

EKONOMSKI FAKULTET RIJEKA

**prof.dr.sc. Vinko Kandžija
mr.sc. Alen Host**

**MEĐUNARODNA
EKONOMIJA
SKRIPTA
(II. dio)**

Rijeka, ožujak 2007.

5. DEVIZNI TEČAJ

Međunarodni gospodarski odnosi u svakoj državi predstavljaju poveznicu između nacionalnog gospodarstva i inozemstva. Jedan od osnovnih problema s kojima se susreće gospodarska politika svake države je kako rješavati konflikte povezane s istodobnim ostvarivanjem unutrašnje i vanjske ravnoteže, pri čemu pojam unutrašnje ravnoteže podrazumijeva posebno visok stupanj gospodarskog rasta i punu zaposlenost. Vanjsku ravnotežu predstavlja uravnoteženost platne bilance odnosno izjednačenost ponude i potražnje za devizama na deviznom tržištu.

S obzirom na to da platna bilanca uvijek osigurava izjednačenost ponude i potražnje za devizama, svaka se nekonzistentnost između unutrašnje i vanjske gospodarske ravnoteže održava u udaljavanju države od unutrašnjeg tečaja.

Površno promatrajući, promjena deviznog tečaja ne znači ništa drugo nego promjenu omjera po kojoj se jedna valuta mijenja za drugu. Međutim, ta promjena se preko transmisijskih mehanizama, s različitim vremenskim odmakom i s različitim intenzitetom utječe na gotovo sve ključne segmente nacionalnog gospodarstva. Promjenom deviznog tečaja se ostvaruje posve novi sustav ekonomskih odnosa u gospodarstvu, a poznavanje tih mehanizama je nužno potrebno u analizi međunarodne ekonomije.

5.1. DEFINICIJE DEVIZNIH TEČAJEVA

5.1.1. Nominalni bilateralni devizni tečaj

Devizni tečaj koji se uobičajeno objavljuje u medijima je nominalni bilateralni devizni tečaj. On određuje koliko se jedinica jedne valute može kupiti na deviznom tržištu s jedinicom neke druge valute. Drugi riječima, bilateralni nominalni devizni tečaj je cijena jedne valute izražena u drugoj valuti, odnosno može se izraziti:

direktnom kotacijom: vrijednost jedinice stranog novca, izraženog brojem jedinica domaćeg novca →

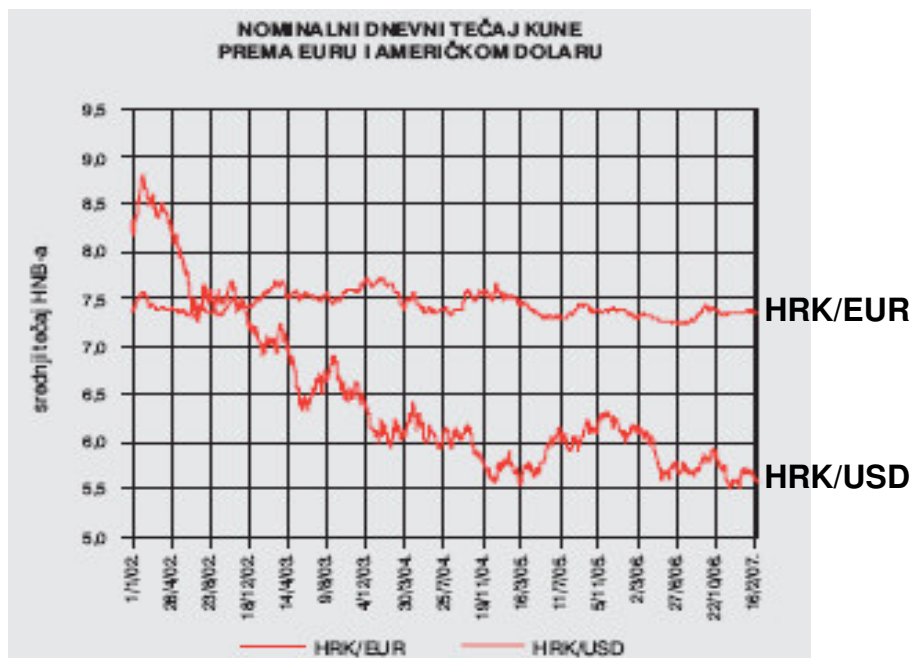
Ukoliko je HRK domaća valuta, a EUR strana valuta, 30. ožujka 2007. godine trebalo je za kupovinu 1 EUR izdvojiti 7,382 HRK

indirektnom kotacijom: vrijednost jedinice domaćeg novca, izraženog brojem jedinica stranog novca →

Ukoliko je HRK domaća valuta, a EUR strana valuta, 30. ožujka 2007. godine trebalo je za kupovinu 1 HRK izdvojiti 0,135 EUR

Iz obje je definicije razvidno da su ova dva načina izražavanja deviznog tečaja samo međusobne recipročne vrijednosti. U praksi se pretežno koristi direktna kotacija, uz izuzetak GBP. U Hrvatskoj se praktično uvijek koristi direktna kotacija.

Grafikon 5.1. Nominalni dnevni tečaj HRK prema EUR i USD od 01.01.2002. do 16. 02.2007.



5.1.2. Realni bilateralni devizni tečaj

Realni bilateralni devizni tečaj je nominalni devizni tečaj između valuta dviju država koji uzima u obzir i promjene cijena u dvije promatrane države. Izražava se u obliku indeksa, koji se izračunava prema jednakosti:

$$S_t = \frac{sp^*}{p}$$

gdje je S_t – indeks realnog bilateralnog deviznog tečaja
 s – nominalni bilateralni devizni tečaj, izražen u obliku indeksa
 p^* – indeks cijena u drugoj državi
 p – indeks cijena u domaćoj državi

Gibanje indeksa bilateralnog realnog deviznog tečaja odražava mijenjanje konkurentske sposobnosti države u odnosu prema bilateralnom partneru. Pod pretpostavkom da je tečaj određen direktnom kotacijom opadanje ovog indeksa znači gubitak konkurentske sposobnosti te države u odnosu na partnera. Naravno, obrnuti slučaj kada se indeks povećava pokazuje realnu deprecijaciju valute i poboljšanje konkurentske sposobnosti države.

Prikaz 5.1.: Primjer izračuna realnog bilateralnog deviznog tečaja

Vremenske točke	Nominalni bilateralni devizni tečaj	Indeks nominalnog bilateralnog deviznog tečaja	Indeks cijena u Hrvatskoj (1=100)	Indeks cijena u Italiji (1=100)	Indeks realnog bilateralnog deviznog tečaja
1	100	100	100	100	100
2	100	100	120	100	83
3	120	120	120	120	120
4	90	90	130	117	81
5	75	75	150	125	63

U **prvom razdoblju**, dakle između vremenskih točki 1 i 2 nominalni tečaj se nije promijenio, zbog čega je i indeks nominalnog tečaja ostao nepromijenjen. U tom je razdoblju došlo do različitih stupnjeva rasta cijena u promatranim državama. Dok su cijene u Njemačkoj ostale nepromijenjene, u Hrvatskoj su se povećale za 20%. To znači da je pri nepromijenjenom nominalnom tečaju došlo do realne aprecijacije HRK prema EUR u visini od 17%, a time i do sniženja konkurentnosti hrvatske robe u odnosu na njemačku robu. Realna aprecijacija HRK, odnosno sniženje konkurentnosti hrvatske robe u usporedbi s njemačkom se ogleda u snižavanju indeksa realnog bilateralnog deviznog tečaja.

U **drugom razdoblju**, dakle između vremenskih točki 2 i 3, cijene su u Hrvatskoj stagnirale, dok su u Njemačkoj narasle za 20%. Kako je u tom trenutku došlo do 20 postotne nominalne deprecijacije HRK, oboje je zajedno rezultiralo s iznimno snažnom realnom deprecijacijom HRK prema EUR, odnosno u povećanju konkurentne sposobnosti hrvatske robe u usporedbi s njemačkom robom, što se vidi iz porasta indeksa realnog bilateralnog deviznog tečaja.

U **trećem razdoblju**, dakle između vremenskih točki 3 i 4, cijene su u Hrvatskoj rasle, a u Njemačkoj je došlo do snižavanja opće razine cijena u odnosu na prethodnu godinu, te istodobno i do velike nominalne aprecijacije HRK prema EUR. Zbog navedenih razloga je došlo i do bitne realne aprecijacije HRK prema EUR i time do slabljenja konkurentnosti hrvatske robe u usporedbi s Njemačkom. Realna aprecijacija HRK, odnosno smanjenje konkurentne sposobnosti njemačke robe prema hrvatskoj se vidi u smanjenju indeksa realnog deviznog tečaja.

Posljednje **četvrto razdoblje** nalazi se između točka 4 i 5. U tom su razdoblju cijene narasle u obje države, iako u Hrvatskoj mnogo brže nego u Njemačkoj. S obzirom na takav trend gibanja cijena u obje države, dolazi do pada konkurentnosti hrvatske robe.

5.1.3. Nominalni efektivni devizni tečaj

U razdoblju do početka sedamdesetih godina, devizni su se tečajevi pojedinih valuta izražavali gotovo isključivo prema samo jednoj valuti, dakle u obliku bilateralnog tečaja. Povećano osciliranje deviznih tečajeve pojedinih valuta, do kojeg je došlo zbog propasti brettonwoodskog monetarnog sustava tijekom sedamdesetih godina, bilo je osnovni razlog za oblikovanje novih indeksa deviznog tečaja. Njihov osnovni cilj je mjerenje prosječnih promjena deviznog tečaja pojedine valute, ne više prema samo jednoj valuti, nego u usporedbi s valutama više država. Za državu koja obavlja ekonomske transakcije s više država nije toliko bitno što se događa s tečajem njezine valute u odnosu na pojedinog partnera – to govori bilateralni devizni tečaj – već je mnogo više zanima što se događa s njezinom valutom u odnosu prema tzv. košarici stranih valuta. Košaricu stranih valuta čine valute najznačajnijih država partnera s različitim težinama.

Prikaz 5.2.: Primjer oblikovanja nominalnog efektivnog deviznog tečaja

Početna je pretpostavka da Hrvatska 70% svojih ekonomskih odnosa ima s EU, a 30% sa SAD-om. Za izračun efektivnog deviznog tečaja HRK je u tom slučaju potrebno postaviti u odnos prema košarici stranih valuta (EUR i USD) pri čemu će bilateralni tečaj između HRK i EUR doprinositi sa 70% težine cjelokupnom indeksu efektivnog deviznog tečaja, dok će bilateralni tečaj između HRK i USD činiti preostalih 30%. Tablica prikazuje konkretan izračun nominalnoga efektivnog deviznog tečaja za HRK na osnovi hipotetičnih deviznih tečajeva HRK/EUR i HRK/USD.

Vremenske točke	Indeks nominalnog bilateralnog deviznog tečaja HRK/EUR (1=100)	Indeks nominalnog bilateralnog deviznog tečaja HRK/USD (1=100)	Indeks efektivnog deviznog tečaja HRK (1=100)
1	100	100	100
2	100	90	97
3	120	90	111
4	90	80	87
5	75	85	78

Indeks efektivnog deviznog tečaja se računa prema: Indeks nominalnog bilateralnog deviznog tečaja HRK/USD * 0,7 + indeks nominalnog bilateralnog deviznog tečaja HRK/EUR * 0,3

U prvom razdoblju, između točki 1 i 2, je vrijednost HRK u odnosu prema EUR ostala nepromijenjena, dok je prema USD HRK aprecirala za 10%. Kako EUR ima mnogo veću težinu u indeksu efektivnog tečaja, razumljivo je da je nominalni tečaj HRK aprecirao samo 3%.

U drugom razdoblju, dakle između vremenskih točki 2 i 3, dogodila se sasvim suprotna situacija. Sada se vrijednost HRK prema USD ostala nepromijenjena, dok je HRK prema EUR snažno deprecirala za 20%. Konačni rezultat utjecaja tih promjena u bilateralnim tečajevima na indeks nominalnog realnog deviznog tečaja je snažna nominalna deprecijacija koja je po visini (14%) niža od deprecijacije HRK prema EUR.

Za treće razdoblje između vremenskih točki 3 i 4 je značajna aprecijacija HRK prema obje valute uključene u košaricu (u odnosu prema EUR 25%, u odnosu prema USD 11%). Rezultat je naravno i aprecijacija efektivnog deviznog tečaja u visini od 22%. Ta je visina zbog težina obje valute u košarici bliže visini aprecijacije HRK prema EUR, nego njegovoj aprecijaciji prema USD.

U četvrtom razdoblju između vremenskih točki 4 i 5 HRK je aprecirao prema EUR, međutim, u odnosu prema USD je došlo do deprecijacije. Konačni učinak tih dvaju suprotstavljenih trendova je daljnja aprecijacija nominalnog efektivnog deviznog tečaja.

Nominalni efektivni devizni tečaj je mjerilo kako se kreće devizni tečaj – aprecira ili deprecira – pojedine valute u odnosu na vagani prosjek valuta drugih država uključenih u košaricu. Tečaj se izražava u obliku indeksa, pri čemu promjene indeksa pokazuju efektivnu aprecijaciju, odnosno deprecijaciju domaće valute u odnosu na izabranu košaricu stranih valuta. Za osciliranje indeksa efektivnog deviznog tečaja se u literaturi često upotrebljava izraz efektivna aprecijacija, odnosno efektivna deprecijacija.

U prikazu 5.2. je prikazano kako se izračunava indeks nominalnog efektivnog deviznog tečaja i što njegova promjena suštinski znači.

Kretanje nominalnoga efektivnog deviznog tečaja govori o tome kako se giba – aprecira ili deprecira – valuta određene države u odnosu na košaricu stranih valuta, odnosno u odnosu prema valutama država koji su njezini najvažniji gospodarski partneri. Pod pretpostavkom da je devizni tečaj definiran kao vrijednost jedinice stranog novca koja je izražena s brojem jedinica domaćeg novca, opadanje indeksa nominalnoga efektivnog deviznog tečaja odražava **aprecijaciju** domaće valute u odnosu prema vaganoj košarici stranih valuta, naravno i obrnuto. Povećavanje nominalnoga efektivnog deviznog tečaja pokazuje deprecijaciju domaće valute u odnosu prema istoj košarici.

5.1.4. Realni efektivni devizni tečaj

Efektivni devizni tečaj je nominalni indeks, budući da je izračunat na osnovi nominalnih bilateralnih deviznih tečajeva. Kako bi ovaj indeks postao uporabljiv za mjerenje međunarodne konkurentnosti države, treba ga prilagoditi na način da se pri izračunu uzme u obzir i gibanje cijena, kako u domaćoj državi, tako i u državama čije su valute uključene u košaricu valuta.

Za izračun realnog efektivnog deviznog tečaja u prvoj fazi treba zbrojiti indekse gibanja realnih bilateralnih deviznih tečajeva za sve valute, uključene u košaricu, a u drugoj fazi treba – jednako kao i kod računanja efektivnog deviznog tečaja – izračunati vagani prosjek tih realnih bilateralnih deviznih tečajeva uz uporabu pondera koji su bili dodijeljeni svakoj od valuta uključenih u košaricu. Ukoliko je npr. inflacija u Hrvatskoj 8%, a vagani prosjek inflacije u državama uključenim u košaricu svega 3%, potom bi nepromijenjen efektivni devizni tečaj domaće valute stvarno značio 5% realnu aprecijaciju njezine valute i posljedično smanjenje konkurentnosti države u toj visini. Kada bi

valuta te države u tom istom razdoblju nominalno deprecirala u istom postotku, dakle 5%, čime bi nadomjestila razliku u inflacijskim stopama, konkurentnost države bi ostala na nepromijenjenoj razini.

Na formalan način je realni efektivni tečaj moguće definirati kao:

$$R_t = \frac{R_{p^*}}{p}$$

gdje je

R_t – indeks realnog efektivnog deviznog tečaja

R – indeks nominalnog efektivnog deviznog tečaja (gdje je devizni tečaj izražen kao broj jedinica domaćeg novca za jedinicu stranog novca)

p^* - indeks cijena u inozemstvu

p – indeks cijena u domaćoj državi.

Snižavanje R_t znači smanjenje konkurentne sposobnosti države. Država će bilježiti veću stopu inflacije od država partnerica, a ta razlika u stopama inflacije neće biti kompenzirana s nominalnom promjenom deviznog tečaja. Takvo se snižavanje konkurentnosti države ogleda u slabljenju tekućeg dijela platne bilance.

Uz pretpostavku definiranja deviznog tečaj kao vrijednosti jedinice stranog novca izraženog brojem jedinica domaćeg novca, opadanje indeksa realnoga efektivnog deviznog tečaja izražava realnu efektivnu aprecijaciju domaće valute odnosu prema ponderiranoj košarici stranih valuta, kao i smanjenje međunarodne konkurentnosti države. Naravno, vrijedi i obrnuto. Povećavanje indeksa realnog efektivnog deviznog tečaja države govori o realnoj efektivnoj deprecijaciji odnosno smanjenju vrijednosti domaće valute u odnosu na košaricu valuta, te time dovodi i do poboljšanja međunarodne konkurentnosti države u međunarodnom poslovanju. Valute koje su realno aprecirale prema baznom razdoblju su precijenjene, i obrnuto, valute koje su realno efektivno deprecirale su podcijenjene.

5.2. TRŽIŠNO ODREĐIVANJE DEVIZNOG TEČAJA – ČISTI FLEKSIBILNI DEVIZNI TEČAJ

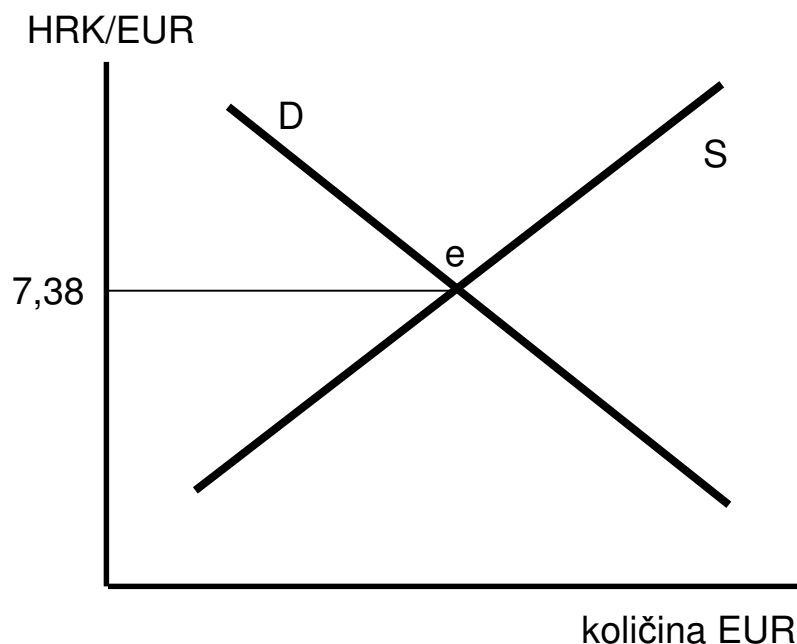
Čisti fleksibilni devizni tečaj se oblikuje isključivo djelovanjem tržišnih sila (dakle ponude i potražnje) bez bilo kakvog utjecaja države. Prije svega, ovo je teorijski sustav koji je vrlo rijetko praktično korišten.

5.2.1. Krivulje ponude i potražnje za devizama

Osnovno je ishodište ovoga sustava deviznih tečajeva da je u uvjetima djelovanja slobodnog tržišta moguće devizni tečaj proučavati na isti način kao i cijenu bilo koje druge robe, dakle ponudom i potražnjom za devizama. Tečaj određene valute (npr. HRK) bit će određen sjecištem ponude i potražnje za HRK.

Poduzeća, pojedinci, banke i vlada su u Hrvatskoj glavni subjekti ponude i potražnje za devizama na bilateralnom deviznom tržištu. Svi ti subjekti nude HRK u zamjenu za EUR koje koriste za kupovinu robe iz EU, za plaćanje kamata i dividendi u EUR, za jednostrane transfere u toj valuti te za različite vrste financijskih ulaganja u EUR. Jednako tako su i pojedinci, poduzeća banke i vlada glavni subjekti potražnje za HRK (ponude EUR) na tom bilateralnom deviznom tržištu. Svi ti subjekti potražuju HRK u zamjenu za EUR na osnovi slijedećih transakcija: hrvatski izvoz u EU, izvoz usluga u EU, priljev jednostranih transfera u EUR, strane investicije u Hrvatskoj u EUR, kupovina HRK od strane hrvatske vlade.

Grafikon 5.2.: Određivanje deviznog tečaja HRK/EUR

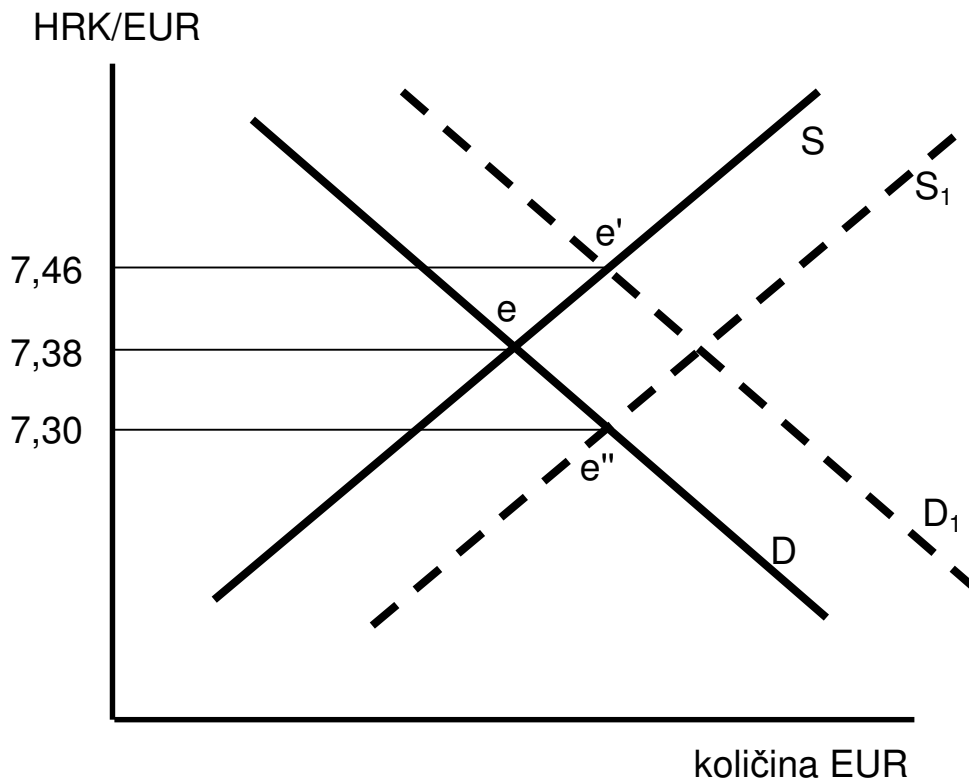


Na grafikonu 5.2. identificirana je krivulja ponude (S) i potražnje (D). Roba kojoj se određuje cijena je HRK, a mjerilo cijene je EUR. Apscisa prikazuje količinu HRK, a ordinata devizni tečaj, odnosno cijenu HRK – dakle domaće valute – izražene u EUR, odnosno stranoj valuti.

Krivulja S i D na grafikonu 5.2. prikazuje krivulju ponude HRK i potražnje za tom valutom. Ravnotežna cijena EUR, izražena u HRK, koja je u točki e (7,38 HRK za 1 EUR) je cijena pri kojoj se ponuda i potražnja sijeku.

Prije analize faktora koji utječu na promjenu deviznog tečaja potrebno je podrobnije analizirati što znači pomak krivulje ponude, odnosno potražnje (grafikon 5.3). Ukoliko dođe do pomaka krivulje potražnje D u desno, to će prouzrokovati povećanje deviznog tečaja HRK/EUR u novoj ravnotežnoj točki e' (7,46 HRK za jedan EUR). To se naziva deprecijacija domaće valute (HRK) u odnosu prema stranoj valuti (EUR). Domaća valuta je postala jeftinija od strane valute jer za jednu jedinicu te valute sada treba izdvojiti više jedinica domaće valute (7,46) nego prije promjene (7,38). Pri istoj toj promjeni je strana valuta aprecirala prema domaćoj valuti, dakle strana je valuta postala skuplja prema domaćoj valuti. Jedinica strane valute sada vrijedi više jedinica domaće valute (7,46) nego prije promjene (7,38).

Grafikon 5.3.: Određivanje deviznog tečaja HRK/EUR



Pomak krivulje ponude u desno (S_1) na grafikonu 5.2. prouzročit će snižavanje deviznog tečaja HRK/EUR u novu ravnotežnu točku e'' (7,30 HRK za jedan EUR). To znači aprecijaciju domaće valute (HRK) u odnosu prema stranoj valuti (EUR). Domaća valuta je postala skuplja prema stranoj valuti, budući da je za jednu jedinicu te valute sada treba izdvojiti manje domaće valute (7,30) nego prije promjene (7,38). Pri toj istoj promjeni je strana valuta deprecirala u odnosu na domaću valutu. Jedinica strane valute sada naime vrijedi manje jedinica domaće valute (7,30) nego prije promjene (7,38).

5.2.2. Faktori koji djeluju na promjenu deviznog tečaja

Gotovo svi ekonomske promjene u državi i/ili njezinom međunarodnom okruženju utječu na promjenu krivulje ponude i/ili krivulje potražnje za devizama te posljedično na oblikovanje i mijenjanje deviznog tečaja.

Analizu faktor koji utječu na promjenu deviznog tečaja je moguće promatrati na dva načina:

1. **platnobilančni način** – analiza utjecaja pojedinih segmenata platne bilance na devizni tečaj,
2. **makroekonomski način** – analiza utjecaja pojedinih makroekonomskih indikatora na devizni tečaj

Promjene deviznog tečaja u ovisnosti o promjenama u pojedinim segmentima platne bilance – Platnobilančni način temelji se na sustavnom proučavanju utjecaja promjena u pojedinim vrstama ekonomskih transakcija u platnoj bilanci na oblikovanje, odnosno mijenjanje deviznog tečaja. Za takvu analizu transakcije u platnoj bilance se dijele na one u tekućem dijelu, računu kapitalnih i financijskih transakcija, te u međunarodnim monetarnim rezervama.

U tekućem dijelu platne bilance su za proučavanje promjena u deviznom tečaju posebno značajne promjene u uvozu i izvozu roba i usluga. Potražnja za stranom valutom za kupovinu strane robe u usluga je u direktnoj svezi s promjenom relativnih cijena, kamata, dohotka i nekih drugih faktora, kao npr. ukusa i preferencija potrošača. Kod odlučivanju o kupovinu strane robe ili usluga ekonomski subjekti uspoređuju inozemne cijene s cijenama usporedivih domaćih proizvoda. Strani proizvodi najčešće imaju cijene

kotirane u vlastitoj valuti, tko da kod usporedbe cijena treba uzimati u obzir odgovarajući devizni tečaj. Sve što doprinosi relativnom porastu domaćih cijena, kao npr. inflacija u državi, smanjit će konkurentnost domaće robe što će dovesti do povećanja uvoza i povećanoj potražnji za devizama.

Značajan utjecaj na ponudu i potražnju za devizama imaju i transakcije u računu kapitalnih i financijskih transakcija platne bilance (bez međunarodnih deviznih rezervi). Njihov opseg se u posljednjih 25 godina dramatično povećao kao u apsolutnim iznosima, tako i u usporedbi s opsegom transakcija u tekućem dijelu platne bilance. Danas je općenito prihvaćena ocjena da transakcije u računu kapitalnih i financijskih transakcija platne bilance pojedinih država imaju snažniji utjecaj na devizni tečaj njihovih valuta od transakcija na tekućem računu. Osnovni razlog zbog kojeg dolazi do stalnog povećanja opsega međunarodnih kapitalnih i financijskih transakcija je traženje viših stopa prinosa na kapital svuda u svijetu, naravno uz odgovarajući stupanj rizika tih kapitalnih ulaganja. Nositelji poslovne politike donose svoje odluke o gibanu kapitala u/iz inozemstva na osnovi razlike između kamatnih stopa u pojedinim državama, na osnovi očekivanih promjena gibanja deviznog tečaja, na osnovi drugih makro- i mikroekonomskih indikatora, te na ocjeni političkog rizika. Koliko je bitan svaki od navedenih faktora pri odlučivanju svakog pojedinog investitora je u najvećoj mjeri ovisno o vremenskom horizontu njegove investicije. Odluke o direktnim inozemnim investicijama se u većoj mjeri temelje na dugoročnijim prognozama razvoja pojedinog tržišta, dok su različiti oblici kratkoročnih ulaganja u prvom redu utemeljeni na ocjeni trenutnog stanja i trenutnih mogućnosti za zaradu.

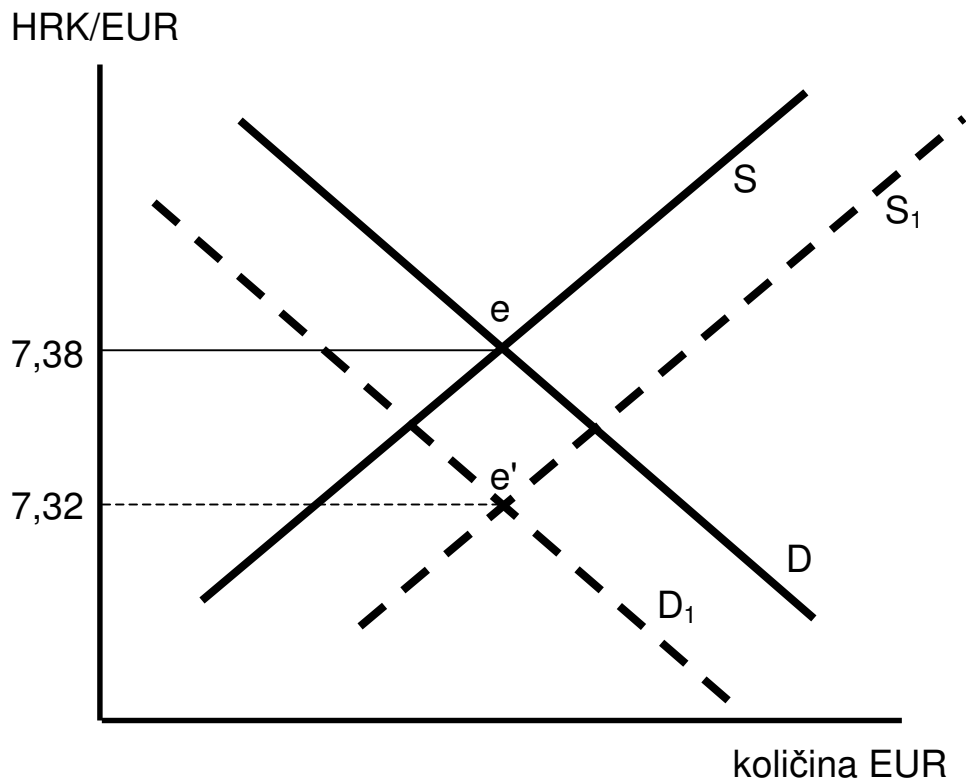
Treći segment platne bilance koji ima potencijalno velik utjecaj na gibanje deviznog tečaja su međunarodne devizne rezerve. Njihovom dodatnom ponudom na deviznom tržištu monetarne vlasti pokušavaju spriječiti deprecijaciju domaće valute, a dodatno potražnjom za devizama pokušavaju spriječiti njezinu aprecijaciju. U prvom je slučaju intervencija monetarnih vlasti na deviznom tržištu ograničena opsegom međunarodnih monetarnih rezervi s kojima raspolažu, a u drugom slučaju postoje i mjere protiv procesa gomilanja deviznih rezervi.

Promjene deviznog tečaja u ovisnosti o promjenama pojedinih makroekonomskih indikatora – U okviru makroekonomskog načina proučavanja faktora koji utječu na devizni tečaj prikazat bit će prikazano na

koji način na devizni tečaj djeluju promjene nekih ključnih makroekonomskih indikatora kao što su inflacija, kamatne stope, dohodak, očekivanja, kao i neke druge, utječu na oblikovanje i mijenjanje deviznog tečaja. Prije početka analize potrebno je naglasiti da se uvijek govori o utjecaju pojedinog faktora na devizni tečaj – za ostale faktore vrijedi pravilo *ceteris paribus*.

Razlike u inflacijskim stopama – promjene u stopama inflacije imaju značajan utjecaj na međunarodnu trgovinu, dakle, preko promjena ponude i potražnje za devizama djeluju na promjene deviznih tečajeva. Na poznatom primjeru EU i Hrvatske pretpostavimo da je u EU došlo do iznenadnog povećanja inflacije, dok je u Hrvatskoj inflacija ostala nepromijenjena. Iznenadno povećanje cijena EU utjecat će na tečaj HRK/EUR na dva načina (grafikon 5.4).

Grafikon 5.4.: Utjecaj povećanja razlike u stopama inflacije na devizni tečaj



S jedne će strane to podizanje cijena povećati EU potražnju za hrvatskom robom i posljedično povećati izvoz iz Hrvatske u EU. To će se ogledati u povećanoj ponudi EUR na deviznom tržištu. S druge će strane to podizanje cijena u EU smanjiti i hrvatsku potražnju za robom iz EU, te će posljedično doći do smanjenja uvoza iz EU u Hrvatsku. To će se odraziti na smanjenje potražnje za EUR. Povećana ponuda EUR i smanjena potražnja za EUR

prouzročit će smanjenje deviznog tečaja HRK/EUR, dakle deprecijaciju EUR i aprecijaciju HRK. Ovaj primjer jasno pokazuje da su razlike u stopama inflacije značajan faktor utjecaja na devizni tečaj. Dakle, sve što dovodi do povećanja opće razine cijena u državi (npr. rast cijena nafte, veće plaće, veći porezi itd.) dovodi do deprecijacije nacionalne valute.

S obzirom na tijesnu povezanost količine novca u opticaju s inflacijom, nenadano i veliko povećanje količine novca u opticaju preko povećanja stope inflacije prouzrokuje deprecijaciju deviznog tečaja. Obrnuto, smanjenje količine novca u opticaju prouzročit će aprecijaciju deviznog tečaja. Ova sveza pokazuje kako monetarna politika preko kanala cijena utječe na devizni tečaj države.

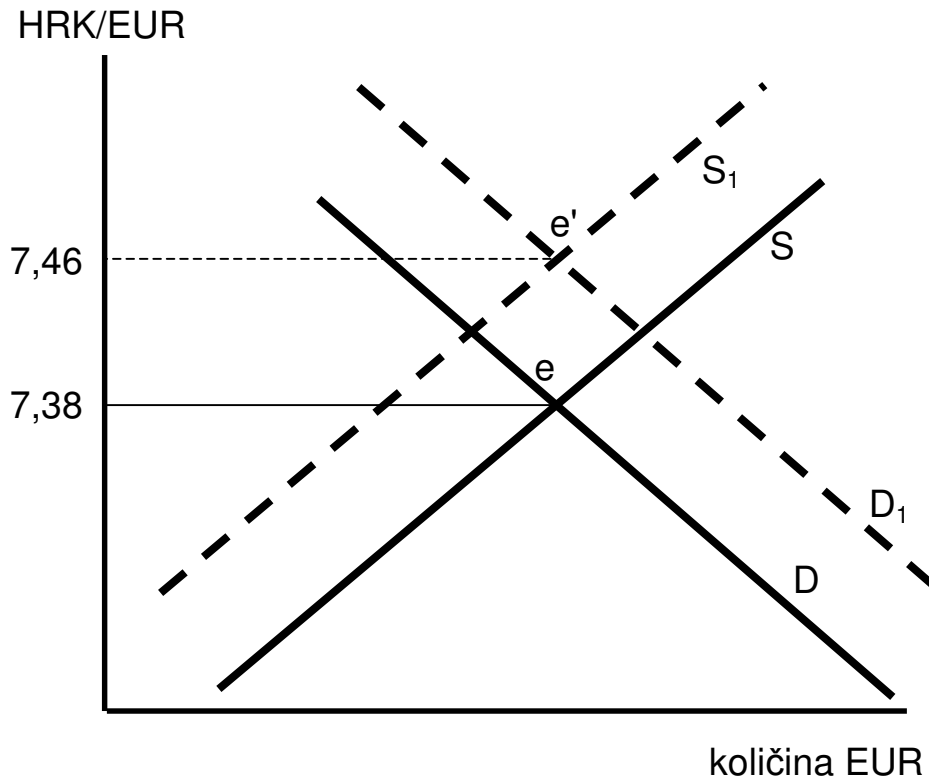
Empirijska istraživanja pokazuju da je upravo relativni odnos gibanja cijena između dvije države dugoročno izuzetno značajan faktor utjecaja na devizni tečaj valuta obje države. Drugačije rečeno, devizni tečaj odražava relativnu kupovnu moć obje valute, što je u teoriji poznato kao paritet kupovne moći.

Razlike u kamatnim stopama – promjene relativnih kamatnih stopa utječu na mijenjanje opsega kapitalnih tokova. To znači da te promjene imaju utjecaja na promjene u ponudi i potražnji za devizama i posljedično i na promjene u deviznom tečaju. Na poznatom primjeru EU i Hrvatske analizirat će se utjecaj kamatnih stopa na devizni tečaj uz pretpostavku da su kamatne stope u EU narasle, a u Hrvatskoj ostale na nepromijenjenoj razini.

Jednako kao i na primjeru povećanja cijena, tako će i povećanje kamatnih stopa u EU djelovati na devizni tečaj HRK/EUR preko dva kanala: **Prvo**, sada će EU kamatne stope biti atraktivnije za hrvatske investitore te se može pretpostaviti da će oni povećati potražnju za vrijednosnim papirima denominiranim u EUR. Potražnja za EUR-ima će se povećati (grafikon 5.5.). **Drugo**, s obzirom na povećanu atraktivnost kamatnih stopa u EU, investitori iz EU će biti manje zainteresirani za kupovinu vrijednosnih papira denominiranih u HRK. Drugim riječima smanjit će se ponuda EUR, koje bi inače prodavali prilikom kupnje hrvatskih vrijednosnih papira. Povećana potražnja za EUR i smanjena ponuda EUR prouzročit će smanjenje vrijednosti HRK što znači deprecijaciju HRK odnosno aprecijaciju EUR. Ovaj primjer jasno pokazuje da država, koja je povećala svoje kamatne stope u usporedbi s partnerskom

državom, može očekivati aprecijaciju svoje valute u odnosu prema valuti druge države.

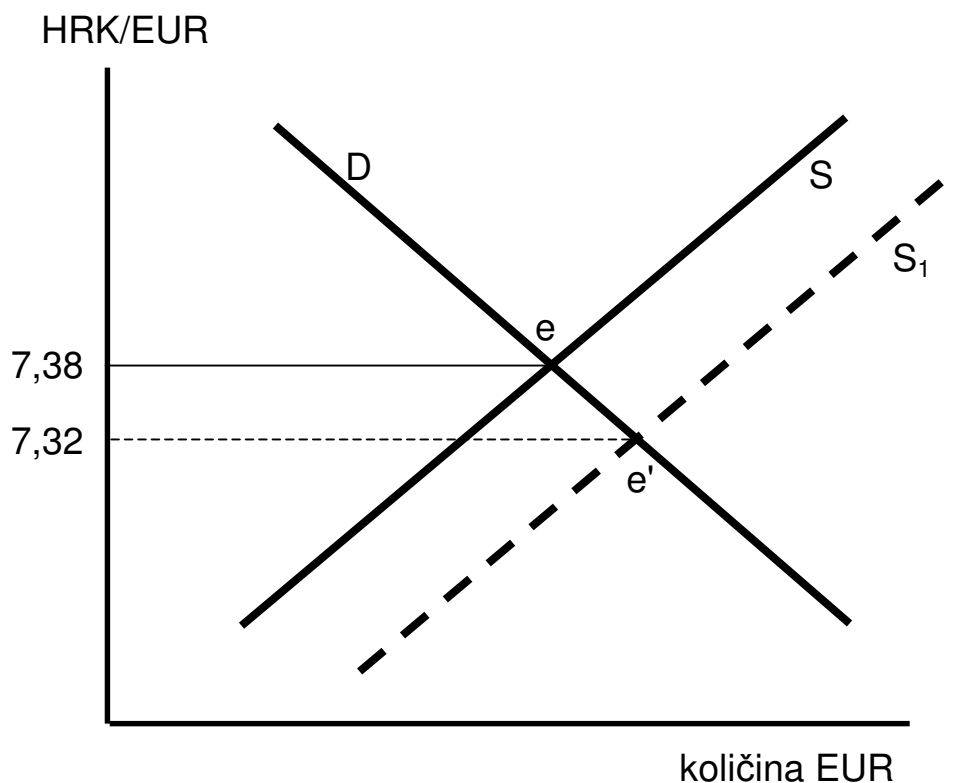
Grafikon 5.5.: Utjecaj razlike u kamatnim stopama na devizni tečaj



Iskustva u posljednjih 25 godina potvrđuju tu povezanost. U prvoj polovici osamdesetih godina su visoke realne kamatne stope privukle u SAD velike količine stranog kapitala, što je prouzročilo aprecijaciju USD u tom razdoblju. Od 1980. godine do veljače 1985. godine je vrijednost USD narasla s 1,7 na 3,4 prema DEM. Slijedećih su se godina kamatne stope u SAD snizile, što je slijedio i tečaj USD. On je do 1989. godine pao na razinu od 1,7 prema DEM. Jednako je ilustrativan primjer DEM s kraja osamdesetih godina. S ciljem privlačenja sredstava potrebnih za financiranje ujedinjenja, Njemačka je tada znatno povisila svoje kamatne stope. Kapital je počeo pristizati, a to je bilo popraćeno s aprecijacijom DEM, koja je dosegla vrhunac 1991. godine. Ako je relativni odnos cijena između dvije države – preko svojeg utjecaja na konkurentnost – od odlučujućeg značenja za oblikovanje bilateralnog deviznog tečaja na dugi rok, tada je razlika u kamatnim stopama taj faktor, koji ima kratkoročno odlučujući utjecaj na oblikovanje deviznog tečaja između valuta obje države.

Razlike u razini dohotka – treći faktor koji značajno utječe na devizni tečaj je relativna razina dohotka između država. Polazna je pretpostavka velikog povećanja dohotka u EU i nepromijenjene razine dohotka u Hrvatskoj. To će imati posljedice za ponudu EUR, ali ne i za potražnju za EUR (grafikon 5.6.). Zbog više razine dohotka u EU potražnja za hrvatskom robom će se povećati (posljedično će narasti izvoz Hrvatske u EU i time ponuda EUR), a hrvatska će potražnja za robom iz EU ostati nepromijenjena. To znači da će ostati nepromijenjen i uvoz iz EU, a time i potražnja za EUR. Rezultat takve promjene krivulje ponude EUR prouzročit će smanjenje ravnotežnog deviznog tečaja HRK/EUR i dakle deprecijacije HRK te deprecijaciju EUR. Taj primjer pokazuje kako povećani dohodak u državi utječe na deprecijaciju njezine valute. Ukoliko se uzme u obzir i posredan učinak povećanog dohotka na devizni tečaj preko kamatnih stopa, rezultat bi mogao biti drugačiji od predstavljenog.

Grafikon 5.6.: Utjecaj razlika u dohotku na devizni tečaj



Očekivanja - Na osnovi informacija dobivenih iz različitih izvora, sudionici na deviznom tržištu često anticipiraju što će se dogoditi s deviznim tečajem određene valute i djeluju u skladu s tim očekivanjima, još prije nego što dođe do promjene deviznog tečaja. Primjerice, neočekivano povećanje volumena

novca u opticaju dovodi do očekivanja o povećanju inflacije u državi. Kao što je poznato, to će prouzročiti očekivanje o deprecijaciji valute. U želji da preduhitre očekivanje o promjeni deviznog tečaja, sudionici na deviznom tržištu će započeti prodavati tu valutu, čime će doprinijeti daljnjoj deprecijaciji, još i ranije nego što je došlo do porasta stope inflacije. Sličnu će reakciju na tržištu, dakle povećanu ponudu valute, potaknut će sve druge informacije, npr. Informacije o znatnom povećanju plaća ili informacije o povećanju drugih troškova proizvodnje koji će su prouzročila očekivanja o deprecijaciji valute.

Mnogi institucionalni investitori se odlučuju o valutnoj strukturi svojih investicija na osnovi predviđenih gibanja inflacije i kamatnih stopa u pojedinim državama. Npr. Počet će investirati u SAD-u ako budu očekivali povećanje SAD-ovih kamatnih stopa. To će prouzročiti povećani priliv stranog kapitala u državu, dakle, povećanu potražnju za USD koja će prouzročiti aprecijaciju USD. Ukoliko kupuju USD prije stvarnog povećanja vrijednosti te valute, mogu u cijelosti iskoristiti aprecijacije te valute budući da u nju investiraju prije njene stvarne promjene. Premda se njihovo očekivanje možda neće ispuniti činjenica je da očekivanja utječu na promjenu deviznog tečaja. Očekivanja naime motiviraju pojedine sudionike na deviznom tržištu da kupuju, odnosno prodaju devize prije stvarne promjene deviznog tečaja u očekivanju njegove promjene.

Transakcije na deviznom tržištu dakle omogućuju međunarodne tijekove roba i usluga te međunarodne tijekove kapitala. Iskustvo pokazuje da su transakcije u tekućem dijelu platne bilance manje osjetljive na promjene na osnovu kojih bi bilo moguće predvidjeti promjene u deviznim tečajevima. Upravo suprotno vrijedi za neke vrste transakcija na računu kapitalnih i financijskih transakcija platne bilance. Utjecaj informacija na osnovu kojih je moguće predvidjeti gibanje deviznih tečajeva je od velikog značaja na odluku koji će valutu investitori kupiti. Ukoliko te informacije stvarno djeluju na ponudu i potražnju za određenom valutom, potom stvarno utječu na promjenu deviznog tečaja. Baš su špekulacije u svezi s predviđanjem gibanja deviznog tečaja jedan od ključnih razloga za velike oscilacije tih tečajeva u posljednja dva desetljeća.

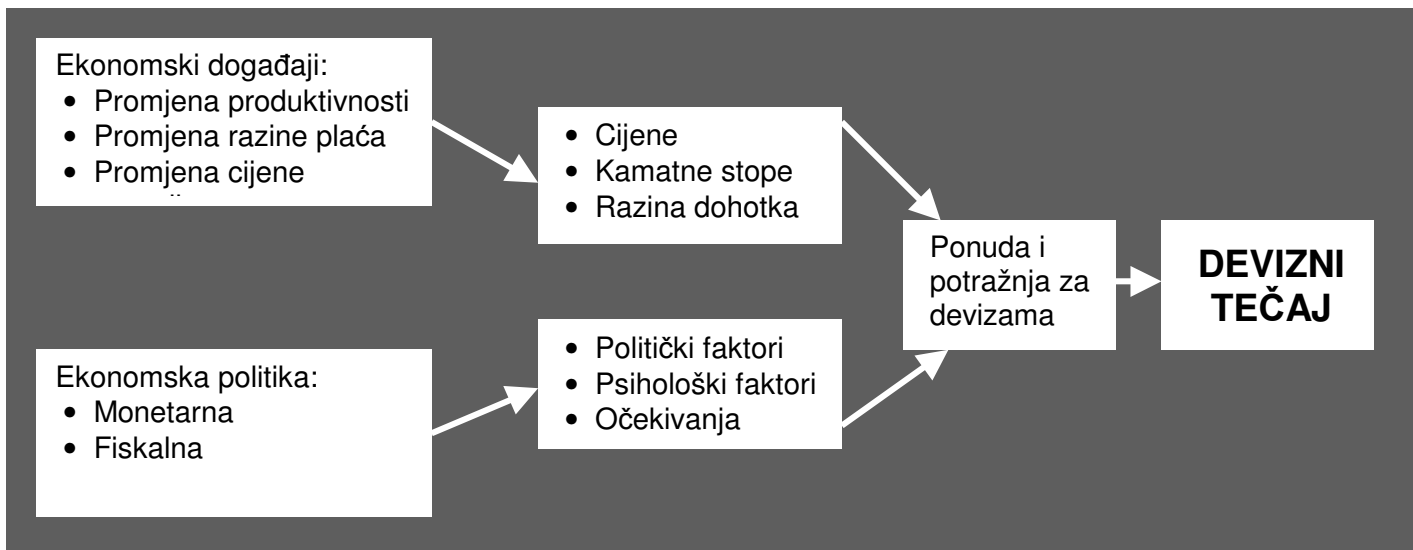
U sklopu diskusije o očekivanjima kao faktoru utjecanja na devizni tečaj treba naglasiti još jedan specifičan primjer. Sam trend aprecijacije (deprecijacije) određene valute može prouzročiti očekivanja o daljnjoj mijenjanju deviznog tečaja u istom smjeru. U takvoj situaciji će pojedini sudionici na deviznom

tržištu – oni koji djeluju kao špekulanti – kupovati (prodavati) tu valutu u očekivanju realizacije profita i takvim svojim djelovanjem doveli do daljnje aprecijacije (deprecijacije) deviznog tečaja.

Drugi faktori - Slijedeća skupina faktora koji mogu utjecati na oblikovanje i mijenjanje deviznih tečajeva su različiti politički i psihološki faktori. Poznati su brojni slučajevi u povijesti kada je razvoj političkih događaja uzrokovao promjene tečaja pojedine valute. Izbijanje političkih kriza u pojedinim dijelovima svijeta obično je popraćeno s odlivom kapitala iz takvih država – dakle deprecijacijom valute – u "sigurne" države, što djeluje na aprecijaciju njihovih valuta. To je jedan od ključnih razloga zašto USD aprecira pri izbijanju svake regionalne krize u svijetu. Na sličan način utječu na gibanje deviznog tečaja i psihološki faktori. Primjer toga su npr. skandali koji se sporadično javljaju u pojedinim državama i prouzrokuju odliv kapitala iz te države i posljedičnu aprecijaciju njezine valute.

Kao što je razvidno iz navedene analize, praktično svi događaji u pojedinoj državi, npr. promjene u produktivnosti, promjene plaća ili promjene cijena energije zajedno s mjerama ekonomske politike u toj državi utječu na cijene, kamatne stope i dohodak kao tri ključna makroekonomska indikatora. Te promjene utječu na ponudu i potražnju za devizama i odlučujuće djeluju na oblikovanje i mijenjanje deviznog tečaja. Pored toga, na ponudu i potražnju za devizama utječu i drugi faktori, među koje je moguće uvrstiti i očekivanja te političke i psihološke faktore. Slika 5.1. daje shematski prikaz utjecaja različitih faktora na devizni tečaj.

Slika 5.1. Utjecaj različitih faktora na tržišni devizni tečaj



Pri analizi faktora koji utječu na devizni tečaj potrebno je naglasiti kako do tih promjena dolazi zbog relativnih promjena u pojedinim makroekonomskim indikatorima između dvije države. Ako primjerice cijene i/ili kamatne stope i/ili dohodak narastu (opadnu) jednakomjerno u obje države, utjecaji tih promjena na ponudu i potražnju za devizama bit će identični u obje države. Dakle neće doći ni do kakve promjene u bilateralnom deviznom tečaju, odnosno u odnosu između valuta obje države.

Pored toga, potrebno je još jednom naglasiti da su svi utjecaji pojedinog faktora na ponudu i potražnju za devizama analizirani pod pretpostavkom *ceteris paribus*.

Drugi je važan zaključak ovoga poglavlja da će se u uvjetima čistog fleksibilnog deviznog tečaja ravnotežni devizni tečaj oblikovati u točki sjecišta krivulja tržišne ponude i potražnje za devizama, dakle krivuljama na koje državne intervencije nisu utjecale. To dovodi do povratka u diskusiju o platnoj bilanci gdje je rečeno: "ako monetarne vlasti na deviznom tržištu ne interveniraju s prodajom/kupovinom deviza, međunarodne su rezerve države nepromijenjene". Dakle, u sustavu čisto fleksibilnog deviznog tečaja se ravnoteža platne bilance osigurava promjenom deviznog tečaja. U tom sustavu deviznog tečaja će promjene u deviznom tečaju osigurale nepromijenjen opseg međunarodnih deviznih rezervi.

5.3. ODREĐIVANJE DEVIZNOG TEČAJA I INTERVENCIJA DRŽAVE – SUSTAV ČISTOG FIKSNOG I SUSTAV "HIBRIDNOG" DEVIZNOG TEČAJA

U prethodnom je poglavlju analizirano određivanje deviznog tečaja u sustavu čisto fleksibilnog (engl. *system of clean floating*). Osnovni je cilj ovoga poglavlja analizirati drugi sustav deviznog tečaja, za kojeg je značajno da ga država svojom intervencijom održava na određenoj fiksno određenoj razini.

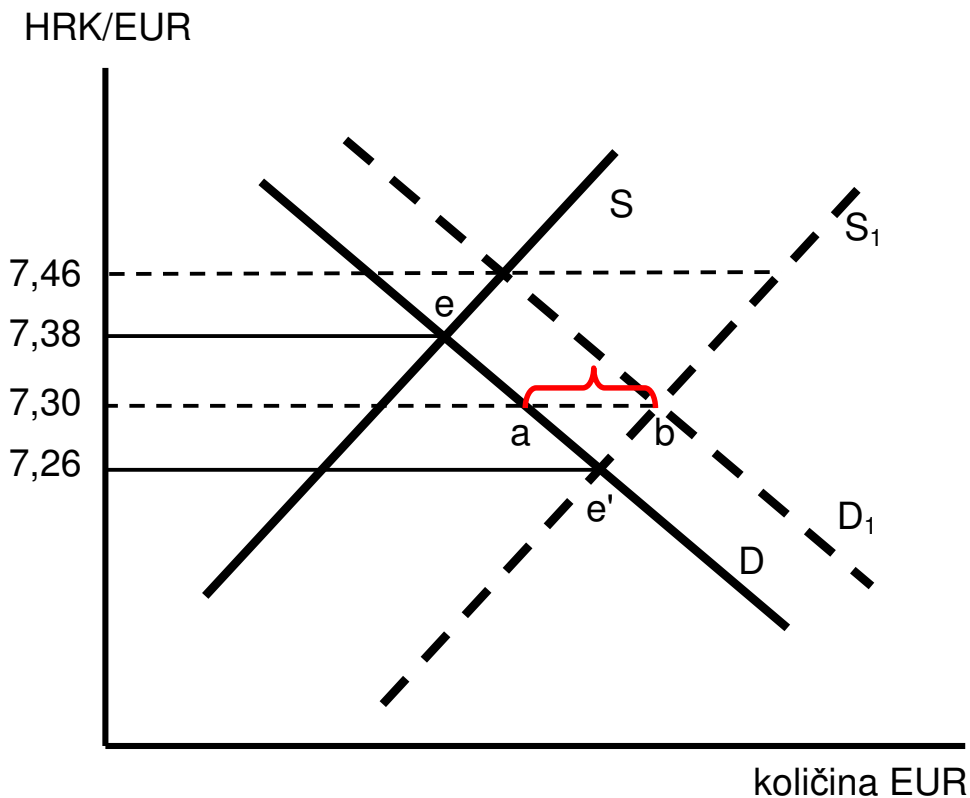
5.3.1. Osnovna logika sustava fiksno i sustava "hibridnog" deviznog tečaja

Kao što i samo ime govori, sustav čisto fiksno deviznog tečaja ne dozvoljava česte promjene deviznog tečaj, dakle u ovisnosti o ponudi i potražnji za devizama. Umjesto toga, taj sustav od države traži fiksiranje vrijednosti svoje

valute, odnosno određivanje službenog tečaja tj. njegovu paritetnu vrijednost. U stvarnosti to znači definiranje vrijednosti svoje valute u odnosu prema nekoj mjeri vrijednosti, koja je u prošlosti bila najčešće zlato ili dolar, ali može biti i neka druga međunarodno značajna valuta ili košarica valuta. Pored toga, određuje se i najveća granica odstupanja u odnosu na paritetnu vrijednost. Ukoliko se krivulja ponude deviza i/ili krivulja potražnje za devizama pomiče na taj način da se ravnotežni devizni tečaj podigne/smanji na gornju/donju granicu dozvoljenog raspona gibanja deviznog tečaja, država mora intervenirati na deviznom tržištu i na taj način zadržati devizni tečaj u okviru dozvoljenog raspona.

Ukoliko je ravnotežni tečaj ispod donje dozvoljene granice, centralna će banka intervenirati na deviznom tržištu s dodatnom kupovinom deviza (pomak krivulje potražnje za devizama u desno) i to u opsegu koji brani donju dozvoljenu granicu gibanja tečaja. Kupovina deviza od strane centralne banke znači povećanje njezinih deviznih rezervi, kao i obrnuto.

Grafikon 5.7. Interveniranje centralne banke u sustavu čisto fleksibilnog deviznog tečaja – primjer prevelike ponude deviza

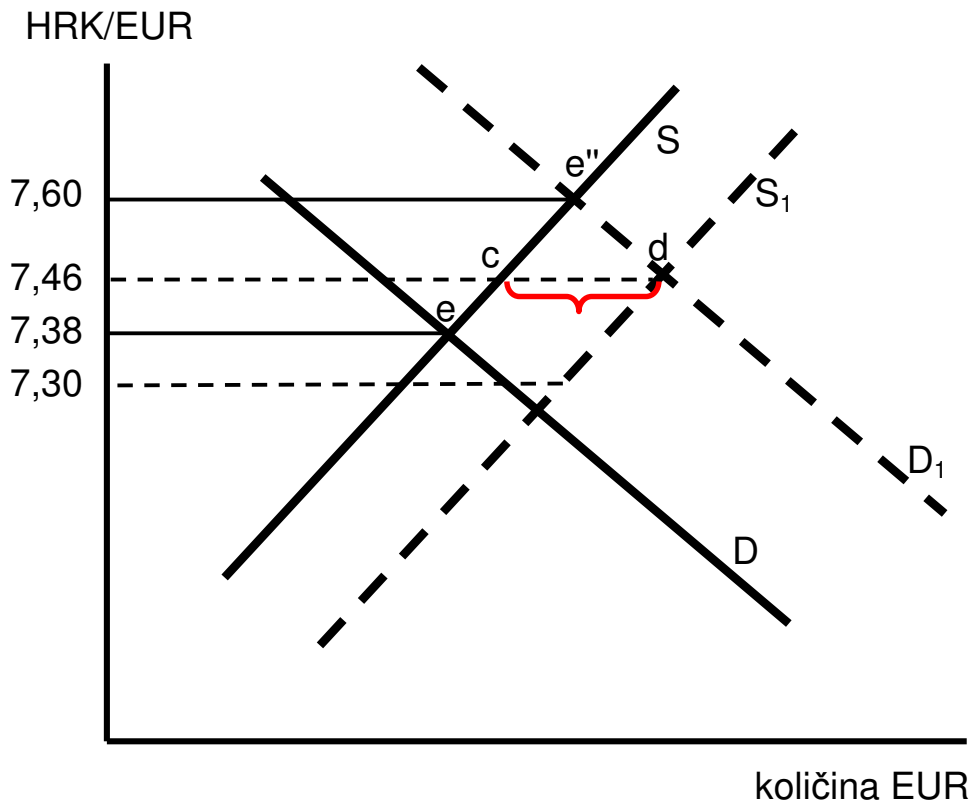


Na grafikonu 5.7. shematski je prikazano navedena situacija u slučaju deviznog tečaja HRK/EUR, pri čemu je HRK domaća valuta. Polazna je pretpostavka povećanja ponude EUR na deviznom tržištu, zbog čega se krivulja S pomakne u desno. U sustavu čisto fleksibilnog deviznog tečaja devizni tečaj bi se pomaknuo iz točke e ($7,38 \text{ HRK} = 1 \text{ EUR}$) u točku e' ($7,26 \text{ HRK} = 1 \text{ EUR}$) što znači da je HRK aprecirala. Ukoliko je država u sustavu čistog fiksnog deviznog tečaja donijela odluku da tečaj ne smije pasti ispod odnosa $7,30 \text{ HRK}$ za 1 EUR na tržištu će se pojaviti prevelika količina EUR u veličini a-b. Centralna banka intervenira na tržištu dodatnom potražnjom za devizama u visini a-b, čime se krivulja DD pomakne u desno. Kupljeni EUR predstavlja povećanje deviznih rezervi centralne banke.

Ukoliko tržišni tečaj naraste iznad gornje dozvoljene granice, centralna banka će intervenirati na deviznom tržištu na suprotan način, dakle, dodatnom će kupovinom deviza djelovati na pomak krivulje ponude u desno. Centralna će banka prodati toliko deviza koliko je potrebno kako bi tečaj povratila u dozvoljene granice, dakle na gornju dozvoljenu granicu gibanja tečaja. To je moguće pod pretpostavkom da centralna banka raspolaže s dovoljno deviznih rezervi.

Grafikon 5.8. prikazuje navedenu situaciju gdje se potražnja za EUR povećava zbog čega se krivulja DD pomiče u desno. U sustavu čistog fleksibilnog deviznog tečaja, tečaj bi se pomaknuo s točke e ($7,38 \text{ HRK} = 1 \text{ EUR}$) na točku e" ($7,60 \text{ HRK} = 1 \text{ EUR}$), što znači da je kuna deprecirala. Kako u sustavu fiksnog deviznog tečaja tečaj ne smije narasti iznad $7,46 \text{ HRK}$ za 1 EUR (dozvoljeni raspon $\pm 1\%$) na tržištu se pojavljuje manjak EUR u iznosu c-d. U tom slučaju centralna banka intervenira u obliku dodatne ponude EUR na deviznom tržištu u visini c-d. EUR se crpe iz deviznih rezervi.

Grafikon 5.8.: Interveniranje centralne banke u sustavu čistog fiksnog deviznog tečaja – primjer prevelike potražnje za devizama



U sustavu čistog fleksibilnog deviznog tečaja je devizni tečaj (dakle njegova paritetna vrijednost) definirana odlukom nadležnih državnih organa, a centralna je banka obvezna držati devizni tečaj u okviru raspona koji je bio određen paralelno s prihvaćanjem paritetne vrijednosti. To dakle znači da u sustavu čistog fleksibilnog deviznog tečaja nije moguće očekivati automatsko izjednačenje ponude i potražnje za devizama, kao što je to slučaj kod čistog fleksibilnog deviznog tečaja. U sustavu čistog fiksnog deviznog tečaja tu ulogu preuzimaju devizne rezerve države, odnosno mijenjanje njihovog obujma. Devizne rezerve moraju ispuniti razliku u slučaju prevelike ponude deviza na tržištu kao i u slučaju prevelike potražnje za devizama.

U sustavu čistog fleksibilnog deviznog tečaja deficit/suficit platne bilance rezultira deprecijacijom, odnosno aprecijacijom valute, dok devizne rezerve ostaju nepromijenjene, dok se u sustavu fiksnog deviznog tečaja deficit/suficit ogleda u smanjenju ili povećanju opsega deviznih rezervi. Za sustav upravljanog deviznog tečaja vrijedi da se on nalazi negdje između tih dvaju ekstrema. U tom sustavu se vanjska neravnoteža države, izražena

deficitom/suficitom platne bilance, djelomično održava u promjeni tečaja, a djelomično u promjeni deviznih rezervi.

5.3.2. Razlozi za interveniranje države na deviznom tržištu

Devizni tečaj je jedna od najznačajnijih cijena u državi, budući da povezuje domaće gospodarstvo s gospodarstvima svih drugih država. Kao takav, ima velik utjecaj na konkurentnost države u međunarodnom poslovanju. Sustav čistog fleksibilnog deviznog tečaja u kojem se devizni tečaj mijenja u ovisnosti od ponude i potražnje privatnog sektora i država za devizama ima potencijalno različite negativne posljedice na gospodarstvo. Prvo, velike oscilacije deviznih tečajeva donose dodatnu nesigurnost u ekonomskim transakcijama s inozemstvom. Drugo, velike oscilacije deviznih tečajeva mogu prouzročiti stvarne probleme u proizvodnji posebno u segmentu gospodarstva koji izvozi i nalazi se u konkurentskoj bitci s proizvođačima iz drugih država svijeta. Oba razloga često vrše pritisak na nadležne organe u državi prema intervencijama na deviznom tržištu u cilju stabilizacije tečaja.

Razloge interveniranja centralne banke je moguće razvrstati u tri osnovne skupine:

Smanjivanje oscilacija deviznog tečaja – ukoliko centralna banka smatra negativnim česte promjene deviznog tečaja, može intervenirati na deviznom tržištu s namjenom smanjenja amplitude promjena. Intervencija centralne banke usmjerena je "rezanju" vrhova i dolina amplituda čime i cijeli tečajni ciklus ima manje oscilacije. Pored toga, takve intervencije centralne banke smanjuju i zabrinutost na financijskim tržištima i time mogućnost špekulativnih prodaja ili kupnja deviza.

Uspostavljanje implicitne granice osciliranja deviznog tečaja – centralne banke nekih država pokušavaju držati devizni tečaj svoje valute u okviru neslužbeno određenih, odnosno implicitnih granica.

Odzivanje na izvanredne događaje – centralne banke mogu intervenirati na tržištu u cilju zaštite svoje valute pred privremenim izvanrednim razmjerima na deviznom tržištu. Takvo ponašanje centralne banke je u biti namijenjeno neutralizaciji potencijalnih promjena deviznog tečaja do kojih bi došlo zbog špekulativnog djelovanje nekih subjekata na deviznom tržištu.

Bez obzira na razlog za intervenciju centralne banke na deviznom tržištu, te intervencije nemaju dugotrajnog učinka na promjenu deviznog tečaja – dakle, formiranje deviznog tečaja ovisi prvenstveno o ponudi i potražnji za devizama, a intervencije centralne banke su samo privremenog učinka. Osnovna je logika intervencija centralne banke na deviznom tržištu smanjivanje negativnih učinaka oscilacije deviznih tečajeva na gospodarstvo.

5.3.3. Oblici intervencije države na deviznom tržištu

Centralna banka ima mnoge načine intervencije na deviznom tržištu, ali je njihova značajka uvijek ista, a to je povećati ponudu, odnosno potražnju za devizama na deviznom tržištu i na taj način utjecati na visinu deviznog tečaja domaće valute. U tom je smislu načine intervencije centralne banke moguće svrstati u dvije velike skupine, neposredne i posredne intervencije.

Neposredne intervencije na deviznom tržištu - Neposrednim intervencijama centralna banka neposredno utječe na formiranje deviznog tečaja. To čini pomoću intervencija na tome tržištu u obliku dodatne ponude deviza (ako želi spriječiti devalvaciju valute u sustavu fiksnog deviznog tečaja odnosno deprecijaciju valute u sustavu upravljanog deviznog tečaja) ili u obliku dodatne potražnje za devizama (ako želi spriječiti revalvaciju valute u sustavu fiksnog deviznog tečaja odnosno aprecijaciju valute u sustavu upravljanoga fleksibilnog deviznog tečaja). Takve su intervencije najučinkovitije kada su izvedene u koordiniranoj akciji više centralnih banaka. Ukoliko više centralnih banaka djeluje usklađeno u smjeru smanjenja (povećanja) vrijednosti određene valute, to će imati veći utjecaj na promjenu vrijednosti određene valute od djelovanja samo jedne centralne banke. Poznat je slučaj takvog dogovora centralnih banaka tzv. slučaj "Plaza", sklopljen između centralnih banaka industrijski najrazvijenijih država svijeta sklopljen 1985. godine.

Neposredne intervencije centralne banke na deviznom tržištu imaju oblik "nesterilizirane" ili "sterilizirane" intervencije.

"nesterilizirane" intervencije: takav oblik intervencije predstavlja intervenciju centralne banke koja svojim mjerama **ne reagira** na promjenu količine novca u opticaju koju uzrokuje njezina intervencija na deviznom tržištu. U slučaju "nesteriliziranih" intervencija centralna banka dakle ne sprječava niti smanjivanje količine novca u opticaju (do kojega dolazi kada centralna banka

u želji za sprječavanjem deprecijacije domaće valute prodaje devize na deviznom tržištu) niti povećanje količine novca u opticaju (do kojega dolazi kada centralna banka u želji za sprječavanjem aprecijacije domaće valute kupuje devize na deviznom tržištu). Smanjena /povećana količina novca u opticaju će uzrokovati uz pretpostavku *ceteris paribus* smanjenje/povećanje inflacije. Dakle, intervencija centralne banke neće utjecati samo na promjenu deviznog tečaja, što je bio njezin osnovni cilj, već će imati i drugi učinak, odnosno utjecaj na inflaciju.

"sterilizirane" intervencije: one imaju za cilj neutralizirati učinak "nesterilizirane" intervencije na inflaciju, te se centralne banke često odlučuju za drugačiji oblik intervencije na deviznom tržištu, kojom pokušavaju anulirati potencijalno negativne učinke. Osnovna značajka "sterilizirane" intervencije na deviznom tržištu je u tome da centralna banka intervenira na deviznom tržištu na takav način da istovremenim mjerama ekonomske politike spriječi (sterilizira) utjecaj te intervencije na promjenu količine novca u opticaju.

Ukoliko država želi spriječiti aprecijaciju svoje valute i istovremeno onemogućiti povećanje opsega domaćeg novca u opticaju (time i rast inflacije) svoju će intervenciju na deviznom tržištu (u tom slučaju kupovinu deviza i prodaju domaće valute) popratiti s instrumentima ekonomske politike kojima će pokušati "izvući" tu preveliku količinu novca iz opticaja. Najuobičajenije mjere koje se koriste u tom slučaju su tzv. operacije na otvorenom tržištu (engl. *open market operations*). U ovom konkretnom slučaju to znači izdavanje vrijednosnih papira denominiranih u domaćoj valuti. Konačan rezultat te kombinirane operacije je slijedeći:

1. povećani obujam domaćeg novca u opticaju do kojega je došlo zbog kupovine deviza od strane centralne banke se neutralizira i
2. povećaju se devizne rezerve države.

Ukoliko država želi spriječiti deprecijaciju svoje valute, logika je njezinog posredovanja obrnuta. Smanjenje količine novca u opticaju do koje dolazi u slučaju "nesterilizirane" intervencije centralne banke centralna banka sprječava obrnutim djelovanjem na deviznom tržištu, odnosno kupovinom vrijednosnih papira. Konačan rezultat intervencije je u tom slučaju slijedeći:

1. smanjeni obujam domaćeg novca u opticaju do kojega je došlo zbog prodaje deviza od strane centralne banke se neutralizira i
2. smanjuju se devizne rezerve države.

Kada centralna banka želi spriječiti deprecijaciju svoje valute, opseg je njezinih intervencija ograničen prije svega raspoloživim deviznim rezervama. U slučaju sprječavanja aprecijacije domaće valute ograničenje predstavljaju prvenstveno mogućnosti koje država ima za sterilizaciju deviznih priljeva. Ograničenja se postavljaju prvenstveno u obliku traženja odgovora na pitanje koliki se obujam vrijednosnih papira može izdati bez znatnijeg povećanja kamatnih stopa. Povećanje kamatnih stopa ne znači samo povećanje troškova za državu, već privlači i dodatni kapital u državu i time dodatni pritisak na sterilizaciju. Ukoliko se iscrpe mogućnosti za sterilizaciju priliva deviza, država ima na raspolaganju uvođenje mjera ograničenja priljeva kapitala u cilju sprečavanja aprecijacije domaće valute.

Posredne intervencije na deviznom tržištu – Pored direktnog načina intervencije na deviznom tržištu, centralna banka može intervenirati i aktivnostima koje na posredan način utječu na ponudu i potražnju za devizama, a posljedično i na devizni tečaj. Monetarna i fiskalna politika su dva glavna indirektna oblika intervencije na deviznom tržištu.

Monetarna politika – Putem monetarne politike, odnosno njezinog utjecaja na kamatne stope, centralna banka utječe na devizni tečaj. Ukoliko centralna banka želi spriječiti daljnju deprecijaciju svoje valute može to učiniti započevši prodaju državnih vrijednosnih papira na otvorenom tržištu. Povećanje ponude tih vrijednosnih papira snižava njihovu cijenu i povećava kamatne stope. Više kamatne stope u državi privlače inozemne kupce vrijednosnih papira i utječu na povećanu ponudu deviza. Istodobno više kamatne stope smanjuju interes rezidenata za investiranjem u inozemstvu, čime dolazi do smanjenog opsega potražnje za devizama na deviznom tržištu. Rezultat pomicanja obje krivulje je za centralnu banku željeni smjer kretanja deviznog tečaja u smjeru sprečavanja daljnje deprecijacije domaće valute, odnosno njezina aprecijacija. Za obrnutu politiku na otvorenom tržištu, odnosno kupovinu vrijednosnih papira se banka odlučuje kada želi spriječiti daljnju aprecijaciju svoje valute.

Posredna intervencija centralne banke na deviznom tržištu uporabom monetarne politike, dakle preko povećanja/smanjenja kamatne stope je neposredno povezana s promjenom cijena u državi. S obzirom da i inflacija i deflacija prouzrokuju značajne gospodarske probleme u državi, time je ograničen i prostor kojeg ima monetarna politika pri svom utjecaju na devizni tečaj.

Fiskalna politika - S obzirom na navedene probleme kod uporabe monetarne politike u cilju upravljanja deviznim tečajem, vlade se često koriste fiskalnom politikom. Pojam fiskalne politike se u ovom smislu koristi i na promjene u razini potrošnje države kao i razini oporezivanja njezinih rezidenata, ali i na kretanje proračunskog deficita/suficita koji je rezultat tih promjena. Vlada države koja želi spriječiti devalvaciju svoje valute mora voditi restriktivnu fiskalnu politiku. Pod time se podrazumijevaju one mjere ekonomske politike koje vode k smanjivanju proračunskog deficita i povećanju proračunskog suficita. Drugim riječima, to znači ograničavanje rasta proračunskih izdataka, povećanje poreza ili kombinaciju obje mjere. U uvjetima restriktivne fiskalne politike smanjit će se obujam ukupne potražnje, a time i obujam potražnje za uvozom. Posljedica toga je pomicanje krivulje potražnje za devizama u lijevo i željena aprecijacija deviznog tečaja. Ekspanzivna fiskalna politika prouzročit će posve drukčiji tijek događaja koji će dovesti do deprecijacije deviznog tečaja.

Kao što je navedeno, fiskalna politika ne utječe na promjenu deviznog tečaja samo posredno, dakle preko njezinog utjecaja na visinu kamatnih stopa, već je njezin utjecaj na devizni tečaj i neposredan. Preko promijenjenog obujma potražnje za uvozom fiskalna politika neposredno utječe na opseg potražnje za devizama i na taj način i na visinu deviznog tečaja. Vođenjem fiskalne politike država ima više mogućnosti za učinkoviti utjecaj na devizni tečaj, nego je to slučaj kod monetarne politike. Pri tome se ne podcjenjuju teškoće koje država ima prilikom uvođenja nepopularnih mjera kao što su ograničavanje proračunskih izdataka i povećanje poreza.

Drugi oblici intervencije - U ovu skupinu intervencija ubrajaju se različiti oblici javnog komuniciranja predstavnika nadležnih državnih organa, posebno centralne banke i vlade kojim se želi javno najaviti kakve mjere će se uvesti u cilju usmjeravanja deviznog tečaja u željenom smjeru. Osnovna je namjena te takvog javnog komuniciranja utjecati na očekivanja sudionika na deviznom tržištu glede gibanja deviznog tečaja u budućnosti i na taj način utjecati na njihovo stvarno ponašanje glede kupnje i prodaje deviza. Npr. što će se dogoditi s valutom koja je prije određenog vremena deprecirala i za koju tržište očekuje da će i dalje deprecirati. Takvo očekivanje će na tržištu prouzročiti dodatnu ponudu domaće valute (a to znači i dodatnu potražnju za devizama) i posljedično još veću deprecijaciju valute. Zbog odstranjivanja ili barem smanjivanja negativnih učinaka tih očekivanja se nadležne vlasti

odlučuju na informiranje ekonomskih subjekata na deviznom tržištu o tome da je cilj države zaustaviti nekontrolirano opadanje tečaja domaće valute.

Sudionici na deviznom tržištu znaju da vlasti mogu utjecati na gibanje deviznog tečaja. Hoće li subjekti na deviznom tržištu vjerovati takvoj izjavi službenog predstavnika države ovisi o stvarnoj makroekonomskoj situaciji u državi, raspoloživosti deviznih rezervi te o mnogim drugim faktorima, uključivši i kredibilitet vlasti. Ukoliko takve izjave ocjene vjerodostojnima, prestat će s kupovinom strane valute što će zaustaviti trend deprecijacije domaće valute, možda i bez intervencije države na njemu. Ako izjavi ne budu vjerovali, trend smanjivanja vrijednosti valute će se nastaviti.

Problem ovoga načina utjecaja na devizni tečaj je u tome da je učinkovit samo tada ako sudionici na deviznom tržištu vjeruju nadležnim vlastima preko dva načina: prvo, imaju li potencijal za intervenciju u obliku deviznih rezervi i drugo, hoće li tj. potencijal stvarno uporabiti. Iskustva iz posljednjih financijskih kriza pokazuju da vlasti često nisu imali ispunjen jedan ili oba uvjeta, te stoga nisu niti mogli realizirati ono što su najavljivali u izjavama. U takvim situacijama slabog kredibiliteta nosioca ekonomske politike njihove izjave o budućim mjerama na području deviznog tečaja nemaju prave težine i tržište ih jednostavno ignorira. Time je izgubljena i potencijalna mogućnost stvarnog utjecaja na devizni tečaj putem izjava nadležnih državnih organa.

5.4. ARGUMENTI ZA I PROTIV POJEDINIH SUSTAVA DEVIZNIH TEČAJEVA

Do sada su bili prezentirana dva sustava deviznih tečajeva. Prvo, sustav fleksibilnih deviznih tečajeva i drugo, sustav fiksnih deviznih tečajeva. U ovom će poglavlju biti analizirani elementi za i protiv jednog, odnosno drugog sustava deviznih tečajeva. Pri tome treba upozoriti da pojedini argument u prilog jednom sustavu deviznih tečajeva nije ujedno i argument protiv drugog "čistog" sustava deviznog tečaja.

5.4.1. Sustav čistog fleksibilnog deviznog tečaja

Za ovaj je sustav deviznog tečaja značajno da će vanjskotrgovinsku neravnotežu države (dakle, suficit ili deficit) automatizmom anulirati s

aprecijacijom ili deprecijacijom deviznog tečaja, bez bilo kakve intervencije države na deviznom tržištu i bez bilo kakve promjene u volumenu njezinih deviznih rezervi.

Od pet navedenih argumenata u korist uvođenja čistog fleksibilnog deviznog tečaja prva dva govore o tome kako je ovaj sustav deviznih tečajeva bolji od sustava fiksnih deviznih tečajeva, dok se slijedeća tri argumenta odnose na prednosti koje sustav čistog fleksibilnog deviznog tečaja nudi državama pri vođenju ekonomske politike.

Automatsko ostvarivanje platnobilančne ravnoteže - Kao temeljnu prednost sustava čistih fleksibilnih deviznih tečajeva njegovi zagovornici navode činjenicu da je u tom sustavu osigurana automatska ravnoteža između ponude i potražnje za devizama. Ako država bilježi neprihvatljivo visok deficit u tekućem dijelu platne bilance (dakle deficit koji nije moguće pokriti s prilivom kapitala; razina deviznih rezervi je u ovom sustavu nepromjenjiva) tada će povećanje potražnje automatski dovesti do deprecijacije valute, kao i obrnuto. Neprihvatljivo visok suficit u tekućem dijelu platne bilance (dakle suficit koji nije moguće pokriti s odlivom kapitala; i ovdje je razina deviznih rezervi nepromjenjiva) automatski će rezultirati aprecijacijom valute. Taj sustav deviznog tečaja dakle automatski ispravlja neravnoteže u platnoj bilanci.

U sustavu čistog fiksnog deviznog tečaja je mehanizam ispravljanja neravnoteže platne bilance drugačiji. U tom sustavu suficit/deficit u platnoj bilanci rezultira povećanju/smanjenju deviznih rezervi države, a takav način platnobilančne prilagodbe je povezan s određenim troškovima za nacionalno gospodarstvo i ne doprinosi pospješivanju međunarodne trgovine i investicija. Na koji se način izražavaju ti troškovi? Ukoliko država fiksira svoj devizni tečaj pri vrijednosti koja je viša od njezine tržišne ravnotežne vrijednosti znači da je devizni tečaj podcijenjen jer je pri toj vrijednosti ponuda deviza veća od potražnje. U tom će slučaju monetarne vlasti morati intervenirati na deviznom tržištu s dodatnom potražnjom za devizama, što će uzrokovati stvaranje deviznih rezervi. Suprotan je tijek događaja u slučaju fiksiranja deviznog tečaja pri vrijednosti nižoj od ravnotežnog deviznog tečaja (slučaj precijenjenog deviznog tečaja) kada je potražnja za devizama na deviznom tržištu veća od njihove ponude. I u ovom će slučaju doći do intervencije na deviznom tržištu, ali sada u obliku dodatne ponude deviza na tržištu i posljedično do smanjenja deviznih rezervi. Oba su oblika intervencije na

deviznom tržištu povezana s određenim troškovima koje država mora platiti. Kod sustava čistog fleksibilnog deviznog tečaja se država ne opterećuje plaćanjem bilo kakvih troškova.

"Stabilizacijske" špekulacije - Zagovornici fleksibilnog deviznog tečaja tvrde da automatski način anuliranja neravnoteže platne bilance ekonomske subjekte usmjerava u takve vrste špekulacija koje su usmjerene u stabilizaciju deviznog tečaja (engl. *stabilizing speculation*). Do toga dolazi zato jer su špekulacije na deviznom tržištu u sustavu čistog fleksibilnog deviznog tečaja profitabilne samo onda kada djeluju stabilizacijski, odnosno kada špekulanti svojim djelovanjem na deviznom tržištu utječu na povratak deviznog tečaja na svoju ravnotežnu razinu.

U slučaju kada valuta aprecira iznad njezine dugoročno ravnotežne razine, volumen potražnje je značajno veći od ponude deviza. Jedini način na koji špekulanti mogu profitirati u nastaloj situaciji (uz pretpostavku njihovog racionalnog ponašanja) je njihov izlazak na tržište s dodatnom potražnjom za devizama. To će prouzročiti deprecijaciju valute odnosno njezin povratak u smjeru ravnotežnog tečaja.

Navedeni argument o stabilizirajućoj špekulaciji je sastavni dio kompleksnijeg argumenta u korist sustava fleksibilnih deviznih tečajeva koji kaže da su kontrole deviznog tečaja i intervencije države na deviznom tržištu nepotrebne. Zagovornici tog argumenta tvrde da nema niti jednog racionalnog razloga zbog kojeg bi vlada imala bolje informacije o dugoročnom ravnotežnom deviznom tečaju od privatnog sektora. Prema njihovom mišljenju je privatni sektor izuzetno zainteresiran raspoložive informacije "pravilno" uporabiti za formiranje svoga mišljenja glede dugoročnog ravnotežnog tečaja određene valute, jer će u slučaju pogrešne uporabe tih informacija biti kažnjen gubitkom vlastitog novca.

Prema mišljenju zagovornika čistog fleksibilnog deviznog tečaja, u sustavu čistog fleksibilnog deviznog tečaja je manje mogućnosti za tzv. "destabilizirajuće" špekulacije (kada subjekti kupuju devize kada očekuju njihovu aprecijaciju/revalvaciju, te kada prodaju devize u očekivanju deprecijacije/devalvacije), nego što je to slučaj kod sustava fiksnih deviznih tečajeva. Tzv. "destabilizirajuće" špekulacije su manje moguće u sustavu gdje se devizni tečaj stalno mijenja, nego u sustavu gdje dolazi do povremenih, ali značajnijih promjena deviznog tečaja. Primjer: devalvacije posljednjih godina

brettonwoodskog sustava. Treba naglasiti da to nije bio sustav fiksnog deviznog tečaja, nego "hibridni" sustav koji je u iznimnim situacijama fundamentalne neravnoteže dozvoljavao devaluaciju/revaluaciju valute. U čistom sustavu deviznih tečajeva, kakav je bio npr. sustav zlatnog standarda, nije moguća nikakva promjena tečaja valute te i platnobilančna prilagodba mora biti ostvarena drugim instrumentima ekonomske politike. U takvom sustavu deviznog tečaja je svaka špekulacija gotovu uvijek "stabilizacijska", te se glede toga oba čista sustava deviznih tečajeva između sebe stvarno ne razlikuju.

Veća gospodarska stabilnost - značajan argument zagovornika sustava čistog fleksibilnog deviznog tečaja su njegove prednosti na području stabilizacije gospodarstva i vođenja ekonomske politike. Zagovornici toga smatraju kako je bolje u slučaju promjena u okruženju države reagirati promjenom deviznog tečaja nego promjenama nekih drugih makroekonomskih veličina. Razlog za to je što promjena deviznog tečaja manje negativno utječe na gospodarsku stabilnost u državi od nekih drugih mjera ekonomske politike. Pored toga, promjena deviznih tečajeva je lakše izvediva od snižavanja plaća ili cijena. Dakle, ukoliko se država susreće sa snižavanjem svoje konkurentnosti problem je jednostavnije riješiti promjenom jedne cijene – promjenom tečaja domaće valute – nego ustrajati na sustavu fiksnih deviznih tečajeva koje zahtijeva uvođenje različitih restriktivnih mjera potrebnih za ponovno uspostavljanje konkurentnosti. S obzirom na to da su domaće cijene izuzetno otporne na pritiske u smjeru njihovog snižavanja, obnova međunarodne konkurentnosti države u sustavu fiksnih deviznih tečajeva je vrlo vjerojatno povezana s povećanjem nezaposlenosti koja će dovesti do zahtijevanog pada plaća i drugih cijena u državi.

Monetarna autonomija - prednost sustava fleksibilnih deviznih tečajeva za nositelje ekonomske politike u državi je što osigurava potpunu monetarnu autonomiju. Države su u mogućnosti voditi posve autonomnu monetarnu politiku što znači da mogu samostalno odlučivati o najprimjerenijoj stopi inflacije. Države koje žele nižu stopu inflacije mogu samostalno voditi restriktivniju monetarnu politiku, koja će preko viših kamatnih stopa utjecati na aprecijaciju valute.

Fleksibilni tečaj svakoj državi omogućava izbor one kombinacije stope nezaposlenosti i stope inflacije koju sama ocjenjuje kao najprimjereniju. U sustavu fiksnih deviznih tečajeva ta fleksibilnost nije moguća.

Osiguranje pred vanjskim šokovima - sustav fleksibilnih deviznih tečajeva osigurava državu od utjecaja vanjskih šokova, zbog cikličkih gospodarskih gibanja u inozemstvu. Jednako je tako domaće gospodarstvo osigurano od šokova povećanja cijena u inozemstvu, odnosno od šokova inozemne inflacije.

U sustavu fiksnih deviznih tečajeva država ne može izbjeći negativni inflacijski pritisak povećanja cijena u inozemstvu. U tom sustavu povećanje cijena u inozemstvu prouzrokuje povećanje konkurentnosti države što dovodi do suficita u platnoj bilanci. Kako to znači pritisak na aprecijaciju valute, država mora na deviznom tržištu intervenirati prodajom svoje valute – otkupom deviza – što povećava količinu novca u optjecaju i posljedično povećava domaće cijene. Dakle, sustav fiksnih deviznih tečajeva ne može osigurati državu od šokova povećanja ili smanjenja cijena u inozemstvu.

5.4.2. Sustav čistog fiksnog deviznog tečaja

Argumenti koje zagovornici ovog sustava deviznih tečajeva navode u njegovu korist su:

- veća stabilnost međunarodne razmjene i investicija čime doprinosi njihovom povećanju
- osigurava veću disciplinu u vođenju makroekonomske politike
- ne dovodi do destabilizirajućih špekulacija.

Prije analize pojedinih argumenata u korist ovoga sustava deviznih tečajeva, treba naglasiti da su ovo argumenti samo za njegovu "čistu" varijantu.

Veća stabilnost u međunarodnim odnosima – kod sustava čistog fleksibilnog deviznog tečaja dolazi do čestih i značajnih oscilacija u deviznim tečajevima valuta. To uzrokuje nesigurnost i negativno utječe na proizvodnu specijalizaciju u svijetu, te na obujam međunarodne razmjene i investicija. Argumenti protiv sustava čistih fleksibilnih deviznih tečajeva su argumenti u korist sustava fiksnih deviznih tečajeva.

Veća disciplina u vođenju makroekonomske politike – teoretičari tvrde kako fiksni devizni tečajevi djeluju na smanjenje inflacije. Pored toga, takav sustav deviznih tečajeva države prisiljava na snižavanje inflacije te da kredibilna protuinflacijska politika mora sadržavati element fiksiranja deviznog tečaja.

Manja opasnost od destabilizirajućih špekulacija - zagovornici sustav fiksnih deviznih tečajeva tvrde kako sustav fleksibilnog deviznog tečaja vodi ekonomske subjekte u špekulacije, čiji rezultat će biti njihova pogrešna ocjena o tome koji je to "pravi" devizni tečaj. Destabilizirajuće špekulacije su rezultat nekorektne interpretacije pogrešnih informacija ili posljedica neracionalnih očekivanja ili posljedica kombinacije djelovanja obje skupine razloga. U nastavku su predstavljene dvije vrste destabilizirajućih špekulacija za koje je značajna nekorektna upotreba informacija i novosti vezanih uz devizni tečaj, dok preostale tri vrste govore o tome kako racionalni špekulanti proizvode pogrešne informacije o deviznom tečaju.

Prevelika spremnost za preuzimanje rizika – sudionici na deviznom tržištu ocjenjuju mogućnost deprecijacije/devalvacije ili aprecijacije/revalvacije valute za značajno veću nego što to opravdavaju makroekonomski indikatori. Oni se temelje na trenutnom gibanju deviznog tečaja, te na njegove promjene u prošlosti.

Učinak posljednjeg vagona – informacije koje na tržište plasiraju "dobro obaviješteni" ekonomski subjekti utječu ne samo na ponašanje tih subjekata, nego i na ponašanje svih ostalih sudionika na tržištu – odluke se ne donose na osnovi racionalne prosudbe situacije, već na osnovi neracionalnih faktora.

Pogrešno izabran model određivanja deviznog tečaja – Često racionalni analitičari dolaze do pogrešne ocjene "pravog" deviznog tečaja. Razlog je u prevelikoj pozornosti određenim faktorima koji nisu ključni za kretanje tečaja. Rezultati takve promišljanja su naravno pogrešni.

Zanemarivanje dinamičke komponente gospodarskog razvoja – devizni tečaj nije određen samo trenutnom situacijom, već i gospodarskim pokazateljima iz budućnosti. Prosuđivanje samo na temelju sadašnjih ili samo na temelju budućih pokazatelja dovodi do pogrešnih rezultata.

Svi navedeni oblici "destabilizirajućih" špekulacija se obično navode kao argumenti protiv sustava fleksibilnog i u prilog sustava fiksnog deviznog tečaja. Pri tome treba biti pažljiv jer se fiksni devizni tečaj može formirati na pogrešnoj razini, kao što se i fleksibilni devizni tečaj može kretati oko pogrešne razine. Premda je u početnom trenutku možda i fiksiran na pravoj

razini, zbog promjene u ekonomskim temeljima države on protokom vremena postaje pogrešan.

5.5. ARGUMENTI ZA I PROTIV "HIBRIDNOG" SUSTAVA DEVIZNIH TEČAJEVA

Nema konačnog odgovora koji je sustav bolji, sustav fiksnih ili sustav fleksibilnih deviznih tečajeva. To je i glavni razlog zašto se države odlučuju za sustav "hibridnog" deviznog tečaja, budući da ovaj sustav ima mogućnosti kombiniranja prednosti oba "čista" sustava i ograničiti njihove slabosti.

Načelno je hibridni sustav moguće raspodijeliti na dvije velike podskupine režima deviznog tečaja, prvo, na skupinu deviznih režima bližih značajkama čistog fiksnog deviznog tečaja i drugu podskupinu sa značajkama bliže sustavu čistog fleksibilnog deviznog tečaja.

Ključni argumenti u korist "hibridnog sustava deviznih tečajeva su:

Intervencija omogućava određivanje deviznog tečaja na razini koja održava gospodarske temelje države – djelovanje isključivo tržišnih sila može dovesti do oblikovanja tečaja na pogrešnoj razini. Dva su razloga zašto imaju nadležni organi imaju bolju sposobnost za određivanje pravog deviznog tečaja: *prvo*, država ima obično bolje informacije o svome gospodarstvu i ključnim makroekonomskim pokazateljima od pojedinaca i *drugo*, nadležni državni organi jedini imaju jasan pregled mjera koje će poduzeti u cilju djelovanja na devizni tečaj.

U svezi s time je i pitanje kredibiliteta nadležnih organa koje dolazi u pitanje neostvarivanjem ciljeva intervencije.

Intervencija države smanjuje troškove ekonomske prilagodbe – u ovom slučaju logika intervencije nije onemogućiti prilagodbu tečaja, već proces gospodarske prilagodbe izvesti primjerenom dinamikom uz najniže moguće troškove.

Intervencija države smanjuje troškove u slučaju tzv. *over-shootinga* – država želi smanjiti troškove prilagodbe u slučaju iznenadnog povećanja (smanjenja) količine novca u opticaju koje preko pada (porasta) kamatnih stopa dovodi do kratkoročno prevelike deprecijacije (aprecijacije) valute. Razlog je u tome što financijski sektor izvanredno brzo i s velikom količinama reagira na promjenu kamatne stope i uzrokuje veliku i brzu promjenu tečaja.

Navedeni slučaj ima brojne negativne posljedice za gospodarstvo – privremena neravnoteža deviznih tečajeva daje krive signale glede alokacije proizvodnih resursa, ali i povećava protekcionističke pritiske u državama čija je valuta previše pojeftinila.

5.6. KRITERIJI ZA IZBOR REŽIMA DEVIZNOG TEČAJA

Danas nije sporna potreba i korisnost intervencije države na deviznom tržištu. U ovisnosti o mnogim parametrima ovisi izbor režima deviznog tečaja u pojedinoj državi. Općenito se smatra da su *režimi u okviru fiksnog, odnosno fleksibilnog deviznog tečaja primjereniji* za države sa slijedećim značajkama:

Geografski manje države – manje su države relativno ovisnije i jače povezane s inozemstvom i na taj način snažnije izložene događajima izvan svojih granica.

Otvorena gospodarstva – što je gospodarstvo otvorenije (što je veći udio vanjske trgovine u BDP-u) više je razloga za korištenje jednog od režima fiksnog deviznog tečaja. Veća otvorenost znači i veće značenje roba i usluga u međunarodnoj razmjeni, a iz toga proizlazi i veći značaj međunarodnih cijena i, naravno, deviznog tečaja.

Države s manjim stupnjem proizvodne i izvozne diverzifikacije – što je gospodarstvo više diverzificirano, više je argumenata u prilog uvođenja režima fleksibilnog deviznog tečaja.

Države s geografski koncentriranom vanjskotrgovinskom razmjenom – što država ima geografski koncentriraniju trgovinsku razmjenu, veći je njezin interes za vezivanjem svoje valute na valutu te partnerske države, odnosno argumenti u korist uvođenja jednog od režima fiksnog deviznog tečaja.

Države s inflacijom koja se značajno razlikuje od svjetske – države s velikom razlikom između domaće i svjetske inflacije moraju često mijenjati svoj devizni tečaj ukoliko žele ostati konkurentne na svjetskom tržištu. To govori u prilog tome da je za njih primjereniji režim u okviru fleksibilnog deviznog tečaja.

Fleksibilnost tržišta proizvodnih faktora – za države s fleksibilnim tržištem proizvodnih faktora adekvatniji su režimi u okviru fiksnog deviznog tečaja.

Kredibilitet nositelja protuinflacijske politike – za države s niskim kredibilitetom nositelja protuinflacijske politike primjereniji su režimi u okviru fiksnog deviznog tečaja.

5.7. DANAŠNJI REŽIMI DEVIZNOG TEČAJA

U ovom su poglavlju predstavljene osnovne značajke pojedinih režima deviznog tečaja koji su danas u upotrebi.

5.7.1. Korišteni režimi deviznog tečaja u okviru fiksnog deviznog tečaja

Za sve režime u okviru fiksnog deviznog tečaja – osim kod valutnog odbora – vrijede dvije skupne značajke: *prvo*, država fiksira svoju vrijednost svoje valute, odnosno odredi njezinu paritetnu vrijednost i *drugo*, država određuje granice u kojima se tečaj valute može mijenjati, a svaki prijelaz granice država "brani" intervencijom na deviznom tržištu.

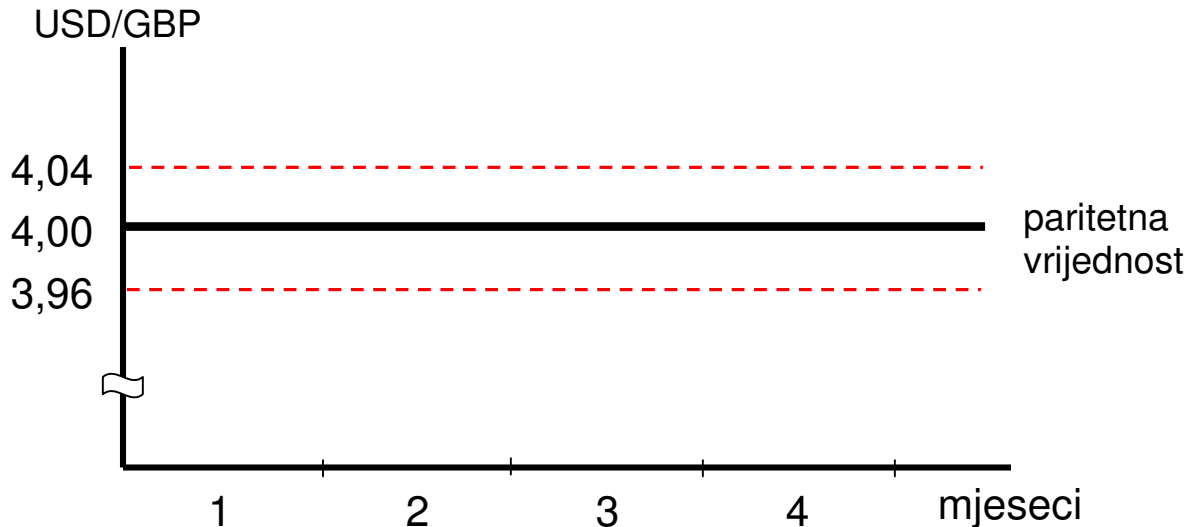
Valutni odbor (*engl. currency board*) – jedini primjer restriktivne varijante sustava čistog fiksnog deviznog tečaja koji je danas u uporabi. U njemu se država obvezuje da će zamjenjivati domaću valutu za stranu po točno određenom tečaju, te da će izdavati domaći novac samo ako bude imala potpuno pokriće u deviznim sredstvima.

Uvođenje ovoga režima deviznog tečaja ima mogućnosti za uspjehu onim državama gdje je moguće osigurati visoku stopu fiskalne discipline, te fleksibilnost gibanja cijena i plaća u oba smjera. Njegovom je upotrebom moguće učinkovito i brzo sniziti stopu inflacije te time doprinijeti uspjehu cjelokupne stabilizacije u državi, posebno u uvjetima narušenog kredibiliteta glede monetarne politike.

Glavni su protuargumenti potencijalno visoki ekonomski troškovi ukoliko dođe do problema u bankovnom sektoru te potencijalno visoki politički troškovi ukoliko država iz bilo kojeg razloga krene u prerano napuštanje toga deviznog režima. Do toga dolazi ako država nije sposobna realizirati oštre mjere prilagodbe na fiskalnom i dohotkovnom području kojeg ovaj režim zahtjeva.

Režim trajno fiksnog deviznog tečaja (*engl. permanent peg*) – u ovom režimu paritetna vrijednost ostaje trajno nepromijenjena (grafikon 5.9), a tečaj varira samo toliko koliko dopuštaju dozvoljene granice. To oštro ograničenje vrijedi bez obzira na promjene do kojih dolazi u gospodarstvu jedne države ili njezinom okruženju. Zbog tih je promjena do kojih u praksi uvijek dolazi ovaj režim više teorijska nego praktična mogućnost.

Grafikon 5.9.: Režim trajno fiksnog deviznog tečaja



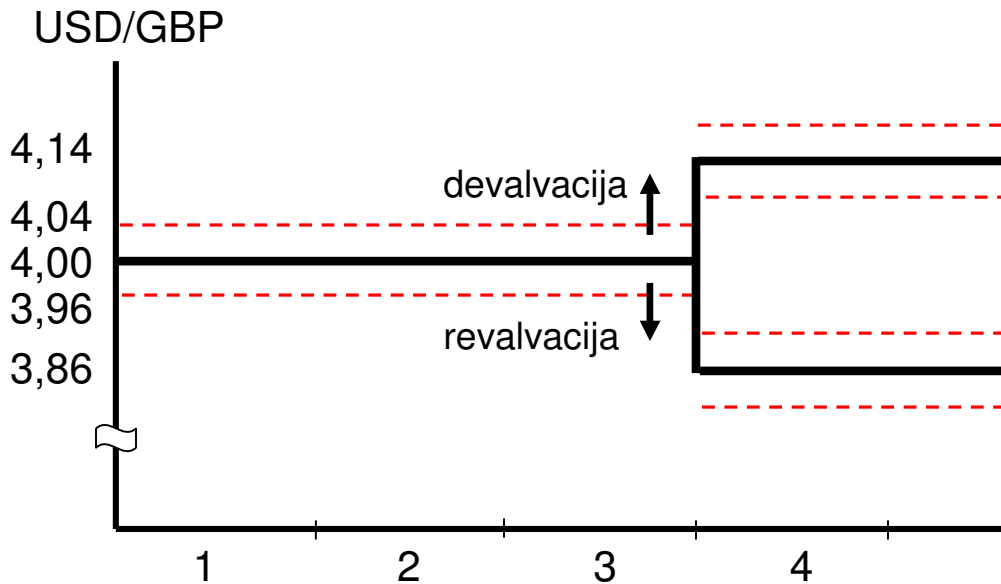
Režim prilagodljivog fiksnog deviznog tečaja (*engl. adjustable peg*) – s obzirom na navedeno, u praksi se najčešće koristi takav režim deviznog tečaja koji sadržava mogućnost povremenog mijenjanja paritetne vrijednosti (grafikon 5.10.). U njega je ugrađena mogućnost povremene promjene paritetne vrijednosti, odnosno devalvacije (revalvacije) valute. To je bilo obilježje i Brettonwoodskog sustava u kojem su valute fluktuirale u granici od $\pm 1\%$. Paritetna vrijednost se mogla mijenjati kada je država bila suočena s "fundamentalnom neravnotežom". Praksa je pokazala da se paritetna vrijednost vrlo rijetko mijenjala.

Države koje danas koriste ovaj režim češće mijenjaju paritetne vrijednosti. Valuta se fiksira prema valuti svoga najznačajnijeg gospodarskog partnera, valuti neke značajne države ili prema košarici valuta. Izbor jedne ili druge mogućnosti ovisi o strukturnim značajkama odnosne države.

Dopuštene granice gibanja deviznog tečaja su definirane prvenstveno u ovisnosti o tome je li vezivanje valute učinjeno prema jednoj valuti (takve države najčešće određuju uske granice kretanja deviznog tečaja npr. $\pm 1\%$) ili su određene široke granice fluktuacije. Pri tome je jasno da široke granice

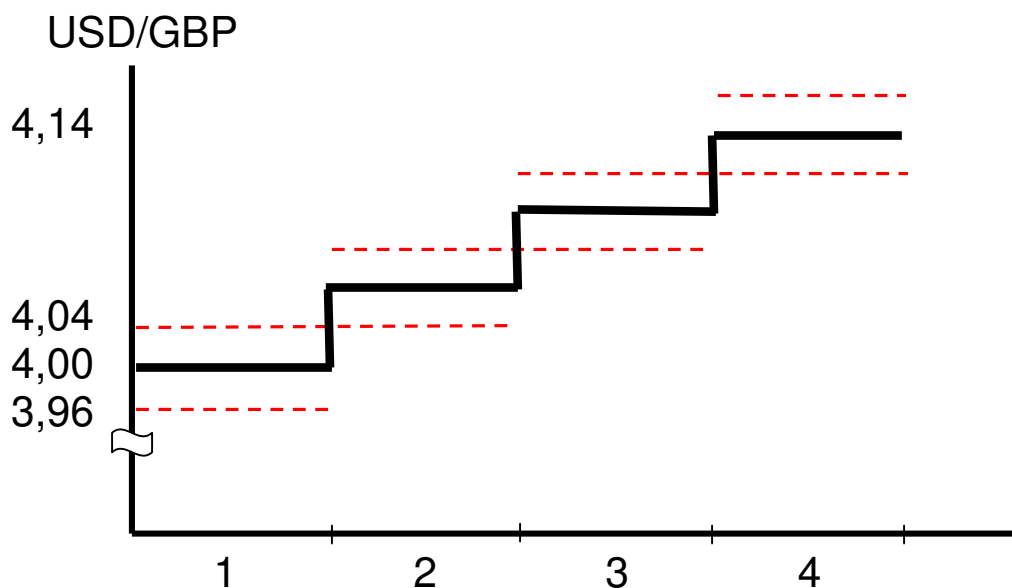
fluktuacije znače i veći stupanj fleksibilnosti. Oko 1/3 svih država svijeta danas ima ovaj režim deviznog tečaja.

Grafikon 5.10.: Režim prilagodljivog fiksnog deviznog tečaja



Režim puzajućeg fiksnog deviznog tečaja (engl. *crawling peg*) – u cilju otklanjanja slabosti povezanih s relativno velikim promjenama deviznog tečaja i sprečavanja destabilizirajućih špekulacija povezanih s režimom prilagodljivog fiksnog deviznog tečaja razvijen je ovaj sustav deviznog tečaja.

Grafikon 5.11.: Režim puzajućeg fiksnog deviznog tečaja



Kod njega se paritetna vrijednost mijenja u kraćim, npr. jedno ili dvomjesečnim intervalima koji su unaprijed objavljeni, a visina svake promjene paritetne vrijednosti je relativno niska (grafikon 5.11.). Promjena paritetne vrijednosti se računa na temelju izabranih makroekonomskih indikatora. Kao i kod režima prilagodljivog fiksnog deviznog tečaja i ovdje postoje varijanta s uskim granicama kretanja (npr. $\pm 1\%$) ili širokim granicama kretanja. Otprilike 1/10 država svijeta koristi ovu varijantu režima deviznih tečajeva.

5.7.2. Korišteni režimi deviznog tečaja u okviru fleksibilnog deviznog tečaja

Za režime fleksibilnog deviznog tečaja je značajno da monetarne vlasti interveniraju na deviznom tržištu, ali cilj njihove intervencije nije transparentno objavljen. Centralna banka dakle reagira diskrecijski što joj daje više fleksibilnosti pri vođenju monetarne politike. Režime u okviru sustava fleksibilnih deviznih tečajeva koristi otprilike 1/3 država svijeta.

Režim upravljanog fleksibilnog deviznog tečaja (engl. *managed float*) – u okviru ovoga režim deviznih tečajeva monetarne vlasti na osnovi svojih analiza i ocjena – dakle na diskrecijski način – određuju devizni tečaj koji je po njihovoj ocjeni najprimjereniji za državu. Indikatori na kojima se odluke temelje su različiti, od platne bilance, deviznih rezervi do događajima na paralelnim deviznim tržištima. Intervencije na deviznom tržištu obično automatski ne slijede ocjene koje proizlaze iz odabranih indikatora.

Ciljevi intervencija su smanjivanje kratkoročnih oscilacija u kretanju deviznog tečaja čime se smanjuje kratkoročna nestabilnost tečaja, ali se ne utječe na njegove dugoročne trendove. Drugi je cilj interveniranja utjecati na dugoročni trend kretanja tečaja i odlaganje nužne prilagodbe koje zahtijevaju promjene temeljnih ekonomskih pokazatelja. Time monetarne vlasti svjesno zadržavaju tečaj na određenoj npr. podcijenjenoj razini čime stimuliraju izvoz države.

Režim neovisnog plutanja (engl. *independent floating*) – karakterizira ga najviši stupanj neovisnosti centralne banke pri vođenju monetarne politike, a devizni se tečaj oblikuje gotovo u cijelosti djelovanjem tržišnih sila. Djelovanje centralne banke je usmjereno samo prema sprječavanju pretjeranih oscilacija

tečaja zbog špekulativnih pritisaka. Danas taj režim upotrebljavaju SAD, Japan i države euro-zone.

6. PLATNA BILANCA

Koncept nacionalne samostalnosti je jedan od osnovnih elemenata postojećeg sustava međunarodnih gospodarskih, a time i međunarodnih financijskih odnosa. Države imaju nadležnost uređivati gospodarske transakcije na teritoriju pod svojom jurisdikcijom. Kod gospodarskih transakcija koje se odvijaju između različitih država vladaju drugačiji odnosi – raspodjela resursa između pojedinih država te dohotka ostvarenih njime u pretežnoj je mjeri ovisna o njihovoj konkurentnosti. Rezultat toga procesa pokazuje koliko je koja država bila uspješna (ili neuspješna) na međunarodnom području. Uspjeh se mjeri u obliku ekonomskih i financijskih tijekova između država, izraženih u obliku posebne bilance pod nazivom **platna bilanca**.

Međunarodne ekonomske i financijske transakcije snažno utječu na njezine makroekonomske rezultate, npr. na nezaposlenost ili gospodarski rast, razumljivo je da poznavanje platne bilance ima ključno značenje u vođenju ekonomske politike, posebno država s otvorenim gospodarskim sustavom. Podaci o transakcijama i financijskim tokovima između država su osnova za svaku analizu vanjskoekonomskog položaja države, posebno za formuliranje i izvođenje monetarne, fiskalne, ali i drugih ekonomskih politika. Informacije u platnoj bilanci su važne i za druge gospodarske subjekte, banke, poduzeća i pojedince u državi i inozemstvu, budući da se na temelju tih informacija može predvidjeti promjene u ekonomskoj politici država.

6.1. KONCEPT PLATNE BILANCE

U vrijeme merkantilizma, platna bilanca je bila gotovo u potpunosti ograničena na trgovinske transakcije. Razvojem kapitalizma u 19. st. dolazi do velikog porasta kreditiranja u međunarodnom poslovanju, kao i jednosmjernih transfera te klasični koncept platne bilance postaje neodgovarajući. Zbog toga se koncept platne bilance mijenja u smjeru prilagođavanja stvarnim potrebama.

Suvremeni koncept platne bilance temelji se na obuhvaćanju svih ekonomskih transakcija s inozemstvom, što je i njegova osnovna prednost pred klasičnim konceptom.

6.2. DEFINICIJA PLATNE BILANCE

Platna bilanca je sustavni pregled svih ekonomskih transakcija rezidenata jedne države s rezidentima svih ostalih država u određenom vremenskom razdoblju.

Pregled elemenata definicije platne bilance:

Ekonomske transakcije: Platna bilanca obuhvaća sve ekonomske transakcije rezidenata određene države, uključivši robnu razmjenu, uvoz i izvoz usluga, jednostrane transfere, prilive i odlive na osnovi različitih vrsta financijskih transakcija te kretanja deviznih rezervi. U skladu sa suvremenim konceptom platne bilance, u nju nisu uključene samo transakcije koje uključuju plaćanje novcem, već i transakcije bez protutijeka novca.

Rezident: koncept uključuje i fizičke i pravne osobe – u platnobilančnom smislu bitna je lokacija ekonomskog interesa nositelja transakcije, a ne njegova nacionalna pripadnost.

Fizičke osobe: status rezidenta ostvaruju ukoliko imaju prebivalište u državi najmanje 12 mjeseci. Iznimka su članovi diplomatskog zbora i vojnici stacionirani u državi bez obzira na vrijeme prebivanja, a zadržavaju status rezidenta države čiji su državljani. Slijedeću skupnu nerezidenata čine posjetitelji (npr. turisti ili sezonski radnici) i radnici koji kao dnevni migranti rade u drugoj pograničnim područjima druge države.

Pravne osobe: poduzeća imaju status rezidenta u državi u kojoj vrše djelatnost, ukoliko imaju u toj državi barem jedan proizvodni pogon i planiraju poslovati u toj državi duže vremensko razdoblje. Poduzeća-kćeri imaju status rezidenta u državi u kojoj su locirana. Institucije pojedinih država, npr. veleposlanstva i konzulati imaju nerezidentski status u državi u kojoj su locirani, kao i UN, IMF ili WB.

Vremensko razdoblje: platna bilanca mjeri obujam ekonomskih transakcija koje su bile izvršene u određenom razdoblju, pri čemu je to razdoblje različitog vremenskog trajanja, ali je najčešće na godišnjoj osnovi. Hrvatska priređuje platnu bilancu i na kvartalnoj osnovi. Međunarodne transakcije između rezidenata dviju država se bilježe u jednom od dva trenutka:

- 1) u trenutku nastanka obveze (engl. *accrual basis*) ili
- 2) u trenutku izravnjanja obveze (engl. *cash basis*).

Opće je prihvaćeno pravilo bilježenja transakcija u trenutku nastanka obveze – dakle, obje ih države istodobno bilježe – u praksi dolazi do toga da se u različitim državama bilježe u različitim trenucima. To je jedan od razloga zašto svota salda tekućih računa svih država svijeta nije jednaka nuli.

Vrednovanje transakcija: osnovni princip je bilježenje transakcija po tržišnoj cijeni. Pri bilježenju određenih transakcija je taj princip gotovo nemoguće uporabiti, npr. u slučaju vezane trgovine, gdje se roba mijenja za robu bez posredovanja novca, ili za transakcije po transfernim (dakle netržišnim) cijenama. U oba slučaja koriste se tzv. "usporedive" cijene, dakle cijene koje za takvu robu vrijede na tržištu.

Valuta bilježenja transakcija: Transakcije se mogu poravnavati u bilo kojoj valuti, dakle i u nacionalnoj valuti. Međutim, promjene tečajeva nacionalnih valuta smanjuju analitičku vrijednost takvih podataka, te se stoga platna bilanca izražava u stabilnoj stranoj valuti (npr. USD ili EUR) što omogućuje usporedbe između platnih bilanci pojedinih država. Tečaj po kojem se vrednuje transakcije je tržišni tečaj na dan izvođenja transakcije.

6.3. BILJEŽENJE TRANSAKCIJA U PLATNOJ BILANCI

Osnovna pravila bilježenja platnobilančnih transakcija, kreditne i debitne transakcije, kao i princip dvojnoga knjigovodstva predmet su razmatranja slijedećeg poglavlja.

6.3.1. Kreditne i debitne transakcije

Svaka država bilježi dvije osnovne vrste transakcija: prve, koje rezultiraju prilivom deviza i druge koje rezultiraju odljevom deviza.

Kreditne transakcije: transakcije koje rezultiraju priljevom deviznih sredstava iz inozemstva se u platnoj bilanci bilježe na kreditnoj strani i označavaju se znakom (+). Dakle, izvoz roba i usluga, jednostrani transferi kapitala u državu, priliv kapitala po osnovi kredita, direktnih inozemnih ili portfolio investicija te crpljenje deviznih rezervi se u platnoj bilanci bilježi na kreditnoj strani (+), budući da sve te transakcije rezultiraju priljevom deviza iz inozemstva. Kod priliva kapitala iz inozemstva je bitno da ono može biti rezultat povećanja

potražnje nerezidenta u državi ili rezultat smanjenja potražnje rezidenata te države u inozemstvu.

Primjer: Ukoliko rezident Njemačke kupi dionicu na Zagrebačkoj burzi, potražnja nerezidenta prema Hrvatskoj se povećava. S obzirom da dolazi do priljeva deviza u Hrvatsku, to se bilježi na kreditnoj strani njezine platne bilance.

Primjer: Ukoliko rezident proda dionicu njemačkog poduzeća, to znači priljev deviza u Hrvatsku.

Debitne transakcije: transakcije koje za posljedicu imaju odliv deviza u inozemstvo se u platnoj bilanci bilježe na debitnoj strani i označavaju s (-). To znači, da je uvoz roba i usluga, jednostrani transferi u inozemstvo i odliv kapitala na osnovi kredita odobrenih inozemstvu, direktnih ili portfolio ulaganja, kao i ulaganje deviznih rezervi u inozemstvo bilježe na debitnoj strani (-). I ove transakcije imaju zajedničku karakteristiku – odliv deviza u inozemstvo.

Primjer: Hrvatski rezident kupi njemačku državnu obveznicu, čime se povećavaju potražnja rezidenata Hrvatske u inozemstvu. Kako je to ujedno i odliv deviza, bilježi se na debitnoj strani platne bilance. Isto se događa i kada nerezident prodaje vlasnički udio kojeg ima u hrvatskom poduzeću rezidentu te države. To će značiti smanjenje potražnje nerezidenata u inozemstvu i odljev deviza u inozemstvo.

Kredit (+)	Debit (-)
Izvoz robe	Uvoz robe
Izvoz usluga	Uvoz usluga
Kamate i dividende koje plaćaju nerezidenti	Kamate i dividende koje rezidenti plaćaju u inozemstvo
Darovi koje rezidenti dobiju od nerezidenata	Darovi koje nerezidenti dobiju od rezidenata
Direktne inozemne investicije nerezidenata u državi	Direktne inozemne investicije rezidenata u inozemstvu
Portfolio ulaganja nerezidenata u državi	Portfolio ulaganja rezidenata u inozemstvu
Povećanje drugih potraživanja (dugoročnih i kratkoročnih) nerezidenata u državi	Povećanje drugih potraživanja (dugoročnih i kratkoročnih) rezidenata prema inozemstvu
Smanjenje drugih potraživanja (dugoročnih i kratkoročnih) rezidenata prema inozemstvu	Smanjenje drugih potraživanja (dugoročnih i kratkoročnih) nerezidenata u državi
Smanjenje međunarodnih deviznih rezervi	Povećanje međunarodnih deviznih rezervi

6.3.2. Princip dvojnog knjigovodstva

U platnoj bilanci se transakcije vode po principu dvojnog knjigovodstva, dakle, svaka je transakcija zabilježena dvaput u platnoj bilanci, jednom na njezinoj kreditnoj i jednom na debitnoj strani. Zbog uporabe principa dvojnog knjigovodstva pri bilježenju platnobilančnih transakcija, svota svih transakcija na kreditnoj strani platne bilance mora biti uvijek izjednačena sa svotom svih transakcija na debitnoj strani platne bilance. Platnobilančne transakcije je moguće razvrstati u četiri skupine:

1. Razmjena roba ili usluga za novac

Primjer. Njemačko poduzeće izvozi u Hrvatsku automobile u vrijednosti 100 milijuna EUR, koje hrvatsko poduzeće plaća s smanjenjem svoga potraživanja prema njemačkoj banci

Platna bilanca Njemačke		Platna bilanca Hrvatske	
Izvoz automobila	+ 100 mil. EUR	Uvoz automobila	- 100 mil. EUR
Smanjenje obveze njemačke banke prema nerezidentima	- 100 mil. EUR	Smanjenje potražnje rezidenata prema njemačkoj banci	+ 100 mil. EUR

2. Razmjena roba ili usluga za drugu robu ili uslugu

Primjer. Njemačko poduzeće izvozi u Hrvatsku automobile u vrijednosti 100 milijuna EUR, koje hrvatski uvoznik plaća s protudobavom plastičnih odbojnika iste vrijednosti

Platna bilanca Njemačke		Platna bilanca Hrvatske	
Izvoz automobila	+ 100 mil. EUR	Uvoz automobila	- 100 mil. EUR
Uvoz odbojnika	- 100 mil. EUR	Izvoz odbojnika	+ 100 mil. EUR

3. Razmjena jedne vrste financijskog potraživanja za drugu vrstu financijskog potraživanja

Primjer. Njemački investitor kupuje na Zagrebačkoj burzi vrijednosnice u vrijednosti 20 milijuna EUR, plaćanje izvrši terećenjem računa kojeg kupac dionica ima u njemačkoj banci, te prijenosom tih sredstava na račun kojeg hrvatsko poduzeće ima u njemačkoj banci

Platna bilanca Njemačke		Platna bilanca Hrvatske	
Izvoz automobila	- 20 mil. EUR	Uvoz automobila	+ 20 mil. EUR
Smanjenje obveze njemačke banke prema nerezidentima	+ 20 mil. EUR	Smanjenje potražnje rezidenata prema njemačkoj banci	- 20 mil. EUR

4. Poklon u obliku robe ili usluge

Primjer. Njemačka država pokloni Hrvatskoj robu u vrijednosti 3 milijuna EUR

Platna bilanca Njemačke		Platna bilanca Hrvatske	
Izvoz robe	+ 3 mil. EUR	Uvoz robe	- 3 mil. EUR
Odliv na osnovi jednostranog transfera	- 3 mil. EUR	Priliv na osnovi jednostranog transfera	+ 3 mil. EUR

6.4. PREGLED OSNOVNIH PODBILANCI U PLATNOJ BILANCI

Najčešće se upotrebljava podjela platne bilance na dva dijela ili dvije podbilance, odnosno tekući i račun kapitalnih i financijskih transakcija. U tekući dio platne bilance se uvrštavaju transakcije koje su rezultat redovnih ekonomskih odnosa države s inozemstvom, dok se u račun kapitalnih i financijskih transakcija uvrštavaju transakcije koje su rezultat promjena u stanju imovine države.

Tablica 6.1.: Platna bilanca Hrvatske od 2001. do 2006. godine

u milijunima EUR

	2001.	2002.	2003.	2004.	2005. ^b	2006. ^a	2006.			
							1. tr. ^b	2. tr. ^b	3. tr. ^b	4. tr. ^a
A. TEKUĆE TRANSAKCIJE (1+6)	-817,6	-2.095,3	-1.865,7	-1.404,2	-1.984,9	-2.617,4	-2.053,3	-1.285,6	2.145,4	-1.424,0
1. Roba, usluge i dohodak (2+5)	-1.917,1	-3.247,5	-3.110,2	-2.596,0	-3.168,7	-3.721,2	-2.343,7	-1.581,8	1.872,0	-1.667,8
1.1. Prihodi	11.272,6	11.585,7	13.588,3	14.897,2	15.940,6	17.875,5	2.829,7	4.199,5	7.156,5	3.689,9
1.2. Rashodi	-13.189,7	-14.833,2	-16.698,5	-17.493,2	-19.109,3	-21.596,8	-5.173,4	-5.781,3	-5.284,4	-5.357,6
2. Roba i usluge (3+4)	-1.301,0	-2.675,6	-2.041,2	-1.958,9	-2.204,0	-2.650,9	-1.903,6	-1.050,3	1.982,1	-1.679,1
2.1. Prihodi	10.800,1	11.125,4	13.137,6	14.239,8	15.269,2	16.966,8	2.668,0	3.991,4	6.902,9	3.404,4
2.2. Rashodi	-12.101,1	-13.801,0	-15.178,7	-16.198,8	-17.473,2	-19.617,7	-4.571,6	-5.041,7	-4.920,8	-5.083,5
3. Roba	-4.603,8	-6.960,3	-6.974,2	-6.727,8	-7.521,7	-8.363,9	-1.860,4	-2.348,0	-2.152,6	-2.002,9
3.1. Prihodi	5.318,8	5.293,1	5.571,7	6.603,1	7.216,6	8.433,6	2.004,8	1.972,4	2.086,7	2.369,7
3.2. Rashodi	-9.922,6	-11.253,5	-12.545,9	-13.330,9	-14.738,3	-16.797,5	-3.865,2	-4.320,4	-4.239,2	-4.372,6
4. Usluge	3.302,8	3.284,8	4.933,0	4.768,9	5.317,7	5.713,1	-43,2	1.297,8	4.134,7	323,8
4.1. Prihodi	5.481,3	5.832,3	7.565,9	7.636,7	8.052,6	8.533,2	663,2	2.019,0	4.816,3	1.034,7
4.2. Rashodi	-2.178,5	-2.547,5	-2.632,8	-2.867,8	-2.734,9	-2.820,2	-706,4	-721,3	-681,5	-710,9
5. Dohodak	-616,1	-571,9	-1.069,0	-637,0	-964,8	-1.070,4	-440,1	-531,5	-110,1	11,3
5.1. Prihodi	472,5	460,3	450,8	657,4	671,4	908,7	161,7	208,1	253,5	285,4
5.2. Rashodi	-1.088,6	-1.032,2	-1.519,8	-1.294,4	-1.636,1	-1.979,1	-601,7	-739,6	-363,6	-274,1
6. Tekući transferi	1.099,5	1.152,2	1.244,5	1.191,8	1.183,8	1.103,8	290,4	296,2	273,4	243,8
6.1. Prihodi	1.333,3	1.453,2	1.538,7	1.584,6	1.628,4	1.632,5	401,0	439,5	406,0	386,0
6.2. Rashodi	-233,8	-301,1	-294,2	-392,8	-444,6	-528,7	-110,6	-143,3	-132,6	-142,2
B. KAPITALNE I FINANCIJSKE TRANSAKCIJE	1.064,3	2.739,4	2.977,3	2.341,7	3.037,9	4.010,9	1.702,5	1.412,8	-193,5	1.089,1
B1. Kapitalne transakcije	154,1	501,2	72,4	23,1	50,9	-147,0	-163,7	3,5	5,9	7,3
B2. Financijske transakcije, isklj. međ. pričuve	2.459,2	2.980,0	4.140,3	2.361,7	3.808,8	5.570,2	2.538,8	2.106,5	-795,9	1.720,8
1. Izravna ulaganja	1.329,2	595,4	1.678,4	708,4	1.230,4	2.670,0	502,1	779,5	397,5	990,9
1.1. U inozemstvo	-173,3	-601,3	-106,1	-281,9	-194,5	-167,6	-25,5	-42,1	-48,3	-51,7
1.2. U Hrvatsku	1.502,5	1.196,8	1.784,5	990,4	1.424,9	2.837,6	527,6	821,7	445,7	1.042,6
2. Portfeljna ulaganja	696,0	-440,2	868,8	244,5	-1.077,3	-193,2	-447,9	122,7	292,6	-160,6
2.1. Sredstva	-143,2	-650,6	121,3	-752,5	-513,2	-175,6	-45,4	59,9	3,2	-193,3
2.2. Obveze	809,2	210,4	747,5	997,1	-564,1	-17,6	-402,5	62,8	289,4	32,6
3. Financijski derivati	0,0	0,0	0,0	0,0	-88,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
4. Ostala ulaganja	464,1	2.824,8	1.593,1	1.408,7	3.744,1	3.093,4	2.484,7	1.204,2	-1.486,0	890,4
4.1. Sredstva	405,2	461,0	-2.216,2	-420,9	987,0	-628,2	1.059,0	48,5	-907,1	-828,6
4.2. Obveze	58,9	2.363,8	3.809,3	1.829,5	2.757,1	3.721,6	1.425,7	1.155,7	-578,9	1.719,0
B3. Međunarodne pričuve HNB-a	-1.549,0	-741,9	-1.235,5	-43,0	-821,8	-1.412,2	-672,6	-697,2	596,4	-638,9
C. NETO POGREŠKE I PROPUSTI	-246,7	-644,1	-1.111,6	-937,6	-1.053,0	-1.393,5	350,7	-127,2	-1.951,9	334,9

^a Preliminarni podaci. ^b Revidirani podaci.

Napomena: U poziciji neto pogreška i propusta nalazi se i protustavka dijela prihoda od usluga putovanja koji se odnosi na takve prihode koji nisu zabilježeni u evidenciji banaka.

6.4.1. Transakcije u okviru tekućeg računa

U transakcije u okviru tekućeg računa se ubrajaju sve "realne" transakcije između rezidenata jedne države i rezidentima svih drugih država. Transakcije u okviru ovoga dijela platne bilance su raspodijeljene u četiri osnovne skupine i to:

Robna razmjena (*engl. goods* ili *merchandise trade*): obuhvaća uvoz i izvoz roba. Izvoz se bilježi kao kreditna, a uvoz kao debitna stavka. Ukoliko je izvoz roba veći od uvoza, država ostvaruje suficit u robnoj razmjeni, te obrnuto, ako je uvoz veći od izvoza država ostvaruje deficit u trgovinskoj bilanci.

Usluge (*engl. services*): uključuje primitak, odnosno odliv deviza za slijedeće vrste transakcija: transport, putovanja (turizam), financijske usluge (uključivši bankarstvo i osiguranje, poslovne usluge).

Dohodak (*engl. income*): obuhvaća plaćanja za upotrebu izvezenih ili uvezenih proizvodnih faktora, dakle kapitala i rada. Posebno su značajne kamate na odobrene kredite i dividende kao prihodi temeljem kapitala, kao i različite vrste naknada za izvršeni rad.

Tekući transferi (*engl. current transfers*): financijske transakcije koje nemaju za posljedicu povratni tok financijskih sredstava. Najčešće su to sredstva iz javnih izvora, npr. nepovratna financijska pomoć (dar) koji jedna država plaća drugoj državi.

6.4.2. Transakcije u okviru računa kapitalnih i financijskih transakcija

U računu kapitalnih i financijskih transakcija platne bilance se bilježe ekonomske transakcije koje se odnose na priljeve i odljeve kapitala u državu i iz nje. Transakcije u okviru računa kapitalnih i financijskih transakcija su razdijeljene na:

transakcije kapitalnog računa i
transakcije financijskog računa.

Kapitalni račun čine dvije osnovne grupe ekonomskih transakcija:

Kapitalni transferi – transakcije koje uključuju prijenos vlasništva nekretnina, transfere sredstava povezanih s kupovinom/prodajom nekretnina, transakcije povezane s otpisom dugova

Priliv/odliv neproizvodne i nefinancijske imovine: patenti, licence, ugovori o lizingu, goodwill.

Financijski račun čine četiri grupe ekonomskih transakcija:

Direktne inozemne investicije: investitor želi maksimizirati profit preko upravljačke kontrole poduzeća u koje je investirao. Udio od 10% se prema IMF-u smatra donjom granicom direktne inozemne investicije.

Portfolio investicije: ulaganja u različite vrijednosne papire – dionice i obveznice. Kao portfolio investicije se bilježe sve kupovine dionice kojima se stiče udio u vlasništvu poduzeća do 10%.

Druge investicije: široka skupina koja uključuje transakcije koje nisu uključene u direktne inozemne investicije ili portfolio investicije. To su trgovinski krediti te sve ostale vrste kratkoročnog i dugoročnog zaduživanja u inozemstvu (iznimka su naravno vrijednosni papiri) uključivši i kredite IMF-a i bankovne kredite.

Međunarodne monetarne rezerve: uobičajeno su sastavljene od:

Novčanih sredstava – njima raspolaže centralna banka države, obično su u obliku gotovine, depozita i vrijednosnih papira,

Monetarnog zlata

Posjedovanje SDR-a

Rezervne državne pozicije kod IMF-a

Potrebno je upozoriti na moguću zabluđu povezanu s imenom ove skupine transakcija. Naime, na ovoj poziciji platne bilance nisu evidentirani podaci o stanju međunarodnih monetarnih rezervi, već samo kretanje (priliv ili odliv) deviza u/iz inozemstva. Smanjenje međunarodnih rezervi se bilježi kao kreditna postavka, budući da predstavlja priliv deviznih sredstava iz inozemstva i obrnuto.

6.4.3. Pogreške i propusti

Zbog upotrebe načela dvojnog knjigovodstva, platna bilanca mora uvijek biti u ravnoteži. U praksi taj uvjet u načelu nije ispunjen, dakle svota svih transakcija u tekućem i računu kapitalnih i financijskih transakcija nije jednaka nuli. To je razlog zbog kojeg se u platnu bilancu uvodi stavka "neto pogreške i propusti". Ona pokazuje statističku diskrepanciju kod bilježenja platnobilančnih transakcija, a po visini je jednaka razlici između zabilježenih kreditnih i debitnih stavki. Do statističke diskrepancije dolazi zbog činjenice da sve transakcije nisu zabilježene, ali i zbog pogreški kod bilježenja pojedinih transakcija.

Najznačajniji razlog zbog kojeg dolazi do pogrešaka i propusta u platnoj bilanci je nepotpuno bilježenje transakcija između rezidenata i nerezidenata. Drugi je razlog porezne prirode. Kako bi izbjegli plaćanje poreza, ekonomski subjekti namjerno podcjenjuju vrijednost određenih transakcija uključenih u račun kapitalnih i financijskih transakcija platne bilance. Pored toga, dolazi do fakturiranja izvoza i uvoza po cijenama koje su više ili niže od tržišnih cijena (tzv. transferne cijene) čime poduzeća, a posebno multinacionalne kompanije žele prenijeti ostvarenu dobit u državu s najmanjim porezima. Slijedeći razlog za statističke greške pri bilježenju platnobilančnih transakcija su vremenske razlike između izvedbe određene transakcije i njezina plaćanja. Na kapitalnom dijelu platne bilance su značajan problem nepotpuni podaci o tzv. *bijegu kapitala* iz pojedinih država, kao i nepotpuni podaci o financijskim transakcijama koje se odvijaju preko *offshore* financijskih centara.

6.5. ŠTO JE PLATNOBILANČNI SUFICIT, ODNOSNO DEFICIT?

Zbog principa dvojnog knjigovodstva je platna bilanca uvijek u ravnoteži. Takvo bilježenje transakcija otežava proučavanje platne bilance, stoga se za analitičke potrebe ona presijeca na dva dijela, odnosno na autonomne i kompenzatorne transakcije.

Autonomne transakcije su transakcije do kojih dolazi neovisno o gibanju u platnoj bilanci.

Kompenzatorne transakcije su transakcije kojima se financira razlika između autonomnim priljevima i autonomnim odljevima u platnoj bilanci. Ako su autonomni priljevi u platnoj bilanci veći od autonomnih odljeva, država bilježi suficit, odnosno suficit u platnoj bilanci. U suprotnom slučaju, ako su autonomni priljevi manji od autonomnih odljeva, govori se o deficitu platne bilance.

Pri tome se postavlja pitanje koje priljeve, odnosno odljeve okarakterizirati kao autonomne, a koje kao kompenzatorne. Ovisno o odluci koje transakcije je moguće uvrstiti u autonomne, a koje u kompenzatorne, ovisi koje postavke oblikuju suficit/deficit platne bilance. Razilaženje s obzirom na kriterije uključivanja pojedinih postavki u skupinu autonomnih ili kompenzatornih transakcija dovele su do različitih koncepata platnobilančne neravnoteže.

I. Bilanca trgovinske razmjene	
Izvoz robe	Uvoz robe

II. Bilanca tekućeg računa Bilanca trgovinske razmjene +	
Izvoz usluga	Uvoz usluga
Prihodi od produkcijskih faktora	Odljevi po osnovi produkcijskih faktora
Prihodi od jednostranih transfera	Odljevi po osnovi jednostranih transfera

III. Bazična bilanca Bilanca tekućeg računa +	
saldo dugoročnih transakcija	

IV. Platna bilanca Bazična bilanca +	
saldo kratkoročnih transakcija	
saldo pogreški i propusta	

6.5.1. Bilanca robne razmjene

Bilanca robne razmjene ili trgovinska bilanca (engl. *trade balance*) bilježi suficit kada je obujam robnog izvoza države u određenom razdoblju veći od obujma uvoza. U suprotnoj situaciji razmatra se deficit trgovinske bilance države. Analitička je vrijednost podataka o robnoj razmjeni vrlo ograničena.

6.5.2. Bilanca tekućeg računa

Bilanca tekućeg računa (engl. *current account balance*) uključuje priljeve i odljeve robne razmjene, ali i razmjene usluga, dohotka i jednostranih transfera. Ona pokazuje koliko deviznog priljeva ili odljeva ostvaruje država svojim redovitim aktivnostima. Ukoliko država ostvaruje suficit u bilanci tekućeg računa, to znači da svojim redovitim aktivnostima ostvaruje više deviznih sredstava nego što ih treba za te aktivnosti.

Suficit u tekućem dijelu platne bilance znači deficit u računu kapitalnih i financijskih transakcija platne bilance, odnosno govori da je država neto izvoznik kapitala.

Deficit u tekućem dijelu platne bilance znači suficit u računu kapitalnih i financijskih transakcija platne bilance, odnosno govori da je država neto uvoznik kapitala.

Dugoročno je država u vanjskoekonomskoj ravnoteži onda kada priljevi deviza od redovitih aktivnosti pokrivaju sve potrebe za devizama koje proizlaze iz tih aktivnosti. Drugim riječima, to znači da je država u dugoročnoj ravnoteži tada, kad je uravnotežen tekući račun njezine platne bilance. Samo u takvoj situaciji ima država uravnotežen i svoj kapitalni i financijski račun.

6.5.3. Bazična bilanca

Koncept bazične bilance (engl. basic balance) se u analitičke svrhe počeo koristiti tijekom 50-ih i 60-ih godina 20. stoljeća. Koncept u autonomne transakcije uključuje tekući račun, a njemu dodaje saldo svih dugoročnih kapitalnih i financijskih transakcija. Danas je koncept upitan, zbog globalizacije financijskih transakcija je često nemoguće odvajati kratko i dugoročne transakcija, te je to razlog zašto se bazična bilanca rijetko koristi u analitičke svrhe.

6.5.4. Cjelovita bilanca

Cjelovita bilanca (engl. overall balance) uključuje sve platnobilančne transakcije osim onih uključenih u kategoriju međunarodnih monetarnih rezervi. Dakle u cjelovitu bilancu su uključene:

- bilanca tekućeg računa
- bilanca kapitalnog računa
- bilanca financijskog računa bez međunarodnih monetarnih rezervi
- neto pogreške i propusti

Osnovna logika koncepta platnobilančne neravnoteže je u tome da kao autonomne transakcije uzima transakcije svih rezidenta u državi, osim monetarnih vlasti. Dakle, to znači da su u autonomne transakcije uključene sve tekuće i financijsko kapitalne transakcije uključivši i neto pogreške i propuste koje su u poslovanju s inozemstvom realizirali pojedinci, odnosno poduzeća, te centralne i lokalne vlasti.

Kompenzatorne transakcije su namijenjene izravanavanju neravnoteže do kojih dolazi kod autonomnih transakcija, a to su u ovom konceptu isključivo transakcije monetarnih vlasti. Ukoliko je saldo autonomnih transakcija negativan, to znači da nemonetarni sektor u državi ima deficit te da nastali deficit mora financirati monetarna vlast i to smanjenjem međunarodnih monetarnih rezervi.

Ukoliko država vodi politiku čistog fleksibilnog deviznog tečaja, koncept cjelovite bilance nema značajnije analitičke vrijednosti, jer kod takve politike deviznog tečaja saldo cjelokupne bilance tendira prema nuli. Prema tom konceptu, monetarne vlasti niti ne kupuju, niti ne prodaju devize, što znači da se razina međunarodnih rezervi ne mijenja. Ukoliko potražnja nemonetarnog sektora za devizama prelazi ponudu, doći će do deprecijacije vrijednosti domaće valute, a u suprotnom slučaju do njezine aprecijacije.

Potpuno je druga situacija u režimu fiksnog deviznog tečaja. U tom slučaju saldo cjelovite bilance pokazuje pod kolikim je pritiskom monetarna vlast u državi za devalvacijom ili revalvacijom domaće valute. U sustavu fiksnog deviznog tečaja, u slučaju deficita cjelovite bilance monetarna vlast mora sudjelovati na deviznom tržištu prodajom deviza. Volumen raspoloživih deviznih rezervi i volumen deficita s druge strane su faktori koje određuju hoće li i za koliko monetarna vlast devalvirati vrijednost svoje valute. Naravno, pored toga ima država i ubrojene druge instrumente za obranu vrijednosti svoje valute, ako npr. nadzor gibanja kapitala ili promjena kamatne stope.

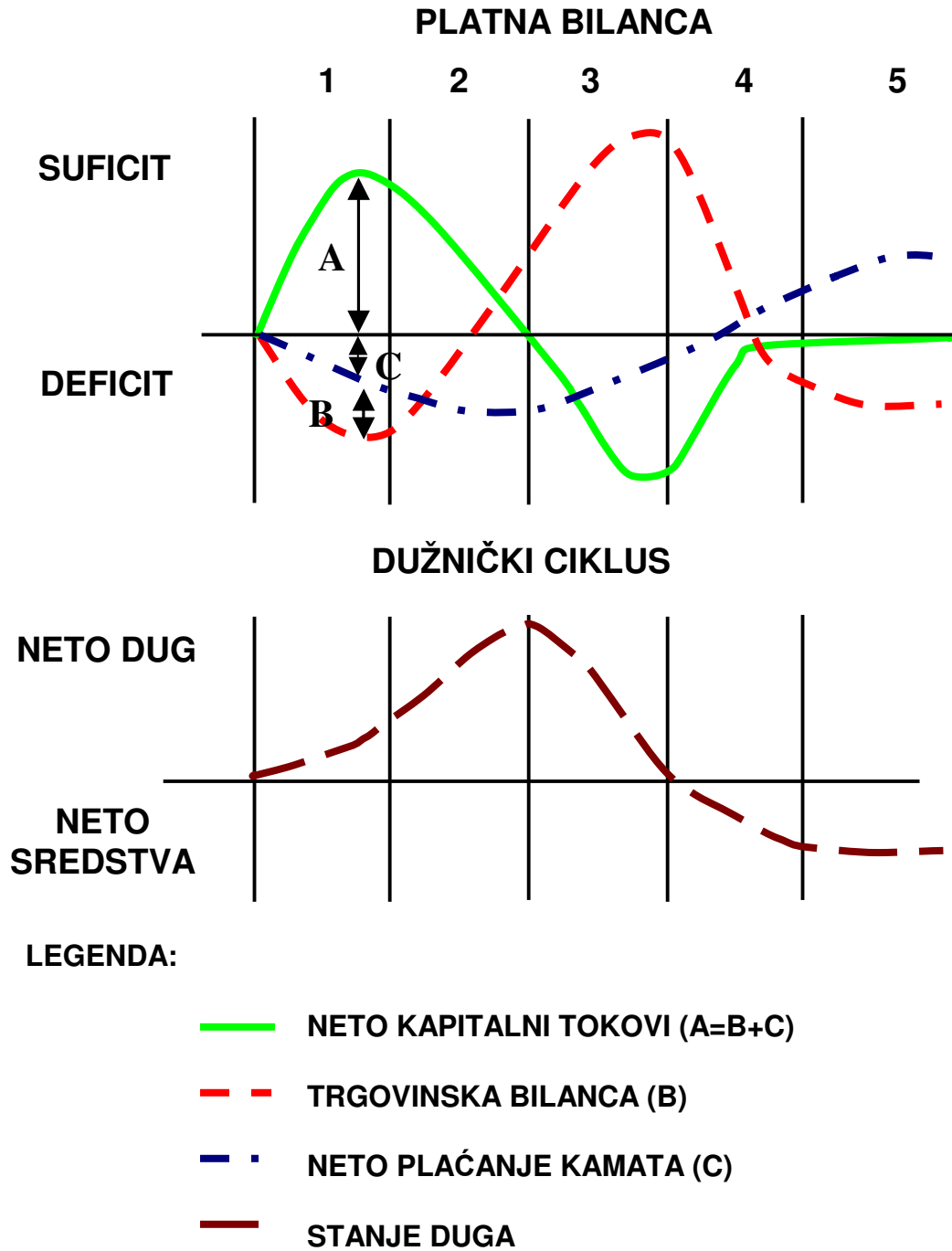
Kratkoročno je gibanje međunarodnih monetarnih rezervi države osnovni indikator njene platnobilančne ravnoteže ili neravnoteže. Država je u kratkoročnom vanjskotrgovinskoj ravnoteži tada kada ne mijenja razinu njenih međunarodnih monetarnih rezervi. To znači da se država nalazi u kratkoročnoj ravnoteži i onda kada uspijeva deficit u svojoj bazičnoj bilanci – bez obzira proizlazi li iz deficita u tekućem dijelu platne bilance i/ili iz dugoročnih kapitalnih transakcija – financirati prilikom kratkoročnog kapitala.

Analiza platnobilančnog položaja države treba proizlaziti iz strukture gospodarstva, na koju u velikoj mjeri utječe stupnja njezinog gospodarskog razvoja. U trenutku gospodarskog rasta države se ključne promjene događaju u slijedeća tri segmenta platne bilance: trgovinskoj bilanci, bilanci kapitalnih tijekova i u bilanci dohotka (plaćanje/naplata kamata). Na grafikonu 6.1. je

shematski prikaz mijenjanja značenja platne bilance države u ovisnosti od prijelaza iz jedne u drugu fazu gospodarskog razvoja.

- **1. faza** – *mladi dužnik* – početnu fazu gospodarskog razvoja karakterizira deficit u robnoj razmjeni, neto uvoz kapitala i neto odliv po osnovi plaćanja kamata
- **2. faza** – *zreli dužnik* – u ovoj se fazi volumen suficita u robnoj razmjeni smanjuje i prelazi u suficit. Smanjuje se i neto priliv kapitala iz inozemstva i smanjuje se volumena neto odliva na osnovi plaćanja kamata
- **3. faza** – *faza smanjenja vanjske zaduženosti* - povećavanje suficita robne razmjene, neto odliv kapitala i neto odliv po osnovi plaćanja kamata
- **4. faza** – *mladi kreditor* – u ovoj fazi trgovinski suficit započinje smanjivati i konačno prelazi u deficit. Paralelno država smanjuje neto odliv kapitala, prestaje biti neto platitelj po osnovi kamata i započinje bilježiti neto priljeve iz istog izvora
- **5. faza** – *zreli kreditor* – u toj najvišoj fazi gospodarskog razvoja država bilježi deficit u robnoj razmjeni, kojeg više nego pokriva temeljem neto priljeva na račun kamata. U ovoj fazi država također bilježi neto odliv kapitala.

Grafikon 6.1.: Prikaz značajki platne bilance države u pojedinim fazama gospodarskog razvoja



6.7. UZROCI ZA NASTANAK PLATNOBILANČNE NERAVNOTEŽE

Značaj poznavanja uzroka platnobilančnih poremećaja za formuliranje gospodarske politike značajna je kako se analitičkog stajališta tako i sa stajališta državnih institucija zaduženih za operativnu realizaciju politike platnobilančnog uravnoteženja.

6.7.1. Kratkoročni i dugoročni uzroci

Jedna od osnovnih klasifikacija poremećaja se odnosi na vrijeme njihova trajanja. Prema tom je kriteriju poremećaje u platnobilančnoj ravnoteži moguće podijeliti u četiri skupine:

reverzibilni poremećaji – kratkoročni poremećaji za koje je realno pretpostaviti da će se u bližoj budućnosti samo ispraviti, npr. sezonsko povećanje uvoza nafte

jednokratni poremećaji – skupina privremenih i kratkoročnih poremećaja koji su posljedica djelovanja jednokratnog događaja, npr. poplave ili suše

kontinuirani poremećaj – u suprotnosti s prve dvije skupine poremećaja, ovo je trajni poremećaj za kojeg je značajno da će slijedeće godine prouzročiti platnobilančnu neravnotežu u jednakoj visini kao u ishodišnoj godini (npr. u slijedećoj se godini očekuje vrijednosno jednak odliv sredstava kao u baznoj godini)

progresivni poremećaj – za ovu je skupinu poremećaja značajno da će u slijedećoj godini prouzročiti još veću neravnotežu nego u ovoj godini (npr. U slijedećoj se godini očekuje veći odljev sredstava nego bazne godine)

Kratkoročni platnobilančni poremećaji (reverzibilni i jednokratni poremećaji) su značajni prije svega sa stajališta vanjske likvidnosti nacionalnog gospodarstva, međutim, sa stajališta gospodarskoj razvoja su umnogome značajniji kontinuirani i progresivni poremećaji.

6.7.2. Strukturni i monetarni uzroci

Pored podjele uzroka za nastanak platnobilančne neravnoteže na kratkoročne i dugoročne, te je uzroke moguće razvrstati i na strukturne i monetarne, premda je u praksi to teško izvesti. Jedan od razloga koji to otežava je taj, da

se svaka platnobilančna neravnoteža bez obzira na uzroke u konačnoj fazi ispoljava kao monetarni fenomen, odnosno višak agregatne potražnje nad agregatnom ponudom.

Razumijevanje trajnih uzroka platnobilančne neravnoteže otežava i činjenica da obično država u platnobilančnoj neravnoteži reagira u prvi trenutak promjenama u fiskalnoj politici, dakle monetarnim i fiskalnim mjerama ekonomske politike. Takvim djelovanjem otklanjaju se samo monetarni uzroci platnobilančne neravnoteže, premda se u tom trenutku obično još ne zna kakvi su razlozi za nastalu neravnotežu – dakle, ne zna se točno koliki je značaj strukturnih faktora za platnobilančnu neravnotežu, a koliki se dio neravnoteže može pripisati djelovanju monetarnih faktora. Razlog zašto država najprije upotrebljava financijsku politiku, odnosno politiku promjene razine potrošnje je u tome što su učinci uporabe te politike mnogo brži i neposredniji od učinaka politike gospodarske preraspodjele.

S obzirom da je platnobilančna neravnoteža isključivo posljedica djelovanja monetarnih faktora, tada je za potpuno odstranjivanje platnobilančne neravnoteže dovoljna samo upotreba instrumenata financijske politike. To ne vrijedi u situacijama kada je neravnoteža prouzrokovana strukturnim faktorima, odnosno kombinacija strukturnih i monetarnih faktora što je u praksi i najčešći slučaj. U svim tim primjerima treba uporabiti one instrumente ekonomske politike koji će osigurati strukturne promjene u državi. U klasične instrumente ekonomske politike usmjerene u redistribuciju proizvodnih faktora uvrštavaju se tečajna politika i druge mjere na području vanjskotrgovinske i devizne politike.

Strukturni uzroci - osnovna značajka strukturnih faktora platnobilančne neravnoteže je u tome što za njihovo otklanjanje treba preraspodijeliti proizvodne resurse u državi, odnosno promijeniti proizvodnu strukturu u državi. To se može vidjeti na primjeru slabije razvijenih država u razvoju i njihove cjenovne i dohotkovne elastičnosti njihova izvoza, odnosno uvoza

Dohotkovna elastičnost izvoza slabije razvijenih država u razvoju, koje je zasnovan pretežno na primarnim proizvodima, je relativno niska budući da je dohotkovna elastičnost potražnje za većinu tih proizvoda niska. S druge strane, dohotkovna elastičnost uvoza tih proizvoda je relativno visoka, jer je visoka i dohotkovna elastičnost potražnje za proizvodima iz uvoza. Pod pretpostavkom da svi ostali parametri ostanu nepromijenjeni, povećanje

svjetskog dohotka bit će povezano s povećanjem deficita ili snižavanjem suficita u platnoj bilanci.

Druga strukturna značajka vanjskotrgovinske razmjene država u razvoju odnosi se na cjenovnu elastičnost njihovog izvoza, odnosno uvoza. Cjenovna elastičnost izvoza tih država je veća od cjenovne elastičnosti njihovog uvoza, a posljedica toga je da se uz pretpostavku povećanja uvoznih i izvoznih cijena za isti postotak (dakle, odnosi razmjene se ne mijenjaju) slabi platnobilančni položaj država u razvoju.

Premda su navedene činjenice o dohodovnoj i cjenovnoj elastičnosti uvoza, odnosno izvoza država u razvoja prikazani na pojednostavljen način, jasno pokazuju povezanost strukture vanjskotrgovinske razmjene država u razvoju i utjecaj na platnobilančnu neravnotežu koja se ogleda u deficitu tekućeg dijela njihove platne bilance.

Monetarni uzroci - druga velika skupina faktora koji prouzrokuju platnobilančne poremećaje su faktori iz monetarne sfere. Zajednička je značajka svih tih faktora inflacija koja se vidi u većoj agregatnoj potražnji od agregatne ponude i to bez obzira na stvarni razlog inflatorne neravnoteže. Odgovor monetarista na platnobilančni deficit u državi je jednostavan – država mora smanjiti agregatnu potražnju. U slučaju platnobilančnog suficita je preporuka monetarista suprotna – povećanje agregatne potražnje.

Premda je takvo rješenje metodološki korektno i teorijski moguće, u praksi nailazi na brojne probleme. Osnovni problem je u tome što je vanjska ravnoteža samo jedan od ciljeva nacionalne ekonomske politike, tako da države obično nisu spremne žrtvovati unutarnju ekonomsku ravnotežu – gospodarski rast, punu zaposlenost i stabilnost cijena – da bi uporabom automatskog mehanizma financijske politike uravnotežile svoju platnu bilancu.

Načelno je moguće razlikovati dvije vrste monetarnih čimbenika platnobilančne neravnoteže i to inflaciju potražnje i inflaciju troškova proizvodnje. Inflacija potražnje uzrokuje platnobilančnu neravnotežu zbog prevelike potražnje u obliku potrošnje građana i/ili investicija i/ili proračunskih izdataka. Najčešći uzrok za takvu inflaciju je prevelika kreditna ekspanzija kada razina efektivne domaće potražnje preseže raspoloživi oblik ponude, što se očituje u povećanju cijena. Bitna značajka inflacije potražnje je ta što ne dovodi do promjene relativnih cijena, odnosno ne mijenja odnose između

cijena. Pod pretpostavkom da platnobilančnu neravnotežu u državi uzrokuje isključivo inflacija potražnje, za potpuno uravnoteženje platne bilance dovoljna je financijska politika odnosno promjena razine potrošnje.

Druga vrsta monetarnih faktora platnobilančne neravnoteže je tzv. inflacija troškova proizvodnje. U začetnoj fazi ima inflacija potražnje relativno ograničen utjecaj na rast troškova proizvodnje. Vremenom se taj utjecaj povećava i dovodi do toga da se povećane cijene koje prouzrokuje inflacija potražnje započinju ugrađivati u troškove proizvodnje što dovodi do spiralne inflacije.

Preko inflacije troškova država slabi svoju međunarodnu konkurentsku sposobnost. To se ogleda u slabljenju platnobilančnog položaja države, budući da njegovi gospodarski subjekti gube ekonomski motiv za povećanje izvoza, a ujedno su stimulirani za povećanje uvoza. Budući da je slabljenje konkurentске sposobnosti gospodarstva jedan od ključnih strukturnih čimbenika platnobilančne neravnoteže, razumljivo je da platnobilančni deficit ima u tom slučaju snažan strukturni značaj budući ga je prouzročila inflacija koja pripada monetarnim čimbenicima neravnoteže.

6.7.3. Načini uravnoteženja platne bilance i troškovi platnobilančne prilagodbe

U teoriji postoje dva načina uravnoteženja platne bilance:

Financiranje platnobilančnog deficita – osnovna je značajka ovoga načina uravnoteženja platne bilance u tome što ne prouzrokuje preraspodjelu proizvodnih resursa u državi. Taj je način uravnoteženja primjeren za ispravljanje kratkoročnih poremećaja – reverzibilnih ili jednokratnih – ali nije dugoročno rješenje u slučajevima kada su platnobilančni poremećaju dugoročnog značaja – kontinuirani ili progresivni.

Platnobilančna prilagodba – osnovna je značajka ovoga načina prilagodbe što u završnoj fazi zahtjeva određenu preraspodjelu resursa u nacionalnom gospodarstvu, promjene u strukturi proizvodnje te promjene u strukturi izvoza i uvoza. Te je promjene moguće ostvariti pomoću različitih mjera ekonomske politike, odnosno kombinacijom tih mjera, a njihov je cilj promijeniti relativne odnose cijena i dohotka. Taj način platnobilančnog uravnoteženja je obvezan

u svim primjerima kada su poremećaji platnobilančne ravnoteže dugoročnog značenje, bilo strukturnog ili monetarnog podrijetla.

Financiranje deficita i platnobilančna prilagodba kao dva načina platnobilančnog uravnoteženja se međusobno ne isključuju. Naprotiv, države s platnobilančnim deficitom obično upotrebljavaju kombinaciju oba načina, s tim da je njihov međusobni odnos ovisan o razlozima za nastalu platnobilančnu neravnotežu, odnosno o objektivnim mogućnostima države za financiranje deficita, kao i njezinih subjektivnih referenci glede vođenje ekonomske politike.

Različiti autori daju različit značaj financiranju deficita i platnobilančnoj prilagodbi kao osnovnim načinima platnobilančne prilagodbe, odnosno uravnoteženja. Oni autori koji smatraju platnobilančnu prilagodbu važnijom, proizlaze iz činjenice kako je većina platnobilančne neravnoteže posljedica neadekvatne ekonomske politike – prevelikih kredita i/ili prevelike potrošnje države. Iz toga proizlazi ocjena o ishodištu problema u inflaciji potražnje te je razumljivo da se zauzimaju za oštru platnobilančnu prilagodbu. Druga skupina autora brzinu platnobilančne prilagodbe eksplicitnije povezuje s uzrocima neravnoteže te se u slučajevima kada je platnobilančna neravnoteža trajnijeg strukturnog i monetarnog značaja zauzimaju za sporiji proces prilagodbe.

Drugi je bitan čimbenik koji određuje odnos između dva osnovna načina uravnoteženja platne bilance dostupnost financijskih sredstava iz inozemstva i/ili stanje deviznih rezervi države. Financiranje platnobilančnog deficita se ostvaruje dodatnim financiranjem iz inozemstva ili smanjenjem deviznih rezervi. Država s platnobilančnim deficitom koja ima pristup inozemnim financijskim sredstvima i/ili znatne devizne rezerve je u neusporedivo boljem položaju od države bez pristupa inozemnom financiranju i s ograničenim deviznim rezervama. Prva od njih ima značajno više slobode u odabiru brzine platnobilančne prilagodbe, dok druga država platnobilančnu prilagodbu mora realizirati u znatno kraćem vremenu.

Do drastične platnobilančne prilagodbe obično dolazi kada država ima ograničene mogućnosti (ili ih uopće nema) za financiranje svoje platnobilančne prilagodbe. Što država ima više sredstava na raspolaganju, prilagodba može biti sporija.

Brzina platnobilančne prilagodbe je za državu od iznimnog značenja, budući da je neposredno povezana s tzv. troškovima platnobilančne prilagodbe koji su vidljivi u obliku snižavanja životnog standarda i zaposlenosti, ali i u povećanju ekonomsko-socijalnih, a često i političkih napetosti u državi. Cilj financiranja kao jednoga od načina uravnoteženja platne bilance je dakle minimiziranje troškova prilagodbe, odnosno osiguravanje platnobilančne prilagodbe uz nastavak gospodarskog i socijalnog razvoja države.

U troškove platnobilančne prilagodbe uvrštavaju se svi troškovi neposredno povezani s realokacijom proizvodnih resursa potrebnih za prijelaz iz stanja neravnoteže u stanje ravnoteže platne bilance. U državi s deficitom platne bilance se realokacija realizira preko deflacije i/ili deprecijacije valute što uzrokuje troškove u obliku nezaposlenosti, dok u državi s suficitom u platnoj bilanci realokacija odvija preko inflacije i/ili aprecijacije valute, što uzrokuje troškove prvenstveno u obliku cjenovne inflacije. Postavlja se praktično pitanje, koliki dio troškova nezaposlenosti i cjenovne inflacije će u procesu uspostavljanja platnobilančne ravnoteže pokriti pojedina država.

Premda je proces prilagodbe platne bilance nužno raspodijeljen na prilagodbu u obje države, dakle i u državi sa suficitom i u državi s deficitom, često troškove prilagodbe u velikoj mjeri ili cijelosti pokriva samo jedan od dvaju partnera. S obzirom na to, u praksi se pojavljuje problem distribucije tereta platnobilančne prilagodbe.

Povijest međunarodnog monetarnog sustava potvrđuje da države s suficitom, odnosno deficitom nisu nikada bile jednako odgovorne za uspostavljanje platnobilančne ravnoteže. Države sa suficitom su mogle u beskonačnost povećavati svoje devizne rezerve i to bez povećanja količine novca u opticaju. S druge su strane bile države s deficitom u platnoj bilanci koje su gubile svoje devizne rezerve i bile prisiljene na brzo uvođenje restriktivnih mjera ekonomske politike. U takvoj asimetričnoj strukturi odnosa su bile države s deficitom prisiljene pokrivati veći dio troškova prilagodbe platne bilance.

5. DEVIZNI TEČAJ	1
5.1. DEFINICIJE DEVIZNIH TEČAJEVA	2
5.1.1. Nominalni bilateralni devizni tečaj	2
5.1.2. Realni bilateralni devizni tečaj	3
5.1.3. Nominalni efektivni devizni tečaj	6
5.1.4. Realni efektivni devizni tečaj	8
5.2. TRŽIŠNO ODREĐIVANJE DEVIZNOG TEČAJA –	10
ČISTI FLEKSIBILNI DEVIZNI TEČAJ	10
5.2.1. Krivulje ponude i potražnje za devizama	10
5.2.2. Faktori koji djeluju na promjenu deviznog tečaja	12
5.3. ODREĐIVANJE DEVIZNOG TEČAJA I INTERVENCIJA	
DRŽAVE – SUSTAV ČISTOG FIKSNOG I SUSTAV	
"HIBRIDNOG" DEVIZNOG TEČAJA	20
5.3.1. Osnovna logika sustava fiksnog i sustava "hibridnog" deviznog	
tečaja	20
5.3.2. Razlozi za interveniranje države na deviznom tržištu	24
5.3.3. Oblici intervencije države na deviznom tržištu	25
5.4. ARGUMENTI ZA I PROTIV POJEDINIH SUSTAVA	
DEVIZNIH TEČAJEVA	29
5.4.1. Sustav čistog fleksibilnog deviznog tečaja	29
5.4.2. Sustav čistog fiksnog deviznog tečaja	33
5.5. ARGUMENTI ZA I PROTIV "HIBRIDNOG" SUSTAVA	
DEVIZNIH TEČAJEVA	35
5.6. KRITERIJI ZA IZBOR REŽIMA DEVIZNOG TEČAJA	36
5.7. DANAŠNJI REŽIMI DEVIZNOG TEČAJA	37
5.7.1. Korišteni režimi deviznog tečaja u okviru fiksnog deviznog tečaja	37
5.7.2. Korišteni režimi deviznog tečaja u okviru fleksibilnog deviznog	
tečaja	40
6. PLATNA BILANCA	42
6.1. KONCEPT PLATNE BILANCE	42
6.2. DEFINICIJA PLATNE BILANCE	43
6.3. BILJEŽENJE TRANSAKCIJA U PLATNOJ BILANCI	44
6.3.1. Kreditne i debitne transakcije	44
6.3.2. Princip dvojnog knjigovodstva	46
6.4. PREGLED OSNOVNIH PODBILANCI U PLATNOJ BILANCI	47
6.4.1. Transakcije u okviru tekućeg računa	47
6.4.2. Transakcije u okviru kapitalskog i financijskog računa	48
6.4.3. Pogreške i propusti	49
6.5. ŠTO JE PLATNOBILANČNI SUFICIT, ODNOSNO	
DEFICIT?	50
6.5.1. Bilanca robne razmjene	51
6.5.2. Bilanca tekućeg računa	51
6.5.3. Bazična bilanca	52
6.5.4. Cjelovita bilanca	52

6.7. UZROCI ZA NASTANAK PLATNOBILANČNE	
NERAVNOTEŽE	56
6.7.1. Kratkoročni i dugoročni uzroci.....	56
6.7.2. Strukturni i monetarni uzroci	56
6.7.3. Načini uravnoteženja platne bilance i troškovi platnobilančne prilagodbe	59