KOMPARACIJA VALUTNOG ODBORA I UPRAVLJANO FLUKTUIRAJUĆEG REŽIMA DEVIZNOG TEČAJA

Kajić, Božana

Undergraduate thesis / Završni rad

2016

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:124:339031

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

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

Repository / Repozitorij:

REFST - Repository of Economics faculty in Split

zir.nsk.hr

UNIVERSITY OF SPLIT

dabar

DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

SVEUČILIŠTE U SPLITU

EKONOMSKI FAKULTET

ZAVRŠNI RAD

KOMPARACIJA VALUTNOG ODBORA I UPRAVLJANO FLUKTUIRAJUĆEG REŽIMA DEVIZNOG TEČAJA

Mentor: **Student:**

doc. dr. sc. Josip Visković **Božana Kajić**

Split, rujan, 2016.

SADRŽAJ

1. UVOD 3

1.1. Definiranje problema istraživanja 3

1.2. Ciljevi rada 3

1.3. Metode rada 3

1.4. Struktura rada 3

2. DEVIZNI REŽIMI 5

2.1. Valutni odbor 8

2.2. Upravljano fluktuirajući devizni tečaj 12

2.3. Izbor tečajnog režima 14

3. MONETARNA POLITIKA U KONTEKSTU VALUTNOG ODBORA I UPRAVLJANO FLUKTUIRAJUĆEG DEVIZNOG TEČAJA 16

4. ANALIZA USPJEŠNOSTI VALUTNOG ODBORA I UPRAVLJANO FLUKTUIRAJUĆEG DEVIZNOG TEČAJA NA PRIMJERU PROMATRANIH ZEMALJA 21

5. ZAKLJUČAK 29

LITERATURA 31

POPIS GRAFOVA 32

SAŽETAK 33

SUMMARY 34

1. UVOD

1.1. Definiranje problema istraživanja

Monetarna politika ima važan utjecaj na gospodarsko stanje pojedine zemlje. Hrvatska narodna banka provodi monetarnu politiku u Republici Hrvatskoj djeluje na deviznom tržištu i donosi odluku o izboru deviznog režima. Valutni odbor i upravljano fluktuirajući devizni tečaj bili su odabir raznih tranzicijskih zemalja, a odabir je rezultirao i odgovarajućom monetarnom politikom, kao i drugačijim makroekonomskim pokazateljima. Stoga će se u ovome radu promatrati dvije vrste deviznih režima, konkretno valutni odbor, kojega provodi Bosna i Hercegovina i upravljano fluktuirajući devizni tečaj, njihov utjecaj na odgovarajuću monetarnu politiku, te konačni utjecaj na makroekonomske pokazatelje koji daju sliku gospodarskog stanja pojedine zemlje.

1.2. Ciljevi rada

Cilj ovog rada je na primjeru odabranih država utvrditi razlike u uspješnosti provođenja odabranih deviznih režima te njihov efekt na makroekonomske pokazatelje. Pored toga cilj je istražiti i druge čimbenike koji zajedno s određenim deviznim tečajem utječu na razvoj gospodarstva prikazati pozitivne i negativne strane odabranih režima.

1.3. Metode rada

Koristit će se induktivna metoda gdje će se na temelju pojedinačnih činjenica donijeti konačni zaključak, te deduktivna metoda koja pretpostavlja poznavanje općih znanja na temelju kojih se spoznaje ono posebno i pojedinačno. Koristeći se metodom analize nastojat će se složeni pojmovi i zaključci raščlaniti na jednostavnije dijelove. S druge strane koristit će se metoda sinteze kojom će se jednostavniji sudovi sintetizirati u složenije. Osim toga koristit će se i komparativna i deskriptivna metoda, gdje će se jednostavnim usporedbama i opisivanjem analizirati pokazatelji, dok su se pomoću metode klasifikacije i kompilacije izdvajali opći pojmovi te stavovi i zaključci.

1.4. Struktura rada

Rad se sastoji od četiri dijela. U prvom dijelu uvodno se govori o problemu istraživanja, ciljevima ovoga rada, te metodama koje su se koristile da bi se došlo do zaključaka.

Drugi dio rada obuhvaća teorijski dio rada gdje se definira važnost deviznog tečaja, deviznih režima, koji čimbenici utječu na odabir koju politiku deviznog tečaja će pojedina zemlja provoditi. Uspoređivat će se prednosti i nedostaci valutnog odbora s jedne strane i upravljano

fluktuirajućeg s druge. Promatrat će se monetarna politika na temelju te dvije vrste deviznog tečaja, te uloga središnje banke i način na koji će provoditi monetarnu politiku.

Treći se dio odnosi na empirijski dio rada, gdje se analizira uspješnost valutnog odbora u odnosu na upravljano fluktuirajući devizni tečaj na primjeru zemalja koje koriste takvu vrstu deviznog režima, analizirajući pri tome makroekonomske pokazatelje.

Četvrti dio sadrži zaključak, gdje se nastoji prikazati važnost deviznog tečaja za provođenje monetarne politike. Podacima ukazati na direktne i indirektne utjecaje na gospodarstvo putem monetarne politike, te kroz analizu makroekonomskih pokazatelja dati odgovor koja vrsta deviznog tečaja je uspješnija, u ovom slučaju valutni odbor ili upravljano fluktuirajući devizni tečaj.

2. DEVIZNI REŽIMI

Devizni tečaj je cijena jedinice domaće valute izražena u jedinicama strane valute. On pokazuje koliko jedinica domaće valute treba platiti za jednu jedinicu strane valute. Važno je razlikovati značenje devize i valute. Valuta predstavlja sredstvo plaćanja, novac, u određenoj zemlji. Deviza je potraživanje prema inozemstvu nastalo na temelju izvoza robe ili usluge. Vlasnik deviza može prodati tu devizu na domaćem ili na inozemnom deviznom tržištu. Deviznim tečajem se ostvaruje veza između dvije nacionalne valute i dva tržišta. Devizno tržište postoji zahvaljujući međunarodnim transakcijama koje su u današnje vrijeme veoma brojne i stoga je njegova važnost danas jako velika. Usporedbom dvije valute pokazuje se snaga pojedine valute, odnosno njena kupovna moć. Usporedba predstavlja kotiranje na burzi. Razlikuju se direktno i indirektno kotiranje. Direktnim kotiranjem se pokazuje koliko jedinica domaće valute treba dati za jednu jedinicu strane valute što predstavlja i samu definiciju deviznog tečaja. Takav način koristi većina zemalja. Indirektno kotiranje pokazuje koliko jedinica strane valute nam je potrebno za jednu jedinicu domaće valute. Ovakvu vrstu kotiranja koristi manji broj zemalja, gdje se ističu Velika Britanija i SAD.

Devizni tečaj je jako važna ekonomska varijabla. Promjene deviznog tečaja utječu na kretanje uvjeta razmjene sa svijetom, odnosno utječu na cijene uvoza i izvoza, rentabilnost izvoza, konkurentnost gospodarstva. Sve to dovodi do važnog pitanja, a to je koju vrstu deviznog režima koristiti i kakve mjere monetarne politike donositi? Osnovna i najčešća klasifikacija deviznih režima odnosi se na sustave fiksnih i sustave fluktuirajućih deviznih tečajeva. Kod fiksnog deviznog režima devizni tečaj se može fiksirati, odnosno vezati za određenu valutu i skupinu ili takozvanu košaricu valuta. U prošlosti se fiksni devizni tečaj mogao vezati i za zlato, no to je odredbama zabranjeno od strane Međunarodnog monetarnog fonda nakon sloma zlatnog standarda. Za koju valutu će se vezati ovisi o valuti one zemlje koja najvećim dijelom sudjeluje u vanjskoj trgovini promatrane zemlje. U situaciji vezivanja za grupu odnosno košaricu valuta minimalizira se utjecaj neočekivanih promjena tečaja te valute. Košarica uključuje valute zemalja koje su imale najveći izvoz dobara i usluga tijekom posljednjih pet godina. Kao primjer košarice valute može se spomenuti SPV (specijalna prava vučenja), obračunska jedinica MMF-a. Košarica valuta uključuje američki dolar, euro, japanski yen, englesku funtu i kineski juan koji od 1. listopada 2016. godine službeno postaje

valuta u košarici.[1] Takvu odluku je usvojio MMF u studenom 2015. godine nakon što je Kina zatražila da njihova valuta postane obračunska jedinica i dio košarice valuta nakon iznimnih rezultata koje su ostvarili po pitanju svjetske trgovine i postali ozbiljni konkurenti Sjedinjenim Američkim Državama. Osnovni cilj kreiranja specijalnih prava vučenja je nastojanje da se stvori košarica valuta koja će biti stabilnija od bilo koje druge nacionalne valute. SPV se procjenjuje na temelju indeksa utemeljenog na pokretnom prosjeku valuta zastupljenih u košarici. Vrijednost SPV će ostati nepromijenjena bez obzira na promjene valuta u košarici. Upravo iz razloga održavanja stabilnosti SPV će biti depreciran prema valutama koje su aprecirane i apreciran prema valutama koje su deprecirane.

Postoji nekoliko klasifikacija aranžmana deviznog tečaja. Prema Frenkel-u razlikuje se devet aranžmana gdje su uključeni valutni odbor, monetarna unija, euroizacija ili dolarizacija, prilagodljivi pariteti, klizajući tečaj, košarica valuta, target zona, upravljani plivajući i slobodno plivajući tečaj.[2] Prema MMF-u i novome sustavu klasifikacije deviznih tečajeva razlikuje se devizni tečaj bez domaće valute u opticaju, devizni tečaj u uvjetima valutnog odbora, ostali konvencionalni aranžmani fiksno vezanog (okačenog) tečaja, fiksni devizni tečaj unutar zadanog raspona plivanja, puzajuće prilagođavanje, devizni tečaj unutar promjenjivih granica plivanja, upravljano plivajući devizni tečaj bez unaprijed određenog smjera kretanja i slobodno plivajući devizni tečaj.[3] Suvremeni devizni režimi uključuju:

- Fiksni aranžman
- Intermedijarni aranžman
- Fluktuirajući aranžman

Fiksni aranžman uključuje monetarnu uniju, valutni odbor i čisti fiksni tečaj. Intermedijarni se sastoji od fiksnog, ali prilagodljivog tečaja, klizajućeg tečaja, košarica valuta, te ciljane zone ili raspona. Posljednji aranžman, fluktuirajući uključuje upravljano i slobodno fluktuirajući tečaj.

[1]Raiffeisenbank Austria d.d. (2015): MMF odobrio ulazak juana u košaricu valuta specijalnih prava vučenja, [Internet], raspoloživo na https://www.rba.hr/-/mmf-odobrio-ulazak-juana-u-kosaricu-valuta-specijalnih-prava-vucenja, [02.09.2016.]
[2] Mečev, D. (2012): Izbor režima deviznoga tečaja, Veleučilište u Šibeniku, [Internet], raspoloživo na: http://hrcak.srce.hr/83439, [08.08.2016.].
[3] Mečev, D. (2012): Izbor režima deviznoga tečaja, Veleučilište u Šibeniku, [Internet], raspoloživo na: http://hrcak.srce.hr/83439, [08.08.2016.].

Sustav fluktuirajućeg deviznog tečaja karakterističan je po plivanju ili fluktuiranju deviznih tečajeva koje se odvija pod utjecajem deviznog tržišta ili države.[4] Promjena deviznog tečaja koja nastaje zbog deviznog tržišta rezultat je određenih promjena u ponudi i potražnji za devizama na deviznom tržištu. U drugoj situaciji promjene deviznog tečaja određuje država, što se naziva dirigirana fleksibilnost. Iz prve situacije se razvio slobodno fluktuirajući devizni tečaj koji nema ograničen raspon fluktuiranja. Za njega teoretičari smatraju da je nesiguran te da je njegova primjena vrlo problematična. U današnje vrijeme jako malo se koristi ovakav oblik fluktuirajućeg režima deviznog tečaja. Više se primjenjuje upravljano fluktuirajući devizni tečaj koji je pod određenom kontrolom države i u situaciji velikih oscilacija i opasnosti za devizni tečaj država mora djelovati mjerama devizne kontrole. Ključni argument koji ide u korist fluktuirajućeg tečajnog režima je autonomnost monetarne politike. Monetarna politika je nezavisna i fleksibilna u odnosu na deviznu politiku. Također kao prednost fluktuirajućeg deviznog tečaja navodi se efikasna zaštita od spekulativnih napada. Navode se određene karakteristike koje fleksibilni devizni tečaj čine boljim izborom u odnosu na fiksni devizni tečaj. Te karakteristike uključuju:[5]

- Visok stupanj nominalne rigidnosti u domaćim cijenama i troškovima
- Ako je zemlja relativno velika i ima nizak stupanj otvorenosti u trgovini dobrima i uslugama
- Ako su šokovi asimetrični i specifični toj zemlji, a ne simetrični ili zajednički
- Manje diversificirana struktura proizvodnje i potražnje
- Nizak stupanj faktorske mobilnosti, posebno rada preko granica
- Nepostojanje značajnih nacionalnih fiskalnih mehanizama

[4] Nikolić, N., Pečarić, M. (2007): Osnove monetarne ekonomija, Split, str. 399.
[5]Bilas, V. (2005): „Teorija optimalnog valutnog područja; euro i europska monetarna unija“, Zbornik Ekonomskog fakulteta Zagreb, Zagreb, [Internet], raspoloživo na:http://hrcak.srce.hr/file/41468, [20.07.2016.].

2.1. Valutni odbor

Valutni odbor je monetarni režim koji se temelji na eksplicitnoj zakonskoj obvezi zamjene domaće valute, određenom stranom valutom uz fiksni devizni tečaj. To znači da se domaća valuta emitira samo ako ima potpuno pokriće u stranoj valuti.[6] Vanjska valuta predstavlja sidro vrijednosti domaće valute i najčešće je to jedna od svjetskih valuta, visoke stabilnosti i konvertibilnosti koja svojim kredibilitetom jamči sigurnost domaće valute. Takav način eliminira ulogu domaće središnje banke u monetarnoj kontroli i ulozi oslonca likvidnosti za banke. Središnja banka emitira novac koji je pokriven deviznim rezervama, odnosno rezervnom valutom. Postojanje valutnog odbora ukazuje na potpunu konvertibilnost između domaće i rezervne valute čime se isključuje mogućnost države koja uspostavlja ovaj monetarni režim da nameće tečajne kontrole ili restrikcije kojima se nadzire tečaj domaće valute. Ovaj monetarni režim zasniva se na čvrstim pravilima: pokriće emisije nacionalne valute je stabilna strana valuta (tzv. rezervna valuta) minimalno u stopostotnom iznosu, nacionalna valuta je u svakom trenutku na zahtjev konvertibilna u stabilnu stranu valutu za koju je vezana, održavanje stabilnosti valute prvi je i osnovni cilj režima kojem su podređeni svi ostali ciljevi. Postoje određene zajedničke karakteristike zemalja koje su uvodile valutni odbor.[7]Valutni odbor su uvodile zemlje koje:[8]

- nemaju iskustva u vođenju neovisne monetarne politike i koje imaju plitka nerazvijena financijska tržišta,
- nakon ekonomskih kriza čija je posljedica bila potpuni gubitak kredibiliteta uvođenju makroekonomskih politika,
- su koristile valutni odbor kao dio stabilizacijskih programa najčešće vođen pod palicom MMF-a,
- su valutni odbor provodile kao pomoć u lakšem prijelazu iz tranzicijskog gospodarstva u kapitalističko.

[6] Jakovčević, D.,Lovrinović, I., Radošević, D. (2011): Novac i ekonomski rast: monetarna politika ekonomskog rasta i zaposlenosti, zbornik radova, Zagreb, str.461.
[7]Mečev, D. (2012): Izbor režima deviznoga tečaja, Veleučilište u Šibeniku, [Internet], raspoloživo na: http://hrcak.srce.hr/83439, [08.08.2016.].
[8]Kozarić, K. (2009): Uloga centralne banke, spoljnotrgovinski deficit i direktne strane investicije u BiH, Sarajevo, [Internet], raspoloživo na:http://www.mfa.ba/savjetovanja/izlaganja/?id=14505, [10.08.2016.].

Osnovne karakteristike aranžmana valutnog odbora uključuju:[9]

Konvertibilnost

Valutnim odborom se održava neograničena konvertibilnost između novca u opticaju i rezervne valute po fiksnom tečaju. Aranžman valutnog odbora ne daje mogućnost zamjene depozita deponiranih u domaćoj valuti u rezervnu valutu. Moguće je ostvariti jedino deviznu razliku na način da se utvrde uvjeti arbitraže između lokalnih depozita i rezervne valute. Monetarne vlasti nisu obvezne regulirati bankarski sustav.

Rezerve

Monetarna baza zemlje valutnog odbora mora biti pokrivena 100% rezervama strane valute. To uključuje kovani novac i novčanice u opticaju. U većini zemalja taj postotak raste i na 105% i 110% rezervi zbog situacije mogućeg pada vrijednosti dugoročnih i kratkoročnih vrijednosnih papira. Aranžman valutnog odbora kao rezerve mora imati visoko kvalitetne vrijednosnice koje uključuju dionice i obveznice koje osiguravaju stabilan i fiksan prihod.

Prihod

Valutni odbor ostvaruje prihod od razlike između kamate ostvarene na rezervna sredstva i troškova izdavanja i održavanja novčanica i kovanica u opticaju. Nakon što podmiri svoje troškove izdavanja i održavanja novčanica, višak sredstava doznačuje vladi.

Monetarna politika

Valutni odbor ne smije voditi nezavisnu monetarnu politiku zbog obaveze da monetarna baza (novac u optjecaju i depoziti banaka koje drži valutni odbor) mora uvijek biti u potpunosti pokrivena stranim rezervama. Valutni odbor ne može svojevoljno povećavati, ponudu novca u svojoj bilanci, jer ne drži domaću imovinu za razliku od centralne banke. Monetarna politika je na neki način automatizirana, jer ima mogućnost samo mijenjati domaću valutu za stranu valutu po fiksnom tečaju. Ponuda novca se prilagođava promjenama u bilanci plaćanja. Budući da će zemlja kao rezervnu valutu uzeti valutu zemlje s kojom najviše trguje, tako će se ugledati i na monetarnu politiku zemlje rezervne valute. Pokušat će uskladiti mjere koje se provode i primijeniti ih na svoje gospodarstvo ukoliko je to moguće. Time će se olakšati daljnja trgovina i izbjeći određeni šokovi. Pri uvođenju valutnog odbora središnja banka i

[9]Kristić, I. (2007): Održivost aranžmana valutnog odbora u BiH,Direkcija za ekonomsko planiranje Vijeća ministara BiH-DEP, Bosna i Hercegovina, [Internet], raspoloživo na: http://www.dep.gov.ba/dep_publikacije/doc/?id=102, [18.07.2016.].

nacionalna valuta postoje, ali su njihove funkcije ograničene. Uloga središnje banke je značajno drugačija nego u klasičnom sustavu budući da može emitirati novca onoliko koliko ima međunarodnih pričuva. Time su njene odluke u provođenju monetarne politike bitno ograničene.

Niska inflacija i kamatne stope

Upravo je niska inflacija jedna od glavnih prednosti valutnog odbora. Stabilna valuta koja je sidro zemlje sa valutnim odborom smanjuje inflacijske pritiske i time održava inflaciju na niskoj razini. Takva rezervna valuta je sigurna i raste povjerenje u nju. Kamatne stope se kreću u skladu sa kamatnim stopama zemlje rezervne valute. Osim kamatne stope devizni tečaj se također usklađuje i na taj način stvaraju bolji uvjeti za trgovanje.

Troškovi

Troškovi predstavljaju manje važnu karakteristiku zbog mogućnosti zanemarivanja iz razloga, jer su jako niski. Jedini trošak valutnog odbora je trošak tiskanja i puštanja u opticaj novčanica i kovanica, te plaća zaposlenika.

Valutni odbor ima svoje prednosti koje uključuju stabilnost valute u smislu neograničene mogućnosti zamjene domaće valute za rezervnu valutu. To veže povjerenje u tu valutu čime se povećava trgovina, investicije i sveukupno dolazi do ekonomskog rasta. Valutnim odborom se provodi pouzdana monetarna i fiskalna politika. Budući da je monetarna politika ograničena i pasivno se provodi stvara se više prostora za djelovanje fiskalne politike čime se utječe na smanjenje fiskalnog deficita. Valutni odbor ulijeva povjerenje javnosti i financijskom tržištu čineći nacionalnu valutu i devizni tečaj sigurnijim i transparentnim na temelju čega se mogu donijeti određene odluke u budućnosti.[10]

Osim prednosti postoje i ograničenja i nedostaci. Najveći nedostatak je visok trošak držanja rezervi. Stručnjaci smatraju da se dio sredstva koja čine 100% pokriće mogu pretvoriti u realna dobra i na taj način iskoristi za daljnja ulaganja. Drugi razlog velikog troška je taj što središnja banka ne može ulagati u domaće vrijednosne papire. Domaća aktiva nosi veću kamatu na temelju čega se ostvaruje dobit. Kamata na domaću aktivu je viša nego na stranu

[10] Kristić, I. (2007): Održivost aranžmana valutnog odbora u BiH,Direkcija za ekonomsko planiranje Vijeća ministara BiH-DEP, Bosna i Hercegovina, [Internet], raspoloživo na: http://www.dep.gov.ba/dep_publikacije/doc/?id=102,[18.07.2016.].

zbog izloženosti visokom riziku i provođenju takve politike koja je spremna na rizik. Zatim rigidnost nominalnog deviznog tečaja nosi ograničenja u smislu nemogućnosti korištenja diskrecijske monetarne politike, odnosno korištenje instrumenata deviznog tečaja na stimuliranje domaće ekonomije i na uravnoteženje platne bilance. Jedan od načina uravnoteženja platne bilance koje koriste zemlje u sustavima fleksibilnijih tečajeva je promjena nominalnog deviznog tečaja s ciljem utjecaja na realne ekonomske varijable. U slučaju deficita tekućeg računa platne bilance zemlje koje imaju fleksibilan tečaj nominalnom deprecijacijom tečaja povećavaju konkurentnost izvoznih proizvoda. Posljednji problem predstavlja deflacija. „Ukoliko se u zemlji s CBA aranžmanom dogodi ozbiljan inflatorni pritisak, jedini način da se na inflaciju utječe jest putem fiskalne kontrakcije i generiranja značajnih (fiskalnih) viškova, što bi dovelo do smanjenja potrošnje i uvoza, te sukladno tome i reduciranja proizvodnje i ulaganja, a kao posljedica toga došlo bi do pojave recesije. Ovim bi se potom utjecalo na nezaposlenost i plaće, što bi na kraju dovelo do reduciranja općeg nivoa cijena odnosno deflacije. Međutim, sa ekonomskog gledišta ovo je veoma skupo rješenje budući da za sobom povlači visoke troškove i dodatne makroekonomske rizik.“[11]
Valutni odbor ima dugu i jako zanimljivu povijest. Prvi put se spominje 1800-ih godina na području Velike Britanije. Osnovna ideja osnivanja valutnog odbora bila je očuvanje britanskoga kolonijalnoga carstva. Prvo je primijenjen na britansku koloniju Mauricius. Zatim se širio u zemljama na području Afrike i Azije gdje je doživio prve uspjehe. Režim valutnog odbora ponovno je oživio 1990.-ih godina na području Europe. Uvode ga tranzicijske zemlje gdje su zabilježene Estonija 1992. godine, Bugarska 1997. godine, te Bosna i Hercegovina također 1997. godine.[12]

U ovom radu posebno će se promatrati primjer Bosne i Hercegovine koja je prihvatila takvu vrstu deviznog režima i nastojala ga prilagoditi svojoj ekonomiji. Bosna i Hercegovina je vrlo nestabilno gospodarstvo i ekonomija koja se od posljedica rata koje su ostavile velike ekonomske štete nikada nije u potpunosti oporavila. Gospodarsko stanje Bosne i Hercegovine je promjenjivo. Nestabilna ekonomija, neadekvatna politika, neadekvatni ljudi koji nisu znali donijeti prave odluke te mnogi drugi čimbenici, sve je to utjecalo i na neki način ubrzalo

[11]Kristić, I. (2007): Održivost aranžmana valutnog odbora u BiH,Direkcija za ekonomsko planiranje Vijeća ministara BiH-DEP, Bosna i Hercegovina, [Internet], raspoloživo na: http://www.dep.gov.ba/dep_publikacije/doc/?id=102,[18.07.2016.], str. 11. i 12.
[12]Mečev, D. (2012): Izbor režima deviznoga tečaja, Veleučilište u Šibeniku, [Internet], raspoloživo na: http://hrcak.srce.hr/83439, [08.08.2016.].

odluku o uvođenju valutnog odbora. Valutni odbor se provodio u zemljama koje su u svojoj povijesti imale problema sa visokim inflacijama. Cilj valutnog odbora je da se zaštiti domaća valuta. Kao što je već rečeno valutni odbor ograničava rad centralne banke. Velika zapreka centralne banke krije se u nemogućnosti značajnog utjecaja na nacionalni bankovni i financijski sustav. Da bi sustav valutnog odbora uspješno funkcionirao potrebno je razviti preduvjete kojim će se stvoriti zadovoljavajuća razina fiskalne discipline. Potrebno je razviti stabilan bankarski sustav u kojemu neće biti potrebna intervencija središnje banke. Također je potrebna određena razina spremnosti na promjene razine cijena kako bi se izbjegli pritisci na tečaj. Kao što je većini središnjih banaka u svijetu osnovni cilj stabilnost i zaštita domaće valute takva situacija je kod Bosne i Hercegovine. „Osnovni ciljevi i zadaci Centralne banke su utvrđeni zakonom sukladno Općem okvirnom sporazumu za mir u BiH. Centralna banka Bosne i Hercegovine održava monetarnu stabilnost u skladu s „currency board“ aranžmanom (1KM : 0,51129 EURO), što znači da izdaje domaću valutu uz puno pokriće u slobodnim konvertibilnim deviznim sredstvima po fiksnom tečaju 1KM : 0,51129 EURO. Centralna banka definira i kontrolira provođenje monetarne politike Bosne i Hercegovine. Centralna banka upravlja službenim deviznim pričuvama ostvarenim izdavanjem domaće valute. Centralna banka pomaže i održava odgovarajuće platne i obračunske sustave. Također, koordinira djelatnosti agencija za bankarstvo be-ha entiteta, koje su nadležne za izdavanje dozvola za rad i superviziju banaka.“[13]

2.2. Upravljano fluktuirajući devizni tečaj

Ovakvim deviznim režimom devizni tečaj se slobodno formira na temelju ponude i potražnje na deviznom tržištu. Fluktuirajući se tečaj primjenjuje kada se određivanje strukture tečajeva ili razine tečajeva želi prepustiti automatskim, spontanim snagama i odnosima tržišta, s ciljem spontanog osiguranja tržišne ravnoteže u bilanci plaćanja zemlje.[14] Nacionalna se vlast u tome slučaju prema deviznom tečaju odnosi neutralno. Kao što je već poznato važno je razlikovati upravljano i slobodno fluktuiranje deviznog tečaja. Primjer potpuno slobodno fluktuiranja više je zastupljen u teoriji nego što je prisutan u praksi. Budući da devizni tečaj kao važna

[13] Centralna banka Bosne i Hercegovine (2016): Ciljevi i zadaci centralne banke Bosne i Hercegovine, [Internet], raspoloživo na: http://www.cbbh.ba/Content/Read/13, [29.07.2016.].
[14] Lovrinović, I. (2015): Globalne financije, str. 88

ekonomska varijabla utječe na sve gospodarske odnose, a posebno na cijene, dohodak, zaposlenost i cjelokupnu strukturu gospodarstva nemoguće je da nacionalna vlast bude neutralna i da se ne donose odluke kako bi se utjecalo na devizni tečaj kao što je u slučaju slobodnog fluktuiranja. Nacionalna vlast će djelovati na devizno tržište deviznim kontrolama i određenim stabilizacijskim fondovima i na taj način provoditi upravljano fluktuirajući devizni tečaj. Kao primjer zemlje koja provodi takvu vrstu deviznog tečaja uzet će se Republika Hrvatska. Kao zemlja, koja je uvozno zavisna, Hrvatska nije mogla prihvatit sustav slobodno fluktuirajućeg deviznog tečaja. Tečajne fluktuacije i nestabilnosti takvom politikom bi dovele do visokih deviznih rizika, te velikih promjena cijena. S druge strane strogi režim vezanog deviznog tečaja, u uvjetima međunarodne mobilnosti kapitala, bi onemogućio djelovanje monetarne politike.[15] Iz takvih razloga usvojio se devizni režim koji se nalazi između dva spomenuta devizna režima. Hrvatska narodna banka vodi politiku tzv. upravljanoga fluktuirajućeg tečaja. To je devizni režim u kojemu domaća valuta nije fiksno vezano za neku drugu stranu valutu ili košaricu valuta, nego održava kretanje na deviznom tržištu. Nominalni tečaj kune prema euru se održava zbog intervencija HNB-a. HNB intervenira na deviznom tržištu kad prepozna moguće prenaglašeno kretanje tečaja, ne utvrđuje unaprijed gornju i donju granicu kretanja tečaja kune prema euru koju se obvezuje braniti. Na kretanja na deviznom tržištu utječu novčani tijekovi s inozemstvom, priljevi deviza zbog zaduživanja u inozemstvu ili otplate inozemnog duga, plaćanje uvoza i naplate izvoza, te priljevi na osnovu EU fondova. Tečaj kune prema euru se formira slobodno na temelju ponude i potražnje na deviznom tržištu. HNB ne može utjecati na vrijednost kune prema dugim stranim valutama kao što su američki dolar, funta ili švicarski franak, jer je njihova vrijednost određena odnosima eura i tih valuta na deviznom tržištu.[16]

Osnovni cilj središnje banke RH je održavanje stabilnosti cijena. Time se nastoji ostvariti niska stopa inflacije. Osim primarnog cilja Hrvatske narodne banke postoje različiti sekundarni ciljevi, koji su vezani za primarni cilj, kao što su ostvarivanje uravnoteženog i održivog gospodarskog rasta te postizanje visoke razine zaposlenosti.

[15] Koški, D. (2008): Izbor optimalnog sustava deviznog tečaja za Republiku Hrvatsku, Osijek, [Internet], raspoloživo na: http://hrcak.srce.hr/file/66766, [20.08.2016.].
[16] Hrvatska narodna banka (2015): Tečajni režim koji provodi Hrvatska narodna banka režim je upravljanoga fluktuirajućeg tečaja, [Internet], raspoloživo na: https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/tecajni-rezim, [02.09.2016.].

2.3. Izbor tečajnog režima

Odabir adekvatnog deviznog režima je od izuzetne važnosti za ekonomsku stabilnost i ekonomski rast tranzicijskih zemalja. Na odabir između fiksnog i fluktuirajućeg deviznog tečaja utjecat će mnogi čimbenici. Kao prvi čimbenik uzet će se u obzir veličina zemlje odnosno pitanje je radi li se o maloj ili velikoj zemlji (ekonomiji). Zatim će se promatrati njena otvorenost i integriranost u međunarodne financijske tijekove, a na izbor će utjecati i struktura njene vanjske trgovine promatrana kroz udjel vanjske trgovine u domaćim proizvodima i stupanj njene diverzificiranosti. Promatrat će se i stopa inflacije u odnosu na svjetski prosjek. Generalno gledano za sustav fluktuirajućeg deviznog tečaja opredijelit će se velike zemlje, odnosno zemlje sa visokim stupnjem integriranosti u financijske tijekove. One zemlje koje imaju mali udio vanjske trgovine u domaćem proizvodu, te visoki stupanj diverzificiranosti vanjske trgovine. Velike zemlje bi se mogle odlučiti za takvu vrstu deviznog tečaja zbog stabilnosti koju posjeduju. Ta stabilnost se ogleda u eliminiranju stalnih oscilacija na deviznom tržištu i otklanjanje stalnih pritisaka na devizni tečaj. Upravo iz tih razloga za sustav fluktuirajućeg deviznog tečaja nikako se ne bi trebala opredijeliti mala zemlja. Zbog svoje veličine, malog stupnja integriranosti u međunarodne financijske tijekove, zatim velikog udjela vanjske trgovine u domaćem proizvodu mala zemlja će se opredijeliti za sustav fiksnog deviznog režima. Važno je napomenuti da je svaka zemlja i ekonomija specifična na svoj način i ne može se na svaku zemlju provesti isti devizni tečaj zato što sadrži određene karakteristike koje su specifične za određeni sustav deviznog režima.

Promatrajući povijesni dio deviznih režima u samim počecima u većini zemalja bio je zastupljen fiksni odnosno vezani devizni tečaj, gdje se valuta vezala na početku za zlato, a kasnije za dolar nakon pada Bretton Woods-koga sporazuma. Nakon što su osnovana specijalna prava vučenja od strane MMF-a 1970-ih godina određene zemlje su prihvatile takav oblik vezivanja. Nakon vezanja valute za košaricu valuta, 1980-ih na red je došao plivajući devizni tečaj koji je bio prihvaćen u mnogim zemljama. Do danas veliki broj zemalja je mijenjao više puta sustave deviznog tečaja i birao onaj sustav koji je u tome trenutku najviše odgovarao. Tako su na primjer zemlje u razvoju, koje su se borile sa visokim stopama inflacije, prihvaćale fleksibilni devizni režim iako bi im fiksni devizni režim uvelike osigurao stabilnost i smanjio kretanje tečaja i cijena što je sve u konačnici vodilo do visoke inflacije. Zabilježene su zemlje kao što je slučaj Kine, konkretno Hong Kong-a koji se promatra kao samostalna država unutar Narodne Republike Kine. Takva odluka pokazala dobrom u tome trenutku. Budući da devizni tečaj utječe na mnoge makroekonomske pokazatelje upravo je

važno procijeniti kako će pojedini devizni režim utjecati na inflaciju, ekonomski rast, vanjsku trgovinu i mnoge druge pokazatelje. 1990-ih godina smatralo se da vlasti mogu donositi odluke pod čvrsto vezanim deviznim režimom. Prihvaćanje takvog deviznog tečaja utjecalo bi na vjerodostojnost programa kojim bi se borili protiv inflacije. Kod fiksnog tečaja monetarna politika se mora podrediti zahtjevima održavanja deviznog tečaja čvrstim. To znači da druge važne aspekte politike uključujući i fiskalnu politiku mora provoditi na način da će održavati stabilan tečaj i u takvoj situaciji monetarna vlast će biti „vezanih ruku“[17]. S druge strane imamo slučaj fluktuirajućeg deviznog režima gdje će se u borbi s inflacijom osim monetarne politike morati pokazati i fiskalna politika koja mora biti dovoljno prilagodljiva da se nosi sa tržišnim pritiscima i šokovima. Monetarna politika će se provoditi slobodnije i bit će neovisna. Stopa inflacija će u takvoj situaciji biti nešto viša i često će se mijenjati njezin stupanj. U većini slučajeva u situaciji visoke inflacije prihvatiti će se sustav vezanog deviznog režima koji će biti ključan za provođenje efikasnog stabilizacijskog programa u što kraćem vremenskom roku kojim će se spriječiti daljnji rast inflacije. Kasnije rješenje će se kriti u fleksibilnom režimu zbog rasta priljeva kapitala i mogućeg pregrijavanja ekonomije. Viši stupanj fleksibilnosti će biti potreban kako bi se otklonili pritisci i da signalizira moguću potrebu za prilagodbom kako se ne bi ugrozila vanjska ravnoteža. Po pitanju promjenjivosti tokova kapitala fleksibilnost deviznih režima čini se neizbježnima u budućnosti.[18]

[17]Caramazza, F.,Jahangir, A.,(1998.): Fixed or Flexible?Gettingthe Exchange Rate Rightinthe 1990s, IMF Working papers (MMF-ova radna dokumentacija u kojoj su sadržani stručni radovi od strane članova MMF-a, te gostujućih profesora. Materijali su obrađeni i prilagođeni za opće čitateljstvo), članak broj 13, 1998., IMF, [Internet], raspoloživo na: http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues13/, [17.08.2016.].

[18]Caramazza, F.,Jahangir, A.,(1998.): Fixed or Flexible?Getting the Exchange Rate Right in the 1990s, IMF Working papers (MMF-ova radna dokumentacija u kojoj su sadržani stručni radovi od strane članova MMF-a, te gostujućih profesora. Materijali su obrađeni i prilagođeni za opće čitateljstvo), članak broj 13, 1998., IMF, [Internet], raspoloživo na: http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues13/, [17.08.2016.].

3. MONETARNA POLITIKA U KONTEKSTU VALUTNOG ODBORA I UPRAVLJANO FLUKTUIRAJUĆEG DEVIZNOG TEČAJA

Monetarna politika je skup propisa, pravila, mjera i instrumenata kojima se u monetarnoj sferi društvene reprodukcije regulira novčana masa kao i opticaj novca u prometu. U svakoj zemlji monetarna politika se gradi s ciljem što efikasnijeg odvijanja procesa ekonomskog rasta i održavanja stabilnosti. U ovome dijelu rada promatrat će se djelovanje monetarne politike zemalja koje provode dvije vrste deviznih režima. Za primjer će se koristiti Bosna i Hercegovina kao zemlja koja provodi valutni odbor i Republika Hrvatska koja provodi upravljano fluktuirajući devizni režim. Kako je već poznato provođenje monetarne politike u uvjetima valutnog odbora je ograničeno i ne postoji previše prostora za poduzimanje određenih mjera. Vođenje i provođenje monetarne politike pripada najčešće središnjoj banci određene države. Da bi središnja banka mogla uspješno provoditi monetarnu politiku prema ciljevima ekonomske politike i ciljevima monetarne politike, mora imati cilj i instrumente za postizanje tog cilja. U određenim situacijama u slučaju da se određena komercijalna banka ne pridržava određenih propisa, središnja banka je može kazniti na način da obustavi mogućnost njenoga rada. Njezin cilj mora biti povezan s ciljevima monetarne politike, odnosno s ciljevima ekonomske politike Vlade, odnosno postizanje dobro definirane razine stabilnosti cijena, odnosno inflacije. Tako je uloga središnje banke BiH ograničena u pogledu realizacije ciljeva monetarne politike, uz oskudan broj instrumenata monetarne politike. S druge strane središnja banka RH ima veću slobodu u donošenju odluka koji instrument monetarne politike primijeniti da bi ostvarila određeni cilj politike. Zajednički cilj monetarne politike većine zemalja je održavanje stabilnosti domaće valute i održavanje stabilnosti cijena, odnosno održavanje inflacije na niskoj razini.[19] Osnovni instrumenti monetarne politike u većini zemalja su:

- **Operacije na otvorenom tržištu**
- **Eskontna politika**
- **Obvezne rezerve**

Operacijama na otvorenom tržištu se djeluje na količinu novca u opticaju. Većinom ovaj instrument koriste središnje banke razvijenih tržišnih ekonomija. Operacije se odnose na

[19] Vučetić, M. (2011): Monetarna politika u sistemu sa Centralnom Bankom, [Internet], raspoloživo na: http://majavucetic.blogspot.hr/, [22.08.2016.].

kupoprodaju državnih vrijednosnih papira. Ovim instrumentom središnja banka direktno djeluje na novčanu masu, a indirektno na kreditni potencijal poslovnih banaka, gdje ga može smanjiti ili povećati. Hrvatska narodna banka koristi onaj instrument monetarne politike, jer raspolaže sa državnim vrijednosnim papirima, dok središnja banka BiH ne koristi ovaj instrument zato što nema pristup državnim vrijednosnicama. Eskontna odnosno diskontna politika svodi se na utvrđivanje visine eskontne kamatne stope po kojoj središnja banka daje reeskontne kredite drugim poslovnim bankama. Utvrđivanjem visine eskontne stope određuje se cijena eskontnih, reeskontnih i drugih kratkoročnih kredita koji se odobravaju poslovnim bankama. Visina eskontne stope utječe i na visinu kamatnih stopa na kratkoročne kredite koje izdaju poslovne banke stanovništvu. Na taj način središnja banka indirektno utječe na kamatnu stopu. To sve dalje utječe na proizvodnju, zatim potrošnju. Visina kamatnih stopa određuje smjer kretanja investicija i ulaganja. Središnja banka BiH ne koristi ni ovaj instrument monetarne politike. Nema mogućnost odobravanja kredita poslovnim bankama i samim time nema utjecaja na kamatnu stopu. HNB ima mogućnost provoditi ovu politiku na način da će smanjiti eskontnu stopu i time povećati kreditnu aktivnost u situaciji depresije. Kako je prethodno rečeno time će se povećati kreditna aktivnost svih sektora, povećat će se osobna, javna i investicijska proizvodnja, i sve to će voditi stabilizaciji i povećanju proizvodnje i zaposlenosti. U slučaju gospodarskog rasta sa prisutnom visokom inflacijom, središnja banka će povećati eskontnu stopu i time smanjiti kreditnu aktivnost.

Politika obvezne pričuve ili rezerve predstavlja instrument monetarne politike kojim središnja banka djeluje na kreditni potencijal poslovnih banaka. Indirektno djeluje i na novčanu masu. Da bi poslovne banke mogle osigurati svoju likvidnost, moraju održati jedan dio gotovog novca u obliku rezerve likvidnosti. Središnja banka propisuje stopu obvezne rezerve. Ako središnja banka želi povećati opseg kreditiranja ona će smanjiti stopu obvezne rezerve, a ako želi smanjiti kreditnu aktivnost povećat će stopu obvezne rezerve. Ovo je jedini osnovni instrument monetarne politike kojega središnja banka BiH provodi. Poslovne banke se pridržavaju propisane stope obvezne rezerve. Obvezna rezerva se sastoji od gotovine i novčanih depozita poslovnih banaka.

Monetarnom politikom, osim stabilnosti cijena i kontroliranjem novčane mase, želi se ostvariti blagostanje koje za sebe veže:

- Gospodarski rast
- Visoku stopu zaposlenosti

- Stabilnost kamatnih stopa
- Stabilnost deviznog tržišta
- Stabilnost financijskog tržišta

Upravo su ovo ciljevi monetarne politike. Svi ovi ciljevi su povezani. Ako u zemlji postoji visoka stopa nezaposlenosti u takvome društvu će vladati nezadovoljstvo i loše stanje, gdje će porasti i stopa kriminala. Nezaposlenost sa sobom nosi i odlazak ljudi koji će na drugim mjestima pokušati pronaći zaposlenje. Dolazi se i do gubitka resursa, jer ne obavljaju nikakvu funkciju i sve to utječe na smanjenu proizvodnju u konačnici na smanjenje BDP-a. BDP-om koji je u padu teško je ostvariti gospodarski rast. Mnogi teoretičari smatraju kako je stabilnost cijena od izuzetne važnosti, upravo zbog toga ona predstavlja osnovni cilj monetarne politike većine zemalja. Inflacija ima velike socijalne i ekonomske posljedice. Rast cijena vodi ka neizvjesnosti u privredi. Sve to utječe i na socijalno stanje države. Kretanje kamatnih stopa koje nije pod kontrolom vodi smanjenim ulaganjima i utječe na planiranje jer je gospodarstvo nestabilno i nesigurno. Nestabilnošću raste nepovjerenje u banke. Fluktuacije kamatnih stopa odvlače kupce od kupovine, a poduzeća od uzimanja kredita i daljnjeg planiranja proizvodnje. Stabilnost kamatnih stopa utječe i na financijsko tržište. Kod dugoročnih obveznica i hipotekarnih kredita rast kamatnih stopa dovodi do velikih gubitaka koje mogu izazvati propast financijskih institucija koje njima raspolažu. Središnja banka vodi brigu o stabilnom financijskom sustavu.

Važnost deviznog tečaja i deviznog tržišta je već poznata. Stoga je njena stabilnost ta koja utječe na kretanje ekonomskih varijabli što se odražava na ekonomski rast i stanje cjelokupnog gospodarstva. Uzimajući u obzir sve dosada spomenute instrumente i ciljeve monetarne politike uspjeh dobrog stanja u gospodarstvu će ovisiti o mogućnosti korištenja svih instrumente. Središnja banka svake zemlje ima jako težak posao u vođenju monetarne politike, jer je potrebno uskladiti sve mjere koje se donesu i odabrati pravo vrijeme u kojem će se određena mjera moći realizirati. Središnja banka BiH, zbog vrste fiksnog deviznog režima kojega provodi, u dosta je nezahvalnijoj poziciji u odnosu na HNB. Valutni odbor nosi sa sobom velika ograničenja u vođenju monetarne politike. Središnja banka BiH izdaje domaću valutu tako da se ona samo izdaje uz kupovinu konvertibilne devizne valute gdje postoji 100 % pokriće u rezervama. Brine o općoj stabilnosti, stabilnosti cijena i održavanju domaće valute. Središnja banka BiH ne može kreditirati državu radi pokrića budžetskog deficita. Također ne može izdavati kredite poslovnim bankama za bilo kakvu namjenu niti obavlja funkciju posljednjeg utočišta poslovnih banaka. Od spomenutih instrumenata

monetarne politike provodi samo politiku obvezne rezerve. Propisuje stopu obvezne rezerve poslovnim bankama koje izdvajaju svoja sredstva i time se smanjuje kreditni potencijal banaka. Ukoliko poslovna banka ne izdvoji potrebnu količinu novca središnja banka BiH tada ima slobodu da nakon opomena zatvori tu banku zbog neispunjavanja svojih obveza prema centralnoj banci. Time središnja banka kontrolira bankovni sustav i vrši utjecaj na njih. Budući da ne provodi mjere eskontne stope i operacija na otvorenom tržištu ne može direktno utjecati na kamatne stope u gospodarstvu što predstavlja veliki nedostatak. Stoga se kamatne stope slobodno formiraju i nisu instrument monetarne politike središnje banke Bosne i Hercegovine.[20]

Kao što je već prethodno rečeno središnja banka Hrvatske je u povoljnijoj situaciji u odnosu na BiH u smislu provođenja monetarne politike. Hrvatska se nalazi u sustavu upravljano fluktuirajućeg deviznog tečaja, gdje postoji veća sloboda i fleksibilnost u donošenju odluka. Iako nije u sustavu fiksnog režima, HNB koristi nominalno sidro deviznog tečaja. Hrvatsko nominalno sidro je euro. HNB intervenira na tržištu kada želi obraniti tečaj. Spriječit će velike oscilacije domaće valute i time utjecati na aprecijaciju ili deprecijaciju domaće valute, odnosno tečaja. Središnja banka može provoditi ekspanzivnu i restriktivnu monetarnu politiku. Restriktivnu monetarnu politiku provodi u situaciji velikoga odljeva deviza i deprecijacijskih pritisaka na domaću valutu, a ekspanzivnu monetarnu politiku će provoditi u situaciji velikoga priljeva deviza i aprecijacijskih pritisaka na domaću valutu. Na stabilnost deviznog tečaja HNB utječe na mnogo načina. Prvi način se odnosi na korištenje politike obvezne rezerve. Propisuje stopu obvezne rezerve i povećava stopu obvezne rezerve u uvjetima špekulativnih pritisaka na domaću valutu, također uvodi i graničnu obveznu rezervu u situaciji aprecijacijskih pritisaka na domaću valutu.[21] HNB ne smije kreditirati deficit države. Obavlja funkciju posljednjeg utočišta poslovnih banaka. Odobrava kredite poslovnim bankama i na taj način provodi politiku eskontne stope. Vrši utjecaj na kamatne stope deviznim tečajem, ekspanzivnom ili restriktivnom monetarnom politikom. Kontrolira

[20]Savić, M., Savić, M. (2011): „Mesto i uloga monetarne politike Bosne i Hercegovine prilikom ulaska u evropsku monetarnu uniju“, Fakultet za poslovnu ekonomiju Republika Srpska, BiH, [Internet], raspoloživo na: https://www.google.hr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEwiNkoTKnvbOAhWDF5oKHeJRDnoQFggbMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.singipedia.com%2Fattachment.php%3Fattachmentid%3D2683%26d%3D1323430774&usg=AFQjCNG6eqqg48qBeqzBWVGATc4oXsky3g, [21.08.2016.].

[21]Ivanov, M. (2012): Izbor strategije i ograničenja monetarne politike u malim i otvorenim gospodarstvima, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb, [Internet], raspoloživo na: https://bib.irb.hr/datoteka/606944.Ivanov-HAZU-1.pdf, [20.08.2016.].

cjelokupni bankarski sustav. Vrši izdavanje novčanica i kovanica. Rezerve sadrže više od 100% strane valute. HNB provodi politiku operacija na otvorenom tržištu. Ima pristup i kontrolu nad državnim vrijednosnim papirima u smislu da može odlučivati kada će kupiti ili prodati vrijednosni papir. Operacijama na otvorenom tržištu središnja banka utječe na likvidnost bankovnog sustava i kretanje kamatnih stopa na novčanom tržištu kontrolirajući cijenu i/ili količinu ponude primarnog novca (novac na računima banaka kod središnje banke). Kupnjom imovine od banaka središnja banka povećava likvidnost u sustavu i utječe na pad kamatnih stopa na tržištu, dok se prodajom imovine bankama postižu suprotni učinci.[22]

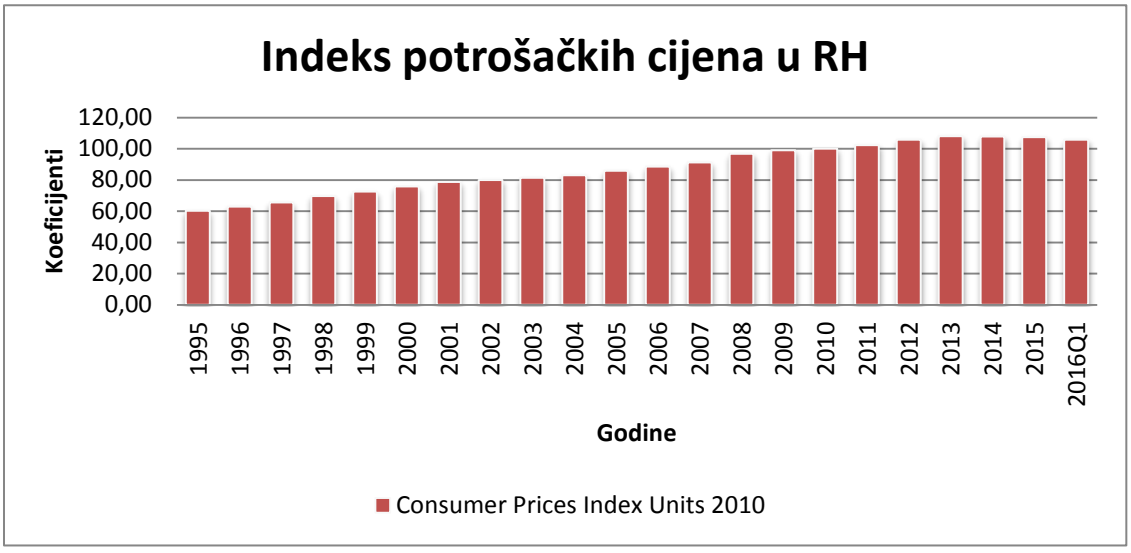
[22] Hrvatska narodna banka (2016): Instrumenti monetarne politike, [Internet], raspoloživo na: https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti, [02.09.2016.]

4. ANALIZA USPJEŠNOSTI VALUTNOG ODBORA I UPRAVLJANO FLUKTUIRAJUĆEG DEVIZNOG TEČAJA NA PRIMJERU PROMATRANIH ZEMALJA

Za analizu uspješnosti valutnog odbora i upravljano fluktuirajućeg deviznog tečaja koristit će se već spomenute zemlje Bosna i Hercegovina i Hrvatska. Tranzicijske zemlje koje su djelovale u sklopu velike države i nakon odvajanja prešle na sasvim novi način ustrojstva države. Promjene su se dogodile na polju vlasništva, gdje se prešlo sa državnog, zajedničkog na privatno, odnosno tržišno vlasništvo. Budući da su instrumenti i monetarne i fiskalne i bilo koje druge politike u zemlji povezani i imaju zajednički cilj ostvarenja gospodarskog rasta i blagostanja važno je da su međusobno usklađene kako bi se što lakše ciljevi ostvarili. Gospodarstvo se promatra kao organizam u kojemu jedan sektor (organ) ovisi o drugom i nadopunjuje rad drugoga sektora (organa). Za makroekonomske pokazatelje promatrat će se:

- inflacija,
- kamatne stope,
- devizni tečaj,
- međunarodne rezerve,
- međunarodna trgovina.

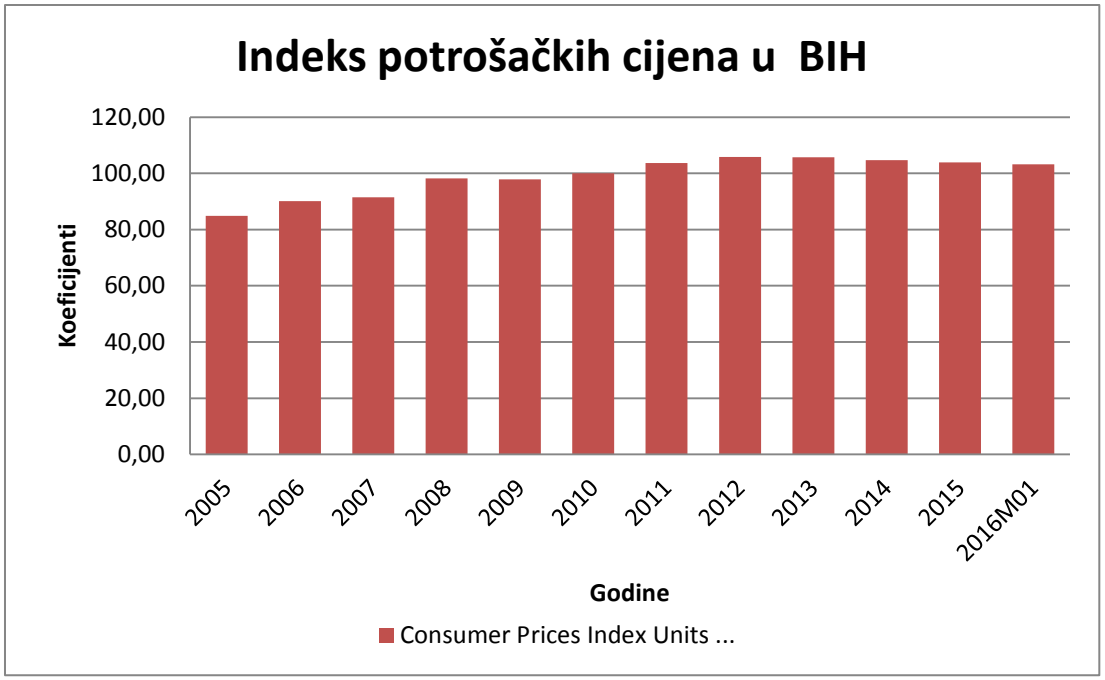
Indeks potrošačkih cijena



Graf 1: Indeks potrošačkih cijena u RH

Izvor: izrada autora (http://data.imf.org/regular.aspx?key=60998110)

Na temelju indeksa potrošačkih cijena, kojim se mjeri stopa inflacije, u razdoblju od 1995. do 2013. zamjećuje se konstantna inflacija. Za baznu godinu uzima se 2010. godina. 90-ih godina bilježi se znatan rast inflacije zbog ratnih događanja. Nakon provedenih stabilizacijskih programa koji su se bazirali na monetarnu politiku, politiku plaća, privatizaciju i demonopolizaciju, vidljivi su pozitivni utjecaji na smanjenje rasta stope inflacije. Rane 2000-te godine uz rast inflacije bilježe i rast BDP-a. Početkom 2008. godine ponovno započinje razdoblje rasta stope inflacije, koja je rezultat svjetske ekonomske krize. Rast inflacije je znatno sporiji u odnosu na razdoblje 90-ih godina. Od 2013. godine uočava se pad opće razine cijena koja je i danas prisutna.



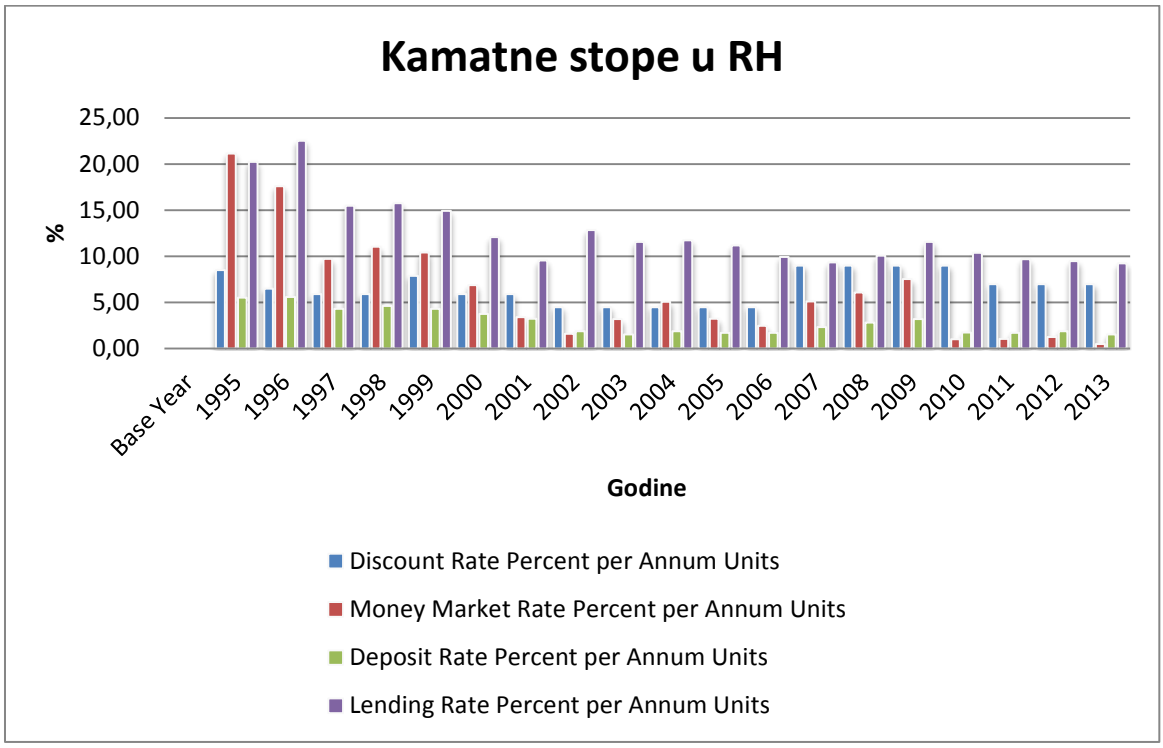
Graf 2: Indeks potrošačkih cijena u BiH

Izvor: izrada autora (http://data.imf.org/regular.aspx?key=60998110)

Bazna godina računanja je 2010. godina. Zbog nedostatka podataka razmatra se stanje od 2005. godine do 2016.godine, te je vidljivo da postoje oscilacije koje su približne oscilacijama zemalja koje koriste euro za svoju valutu. BiH provodi režim valutnog odbora u kojemu je nacionalna valuta vezana 100%-im pokrićem rezervne valute eura. Stabilnost eura ne dopušta velike oscilacije u kretanju cijena što utječe na kontrolirano kretanje inflacije. 2008. i 2009. godine zabilježena je ekonomska kriza čiji su efekti vidljivi kroz 2012. godinu. Godine 2013. dolazi do postupne deflacije koja je prisutna i danas.

Uspoređujući kretanje inflacije na primjeru promatranih zemalja može se zaključiti da je provođenje valutnog odbora kao vrste deviznog režima (u kojem je vezana valuta stabilnija i sigurniji) mnogo uspješnije u borbi protiv inflacije. RH je morala proći dugotrajan proces stabilizacije, dok je BiH Daytonskim sporazumom prihvatila program koji je provodila zemlja valute za koju se vezala.

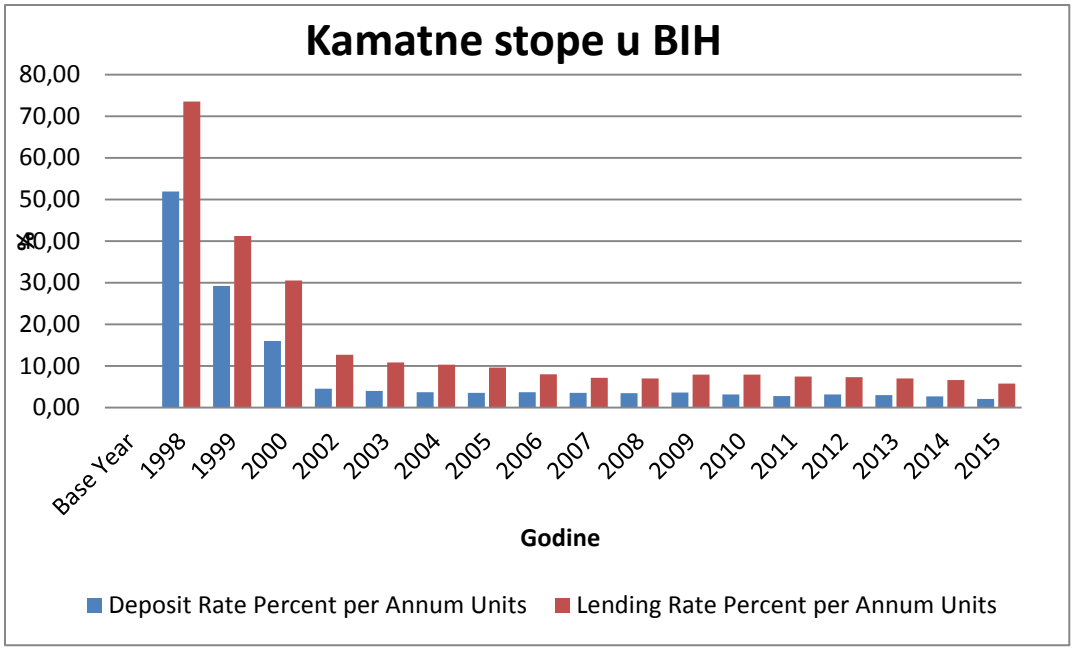
Kamatne stope



Graf 3: Kretanje kamtnih stopa u RH

Izvor: izrada autora (http://data.imf.org/regular.aspx?key=60998110)

Kroz primjer RH promatrat će se kretanje kamatnih stopa koje uključuju tržišne, diskontne (eskontne), depozitne kamatne stope i stope kreditiranja. Zbog političkog i ekonomskog stanja u državi od 1995. godine graf pokazuje veliku nestabilnost koja se očituje kroz izrazito visoke kreditne, tržišne i diskontne kamatne stope. Depozitne kamatne stope rastu zbog pokušaja privlačenja domaćih štediša. Nakon stabilizacije u gospodarstvu vidljivo je ujednačeno smanjenje kamatnih stopa. 2007. godinu obilježio nagli rast diskontne kamatne stope koji se zadržao sve do 2010. godine kao rezultat visoke potražnje za kreditima i ulaganjima od strane stanovništva i investitora, gdje je središnja banka povećala kamatnu stopu zaduživanja.



Graf 4: Kretanje kamtnih stopa u BiH

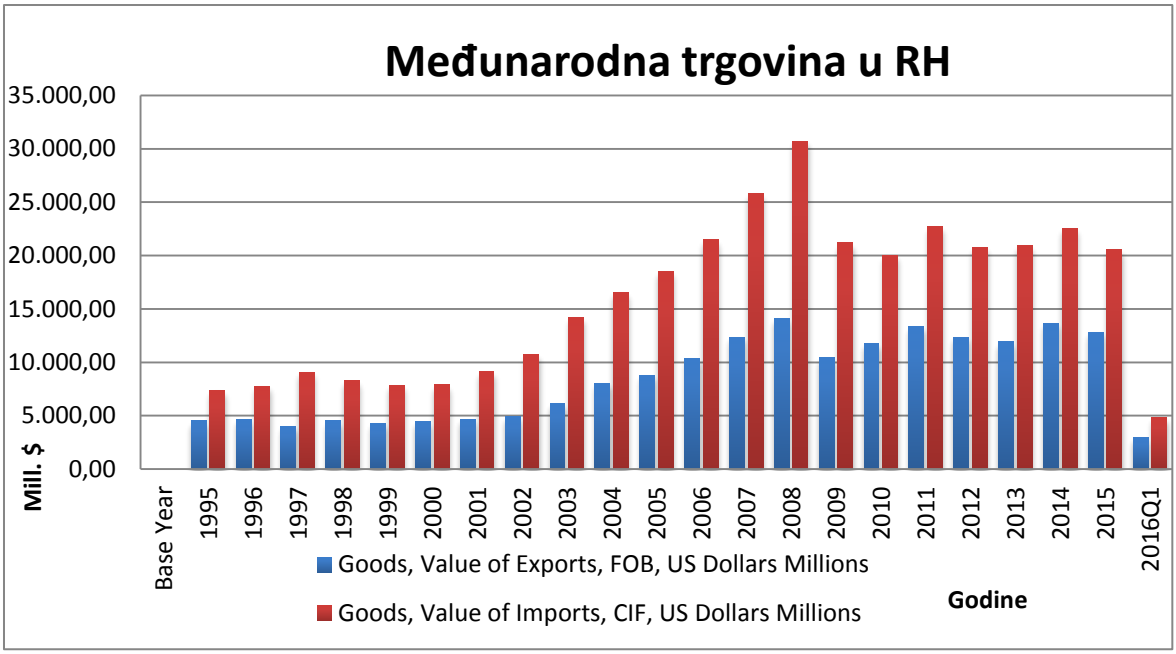
Izvor: izrada autora (http://data.imf.org/regular.aspx?key=60998110)

Nakon uvođenja valutnog odbora, 1998. godine dolazi do drastične stabilizacije kamatnih stopa. Vezanjem za euro, valuta poprima njegove značajke stabilnosti odražene na kamatne stope.

Centralna banka BiH nema mogućnost kreditiranja poslovnih banaka, te ne koristi instrument eskontne politike kojim ne utječe na eskontnu kamatnu stopu za razliku od RH koja ima mogućnost korištenja toga instrumenta. Promatrajući stabilnost valutni odbor je bolji izbor deviznog režima jer omogućuje sigurnost, dok upravljano fluktuirajući devizni tečaj ne jamči sigurnost, no nudi mogućnost kako osim stabilnosti ostvariti i određeni rast.

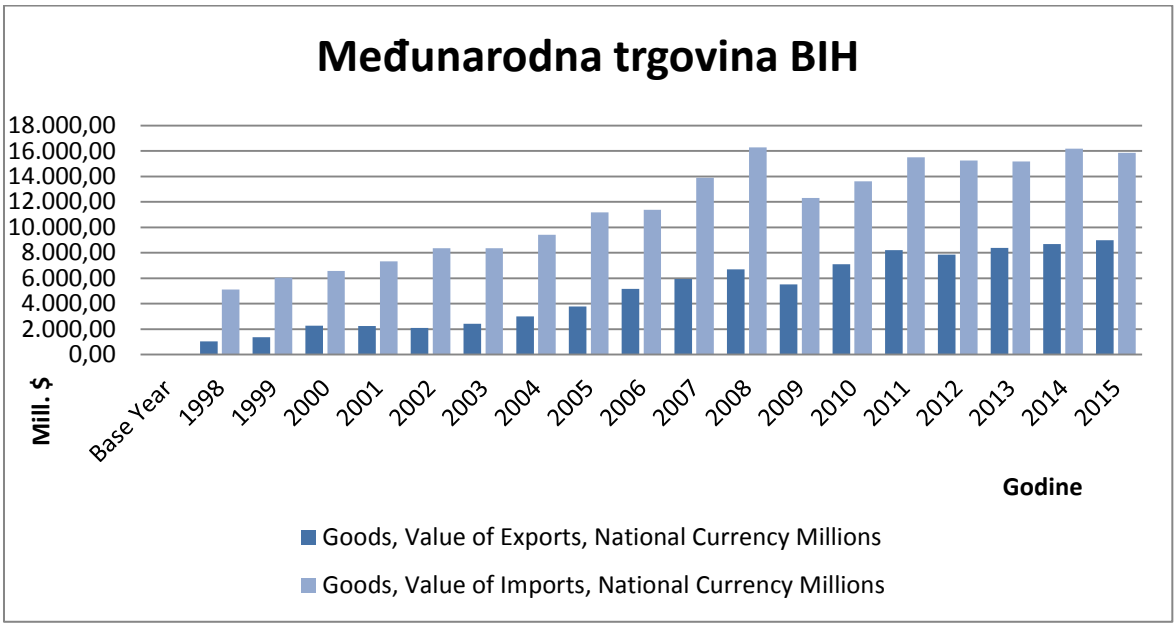
Međunarodna trgovina

Kretanje međunarodne trgovine promatra se kroz izvoz i uvoz roba i usluga. Na samom osnutku države i gospodarstva izvoz i uvoz nisu se previše razlikovali u odnosu na kasnije godine. S većim razvojem i ustrojem države uvoz je počeo rasti, te izvoz više nije mogao pratiti kretanje uvoza. Krizne 2008. godine ostvaren je najveći uvoz robe i usluga i iznosio 30 728,44 miliona $, dok je izvoz također porastao. Nakon krizne 2008. bilježi se znatan pad i uvoza i izvoza.



Graf 5: Međunarodna trgovina u RH

Izvor: izrada autora (http://data.imf.org/regular.aspx?key=60998110)



Graf 6: Međunarodna trgovina BiH

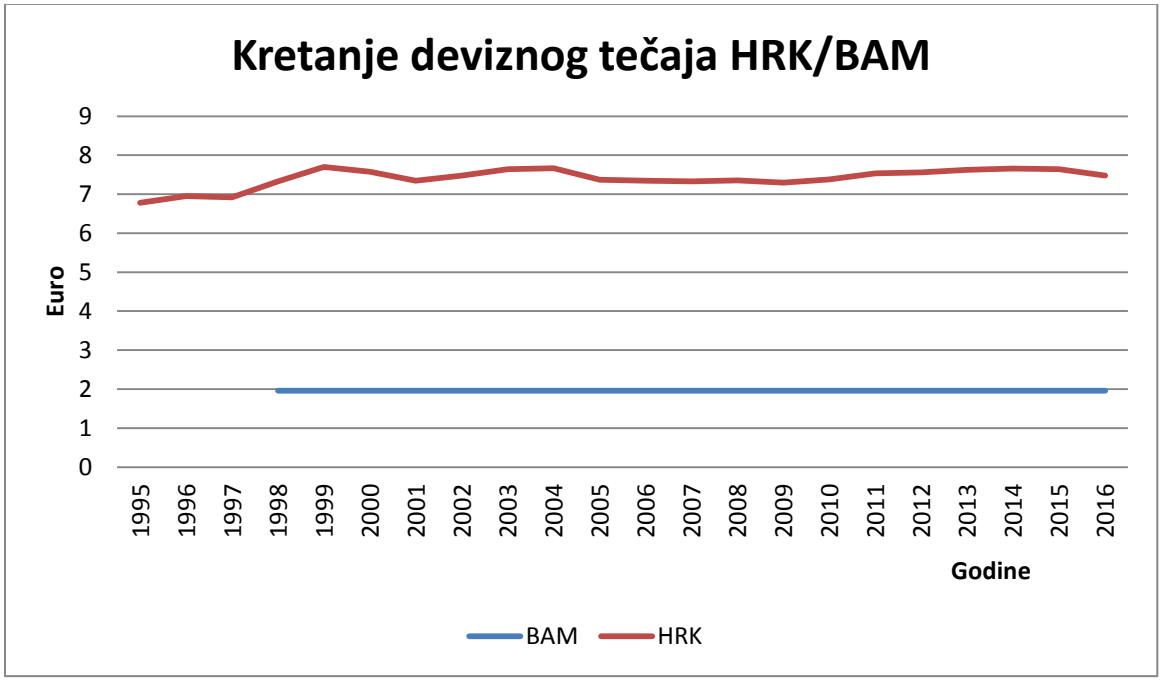
Izvor: izrada autora (http://data.imf.org/regular.aspx?key=60998110)

BiH od samog početka ima rast uvoza znatno veći od izvoza. Tijekom promatranih godina uvoz je uglavnom rastao, u zadnjih nekoliko godina je i padao. 2008. godine ostvaren je najveći uvoz i nakon njega je ostvaren pad koji je bio rezultat smanjenog BDP-a i ukupnog

nacionalnog bogatstva kao posljedica ekonomske krize. Izvoz je bilježio konstantan rast do 2008. gdje je nakon toga zabilježen pad, te 2013. godine ponovni rast.

Promatrajući primjer obje zemlje može se reći da se nalaze u istoj situaciji po pitanju negativne međunarodne trgovine u kojoj uvoz prevladava nad izvozom i zemlje postaju uvozno zavisne. Razlika ove dvije zemlje je u količini uvoza roba i usluga. Tako RH bilježi znatno veći uvoz robe, dok u BiH nisu toliko velike razlike između uvoza i izvoza. Zbog nestabilnosti cijena i nemogućnosti predviđanja kretanja cijena valutni odbor se pokazao kao uspješniji devizni režim u odnosu na upravljano fluktuirajući devizni tečaj.

Devizni tečaj



Graf 7: Kretanje deviznog tečaja kune i konvertibilne marke u odnosu na euro

Izvor: izrada autora

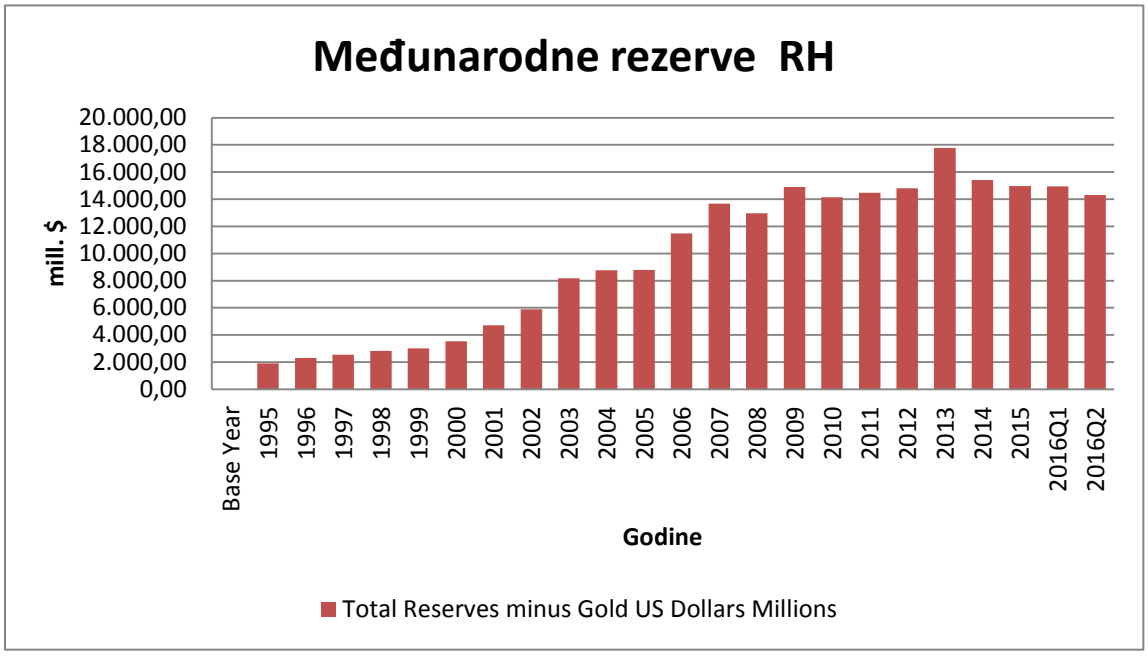
Graf pokazuje kretanje hrvatske kune prema euru kroz vrijeme. Od 1995. godine domaća valuta je deprecirala u odnosu na euro. Zbog političke i gospodarske nestabilnosti domaća valuta je varirala i njena vrijednost je bila podcijenjena. Nakon poboljšanja stanja u gospodarstvu kuna počinje rasti i u 2001. godini se moralo manje izdvajati za euro. Nakon 2004. godine bilježi se aprecijacija kune koja se zadržala nekoliko godina. Utjecaji krize

vidljivi su 2010. godine kada kuna postaje deprecirana i taj pad vrijednosti je trajao do 2015. godine nakon čega dolazi do aprecijacije domaće valute u odnosu na euro zbog sve većeg utjecaja turizma tijekom ljetnih mjeseci.

Nakon uvođenja valutnog odbora 1998. godine kretanje konvertibilne marke (BAM) preslikava se na kretanje eura zbog vezanja valute. Sve promjene konvertibilne marke odraz su promjena eura, valute sidra.

Uspoređujući ove dvije valute zaključuje se da je Hrvatska kuna pogodnija za provođenje politike gospodarskog razvoja zbog slobode kretanja deviznog tečaja. Kretanje deviznog tečaja zapravo predstavlja indikator na temelju kojeg se određuje koju mjeru politike provesti u određenom trenutku. Iz toga razloga lakše je utjecati na gospodarske promjene.

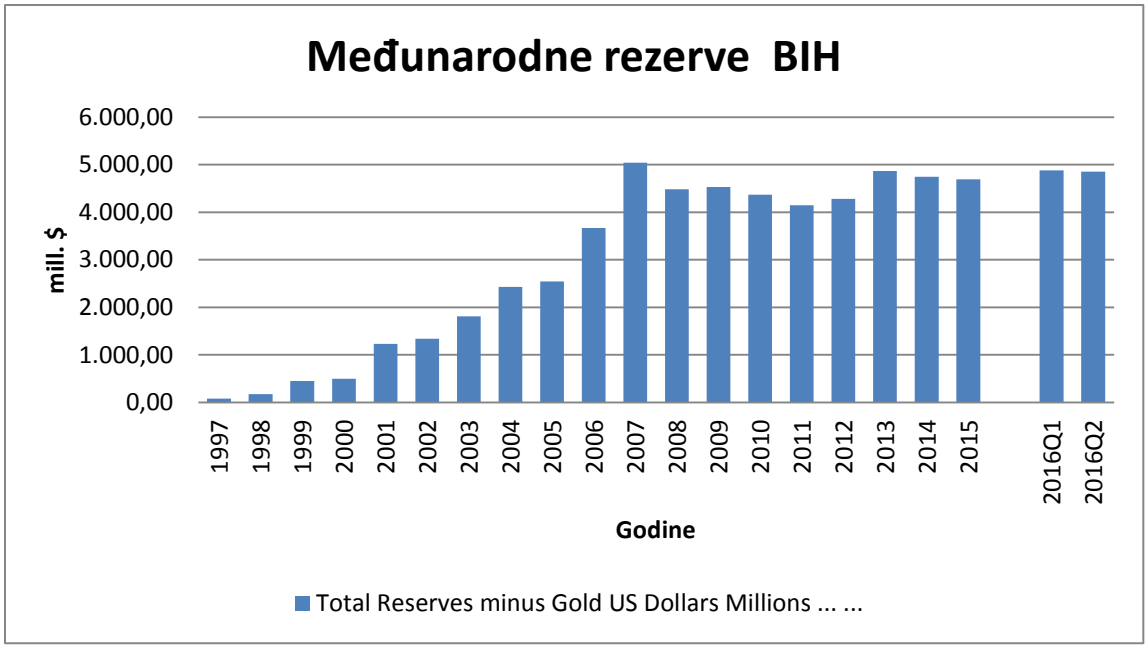
Međunarodne rezerve



Graf 8: Međunarodne rezerve RH

Izvor: izrada autora(http://data.imf.org/regular.aspx?key=60998110)

S rastom gospodarstva RH rasle su međunarodne rezerve. Promatrajući 2007. godinu zabilježen je najveći opći rast gospodarstva, te sukladno tome ostvarene su najveće međunarodne rezerve od samostalnosti. S ulaskom u Europsku Uniju RH se zalaže za nisku stopu inflacije, stabilnost tečaja te visoke rezerve što je vidljivo iz grafa. Pojavom deflacije dolazi do pada međunarodnih rezervi.



Graf 9: Međunarodne rezerve BiH

Izvor: izrada autora (http://data.imf.org/regular.aspx?key=60998110)

Graf pokazuje značajni porast međunarodnih rezervi 2007. godine, nakon naglog razvoja i porasta BDP-a. Pojavom ekonomske krize vidljiv je pad međunarodnih rezervi. Nakon stabiliziranja gospodarstva uočava se stagnacija međunarodnih rezervi. Početak 2016. godine daje dobre procjene za pozitivno kretanje rezervi.

BiH ne raspolaže značajnom količinom međunarodnih rezervi u odnosu na RH, ali kao i kod RH može se naznačiti da je na dobrom putu iz razloga što su uz manje oscilacije vidljivi stalni porasti međunarodnih rezervi. Brži gospodarski rast ostvaruje se u uvjetima fluktuirajućeg deviznog režima što je vidljivo iz primjera RH. Valutni odbor ne dopušta slobodu kojom se može ostvariti značajni gospodarski rast.

Promatrajući izabrane varijable i proučavajući primjere dviju zemalja zaključuje se da se valutni odbor pokazao kao uspješniji devizni režim koji nudi stabilnost i sigurnost. Obje zemlje su male ekonomije na koje se različiti utjecaji i šokovi reflektiraju i unose nesigurnost u njihovu ekonomiju. Upravo iz tih razloga valutni odbor je preporučljiv devizni režim za male zemlje, no isto tako svaka zemlja ima pravo odluke koji će devizni režim koristiti.

5. ZAKLJUČAK

Na stanje ekonomije utječu mnogi čimbenici koji su međusobno povezani. Gospodarski rast nemoguće je ostvariti u uvjetima u kojima se mnogi faktori nisu poklopili. Potrebno je u pravome trenutku donijeti i provesti određenu mjeru. Republika Hrvatska i Bosna i Hercegovina su zemlje koje su nestabilne, nesigurne, još uvijek male i neiskusne u donošenju odluka. Zbog nemilih događaja iz prošlosti i pokušaja stvaranja samostalnog gospodarstva i danas su vidljive posljedice nesigurnosti i nestabilnosti. Nestabilnost se ogleda u činjenici da se radi o malim ekonomijama koje imaju vrlo mali ili skoro nikakav utjecaj. Promatrajući važnost deviznog tečaja više se pozornosti pridavalo monetarnoj politici. Neovisnost monetarne politike i sloboda donošenja odluka ovisi o vrsti deviznog režima kojega zemlja provodi. Cilj ovoga rada bio je usporedbom dva devizna režima, konkretno valutnog odbora i upravljano fluktuirajućeg deviznog tečaja, prikazati makroekonomske pokazatelje koji odaju sliku stanja promatranih zemalja koje provode navedene devizne režime. Devizni režim i konkretno devizni tečaj utječu na mnoge segmente ekonomije. Stabilna domaća valuta ulijeva povjerenje za ulaganje kako domaćih tako i stranih korisnika. Valutni odbor je vrsta deviznog režima koji sa sobom nosi i prednosti i nedostatke. Na primjeru gospodarstva Bosne i Hercegovine možemo primijetiti da je monetarna politika ovisna i nema slobodu u donošenju odluka. Sve to se odražava na stanje zemlje u kojoj nema pretjeranih šokova po pitanju tečaja, no nema ni pretjeranog prostora za promjenu. Središnja banka BiH je ograničena u korištenju instrumenata monetarne politike. S druge strane Hrvatska ima više slobode i mogućnosti korištenja instrumenata. Iz promatranih varijabli možemo zaključiti da je vrsta fiksnog deviznog režima, konkretno valutnog odbora mnogo pogodnija za male ekonomije bez velikog utjecaja na druge zemlje s aspekta pasivnog vođenja ekonomije, bez većih i pozitivnih i negativnih oscilacija. Obje zemlje su imale jednaku prošlost koja je ostavila vidljive tragove. Bosna i Hercegovina je tip zemlje kojoj treba vodstvo koje će davati smjernice kako voditi ekonomiju i gospodarstvo. To je jedan od razloga zašto je valutni odbor dobar devizni režim za BiH. Drugi razlog je nestabilnost i nepovjerenje u domaću valutu, politiku i privredu. Republika Hrvatska, kroz primijenjeni devizni režim, bilježi uspjeh čiji je tempo rasta sporiji u odnosu na visokorazvijene zemlje. Kroz rezultate pokazuje dobru borbu s inflacijom i stabilnost deviznog tečaja, čime stvara sliku stabilnog gospodarstva koje je otvoreno za ulaganje i investiranje kako domaćih tako i stranih ulagača.

Kada sumiramo sve i uzmemo u obzir sve pokazatelje i sve rezultate različitih politika deviznih režima teško je reći koji je devizni režim bolji i uspješniji. Svaka zemlja i svaka ekonomija je specifična i ne vrijede ista pravila za sve zemlje. Nepisano je pravilo da mala zemlja koja nema toliko otvorenu ekonomiju treba provoditi fiksni devizni režim, a velike i razvijene zemlje fluktuirajući devizni režim zbog stabilnosti kojom upravljaju. Ekonomije obiju zemalja se kreću i polako razvijaju. U odnosu na same početke ostvareni su brojni rezultati i postavljeni su određeni temelji za nastavak, no potrebno je mnogo rada, truda i ulaganja kako bi se ostvarili značajniji rezultati.

LITERATURA

1. Lovrinović, I. (2015): Globalne financije, Zagreb.

2. Nikolić, N., Pečarić, M. (2007): Osnove monetarne ekonomija, Split.

3. Jakovčević, D.,Lovrinović, I., Radošević, D. (2011): Novac i ekonomski rast: monetarna politika ekonomskog rasta i zaposlenosti, zbornik radova, Zagreb.

4.Mečev, D. (2012): Izbor režima deviznoga tečaja, Veleučilište u Šibeniku, [Internet], raspoloživo na: http://hrcak.srce.hr/83439, [08.08.2016.].

5. Bilas, V. (2005): „Teorija optimalnog valutnog područja; euro i europska monetarna unija“, Zbornik Ekonomskog fakulteta Zagreb, Zagreb, [Internet], raspoloživo na: http://hrcak.srce.hr/file/41468,[20.07.2016.].

6.Kozarić, K. (2009): Uloga centralne banke, spoljnotrgovinski deficit i direktne strane investicije u BiH, Sarajevo, [Internet], raspoloživo na:http://www.mfa.ba/savjetovanja/izlaganja/?id=14505, [10.08.2016.].

7. Kristić, I. (2007): Održivost aranžmana valutnog odbora u BiH, Direkcija za ekonomsko planiranje Vijeća ministara BiH-DEP, Bosna i Hercegovina, [Internet], raspoloživo na: http://www.dep.gov.ba/dep_publikacije/doc/?id=102, [18.07.2016.].

8.Centralna banka Bosne i Hercegovine (2016): Ciljevi i zadaci centralne banke Bosne i Hercegovine, [Internet], raspoloživo na: http://www.cbbh.ba/Content/Read/13, [29.07.2016.].

9.Koški, D. (2008): Izbor optimalnog sustava deviznog tečaja za Republiku Hrvatsku, Osijek, [Internet], raspoloživo na: http://hrcak.srce.hr/file/66766, [20.08.2016.].

10.Hrvatska narodna banka (2015): Tečajni režim koji provodi Hrvatska narodna banka režim je upravljanoga fluktuirajućeg tečaja, [Internet], raspoloživo na: https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/tecajni-rezim, [02.09.2016.].

11. Caramazza, F.,Jahangir, A.,(1998.): Fixed or Flexible?Getting the Exchange Rate Right in the 1990s, IMF Working papers, članak broj 13, 1998., IMF, [Internet], raspoloživo na: http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues13/, [17.08.2016.].
12. Vučetić, M. (2011): Monetarna politika u sistemu sa Centralnom Bankom, [Internet], raspoloživo na: http://majavucetic.blogspot.hr/, [22.08.2016.].
13. Savić, M., Savić, M. (2011): „Mesto i uloga monetarne politike Bosne i Hercegovine prilikom ulaska u evropsku monetarnu uniju“, Fakultet za poslovnu ekonomiju Republika Srpska, BiH, [Internet], raspoloživo na: https://www.google.hr/url?sa=t&rct=j&q=&esrc=s&source=web&cd=1&ved=0ahUKEwiNkoTKnvbOAhWDF5oKHeJRDnoQFggbMAA&url=http%3A%2F%2Fwww.singipedia.com%2Fattachment.php%3Fattachmentid%3D2683%26d%3D1323430774&usg=AFQjCNG6eqqg48qBeqzBWVGATc4oXsky3g, [21.08.2016.].
14. Ivanov, M. (2012): Izbor strategije i ograničenja monetarne politike u malim i otvorenim gospodarstvima, Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu, Zagreb, [Internet], raspoloživo na: https://bib.irb.hr/datoteka/606944.Ivanov-HAZU-1.pdf, [20.08.2016.].

POPIS GRAFOVA

Graf 1: Indeks potrošačkih cijena u RH.....21
Graf 2: Indeks potrošačkih cijena u BiH.....22
Graf 3: Kretanje kamatnih stopa u RH.....23
Graf 4: Kretanje kamatnih stopa u BiH.....24
Graf 5: Međunarodna trgovina u RH.....25
Graf 6: Međunarodna trgovina u BiH.....26
Graf 7: Kretanje deviznog tečaja kune i konvertibilne marke u odnosu na euro..27
Graf 8: Međunarodne rezerve RH.....28
Graf 9: Međunarodne rezerve BiH.....29

SAŽETAK

Ovim radom žele se prikazati kretanje makroekonomskih pokazatelja koji su rezultat odabranih deviznih režima odabranih dviju zemalja. Na samom početku rada postavlja se pitanje koju vrstu deviznog režima pojedina zemlja treba provoditi, fiksni ili fluktuirajući devizni sustav? Time se definira problematika ovoga rada. Komparacijom valutnog odbora i upravljano fluktuirajućeg deviznog tečaja analizirale su se prednosti i nedostaci deviznih režima. Posebno se promatrao način provođenja monetarne politike. Na temelju definiranog problema, postavio se cilj rada. Cilj rada je prikazati koji devizni režim je uspješniji na primjeru promatranih zemalja. Uspješnost deviznog režima promatra se kroz različite pokazatelje koji odaju sliku ekonomije. Promatrajući inflaciju, devizni tečaj, međunarodne rezerve, kamatne stope i međunarodnu trgovinu rezultat istraživanja pokazuje da se za brži razvoj ekonomije i gospodarstva pojedine zemlje boljim pokazao fluktuirajući devizni režim koji ostavlja više prostora za napredak što pokazuje primjer Republike Hrvatske. Primjer Bosne i Hercegovine pokazuje da je valutni odbor pravi izbor deviznog režima za ekonomiju koja nema jasan cilj i način kako provoditi određenu politiku kako bi došla do uspješnih rezultata.

Ključne riječi: Valutni odbor, upravljano fluktuirajući devizni tečaj i makroekonomski pokazatelji.

SUMMARY

Purpose of this thesis is to show the real effects of the macroeconomic indicators which are the result of selected exchange regulation concerning selected two countries. Firstly, there is a choice of the appropriate exchange regulation that each state should implement, based on a fixed or floating exchange rate. That is the thesis statement. Advantages and disadvantages of the each exchange regulation type are represented through a comparison of the currency board and floating exchange rate. There is a focus on the conduct of monetary policy. Named thesis statement determines the thesis objective that is the efficacy of each exchange regulation on the example of two states. Floating exchange rate implemented in Croatia encourages economy growth. That is deducted on the analysis of inflation rate, currency rate, and international reserves, interest rates and international trade. On the example of Bosnia and Herzegovina, it is concluded that fixed exchange rate, administered by the currency board, minimizes the economy growth and shows aimless monetary policy.

KEYWORDS:

Currency board, floating exchange rate and macroeconomic indicators.