je na taj način dolazilo do povećanih direktnih stranih ulaganja.

Blonigen 1997. godine daje argumente vezane za poduzeća prilikom utjecaja deviznog tečaja na direktna strana ulaganja. Pretpostavljajući da domaća i inozemna poduzeća imaju jednake prilike u kupnji imovine specifična za poduzeća na domaćem tržištu, ali različite prilike za ostvarenje prihoda sa tom imovinom na stranom tržištu. U ovom slučaju kretanje valuta može utjecati na relativnu vrijednost određene imovine. Dok domaća i strana poduzeća plaćaju u jednakim valutama, imovina specifična za određena poduzeća prihode može ostvarivati u drugim valutama. Relativna količina kupovine od stranih poduzeća može biti pod utjecajem kretanja deviznog tečaja. Na pojednostavljenom primjeru bi to značilo sljedeće. Ukoliko se predstavnik stranog i domaćeg poduzeća nadmeću za kupnju stranog poduzeća ili određene imovine, deprecijacija deviznog tečaja strane valute može povećati izglede da će domaće poduzeće prije kupiti spomenuto poduzeće ili imovinu. Ponovo, ovaj kanal predviđa da će deprecijacija strane valute povećati direktna ulaganja u stranoj ekonomiji. Podaci o Japanskim kupovinama u SAD-u potkrepljuju spomenutu teoriju da stvarna deprecijacija dolara povisuje mogućnost kupovina od strane Japanskih ulagača na industrijskom tržištu u SAD-u.

Dodatno se uz ove argumente koje podržavaju utjecaj visine deviznih tečajeva, sklonost promjena deviznih tečajeva također imaju utjecaj na direktna strana ulaganja. Teoretski argumenti za utjecaj variranja se dijele na fleksibilnost proizvodnje te izbjegavanja rizika. Kako bi se argumenti za fleksibilnost proizvodnje bolje tumačili, mora se uzeti u obzir situacija gdje primjerice imamo proizvodnu strukturu gdje proizvođači moraju izvršavati kapitalna ulaganja na stranom i domaćem tržištu prije nego znaju točne troškove proizvodnje i količine sirovine koju treba naručiti. Kad se devizni tečaj i uvjeti potražnje usuglase, proizvođač određuje zaposlenost i točnu lokaciju proizvodnje. Godine 1992. Aizenman pokazuje da obujam u kojem variranje deviznog tečaja utječe na strana ulaganja počiva na troškovima smanjenja kapaciteta, kompetitivnoj strukturi industrijske grane te općenitoj konveksnosti profitne funkcije u odnosu na cijene. Kod argumenta o fleksibilnosti proizvodnje, bitna pretpostavka je da proizvođači mogu prilagoditi korištenje varijabilnih faktora nakon realizacije stohastičkih inputa u profit. Bez navedenog varijabilnog faktora, npr. u proizvodnoj strukturi sa fiksnim umjesto varijabilnim faktorima, potencijalni željeni utjecaji na ostvarenje dobiti uslijed mijenjanja cijena se smanjuju. Po argumentu

fleksibilnosti proizvodnje, veća varijabilnost se asocira sa većim stranim ulaganjima te obratno. Alternativa u povezivanju varijabilnosti deviznog tečaja i investiranja se temelji na argumentu izbjegavanja rizika. Logika je ta da investitori traže dodatnu kompenzaciju za rizik koje promijene u deviznom tečaju mogu imati na povrate. Veća varijabilnost deviznog tečaja smanjuje sigurnost u odnosu na situaciju gdje se devizni tečaj očekuje stabilnim. Očekivane razine deviznog tečaja se koriste u izračunima funkcija profita na osnovu kojih investitori donose sada odluke, a vezano za prinose u budućnosti. Ukoliko su devizni tečajevi vrlo nestabilni, očekivana vrijednost projekata se smanjuje a samim time i direktna ulaganja. Navedena dva argumenta koji se odnose na fleksibilnosti proizvodnje u suprotnosti sa izbjegavanjem rizika daju različita predviđanja o odnosu nestabilnosti deviznog tečaja i direktnih stranih ulaganja. Kada se razmatra postojanje i forma stvarnih utjecaja nestabilnih deviznih tečajeva, potrebno je odvojeno sagledati kratkoročnu nestabilnost deviznog tečaja u odnosu na dugoročnu neusklađenost deviznih tečajeva.

Utjecaji deviznog tečaja na direktna strana ulaganja se smatraju nepredvidivim i samostalnim šokovima na ekonomske aktivnosti. Prema istraživanjima, varijabilnost deviznog tečaja dovodi do povećanja udjela proizvodnje određene zemlje u inozemstvu. Istraživanje bilateralnih direktnih ulaganja između SAD-a, Kanade, Japana te Ujedinjenog Kraljevstva pokazuje da je varijabilnost tečaja stimulirala povećanje investicijskih aktivnosti u inozemstvu. Općenito se može zaključiti da nestabilnost deviznog tečaja može doprinijeti internacionalizaciji proizvodne aktivnosti bez smanjenja ekonomskih aktivnosti na domaćem tržištu. Stvarno kretanje deviznih tečajeva može na direktna strana ulaganja utjecati kroz kanale relativnih plaća, relativnih kanala bogatstva te nesavršene kapitalne tržišne argumente. [26]

3. UTJECAJ DEVIZNOG TEČAJA

[26] Goldberg, L. S. (2009). Exchange rates and foreign direct investment. The Princeton encyclopedia of the world economy, 1(1), 393-396.

3.1. Utjecaj fluktuacije deviznog tečaja na bilancu roba Republike Hrvatske

Nastanak međunarodne razmjene te njena neuravnoteženost vezano za bilancu plaćanja već je privukla veliki broj stručnjaka stručne i znanstvene javnosti. Mnoge rasprave su vođene vezano za automatsko uravnoteženje bilance plaćanja ali je veliki broj razloga presudio da je potrebno voditi aktivnu ekonomsku politiku.

Na uravnoteženje bilance se nizom kvalitetnih instrumenata može utjecati. Međutim, jedan instrument se pokazao kao najučinkovitijim od sviju, a to je promjena deviznog tečaja. Razlog tome je što promjena deviznog tečaja trenutno mijenja odnose između izvoznih i uvoznih cijena čime se može stvoriti ravnoteža u bilanci plaćanja. Kad je primjerice bilanca plaćanja u deficitu, potiče se deprecijacija - smanjenje domaće valute naprema stranoj, čime se smanjuju cijene izvoznih dobara izražene u stranoj valuti. Rezultat deprecijacije je smanjenje potražnje prema uvoznim dobrima i povećanje za domaćim izvozom. Promjena potražnje koja je nastala zbog promjena cijene uravnotežuje bilancu plaćanja.

Međutim, proces uravnoteženja bilance plaćanja nije samo tako jednostavan te se često može i krivo zaključiti. Dva su glavna razloga za pogrešne zaključke. Analize vezane za promjenu deviznog tečaja često zanemaruju tok kapitala koji mogu dovesti do kompletno drugačijih učinaka aprecijacije ili deprecijacije. Tako primjerice deprecijacija može potaknuti odljev kapitala iz zemlje čime bi bilanca plaćanja postala lošija, a aprecijacija često dovodi do privlačenja kapitala i time poboljšala bilancu plaćanja. Drugi razlog je što potražnja kao funkcija cijene nije vezana samo za uvoz i izvoz te iz tog razlog ne mora biti cjenovno elastična. Samim time promjena deviznog tečaja ne mora nužno poboljšati bilancu plaćanja. Kako bi se došlo do kvalitetnih zaključaka treba cjelokupno gospodarstvo promotriti. Hrvatska je prema promatranim parametrima u doba provođenja ekonomske analize od strane Koškog (2008.) bila u deficitu bilance roba te imala visoki inozemni dug. Da je i došlo do privlačenja kapitala iz inozemstva se vjerojatno u kratkom roku ne bi mnogo dogodilo. Iz tog razloga je Hrvatska u to doba bila vrlo izložena potencijalnoj financijskoj krizi, međunarodnoj nelikvidnosti u kojoj ne bi postojala mogućnost otplate nadolazećih anuiteta. Koški je u svom radu analizirao utjecaj promjene efektivnog deviznog tečaja na bilancu roba u Republici Hrvatskoj.

Ekonomska osnova analize izrađena od strane Koškog 2008. godine je tzv. standardni model „dvije zemlje“ (Rose i Yellen, 1989.; Rose 1991.). U ovom modelu se polazi od pretpostavke da uvezena dobra i domaća dobra nesavršeni supstituti. Prema tome proizlazi da količina

potraživanih dobara u tuzemstvu ovisi o relativnoj cijeni uvoznih dobara realnom bruto domaćem proizvodu.

Iz rezultata istraživanja se dolazi do niza zaključaka. Porast indeksa realnog efektivnog deviznog tečaja za 1% dugoročno smanjuje deficit bilance roba u Republici Hrvatskoj za 2,06%. Nadalje, ukoliko dođe do povećanja bruto domaćeg proizvoda od 1%, izazvalo bi prosječno povećanje realnog deficita bilance od 2,23%.

Prema dobivenim rezultatima se unatoč dugoročno elastičnom deficitu bilance roba u Republici Hrvatskoj na promjenu efektivnog deviznog tečaja, nije moguće zaključiti da se problem može riješiti samom politikom deviznog tečaja. Razlog ovomu je visoka inozemna zaduženost ali i samo postojanje valutnih klauzula u ugovorima u kreditu, a i zbog visoke ovisnosti gospodarstva o uvozu. Prema rezultatima bi deprecijacija kune trebala umanjiti realni deficit roba, ali tek gledano na duži period. Gledano na kraći period bi smanjenje tečaja kune sigurno izazvalo rast anuiteta inozemnog duga izraženog u domaćoj valuti jer će se morati dati više jedinica domaće valute za jednu jedinicu strane. U isto vrijeme će se dogoditi rast anuiteta korisnika kredita dok bi se cijene uvoza povećale. Snižavanje vrijednosti domaće valute pod određenim uvjetima može izazvati krizu u zemlji koja može rezultirati međunarodnom nelikvidnošću.[27]

3.2. Pritisak deviznog težišta na valutu Republike Hrvatske

U današnje vrijeme, zbog razvoja globalizacije i ovisnosti gospodarstava o istoj, javljaju se sve veće opasnosti valutnih kriza za fiksne i polufiskne valutne režime. Valutne krize se mogu pojaviti u slučaju kada postoji izrazito velika međunarodna ponuda domaće valute u odnosu na devize čime su monetarne vlasti primorane upotrebljavati jake protumjere. Poznati primjeri ovakvih situacija su kriza europskog monetarnog sustava iz 1992. i 1993. godine te Azijska kriza iz 1997/98. godine. Svjetska financijska kriza sa početkom u 2008. godini je također pokazala velike pritiske na valute poput mađarske forinte i islandsku krunu čime su izazvani skupe gospodarske posljedice.

Slični pritisci su se dogodili i kod režima u Hrvatskoj kad je kuna podlegla prilikom jakog špekulativnog pritiska 1999. godine. U to doba je u Hrvatskoj bila pri kraju domaća bankarska kriza, a uslijed čega je došlo do deprecijacije kune i smanjenja proizvodnje. Kasnije u 2001. godine dolazi do ponovnog pritiska na tečaj kune kombinacijom monetarne

[27]Koški, D. (2009). Utjecaj promjene deviznoga tečaja na bilancu roba Republike Hrvatske: ekonometrijska analiza. Ekonomski pregled, 60(3-4), str. 153-164.

relaksacije i financijske liberalizacije. Unatoč zdravom ekonomskom rastu dolazi do deprecijacije. Upravo se od 2001. godine Hrvatska narodna banka u svrhu inflacijskih očekivanja koristi nominalnim tečajem kune. Hrvatska narodna banka je povećavala devizne pričuve i intervenirala na deviznim tržištima kako bi se uklonili pritisci aprecijacije te održao stabilni tečaj. Upravo zbog nedavne financijske krize je Hrvatska narodna banka bila primorana reagirati na jake pritiske sa deviznog tržišta u svrhu sprječavanja deprecijacije kune.

Takvi utjecaji sa deviznog tržišta se mogu prikazati sa tzv. indeksom pritiska na deviznom tržištu koji je razvijen od strane Girtona i Ropera 1977. godine. Ovim indeksom se može prikazati promjena tečaja u situaciji gdje ne bi bilo vlasti koje bi intervenirale. Promjena vrijednosti tečaja uslijed navedenih pritisaka se u potpunosti odražava u režimima plutajućeg tečaja. Međutim, kod fiksnih ili polufiksnih tečajnih režima taj pritisak se samo djelomično odražava u promjeni tečaja iz razloga što vlasti interveniraju kroz kupnju ili prodaju deviza te koristeći kamatne stope uklanjaju pritiske na tečaj. Upravo ta činjenica da su državne vlasti primorane provoditi takve aktivnosti pokazuje snagu valutnih pritisaka u tečajnom režimu.

Monetarnim vlastima je mjerenje indeksa pritiska deviznog tržišta izrazito bitan jer moraju u nekom obliku upravljati tečajem. Indeks pritiska koji se javlja na valute u susjednim zemljama može pokazati pritisak koji monetarne vlasti mogu očekivati na vlastitoj valuti kao posljedica „zaraze“. Također se indeksom može procijeniti uspješnost pojedinih instrumenata pri pokušajima smanjenja pritiska na deviznom tržištu. Indeks pritiska na devizna tržišta se korist i kod određivanja kreditnog rejtinga pojedine zemlje, pogotovo u slučaju da je velik dio duga denominiran u stranoj valuti, viđeno kod Latvije 2008. godine.

Važnost indeksa je velika u manjim, otvorenim gospodarstvima koja su pod velikim pritiskom Europske Unije poput gospodarstva Hrvatske. Indeks je korišten i od strane Hrvatske narodne banke koja joj omogućava održavanje stabilnosti tečaja. Brojna istraživanja su pokazala da se spomenutim indeksom mogu razvijati sustavi za rano upozorenje na valutne krize. Iz svih navedenih razloga je vrlo važna točna izmjera indeksa pritiska deviznog tržišta na kunu.

Indeksom pritiska tečaja na deviznom tržištu služi za mjerenje promjene tečaja u okolnostima u kojima ne postoje državne intervencije. Ova promjena je po prirodi intuitivna i nevidljiva te iz tog razloga mora biti procijenjena putem ekonomskih varijabli. Uspostavljena su tri pristupa za mjerenje indeksa pritiska na deviznom tržištu i to: strukturni pristup, neovisni model te ad hoc pristup.

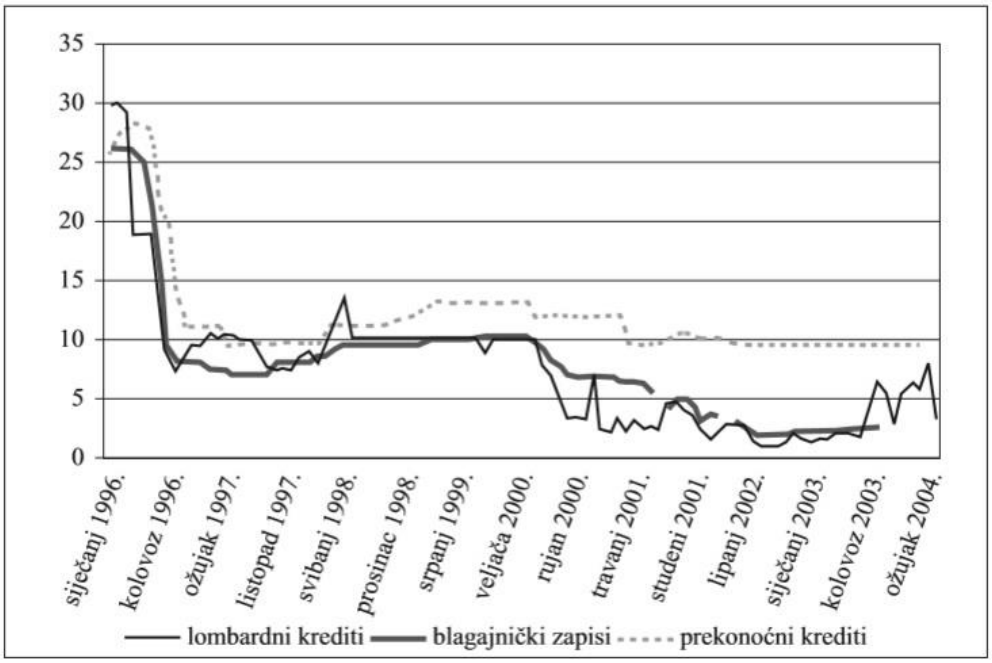
Strukturni pristup prvog puta je razvijen i korišten od strane Girtona i Roper-a (1977.) . Kasnije inačice ovog pristupa (Weymark, 1995) polaze do toga da se indeks može definirati kao“ “...ukupni višak potražnje pojedine valute na međunarodnim tržištima kao vrijednost tečaja potrebnoga da zadovolji taj višak potražnje u slučaju da vlasti ne interveniraju, uz zadana očekivanja uspostavljena provedenom tečajnom politikom“. Navedeno se može protumačiti da način da indeks nije isto promjeni tečaja koja se događa u režimu plutajućeg tečaja.

Ad hoc pristup koristi se promjenom tečaja, promjenama deviznih pričuva i kamatnim diferencijalom kao varijablama. Kao glavno opravdanja ad hoc pristupa je istaknuto da postoji slaba veza između tečaja i ekonomskih varijabli, iako su se pojavile brojne kritike zbog izbora temeljnih varijabli koje može biti subjektivan procjenama.

Kasnijim pristupima u kojima se kombinira strukturni i ad hoc pristup se dolazi do definicije da pritisak prikazan kao razlika između realne kamatne stope i one koje bi središnja banka definirala ukoliko u obzir ne bi uzimala vrijednost tečaja. [28]

Hrvatska narodna banka je u prošlosti provodila monetarnu politiku koristeći instrumente kombinacije deviznih intervencija te administrativne mjere. Sama promjena vrijednosti tečaja i potreba za deviznim intervencijama odražava veliki pritisak deviznog tržišta na kunu. Od instrumenata koje središnja banka u Hrvatskoj koristi se devizne intervencije mogu smatrati glavnim instrumentom jer apsorbira pritisak na kunu te uklanja višak ili potražnju za kunom. U isto vrijeme vrijednost tečaja kune prema euru čini konačnu ravnotežu ponude i potražnje. Kamatne stope se također mogu javiti kao instrument središnjih banaka za uklanjanje pritiska, međutim u Hrvatskoj ovo nije imalo veliku ulogu. Hrvatska narodna banka ne provodi takvu monetarnu politiku jer postoji relativna nevažnost kamatnih stopa u našem sistemu. Kamatne stope se u našem sistemu više koriste kao potporni instrument kontroliranju domaće likvidnosti. Upravo zato Hrvatska narodna banka koristi prodaju blagajničkih zapisa ili provođenje aukcija čime se usredotočuje na količinu izdane kune, a ne na visinu kamatnih stopa. Uočeno je da kamatne stope u bankarskom sektoru doživljavaju strukturne promjene te da su te promjene imale mali utjecaj na kamatne stope na novčanom tržištu.

[28] Tatomir, S. (2009). Indeks pritisaka deviznog tržišta na kunu. Financijska teorija i praksa, 33(2), str. 187-189.



Slika 11. Kretanje kamatnih stopa u postocima, izvor: Tatomir, S. (2009). Indeks pritisaka deviznog tržišta na kunu. Financijska teorija i praksa, 33(2), str. 191

Na navedenom grafikonu na Slici 11. se može vidjeti silazni strukturni trend, manjak kontinuiteta blagajničkih zapisa Hrvatske narodne banke te nedostatak korelacije kamatnih stopa lombardnih te prekonoćnih kredita. Iz grafikona proizlazi da kamatne stope nisu korištene za apsorpciju pritiska deviznog tržišta na kunu.

Utjecaj pritiska na deviznom tržištu na kunu zasigurno odražava i utjecaj kapitalnih kontrola, ali ih je zbog komplikacija u kvantifikaciji bilo teško u prošlosti uključiti u indeks. Tako je primjerice prije 2001. godine Zakon o deviznom poslovanju poduzećima u Hrvatskoj zabranjivao kupnju i posjedovanje deviza što je vrlo vjerojatno podcijenilo jačinu pritiska u tom periodu. Kada je 2001. godine zakon ukinut, pojavila se povećana potražnja za devizama koji su imali deprecijacijski pritisak na kunu.

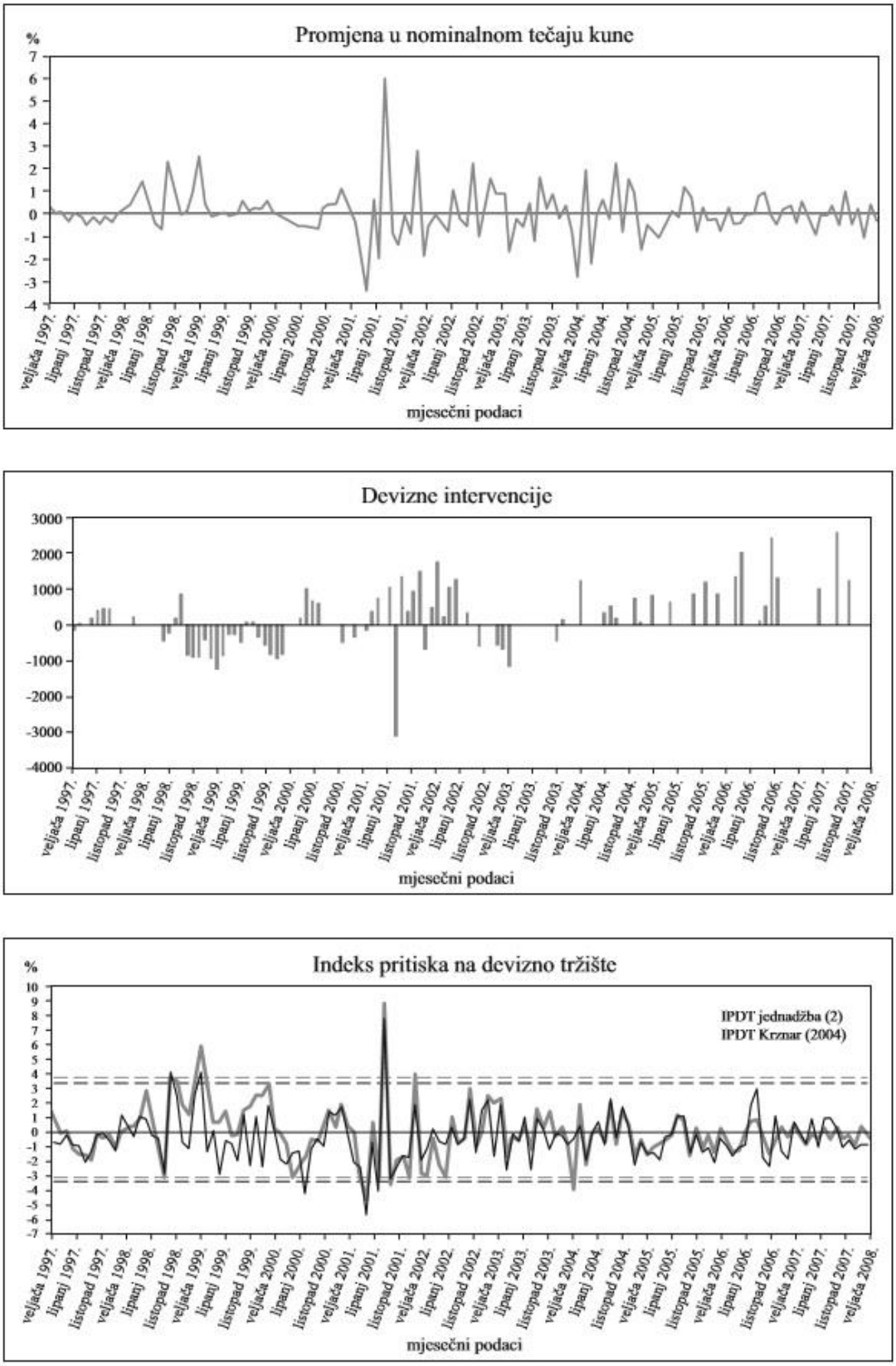
Analizom indeksa pritiska na deviznom tržištu na kunu u razdoblju između 1997. godine i 2008. godine je moguće derivirati tri analitička uvida. Po prvom uvidu se svojstva pragova indeksa za valutne krize moraju drugačije definirati. Nadalje, indeks u promatranom razdoblju pokazuje turbulentnost tijekom dviju valutnih kriza, ali i relativnu stabilnost u posljednjim godinama. Također, indeks pokazuje umjerena poboljšanja naspram dugih mjerenja.

Prema indeksu pritiska deviznog tržišta se razdoblje od rujna 1998. godine pa do otprilike ožujka 1999. godine može smatrati prvom valutnom krizom. U tom razdoblju je tečaj kune

deprecirao skoro 10% na što je Hrvatska narodna banka morala intervenirati sa prodajom deviza u protuvrijednosti od 6,5 milijardi eura te je u isto vrijeme obvezna pričuva povećana na 40% od čega je velik dio morao biti u devizama. Zakon o deviznom poslovanju koji je tad bio na snazi, a koji je poduzećima zabranjivao devizne transakcije je dodatno podcjenjivao indeks. Vrhunac druge valutne krize se može smatrati svibanj 2001. godine kada je kuna prvo doživjela aprecijacijsku krizu, a potom u kolovozu deprivacijsku. Snažne intervencije Hrvatske narodne banke u kolovozu te godine kada je prodano 3 milijardi eura su deprecijaciju ograničile na svega 5%. Tada su također povećane obvezne pričuve te je ukinut dotadašnji Zakon o deviznom poslovanju, a na snazi je ostalo svega nekoliko odredaba istog. Od 2003. godine pa na dalje pritisci na kunu su bili manji sa povremenim pritiscima aprecijacije poput svibnja 2004. godine kada je došlo do naglog rasta ulaganja u Hrvatsku (čak povećanje ulaganja od 28% tijekom cijele 2004. godine). Od 2004. godine pa do 2008. godine se indeks vrtio oko nule što prikazuje stabilno razdoblje. Prema Tatomiru (2008.) verzija indeksa koja je prikazana na slici br 13 predstavlja poboljšanje dosadašnjih indeksa uspoređujući ga sa onim izračunat od strane Krznara (2004.) u kojemu su upotrebljavane postotne promjene nominalnog tečaja i postotna promjena bruto domaćih pričuva dok se tadašnje mjerenje pričuve u eurima umjesto u dolarima može smatrati prikladno. Indeks se prema Tatomiru može poboljšati na dva načina. Prvo bi bilo izbjegavanje korištenja standardnih devijacija, odnosno izračun percentila direktno iz distribucije indeksa pritisaka na deviznom tržištu. Drugo poboljšanje bi se sastojalo od zanemarivanja promjena u međunarodnim pričuvama kao procjena intervencija Hrvatske narodne banke jer dolazi do nepotrebnog šuma i indeksu. Ovo proizlazi iz činjenice da se ulaganja u zlato, devizna ulaganja, depoziti u stranim bankama i slično ne moraju nužno ponašati usklađeno. Rješenje na neusklađeno kretanja bi moglo ležati u korištenju postotne promjene u neto pričuvama ali i one nisu otporne na vanjske šokove. Primjer vanjskog šoka na neto pričuve je bio period od lipnja do kolovoza 2001. godine kada je Hrvatska narodna banka naslijedila dio zlata bivše Narodne banke Jugoslavije. Uzimajući devizne intervencije kao pokazatelj s toga predstavljaju točan prikaz iznosa intervencije zanemarujući primjene međunarodnih pričuva. Upravo ova poboljšanja je u svom radu koristio Tatomir. Utjecaj poboljšanja se može vidjeti na slici br 13 Primjer ovog se može vidjeti u vrijeme valutne krize sa vrhuncem u veljači 1999. godine kada je Krznarov indeks pokazao pritisak od 4% a indeks izračunat od strane Tatomira 6%. Iako se ovi rezultati ne mogu tumačiti ekonomski, ipak pokazuju da je prva valutna kriza bila jača nego što se mislilo. Gledajući dalje, Krznarov indeks od listopada 1999. godine pa do veljače 2000. godine pokazuje deprecijacijske i aprecijacijske pritiske,

premda je kuna prema podacima Hrvatske narodne banke bila pod deprecijacijskim pritiscima. U ožujku 2004. godine indeks prema Tatomiru pokazuje -3,85% dok Krznarov pokazuje zanemariv indeks od -0,46% čime se uvelike podcijenio aprecijacijski pritisak na kunu. Slično se dogodilo i u rujnu 2006. godine kad je Krznarov indeks pokazivao jak deprecijacijski utjecaj dok je isti u stvarnosti bio izrazito blag. Prema indeksu Tatomira identificirano je osam kriza u usporedbi sa šest identificiranih od strane Krznara te su isti preciznije izmjereni da bi pokazali što se zapravo dogodilo. [29]

[29] Tatomir, S. (2009). Indeks pritisaka deviznog tržišta na kunu. Financijska teorija i praksa, 33(2), str. 191-196



Slika 12. Kretanje kamatnih stopa u postocima, izvor: Tatomir, S. (2009). Indeks pritisaka deviznog tržišta na kunu. Financijska teorija i praksa, 33(2), str. 196

3.3. Posljedice od nerealnog tečaja na primjeru Bosne i Hercegovine

U vrijeme analize posljedica nerealnog tečaja, Bosna i Hercegovina je primjenjivala sustav valutnog odbora. Kod ovog sustava je ponuda nacionalne valute na tržištu u cijelosti pokrivena sa rezervnom valutom (u ovom slučaju eurima). Ponuda domaće valute je ovisna o veličini deviznih rezervi te je moguća potpuna konvertibilnost nacionalne valute po fiksiranom nominalnom deviznom tečaju. Sustav valutnog odbora osigurava državu od valutnih rizika pri transakcijama trgovine i kapitala. Centralne banke država u ovim sistemima nemaju mogućnost za reguliranje ponude novca, već ona ovisi o eksternim faktorima. Kako je u ovom sistemu u Bosni i Hercegovini tečaj između konvertibilne marke i eura administrativno fiksiran, isti ne mora u nužnosti pratiti i vrijednost realnog tečaja. Kroz realni devizni tečaj bi se razina cijena na domaćem tržištu izjednačila sa inozemnim cijenama i time bi se osigurao balans kupovnih moći valuta. Izjednačenim cijenama uz realni devizni tečaj se dobra sa nižim cijenama u tuzemstvu nego u inozemstvu mogu profitabilno izvoziti te s druge strane dobra sa nižim cijenama u inozemstvu nego u tuzemstvu profitabilno uvoziti. Kroz ovu razmjenu u dohotku između tuzemstva i inozemstva se dugoročno uspostavlja ravnoteža bilance plaćanja i ravnoteža deviznog tečaja. Međutim u slučajevima kada devizni tečaj nije realan, može doći do krivih struktura odnosno umjesto izvozne do uvozne (kada je tečaj domaće valute precijenjen) ili umjesto uvozne dolazi do izvozne strukture (kada je domaći tečaj podcijenjen).

Najvažniji vanjsko trgovinski partner za Bosnu i Hercegovinu predstavlja europska unija te se iz tog razloga odstupanja u tečaju konvertibilne marke moraju analizirati u odnosu na euro. I druge države koje se ubrajaju u uske vanjsko trgovinske partnere Bosne i Hercegovine (npr. Hrvatska) deviznu politiku usko vežu za euro. Valutni odbor kroz zabrane financiranja deficita države iz primarnih emisija te zabranom kreditiranja bankarskog sektora sprječava inflaciju, a liberalizacijom se zbog otvorene vanjske trgovine ne mogu povećati cijene jer bi se u tim uvjetima ugrozila tržišna konkurentnost. Liberalizacija i valutni odbor čine najvažnije načine za uvođenje stabilnosti i izjednačavanje cijena sa tuzemstvom. Međutim, realni devizni tečaj ovisi o nekoliko dodatnih faktora kao što su: zaduženost zemlje, proizvodnost određenih sektora, realna kamatna stopa, otvorenost gospodarstva i drugo. Kroz veličinu države se ekonomija može specijalizirati u određenom obujmu. Jer se kod Bosne i Hercegovine radi o relativno maloj zemlji, ista mora biti orijentirana na vanjsku trgovinu.

Zbog niske konkurentnosti (izvoz se zasniva prvenstveno na sirovinama i dobrima niskog stupnja prerade) i liberalizacije, ekonomija Bosne i Hercegovine bilježi velike deficite vanjske trgovine. U uvjetima slobodno fluktuirajućeg tečaja bi veliki deficiti u vanjskoj trgovini mogli izazvati deprecijaciju tečaja konvertibilne marke i samim time realni tečaj koji je niži od administrativnog, odnosno fiksirani tečaj domaće valute je precijenjen. Precijenjeni tečaj može smanjiti izvoz i potaknuti uvoz što u slučaju malih zemalja predstavlja velike probleme u ekonomiji. Uvoz se financira izvozom, zaduživanjem ili prilivom kapitala iz inozemstva. Zaduživanje i priliv kapitala predstavlja samo kratkoročni oblik financiranja dok bi se dugoročno najbolje financiralo povećanjem izvora koji predstavlja jedini dostatan izvor ponude deviznih rezervi na osnovu kojih valutni odbor funkcionira. Ukoliko se na duži period nastavlja postepeno smanjivanje deviznih rezervi kroz vanjsko trgovinski deficit, sve manje prilika kapitala i sve veće zaduživanje u inozemstvu, može doći do ugrožavanja sustava valutnog odbora.

Dugoročno gledano je precijenjenost tečaja nepovoljno za razvoj Bosne i Hercegovine. Razvoj bi trebao biti temeljen na izvoznom gospodarstvu. Izvozno gospodarstvo može biti ugroženo uslijed rasta inozemnog duga i robnog deficita, okruženja stvoreno precijenjenim tečajevima kada realna deprecijacija tečaja nije moguća. Neki rješenje ovog problema vide u tzv. procesu nominalne devalvacije, situacija u kojoj se mijenja fiksirani nominalni tečaj domaće valute prema rezervnoj valuti. Ovime bi se povećala konkurentnost domaćih proizvoda i smanjio vanjsko trgovinski deficit. Međutim negativne posljedice ovog su velike. Realna vrijednost vanjskih dugova bi se povećala, a samim time otežalo vraćanje dugova jer se u stranoj valuti isplaćuje (najviše u eurima). S druge strane bi se povećala vrijednost kredita stanovništva koji se izdaju u domaćoj valuti, ali su depoziti izvorno u eurima i štite se valutnim klauzulama. Nominalna devalvacija bi utjecala na sve sektore gospodarstva i stvorila određenu izloženost. Uz pojavu izloženosti raste i mogućnost stvaranja deviznih špekulacija. U suštini, korištenje valutnog odbora sprječava ove pojave dok s druge strane potiče nezaposlenost, mali gospodarski rast i slabu inozemnu konkurentnost. Zaključak je da bi se realna deprecijacija morala postići djelovanjem na odnos između cijena u tuzemstvu i inozemstva. S obzirom da je Bosna i Hercegovina obujmom tržišta manja zemlja nije moguće da uvelike utječe na cijene u inozemstvu. Samim time mora pronaći rješenje utjecaja na deprecijacija kroz snižavanje cijena u tuzemstvu. Snižavanje cijena bi bilo moguće kroz povećanje domaće efikasnosti.

4. ZAKLJUČAK

Prema podacima koja su u ovom radu iznesena te potkrijepljena različitim istraživanjima se vidi važnost deviznog tečaja u funkcioniranju cjelokupnog gospodarskog sustava te samim time na isti može imati velike utjecaje. Ovi utjecaji su često vidljivi u Republici Hrvatskoj koja kao domaću valutu ima kunu, vezanu za euro, valutu Europske monetarne unije u koju i Republika Hrvatska nastoji pristupiti. Fluktuacije u ponudi i potražnji za valutama na deviznom tržištu reguliraju kretanje deviznih tečajeva. Kako kretanja ne bi bila prevelika i ugrozila gospodarstva zemalja, središnje banke kroz svoj rad nastoje ublažit sita. Na isti način Hrvatska narodna banka kroz svoje razne politike nastoji stabilizirati tečaj. Problem djelomične nemogućnosti ublaživanja ovih utjecaja proizlazi iz činjenice da je kuna usko vezana za Euro, koja nije nacionalna valuta u Republici Hrvatskoj. Tek pristupom Hrvatske u Europsku monetarnu uniju će se sadašnja nacionalna valuta kuna zamijeniti sa novom nacionalnom valutom euro. Za pretpostaviti je da će se dio utjecaja promjena deviznog tečaja koja su navedena u ovom radu ukinuti ili se manifestirati na drugi način poput država u kojima je već euro implementiran kao nacionalna valuta. Sistematski prikaz utjecaja deviznih tečajeva poput ovog rada mogu prikazati važnost prelaska na valutu Eura, a kojoj teži i Republika Hrvatska.

LITERATURA

1. Saunders, A. i Cornett, M. M.: Financijska tržišta i institucije, Poslovni dnevnik, Masmedia, Zagreb, 2006.
2. Slakoper, Z. (2009). Ugovori o valutnom i kamatnom swapu. Zbornik Pravnog fakulteta Sveučilišta u Rijeci, 30(1), str. 410, preuzeto s https://hrcak.srce.hr/52626
3. Mečev, D. (2012). Izbor režima deviznog tečaja. *Zbornik radova Međimurskog veleučilišta u Čakovcu, 3* (1), 61-69. Preuzeto s https://hrcak.srce.hr/83439
4. Benazić, M. (2008). POVEZANOST CIJENE DIONICA I DEVIZNOG TEČAJA U REPUBLICI HRVATSKOJ: VEC MODEL. Ekonomski pregled, 59 (11), 669-687. Preuzeto s https://hrcak.srce.hr/33342
5. Prga, I., & Šverko, I. (2005). Izloženost banaka tržišnim rizicima. *Zbornik ekonomskog fakulteta u Zagrebu, 3*(1), 153-162., https://hrcak.srce.hr/26218
6. Zdunić, S. (2011). From the impossible monetary trinity towards economic depression. Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci: časopis za ekonomsku teoriju i praksu, 29(2), 395-422.
7. Tatomir, S. (2009). Indeks pritisaka deviznog tržišta na kunu. Financijska teorija i praksa, 33(2), 187-199.
8. Gregurek, M., & Vidaković, N. (2009). USKLAĐENOST MONETARNE I FISKALNE POLITIKE U RH. Ekonomija Economics, 16(2), 395-428.
9. Koški, D. (2009). Utjecaj promjene deviznoga tečaja na bilancu roba Republike Hrvatske: ekonometrijska analiza. Ekonomski pregled, 60(3-4), 152-167.
10. Koški, D. (2008). Izbor optimalnoga sustava deviznog tečaja za Republiku Hrvatsku. Ekonomski vjesnik: Review of Contemporary Entrepreneurship, Business, and Economic Issues, 21(1-2), 31-41.
11. Benić, Đ. (2014). MONETARNA POLITIKA: TRANSPARENTNOST SREDIŠNJE BANKE I CILJANA INFLACIJA. Ekonomska misao i praksa, (1), 233-246. Preuzeto s https://hrcak.srce.hr/123490
12. Barić Punda, V., Grčić, B., & Pečarić, M. (2006). Hrvatska i EU–izazovi integracije. Ekonomski fakultet
13. Goldberg, L. S. (2009). Exchange rates and foreign direct investment. The Princeton encyclopedia of the world economy, 1(1), 393-396.
14. www.hnb.hr, pristupljeno: 14.10.2020.

15. www.enciklopedija.hr, pristupljeno: 14.10.2020.
16. https://www.investopedia.com/, pristupljeno: 16.10.2020.
17. https://corporatefinanceinstitute.com/, pristupljeno: 04.11.2020.
18. https://www.insee.fr/, pristupljeno: 06.11.2020.
19. http://economyria.com/, pristupljeno: 06.11.2020.
20. https://dictionary.cambridge.org, 06.11.2020.

PRILOZI

Popis tablica

Tablica 1. Izbor režima deviznog tečaja tranzitnih zemalja na putu pristupa EU 9

Popis slika

Slika 1. Fluktuacija vrijednosti domaće valute u sustavu konvencionalno - vezanog deviznog tečaja *4*

Slika 2. Ustrojstvo HNB-e *12*

Slika 3. EUR/HRK tečaj između 2000. i 2005. godine *15*

Slika 4. Duga devizna pozicija hrvatskih banaka 2000. – 2005 godina *16*

Slika 5. Kratka devizna pozicija hrvatskih banaka 2000. – 2005 godina *17*

Slika 6. Primjer var modela *18*

Slika 7. Uvjeti povećanja BDP-a *19*

Slika 8. Shematski prikaz monetarnog trokuta u uvjetima fiksnog deviznog tečaja, slobodnog kapitala i nesuverenog monetarnog sistema *21*

Slika 9. Indeksi nominalnih deviznih tečajeva država članica srednje i istočne Europe i Turske u periodu od 2001. do 2011. godine *24*

Slika 10. Prilagođeni devizni tečajevi usporedivih tranzitnih i drugih zemalja *25*

Slika 11. Kretanje kamatnih stopa u postocima *34*

Slika 12. Kretanje kamatnih stopa u postocima *37*