

# DEVIZNE INTERVENCIJE - USPOREDBA RAZVIJENIH I ZEMALJA U RAZVOJU

---

**Sajević, Ivana**

**Undergraduate thesis / Završni rad**

**2018**

*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://um.nsk.hr/um:nbn:hr:124:409642>

*Rights / Prava:* [In copyright](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2022-06-28**

*Repository / Repozitorij:*

[REFST - Repository of Economics faculty in Split](#)



UNIVERSITY OF SPLIT



DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

**SVEUČILIŠTE U SPLITU  
EKONOMSKI FAKULTET**

**ZAVRŠNI RAD**

**DEVIZNE INTERVENCIJE – USPOREDBA  
RAZVIJENIH I ZEMALJA U RAZVOJU**

**Mentor:**

**doc. dr. sc. Josip Visković**

**Student:**

**Ivana Sajević**

**Split, rujan, 2018.**

## **SADRŽAJ:**

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. UVOD .....</b>  | <b>3</b>  |
| 1.1. Definiranje problema istraživanja.....   | 3         |
| 1.2. Cilj rada .....  | 3         |
| 1.3. Metoda rada.....   | 3         |
| 1.4. Struktura rada.....  | 3         |
| <b>2. REŽIMI DEVIZNIH TEČAJEVA.....</b>   | <b>5</b>  |
| 2.1. Monetarna politika.....  | 5         |
| 2.2. Tečajna politika .....   | 9         |
| 2.2.1. Fiksni tečaj .....   | 11        |
| 2.2.2. Fluktuirajući tečaj.....   | 13        |
| <b>3. USPOREDBA DEVIZNIH I INTERVENCIJA U RAZVIJENIM I<br/>ZEMLJAMA U RAZVOJU .....</b> | <b>14</b> |
| <b>4. ZAKLJUČAK.....</b>  | <b>32</b> |
| <b>5. LITERATURA .....</b>  | <b>33</b> |
| <b>SAŽETAK.....</b>   | <b>36</b> |
| <b>SUMMARY .....</b>  | <b>36</b> |

# **1. UVOD**

## **1.1. Definiranje problema istraživanja**

Monetarna politika ima važan utjecaj na gospodarsko stanje jedne zemlje. Hrvatska narodna banka provodi monetarnu politiku u Republici Hrvatskoj, održava stabilnost cijena, a samim time i djeluje na deviznom tržištu te donosi odluku o izboru deviznog režima. Zemlje sukladno svojim karakteristikama odabiru odgovarajuće režime. Shodno tome neki režimi traže češće, a neki rjeđe devizne intervencije. U ovom radu se analiziraju režimi u razvijenim i zemljama u razvoju kako bi se usporedila karakterističnost po pitanju deviznih intervencija.

## **1.2. Cilj rada**

Cilj ovog rada je objasniti tečajne režime, objasniti njihovo djelovanje te usporediti devizne intervencije koje provode zemlje u razvoju i razvijene zemlje. Spomenutom usporedbom analizirat će se uspješnost režima i intervencija te njihov utjecaj na gospodarstvo.

## **1.3. Metoda rada**

U ovom radu će se koristiti metoda studije slučaja u kojem će se dubinski analizirati neki događaj i pri tome odgovoriti na pitanja „kako“ i „zašto“ su se određeni događaji dogodili. Nadalje će se koristiti metoda analize pri čemu će se složeniji pojmovi raščlanjivati na manje i jednostavnije. Suprotno tome će se koristiti i metoda sinteze u kojem će se jednostavniji pojmovi sintetizirati u složenije. Koristit će se induktivna metoda kojom će se na temelju pojedinačnih činjenica donositi konačni zaključci i deduktivna metoda kojom se pretpostavlja poznavanje općih znanja na temelju kojih se spoznaje ono posebno i pojedinačno. U konačnici će se koristiti i komparativna i deskriptivna metoda kojom će se jednostavnim usporedbama i opisivanjima analizirati pokazatelji.

## **1.4. Struktura rada**

Rad se sastoji od četiri dijela. U prvom dijelu će se definirati problem istraživanja, odrediti cilj rada te navesti metode koje će se koristiti. Drugi dio obuhvaća teorijski dio rada u kojem će se govoriti o režimima deviznih tečajeva pri čemu će se također govoriti o monetarnoj politici, tečajnoj politici, tj. o fiksnim i fluktuirajućim tečajevima. Treći dio rada se odnosi na

empirijski dio gdje će se analizirati intervencije u odabranim zemljama, tečaju kojeg su one odabrale te u konačnici usporediti devizne intervencije koje one provode. Četvrti dio rada je zaključak.

## 2. REŽIMI DEVIZNIH TEČAJEVA

### 2.1. Monetarna politika

Monetarna politika je politika upravljanja količinom novca u opticaju. Provođi je središnja banka kako bi utjecala na cijenu i dostupnost novca u gospodarstvu. Glavni cilj monetarne politike je permanentno snabdijevanje privrednog prometa „ takvom količinom novca koja neće izazvati nikakve poremećaje, ili koja će u danom trenutku onemogućiti izbijanje i razvijanje negativnih procesa, bilo kao rezultat nedovoljne ili pretjerano velike količine novca u opticaju“. Monetarnom politikom, mogu se dakle poticati pozitivne i suzbijati negativne tendencije u gospodarstvu što je izravno stavlja u funkciju stabilizacijske politike. Monetarna politika, dakle, sastoji se od niza aktivnosti u cilju očuvanja makroekonomske stabilnosti. Pojam makroekonomske stabilnosti podrazumijeva:

- nisku inflaciju
- održivi ekonomski rast
- stabilnost deviznog tečaja
- stabilnost financijskog sektora ili financijsku stabilnost.<sup>1</sup>

U ovisnosti o tome u kakvom se stanju nalazi gospodarstvo, provodit će se i odgovarajuća monetarna politika. Stoga je najbolje uzeti oba stanja u kojem se može pronaći; stanje krize i stanje uzleta. Shodno tome će se koristiti: ekspanzivna politika (kada se gospodarstvo nalazi u krizi) - politika koja dovodi do rasta ponude novca, a samim time i pada kamatnih stopa, te restriktivna politika (kada se gospodarstvo nalazi u uzletu) - politika koju karakterizira smanjenje novca u opticaju, a samim time i povećavanje kamatne stope što dovodi do pada investicija i ukupne potrošnje, rezultat čega je i pad BDP-a. Prema tome dugoročno vođenje ovakve politike, gospodarstvo može dovesti u recesiju. Još jedan od važnih ciljeva monetarne politike je održavanje stabilnosti cijena što u praksi znači podupiranje niske i stabilne stope inflacije. Važnost stabilnosti cijena je održavanje gospodarskog rasta. Općenito, stabilnost cijena u kontekstu cilja monetarne politike ne znači da stopa inflacije treba biti jednaka nuli, već se taj cilj obično tumači kao ostvarivanje blago pozitivne stope inflacije u dužem razdoblju. Prosječna godišnja stopa inflacije u Hrvatskoj u razdoblju od 2000. do 2015.

---

<sup>1</sup> Nikolić N., Pečarić M. (2012.): Uvod u financije, Split, str. 227.

godine iznosila je 2,5%, što za Hrvatsku narodnu banku znači održavanje niske inflacije.<sup>2</sup> Stabilnost cijena u Hrvatskoj postiže se upotrebom instrumenata koji utječu na stabilnost kretanja nominalnog tečaja kune u odnosu na euro kao nominalno sidro. Stabilnost kretanja tečaja odabrana je iz povijesnih razloga koji su utjecali na iznimno visoku stopu euroizacije koja se protivi upotrebi kamatnih stopa kao osnovnog instrumenta za postizanje stabilnosti cijena. Naime, u maloj otvorenoj ekonomiji kakva je Hrvatska, s visokom stopom euroizacije, međunarodni tokovi kapitala izrazito utječu na kretanje tečaja, pa bi nestabilnost tečaja u postojećim ugovornim odnosima nepovoljno utjecala na makroekonomsku stabilnost zemlje.<sup>3</sup> Hrvatska narodna banka se koristi određenim instrumentima i mjerama koji su joj potrebni za provođenje monetarne politike te reguliranje količine novca u opticaju. Instrumenti monetarne politike su sljedeći:

- Operacije na otvorenom tržištu
- Diskontna politika
- Obvezna pričuva

### **Operacije na otvorenom tržištu**

Operacijama na otvorenom tržištu središnja banka utječe na likvidnost bankovnog sustava i kretanje kamatnih stopa na novčanom tržištu. Operacije na otvorenom tržištu odnose se na kupnju ili prodaju određene imovine (vrijednosni papiri, devize i sl.) na financijskom tržištu odnosno na odobravanje kredita bankama i prikupljanje depozita od banaka. Središnja banka provodi operacije na otvorenom tržištu na vlastitu inicijativu prema unaprijed objavljenom rasporedu ili u bilo koje vrijeme koje sama odredi, uz dobrovoljno sudjelovanje kreditnih institucija. 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 ili odobravanjem kredita bankama središnja banka povećava likvidnost u sustavu i utječe na pad kamatnih stopa na tržištu, dok se prodajom imovine bankama ili prikupljanjem

---

<sup>2</sup> Hrvatska narodna banka (2015.), Ciljevi monetarne politike, (Internet), raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/ciljevi> (20.6.2018.)

<sup>3</sup> Hrvatska narodna banka (2016.), Funkcije monetarne politike, (Internet), raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti> (20.6.2018.)

depozita od banaka postižu suprotni učinci.<sup>4</sup> Središnja banka kupuje vrijednosne papire u slučaju gospodarskog rasta, a prodaje ih u slučaju gospodarske krize. Operacije na otvorenom tržištu mogu biti:

1. Povratne (engl.reverse) operacije, odnosno sporazumi o povratnoj kupnji u kojoj središnja banka kupuje vrijednosnice za koje se prodavatelj obvezuje da će ih otkupiti u kratkom roku (- od 1 do 15 dana), te sporazum povratnoj prodaju u kojoj središnja banka prodaje vrijednosnice i s kupcem se sporazumijeva da će ih ponovno otkupiti u kratkom roku.
2. Konačne (engl.outright) što znači da se dogovara transakcija bilo kupnje ili prodaje bez povratne kupnje ili prodaje.

S obzirom na učestalost i namjenu operacije na otvorenom tržištu mogu biti:

- redovite, što znači da je njihova učestalost unaprijed određena i poznata
- operacije fine prilagodbe, što znači da se rabe po potrebi
- strukturne, što znači da se rabe u situacijama kada je potrebno djelovanje zbog strukturnih promjena u likvidnosti.<sup>5</sup>

## **Diskontna politika**

Diskontnom politikom kao jednim od instrumenata monetarne politike, određuje se i diskontna stopa. To je stopa koju središnja banka naplaćuje na zajmove. Promjena diskontne stope vrši utjecaj na rezerve u bankarskom sustavu jer središnja banka povećava rezerve za isti iznos u kojem plasira diskontni zajam. Primjena ovog instrumenta je vrlo jednostavna. Središnja banka će mijenjati diskontnu stopu na osnovu toga u kakvoj se situaciji nalazi gospodarstvo. Prema tome će za vrijeme krize smanjiti diskontnu stopu i time potaknuti

---

<sup>4</sup> Hrvatska narodna banka (2016.), Operacije na otvorenom tržištu, (Internet), raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/operacije-na-otvorenom-trzistu> (20.6.2018.)

<sup>5</sup> Hrvatska narodna banka (2016.), Operacije na otvorenom tržištu, (Internet), raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/operacije-na-otvorenom-trzistu> (20.6.2018.)



kreditnu aktivnost poslovnih banaka, a za vrijeme uzleta će povećati diskontnu stopu nastojeći djelovati na kreditnu kontrakciju.

**Tablica 1: Diskonte stope u pojedinim zemljama**

| DISKONTNE STOPE        |                     |
|------------------------|---------------------|
| Država/središnja banka | Diskontna stopa (%) |
| Hrvatska               | 3                   |
| Japan                  | -0,1                |
| SAD                    | 1.75                |
| ECB                    | 0.0                 |
| UK                     | 0.5                 |

Izvor: izrada autora (<http://www.cbrates.com/> HNB, <http://www.hnb.hr/>) (20.6.2018.)

### Obvezna pričuva

Obvezna pričuva je obveza kreditnih institucija da određeni dio sredstava drže na računima središnje banke što ona bilježi u pasivi svoje bilance. Promjene obvezne pričuve utječe na potražnju za rezervama- rast stope dovodi do držanja više rezervi, a smanjenje znači da moraju držati manje rezervi. Obvezna pričuva omogućuje središnjim bankama kontrolu nad ponudom novca te posljedično osiguranje monetarne stabilnosti i likvidnosti pojedinačnih banaka i bankovnog sustava u cjelini te neometano odvijanje platnog prometa. Povećanjem stope obvezne pričuve središnja banka sterilizira likvidnost, odnosno povlači novac iz optjecaja, dok spuštanjem stope obvezne pričuve provodi emisiju primarnog novca, odnosno povećava likvidnost bankovnog sustava.<sup>6</sup> Izdvajanje obvezne pričuve se temelji na obvezi

<sup>6</sup> Hrvatska narodna banka, (2017.), Obvezna pričuva, (Internet), raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/obvezna-pricuva> (20.6.2018.)

monetarne vlasti, no nije isključena mogućnost dogovora između centralne banke i poslovnih banaka o visini obvezne pričuve.<sup>7</sup>

## 2.2. Tečajna politika

Prije daljnje rasprave o tečajevima koje postoje i o tome koja zemlja odabire koji tečaj, potrebno je objasniti što je to deviza i što je to devizni tečaj. Devizni tečaj je važan radi obavljanja funkcije platnog prometa. Budući da svaka zemlja ima svoju valutu, javlja se problem međunarodnih plaćanja. Da bi se to najbolje objasnilo, pokazat će se jednostavan primjer dviju zemalja X i Y. Pretpostavit će se da zemlja X ima valutu x, a zemlja Y valutu y. Pretpostavit će se da je zemlja X izvezla neku određenu robu zemlji Y, te zemlja Y mora zemlji X platiti određenu robu u nekoj valuti; bilo valuti x, y ili pak nekoj trećoj valuti z. Najbolje bi bilo da zemlja Y izvrši plaćanje u svojoj domaćoj valuti, ali se može javiti situacija da zemlja X zahtjeva plaćanje u svojoj valuti x ili pak nekoj trećoj valuti z. Tada će zemlja Y na deviznom tržištu za svoju valutu kupiti željenu devizu (x ili z). Cijena devize izražena u domaćoj valuti predstavlja *devizni tečaj*. Devizni tečaj je cijena stranog sredstva plaćanja (devize) izražena u domaćoj valuti i obrnuto.<sup>8</sup> Devizni tečaj danas ovisi o raznim čimbenicima; uz jednostavan odnos ponude i potražnje, on ovisi i o stanju u platnoj bilanci i kupovnoj snazi novca u jednom gospodarstvu. Devizni tečaj je danas važan instrument ekonomske politike. Poduzimanjem raznih mjera, države danas manipuliraju deviznim tečajevima i time ostvaruju brojne ciljeve kao što su izvozno- uvozni ciljevi ili pak ciljevi politike platne bilance. Danas su u upotrebi dva sustava deviznih tečajeva i to:

1. sustav fiksnih tečajeva (koji se može vezati za zlato, određenu valutu ili grupu tj. košaricu valuta (npr. SPV)
2. sustav fluktuirajućih tečajeva

Izričitim odredbama Međunarodnog Monetarnog Fonda je zabranjeno vezivanje za zlato. Zbog toga se sustav fiksnih deviznih tečajeva svodi na fiksiranje za određenu valutu ili pak

---

<sup>7</sup> European Central Bank, (2018.), Credit institutions subject to the Eurosystem's minimum reserve requirements, (Internet), raspoloživo na: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/mr/html/credit.en.html>, (20.6.2018.)

<sup>8</sup> Nikolić N., Pečarić M., Osnove monetarne ekonomije (2007.), Split, str.387.

grupu (košaricu) valuta. Sustav fluktuirajućih deviznih tečajeva karakterističan je po fluktuiranju ili plivanju deviznih tečajeva. U prvom slučaju to su promjene ponude i potražnje deviza na deviznom tržištu, a u drugom promjenu deviznog tečaja određuje država. Ovaj se slučaj drukčije naziva *dirigirana fleksibilnost*. Međutim, glavno se pitanje postavlja u kojim slučajevima i kada će država odabrati fiksni, a u kojim slučajevima fluktuirajući tečaj. Izbor će ovisiti o velikom broju čimbeniku kao što su:

- veličina zemlje (velika/mala)
- otvorenost prema međunarodnom tržištu
- struktura vanjske trgovine te stupanj diverzificiranosti
- stopa inflacije promatrane u odnosu na svjetski prosjek

Stoga će prema ovim čimbenicima velika zemlja koju karakterizira veliki stupanj integriranosti na međunarodnom tržištu, mali udio vanjske trgovine u BDP-u, te visok stupanj diversifikacije vanjske trgovine, odabrati sustav fluktuirajućih deviznih tečajeva. Suprotno od svega navedenog za velike zemlje: mali stupanj integriranosti na međunarodnom tržištu, veliki udio vanjske trgovine u BDP-u, te mali stupanj diversifikacije vanjske trgovine, male zemlje će odabrati sustav fiksnih deviznih tečajeva.<sup>9</sup>

Hrvatska narodna banka vodi politiku tzv. upravljano fluktuirajućeg tečaja. To je vrsta tečaja u kojem, s jedne strane, domaća valuta nije fiksno vezana za drugu valutu ili košaricu valuta, i drugo, tečaj kune prema euru je stabilan upravo radi deviznih intervencija koje obavlja HNB. Tečaj kune se slobodno formira na devizno tržištu u ovisnosti o ponudi i potražnji za devizama. HNB će se uključiti na devizno tržište u situaciji kada je potrebno korigirati tečaj kune zbog prevelike potražnje ili ponude deviza tj. zbog kolebanja tečaja. Za razliku od tečaja HRK/EUR, HNB ne može utjecati na vrijednost kune prema drugim stranim valutama (američki dolar ili engleska funta) jer je njihova vrijednost određena odnosom tih valuta i eura.<sup>10</sup>

---

<sup>9</sup> Nikolić N., Pečarić M., Osnove monetarne ekonomije (2007.), Split, str. 387. – 400.

<sup>10</sup> Hrvatska Narodna Banka, (2015.), Tečajni režim, (Internet), raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/tečajni-rezim>, (20.6.2018.)

### 2.2.1. Fiksni tečaj

U sustavu fiksnih deviznih tečajeva, devizni tečajevi se fiksiraju za određenu valutu ili košaricu valuta. U slučaju da se vezivanje vrši za određenu valutu, izbor te valute će ovisiti o strukturi vanjske trgovine određene zemlje. Vezivanje će se naime vršiti za valutu one zemlje koja sa najvećim udjelom sudjeluje u strukturi vanjske trgovine promatrane zemlje. Vezivanje za košaricu valuta najčešće je motivirano nastojanjem da se minimizira utjecaj iznenadnih promjena tečaja određene valute. Teorijski gledano jedna zemlja može sama konstruirati košaricu valuta za koju će vezivati svoju valutu. Međutim, u praksi, zemlje umjesto toga radije odlučuju za varijantu vezivanja svoje valute za košaricu koju je konstruirao MMF. Ta se košarica valuta naziva *specijalno pravo vučenja (SPV)*. Košarica naime, uključuje u proporcionalnim iznosima valute onih zemalja članica koje su imale najveći izvoz dobara i usluga tijekom posljednjih pet godina. SPV se naime, procjenjuje na temelju indeksa utemeljenog na pokretnom prosjeku valuta zastupljenim u košarici. Zbog toga će vrijednost SPV ostati nepromijenjena bez obzira na promjene valuta u košarici, bilo da se radi o njihovoj aprecijaciji ili deprecijaciji.<sup>11</sup> Danas strukturu SPV čine: EURO, Japanski yen, Engleska funta, SAD dolar i kineski renminbi, pridružen 1. listopada 2016. godine.

**Tablica 2: Vrijednost 1 SPV**

|                    | <b>EURO</b>      | <b>Japanski yen</b> | <b>Engleska funta</b> | <b>SAD dolar</b>  | <b>Kineski renminbi</b> |
|--------------------|------------------|---------------------|-----------------------|-------------------|-------------------------|
| <b>1999.-2000.</b> | 0.3519 (32%)     | 27.2 (18%)          | 0.1050 (11%)          | 0.5820 (39%)      | -                       |
| <b>2001.-2005.</b> | 0.4260 (31%)     | 21.0 (14%)          | 0.0984 (11%)          | 0.5770 (44%)      | -                       |
| <b>2006.-2010.</b> | 0.4100 (34%)     | 18.4 (11%)          | 0.0903 (11%)          | 0.6320 (44%)      | -                       |
| <b>2011.-2016.</b> | 0.4230 (37.4%)   | 12.1000 (9.4%)      | 0.1110 (11.3%)        | 0.6800 (41.9%)    | -                       |
| <b>2016.-2021.</b> | 0.38671 (30.93%) | 11.900 (8.33%)      | 0.085946 (8.09%)      | 0.58252 (41.735%) | 1.0174(10.915%)         |

Izvor: izrada autora ( [http://www.imf.org/external/np/fin/data/rms\\_sdrv.aspx](http://www.imf.org/external/np/fin/data/rms_sdrv.aspx) ) (24.6.2018.)

Današnjim fiksnom tečaju je dozvoljeno određeno odstupanje na više ili niže ( $\pm x\%$ ). Pretpostavit ćemo da se hrvatska kuna vezala za stranu valutu, npr. dolar. Ukoliko dođe do

<sup>11</sup> Nikolić N., Pečarić M., Osnove monetarne ekonomije, (2007.), Split, str. 400.

poraste potražnje za dolarom, dolazi do porasta deviznog tečaja. Dozvoljena granica rasta je ( $T_0 + x\%$ ). Međutim, ako devizni tečaj i dalje raste iznad dozvoljene granice, središnja banka će morati intervenirati na način da će prodavati dolar iz svojih deviznih rezervi i time zadovoljiti porast potražnje i zaustaviti porast deviznog tečaja u okviru gornje dozvoljene granice. Korekcijama deviznog tečaja od strane središnje banke, dolazi do iscrpljivanja rezervi. Jedini izlaz u toj situaciji za državu će biti u korigiranju postojećeg deviznog tečaja na višoj razini. Ta se korekcija deviznog tečaja naziva *devalvacijom*. Fiksni devizni tečaj očito ne može uvijek biti fiksni, već mu se kako vidimo, omogućuje prilagođavanje. Stoga se i ovakav devizni tečaj naziva prilagodljivim vezivanjem ili prilagođavanjem fiksnim deviznim tečajem. U visoko inflatornim sredinama devalvacija se često koristi u cilju korigiranja deviznog tečaja. Štoviše, moguće je i provođenje uzastopnih manjih devalvacija čiji su troškovi relativno manji od troškova jedne, ali veće devalvacije. Takvo prilagođavanje se naziva puzećim prilagođavanjem. Devalvacija je danas prvenstveno motivirana nastojanjem da se poboljša stanje u platnoj bilanci djelovanjem na povećavanje izvoza i smanjenje uvoza. Devalvacijom deviznog tečaja domaća roba postaje jeftinija inozemstvu, čime se stimulira izvoz i obrnuto, strana roba postaje skuplja domaćim partnerima čime se destimulira uvoz. Postoji i druga situacija u kojoj dolazi do pada deviznog tečaja ispod dozvoljene donje granice porasta ( $T_0 - x\%$ ). Ukoliko dođe do ovakvog pada, središnja banka mora intervenirati na tržištu na način da će kupovati npr. dolar ili euro i time zadovoljiti donje zadovoljene granice. Povećavanjem ponude dolara pada i devizni tečaj. Svakim sljedećim rastom ponude dolara, središnja banka će biti u situaciji da kupuje sve veći i veći iznos dolara. Pritom je potrebno imati u vidu da će se ponuda dolara dalje povećavati jer će špekulativni, očekujući daljni pad tečaja i njegovu moguću korekciju, nastojati prodavati što je moguće veće količine dolara po tečaju ( $T_0 - x\%$ ). Ovakvo će kretanje nedvojbeno rezultirati porastom deviznih rezervi i mogućim inflatornim efektima. Jedini rezultat je korigiranje postojećeg tečaja na nižu razinu, pri čemu se takvo korigiranje naziva *revalvacijom*. Revalvacijom i devalvacijom je utvrđeno da ne postoji fiksni devizni tečaj, nego se on može pojaviti kao manipulirani fiksni devizni tečaj tj. aprecirani devizni tečaj ili tečaj iznad tečaja ravnoteže i deprecirani devizni tečaj ili tečaj ispod tečaja ravnoteže. Kod apreciranog deviznog tečaja, tj. tečaja iznad tečaja ravnoteže, domaća valuta je deprecirana. Deprecijacijom domaće valute postiže se isti efekt kao kod devalvacije. Domaća roba postaje jeftinija za inozemstvo, dok strana roba postaje skuplja za domaće. Kod depreciranog deviznog tečaja ili tečaja ispod tečaja ravnoteže,

domaća valuta je aprecirana. Aprecijacijom domaće valute roba proizvedena u tuzemstvu postaje skuplja za inozemstvo, dok inozemna roba postaje jeftinija za domaće.<sup>12</sup>

### **2.2.2. Fluktuirajući tečaj**

Sustav fluktuirajućih deviznih tečajeva karakterističan je po fluktuiranju ili plivanju deviznih tečajeva koje se odvija pod utjecajem deviznog tržišta ili države. U prvom slučaju tečaj se formira pod utjecajem ponude i potražnje za devizama, a u drugom slučaju tečaj se formira pod utjecajem države. Također, kada se tečaj formira pod utjecajem ponude i potražnje, moguće je razlikovati:

- slobodno ili apsolutno fluktuirajući devizni tečaj
- manipulativno fluktuirajući devizni tečaj

Slobodno fluktuirajući tečajevi su tečajevi koji se formiraju isključivo pod utjecajem ponude i potražnje deviza na deviznom tržištu bez ikakvog uplitanja države. Ovi tečajevi nemaju raspon fluktuiranja. Veliki broj teoretičara smatra da je odabir ovog tečaja u međunarodnim odnosima krajnje problematičan, jer izaziva nesigurnost i rizičnost u poslovanju što se izravno reflektira na slobodno kretanje kapitala. Sumnja se da se preko njih može ostvariti ravnoteža platne bilance, te upozorava na nemogućnost njihove primjene u visoko inflatornim sredinama. Zbog toga se ovi tečajevi ne odabiru u praksi, a u mjesto njih se odabiru manipulativno fluktuirajući tečajevi. Oni su tečajevi koji se kontroliraju mjerama devizne kontrole, a država ograničava djelovanje ponude i potražnje deviza na način da određuje gornju i donju maržu fluktuacije. Ukoliko devizni tečaj postigne gornju ili donju granicu, država intervenira na deviznom tržištu.<sup>13</sup>

---

<sup>12</sup> Nikolić N., Pečarić M., Osnove monetarne ekonomije (2007.), Split, str. 400.- 409.

<sup>13</sup> Nikolić N., Pečarić M., Osnove monetarne ekonomije (2007.), Split, str.409.- 411.

### **3.USPOREDBA DEVIZNIH I INTERVENCIJA U RAZVIJENIM I ZEMLJAMA U RAZVOJU**

U ovom dijelu rada će se govoriti o deviznim intervencijama koje su provodile određene zemlje, jesu li one uspješne ili ne te kako one utječu na konačno ponašanje gospodarstva zemlje. U prvo dijelu će se govoriti o SAD-u, Japanu i Njemačkoj, kao zemljama koje su razvijene i u drugom dijelu će se govoriti o nerazvijenim zemljama (dodati zemlje).

Neka od istraživanja su pronašla jake dokaze da intervencije provedene od Sustava federalnih rezervi (FED), Njemačke Bundesbanke i Banke Japana (BoJ) u 1980.-im godinama, su utjecale na tečaj američkog dolara. Međutim, postavlja se pitanje je li politika deviznih intervencija postala manje efikasna? Barem su četiri razloga koja navode da su devizne intervencije u 1990.-im drukčijeg efekta od ranijih intervencija. Prvo, ekonomski uvjeti zemalja članica grupe G-3 (SAD, Japan i Njemačka) su se drastično promijenili 1990.-ih. SAD je doživio najveću ekonomsku ekspanziju u ovom razdoblju, Njemačka je zaostajala, dok je Japan doživljavao razdoblje recesije. Drugo, američki deficit je rastao u ovom razdoblju, a jedan od razloga je američka ekonomska pozicija kroz povijest. Treće, u procesu osnivanja Europske Centralne Banke stvorena je i europska monetarna unija u koju je ušla i Njemačka. Četvrto, japanske kamatne stope su postale toliko niske da su one u velikoj mjeri postale neefikasne.<sup>14</sup>

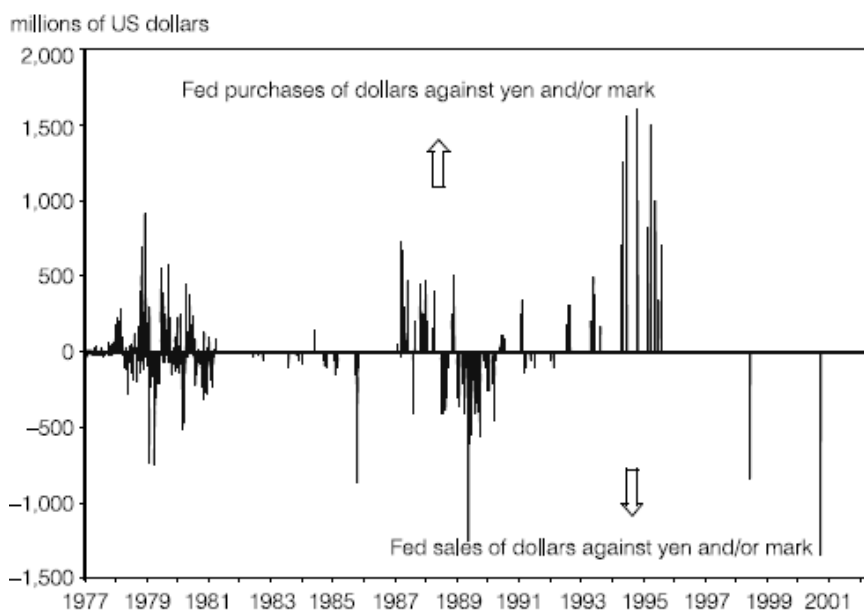
#### **SAD**

Američka monetarna vlast povremeno intervenira na deviznom tržištu kako bi se suprotstavila neracionalnim tržišnim uvjetima. Riznica je u dogovoru sa Sustavom federalnih rezervi, odgovorna za postavljanje američke tečajne politike dok je Federalna banka rezervi New Yorka odgovorna za izvršenje deviznih intervencija. Federalne intervencije rutinski „steriliziraju“ intervencije na deviznom tržištu čime se sprječava promjena iznosa količine rezerve koji je utvrđen monetarnim ciljevima. Na primjer, ako Federalna banka New Yorka proda dolare za kupnju strane valute, prodajom će doći do povećavanja rezervi. Kako bi sterilizira transakciju, Fed u svojim domaćim transakcijama na otvorenom tržištu može ukloniti rezerve prodajom državnih obveznica. Povremeno New York Fed može djelovati kao agent u ime drugih središnjih banaka i međunarodnih organizacija koje žele sudjelovati na

---

<sup>14</sup> Kathryn M. Dominguez: Foreign Exchange Interventions: Did It Work in the 1990s?, (2003.), (Internet), raspoloživo na: [https://pie.com/publications/chapters\\_preview/360/11ie3519.pdf](https://pie.com/publications/chapters_preview/360/11ie3519.pdf) (24.8.2018.)

deviznom tržištu u SAD-u. Devizne kupnje ili prodaje u kojima New York Fed djeluje kao agent se ne smatraju direktnim američkim intervencijama niti povećavaju razinu rezervi. U posljednjih nekoliko godina američke devizne intervencije su postale rjeđe. Od sloma Bretton Woods sustava 1971. godine, Sjedinjene Američke Države su koristile deviznu intervenciju kako bi usporile tečajne razlike, ali i pokazale da tečaj ne predstavlja temeljne ekonomske uvjete. SAD je na deviznom tržištu intervenirao osam dana 1995. godine, a samo dva puta od kolovoza 1995. do prosinca 2006. godine.<sup>15</sup> Kroz razdoblje 1990. - 2002. Fed je intervenirao 39 dana na jen/dolar tržištu, 48 dana na marka/dolar tržištu, te jedna operacija na euro/dolar tržištu. Dva najaktivnija razdoblja američkih intervencija su bila kasnih 1970.-ih i ranih 1980.-ih godina. Najveća jednodnevna kupnja je bila 2. studenoga 1994. godine koja je uključivala prodaju 800 milijuna dolara za jene i 800 milijuna dolara za marke, a najveća jednodnevna prodaja je bila 22. rujna 2000. godine u kojoj se dogodila prodaja 1.34 milijarde dolara za eure. Na slici 1. se vidi da su te dvije intervencije bile jednodnevne.



**Slika 1. američke intervencije u razdoblju 1977. – 2002.**

Izvor: [https://piie.com/publications/chapters\\_preview/360/11ie3519.pdf](https://piie.com/publications/chapters_preview/360/11ie3519.pdf) (24.8.2018.)

Intervencije FED-a na deviznom tržištu za valutni par dolar/jen se mogu grupirati u četiri dijela. U 94% intervencijskih dana na jen/dolar tržištu, FED je koordinirao operacije sa Bankom Japana, ali i sve daljnje operacije nakon 1992. su također koordinirane sa Bankom

<sup>15</sup> Federal Reserve Bank of New York: U.S. Foreign Exchange Interventions, (2007.), (Internet), raspoloživo na: <https://www.newyorkfed.org/aboutthefed/fedpoint/fed44.html> (24.8.2018.)



Japana. Sve američke intervencije prije 1992. godine su uključivale prodaju dolara za jen u pokušaju da smanje jen/dolar tečaj. Te su operacije vrlo relativno malih iznosa. Najduži period u kojem je SAD intervenirao, sa istim ciljevima, je uključivao 18 dana kupovine dolara za jene u razdoblju 1992.– 1995. godine. U ovo razdoblje je jen/dolar tečaj pao sa 110 na nešto više od 80 te na kraju zadnjeg dana intervencije dosegao iznos od 96.81. Najuspješnija dvodnevna operacija je bila na posljednji dan Fed intervencije, 17. lipnja 1998.godine u kojoj je prodano 800 milijuna dolara u nastojanju da se ojača jen. Intervencije su na ovaj dan vodile 4.87%-tnom smanjenju jen/dolar tečaja. U slučaju intervencija na tržištu marka/dolar, spomenut će se nekoliko glavnih intervencija u razdoblju od 1990. do 2002. godine.

Prva intervencija je uključivala prodaju dolara ranih 1990.-tih razdvojenu na dvije intervencije početkom ožujka. Prva se dogodila u jutarnjim satima u New Yorku i vodila je smanjenju tečaja od 1.18%, a druga se dogodila u poslijepodnevnom satima u New Yorku i vodila je smanjenju tečaja od 0.3%. Druga intervencija je bila u svibnju 1990. kada je Fed kupovao dolare kako bi ojačao dolar u odnosu na marku i time je, neuspješno, potrošio 1 milijardu dolara. Treća je bila u veljači 1992., kada je Fed kupnjom dolara imao utjecaj na marka/dolar tečaj. Sljedeća intervencija koja je bila u ožujku 1991., bila je relativno mala i iznosila je prodaju od 87 milijuna dolara, također nije bila uspješna u korigiranju marka/dolar tečaja. Posljednja intervencija u ovom razdoblju je bila u rujnu 2002. godine kada je Fed prodao 1.34 milijarde dolara i kupio eure u suradnji sa ECB (Europska Centralna Banka) i BOJ u nadi da će povećati vrijednost eura.<sup>16</sup> Posljednju intervenciju, SAD je imala u ožujku 2011. godine.<sup>17</sup> Današnja trgovina na deviznim burzama odvija se pomoću suvremenih telekomunikacijskih i elektroničkih uređaja koji povezuju velike banke i burzovne trgovce. Devizne intervencije direktno utječu na tečaj tj. na vrijednost valute. Prema tome, slabiji dolar pomogao bi američkim izvoznicima time što bi bili konkurentniji na inozemnim tržištima, no mogao bi narušiti status vodeće svjetske rezerve valute. Npr. ako monetarna politika uzrokuje pad kamatne stope u SAD-u, prinosi na imovinu će biti manje povoljni za međunarodne investitore. Pad vrijednosti dolara će nastojati povećati američki izvoz, jer se smanjuju iznos

---

<sup>16</sup> Kathryn M. Dominguez: Foreign Exchange Interventions: Did It Work in the 1990s?, (2003.), (Internet), raspoloživo na: [https://piie.com/publications/chapters\\_preview/360/11ie3519.pdf](https://piie.com/publications/chapters_preview/360/11ie3519.pdf) (24.8.2018.)

<sup>17</sup> The Fred Blog, (November 2015.), (Internet), raspoloživo na: <https://fredblog.stlouisfed.org/2015/11/foreign-exchange-intervention/> (24.8.2018.)

kojeg će strani kupci morati izdvojiti za dobra i usluge kupljenje u SAD-u. Nadalje, deprecijacija dolara znači da kupovina uvoznih proizvoda postaje skuplja, što daje američkim potrošačima i firmama poticaj za kupnju domaćih proizvoda i usluga umjesto stranih. Također, promjene dugoročnih kamatnih stopa, cijene dionica i devizne vrijednosti dolara će utjecati na odluku o potrošnji od strane kućanstava i poduzeća. Niže kamatne stope na potrošačke kredite će izazvati veću potrošnju na dugoročnu robu kao što su npr. automobili, te manja hipotekarna stopa će dovesti do povećanje kupnje domova.<sup>18</sup>

## **JAPAN**

Studije nakon 2001. godine, iako različite u rezultatima, općenito podupiru svakodnevne intervencije na tečaj jen/dolar. Najvažnija činjenica je da utjecaj intervencije ovisi o uvjetima pod kojima se odvija. Svaka intervencija je stoga jedinstven događaj. Japansko ministarstvo financija je nakon 2001. godine počelo objavljivati dnevne intervencijske podatke na tromjesečnoj bazi, retroaktivno do travnja 1991. godine. Prije 2001. godine izvješća o dnevnim intervencijama, koja su se naknadno pokazala netočnim, su donosili mediji. Od travnja 1991. do ožujka 2001. japanske monetarne vlasti su intervenirale na inozemnim burzama 351 dan. Gotovo sve intervencije (više od 98%) su se odvijale na jen-dolar tržištu za apsolutni iznos od 68.3 triliona jena ili oko 612 milijardi dolara za 345 dana. Intervencije na drugim tržišnim segmentima su bile rijetke. Razdoblje od 1991. do 2004. podijeljeno je na tri dijela. Svaki režim je predstavljao različitu intervencijsku taktiku. Tijekom prvog režima intervencije su bile česte (3.3 puta dnevno), ali u manjim iznosima (47 milijardi jena dnevno); tijekom drugog režima intervencije su bile rijetke (0.6 puta mjesečno) velikih iznosa (499 miliona jena dnevno); te tijekom trećeg režima intervencije su bile česte (8.6 puta mjesečno) i relativno velikih iznosa (272 milijarde jena dnevno). Odluke o intervencija, u Japanu, donose članovi ministarstva financija. Intervencija, koja je izvršena 14. siječnja 2003. od strane novog ministra financija, često se nazivala kao „velika intervencija“. Suočene sa aprecijacijskim pritiscima jena, dok je gospodarstvo zarobljeno u deflaciji, japanske vlasti su prodale 35 trilijuna jena (oko 315 milijardi dolara) tijekom razdoblja od 15 mjeseci. Ovakva intervencija je dobila potporu od američkih vlasti, čija je pozicija „pomoći povećavanju novčane mase u

---

<sup>18</sup> Board of Governors of The Federal Reserve System: Conducting Monetary Policy, (Internet), raspoloživo na: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/pf.htm>, (21.7. 2018.)

Japanu“. Novine *Times*, kao i drugi izvori su identificirali da od 345 dana intervencija, „javne“ su provedene 219 dana, a „tajne“ 126 dana. (Tablica 3.)

**Tablica 3. Japanske devizne intervencije, travanja 1991. – ožujak 2004. (iznos u milijardama)**

|  | Prvi režim,<br>Travanj 1991. –<br>ožujak 1995. | Drugi režim,<br>lipanj 1995. –<br>prosinac 2002. | Treći režim,<br>siječanj 2003. –<br>ožujak 2004. | Ukupno: 156<br>mjeseci |
|--|--|--|--|------------------------|
| Konačan iznos u jenima                       | 7,747.9  | 25,455.4   | 35,077.8   | 68,281.1               |
| Ekvivalent američkom dolaru                  | 76.1   | 221.0  | 315.2  | 612.4                  |
| Broj dnevnih intervencija(mjesečno)          | 165 (3.3)                                      | 51 (0.6)   | 129 (8.6)  | 345 (2.2)              |
| Koordinirano sa američkim vlastima           | 18   | 4  | 0  | 22                     |
| Prosječna veličina                           | 47.0   | 499.1  | 271.9  | 197.9                  |
| Prodaja jena                                 | 9,974.6  | 21,349.3   | 35,077.8   | 63,401.7               |
| Broj dana                                    | 139  | 45   | 129  | 313                    |
| Prosječna veličina                           | 50.2   | 474.4  | 271.9  | 202.6                  |
| Kupovina jena                                | 773.3  | 4,106.1  | 0  | 4,879.4                |
| Broj dana                                    | 26   | 6  | 0  | 32                     |
| Prosječna veličina                           | 29.7   | 684.4  | --   | 152.5                  |
| Ukupan iznos dolara od američkih investitora | 6.4  | 2.0  | --   | 8.4                    |

Izvor: izrada autora (<http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.902.7200&rep=rep1&type=pdf>), (24.8.2018.)

Razmišljajući o aprecijaciji jena tijekom vremena, japanske vlasti su češće prodavale nego kupovale jen: ukupna prodaja je iznosila 63.4 triliona jena u usporedbi s ukupnom kupnjom od 4.9 trilijuna jena (vidi tablicu 3.). Za period 1990. – 2003., analitičari su pokazali da su intervencije bile pristrane prema slabljenju jena. Jedina veća intervencija u tom razdoblju je bila kada su japanske vlasti 10. travnja 1998. godine kupile 2.6 trilijuna jena za oko 20 milijardi dolara, a jedina veća intervencija američke vlasti u istom periodu je bila 17. lipnja 1998. u kojoj je prodala 833 milijuna dolara. Japanske vlasti su općenito intervenirale prodajom ili kupnjom jena kada je on bio depreciran. Procjenjivana je učinkovitost intervencija deviznog tržišta te utjecaj na razinu dnevnog tečaja jen/dolar ili tečajnog prihoda tj. prihoda nastalih na tečajnoj razlici. Intervencije bi se mogle promatrati na dvije razine. Prvo, od vlasti bi se mogla očekivati trenutna intervencija kada se tečaj pomiče u nepovoljnom smjeru i drugo, vlasti mogu nastaviti sa intervencijom, dok ne vide povoljan preokret u tečaju. Dva su pristupa govorila o istom problemu. Prvi, najjednostavniji pristup

se koristio jednostavnim zaostajanjem intervencija pod pretpostavkom da utjecaj traje duže od jednog dana. Međutim, ovaj pristup je utvrdio da niti koordinirane niti jednostrane intervencije nisu bile statistički značajne na dnevne promjene tečaja u razdoblju travanj 1991. – listopad 2001. Drugo, neki su koristili intra-dnevne podatke pretpostavljajući da utjecaj traje nekoliko sati, iako ne odgovara trgovinski satima u Tokiju, Londonu i New Yorku. Najviše intervencija se održavalo po tokijskom trgovinskom satu kao i to da je utjecaj intervencija bio kratkotrajan, ne duži od jednog dana.<sup>19</sup>

Japanski jen je bio jedna od najvolatilnijih valuta u razdoblju od 2008. do 2013. godine. Zbog pojačavanja zaduživanja na svjetskoj razini od kolovoza 2000. godine, jen, koji je tada bio favoriziran zbog svoje politike nultih kamatnih stopa, počeo je jako aprecirati budući da su investitori počeli kupovati jen kako bi mogli vraćati kredite. Kao posljedica toga jen je aprecirao 25% u odnosu na američki dolar u razdoblju od 5 mjeseci do siječnja 2009. godine.<sup>20</sup>

## **NJEMAČKA**

Euro danas ima jednu od glavnih uloga na ekonomskoj sceni. Veliki utjecaj je imala i Njemačka marka u razdoblju od 1990-tih pa do uvođenja eura kao glavne valute, 1. siječnja 1999. godine. Nakon '90. -tih godina, 6% intervencija koje je imala Bundesbanka su bile koordinirane sa FED-om. U razdoblju 1990.- 1998., Bundesbanka je intervenirala 36 dana sa ukupnim iznosom od 7 milijardi dolara sa naglaskom na operacije prije 1992.godine. Dnevne intervencije Bundesbanke su generalno bile manje nego operacije Banke Japana. Glavne operacije Bundesbanke početkom 1990. i rane 1991. su bile operacije prodaje dolara za marke. Tečaj marka/dolar je u ovoj prodaji bio iznad 1,6, a tri od četiri puta kada se kupovao dolar, tečaj je iznosio ispod 1,5. Kroz šest razdoblja intervencija Bundesbanke, samo je intervencija koja je bila 1990. imala utjecaj, koji je trajao duže od 48 sati, na marka/dolar

---

<sup>19</sup> Shinji Takagi1 :The Effectiveness of Foreign Exchange Market Intervention: A Review of Post-2001 Studies on Japan, (Internet), raspoloživo na: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.902.7200&rep=rep1&type=pdf> (24.8.2018.)

<sup>20</sup> Investopedia Staff: Currency fluctuations: How they effect the economy, (March 2018.), (Internet), raspoloživo na: <https://www.investopedia.com/articles/forex/080613/effects-currency-fluctuations-economy.asp> (24.8.2018.)

tečaj. Najveći postotak promjene tečaja je bio 15. kolovoza 1995. kada je Bundesbanka kupila 398.1 miliona dolara.

**Tablica 4: Intervencije Bundesbanke u razdoblju 1990.- 1998.**

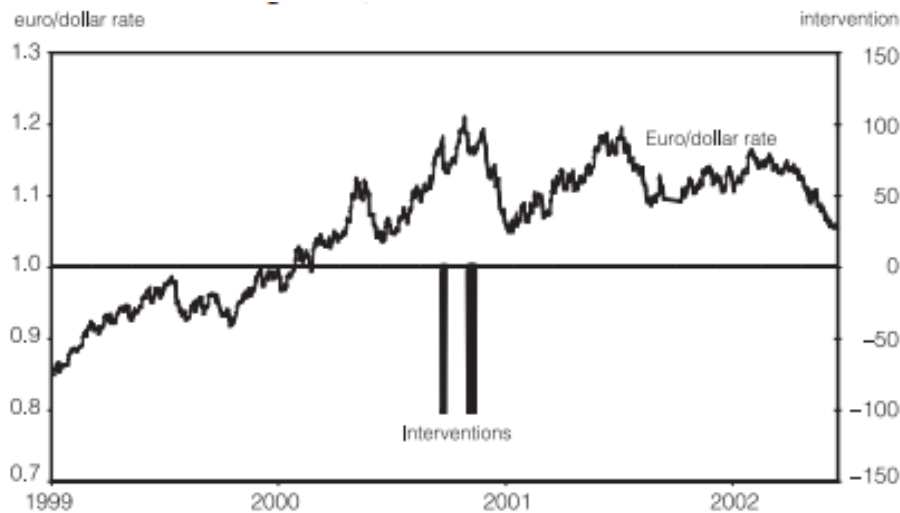
|                                       | Postotak rasta<br>marka/dolar tečaja | Iznos u dolarima<br>(milijuni) | Koordinacija sa G-2 |
|---------------------------------------|--------------------------------------|--------------------------------|---------------------|
| <b>Intervencije za jačanje dolara</b> |                                      |                                |                     |
| 15. kolovoz 1995.                     | 2.823                                | 398.1                          | Fed i Banka Japana  |
| 20. srpnja 1992.                      | 2.371                                | 100.9                          | Fed                 |
| 31. svibnja 1995.                     | 1.015                                | 395.6                          | Fed i Banka Japana  |
| <b>Intervencije za jačanje marke</b>  |                                      |                                |                     |
| 12. srpnja 1992.                      | -2.528                               | -339.5                         | Fed                 |
| 4. siječnja 1990.                     | -2.401                               | -50.4                          | Banka Japana        |
| 23. travnja 1991.                     | -1.255                               | -430.3                         | ---                 |

Izvor: izrada autora ([https://piie.com/publications/chapters\\_preview/360/11ie3519.pdf](https://piie.com/publications/chapters_preview/360/11ie3519.pdf)) (24.8.2018.)

Nakon uvođenja eura 1999. godine, Europska Centralna Banka (ECB) je intervenirala u četiri slučaja u rujnu i studenom 2000. godine. Slika 2. pokazuje euro/dolar tečaj zajedno sa intervencijama Europske Centralne Banke koje su bile u trenutku kada je euro bio slabiji u odnosu na dolar.

Empirijskim dokazima iz 1990.-tih, zaključilo se da intervencije mogu direktno utjecati na tečaj. U odnosu na 1980-te, Centralne Banke gore navedenih država su manje intervenirale, ali puno efikasnije. Prema nekim istraživanjima, intervencije mogu biti efikasne u kombinaciji sa trenutnom novčanom ponudom. Intervencija koja je ostavila najveći utjecaj 1980-tih je bila prodaja dolara 1985. koja je smanjila njegovu relativnu vrijednost. Analogno 1985.-oj, bila je aprecijacija jena u travnju 1995. godine. Intervencije u ovom periodu, koje su obavljale Banka Japana i FED, su vodile povećavanju jen/dolar tečaja. Intervencije koje su bile neočekivane i neobjavljene su imale veći učinak. Intervencije koje su bile u Japanu 1995. su previše „naviknule“ tržište na intervencije. Pod ovom pretpostavkom, daljnje intervencije

Banke Japana su postale manje predvidljive, a veličina dnevnih intervencija je rasla. Ista situacija je bila i sa FED-om, čije su intervencije bile veće, rjeđe i manje predvidljive. Iako je financijsko tržište postalo globalizirano, a ekonomski uvjeti među zemljama se razlikuju, devizne intervencije se pokazuju kao koristan instrument.<sup>21</sup>



**Slika 2.: Intervencije ECB-a i euro/dolar tečaj u razdoblju 1999.- lipnja 2000.**

Izvor: [https://piie.com/publications/chapters\\_preview/360/11ie3519.pdf](https://piie.com/publications/chapters_preview/360/11ie3519.pdf) (24.8.2018.)

Vrijednost valuta ima izravan utjecaj na gospodarstvo preko: trgovine, ekonomskog rasta i kapitalnih tokova. Slabija valuta stimulira izvoz i povećava uvoz, čime se tijekom vremena smanjuje trgovinski deficit neke zemlje ili se povećava višak. Nadalje, iz osnovne jednadžbe  $BDP = C + I + G + X$  gdje je  $X$  neto izvoz, jasno se vidi da što je veća vrijednost neto izvoza veći je BDP. Neto izvoz ima inverznu korelaciju između sa snagom domaće valute. I u konačnici strani kapital će se investirati u zemlje sa jakom vladom, dinamičnom ekonomijom i stabilnom valutom. Kapitalni priljevi se mogu podijeliti na strane direktne investicije- u kojem strani investitori uzimaju udjele u postojećim tvrtkama ili grade nove objekte u inozemstvu, i inozemni portfelj ulaganja- gdje strani ulagači kupuju i prodaju vrijednosne papire. Snažna domaća valuta djeluje na ekonomiju postićući isti krajnji rezultat kao stroga monetarna politika tj. veće kamatne stope.<sup>22</sup>

<sup>21</sup> Kathryn M. Dominguez: Foreign Exchange Interventions: Did It Work in the 1990s?, (2003.), (Internet), raspoloživo na: [https://piie.com/publications/chapters\\_preview/360/11ie3519.pdf](https://piie.com/publications/chapters_preview/360/11ie3519.pdf) (24.8.2018.)

<sup>22</sup> Investopedia Staff: Currency fluctuations: How they effect the economy, (March 2018.), (Internet), raspoloživo na: <https://www.investopedia.com/articles/forex/080613/effects-currency-fluctuations-economy.asp> (24.8.2018.)

Rezultati istraživanja MMF-a su navela da devizne intervencije provedene od strane centralnih banaka zemalja u razvoju mogu imati veći utjecaj na kamatnu stopu u odnosu na razvijene zemlje. Nekoliko je razloga koji ovo objašnjavaju. Prvo, za razliku od FED-a, ECB-a i BoJ-a, neke od centralnih banaka zemalja u razvoju ne provode potpuno sterilizirane devizne intervencije. Drugo, za razliku od centralnih banaka koje izdaju velike svjetske valute, neke od centralnih banaka zemalja u razvoju provode devizne intervencije u iznosima koji su važni za novčanu bazu koju čini depozitni novac stvoren poslovnom aktivnošću banaka i gotov novac kojeg emitira središnja banka. Treće, neke od centralnih banaka zemalja u razvoju imaju veće prednosti u dobivanju informacija u odnosu na centralne banke razvijenih zemalja. Posljednje, mnoge centralne banke zemalja u razvoju vrše moralne pritiske kako bi pojačali učinke deviznih intervencija na tržištu zbog razloga što poslovne banke znaju da će im centralna banka pomoći u nekoj kriznoj situaciji što u konačnici može dovesti do zlouporabe funkcija središnje banke kao što je npr. zajmodavac u krajnjoj nuždi. Mnoge devizne intervencije su obavljane telefonskih putem od strane centralnih banaka zemalja u razvoju. Rasprostranjenost deviznih intervencija je više vidljiva u fleksibilnim tečajevima. Npr., u upravljano plivajućem tečajnom režimu, monetarne vlasti utječu na kretanje tečaja kroz promjenu kamatne stope i kroz aktivne devizne intervencije, a u slobodnom plivajućem tečaju, devizne intervencije mogu zaustaviti pretjeranu fluktuaciju tečaja.<sup>23</sup>

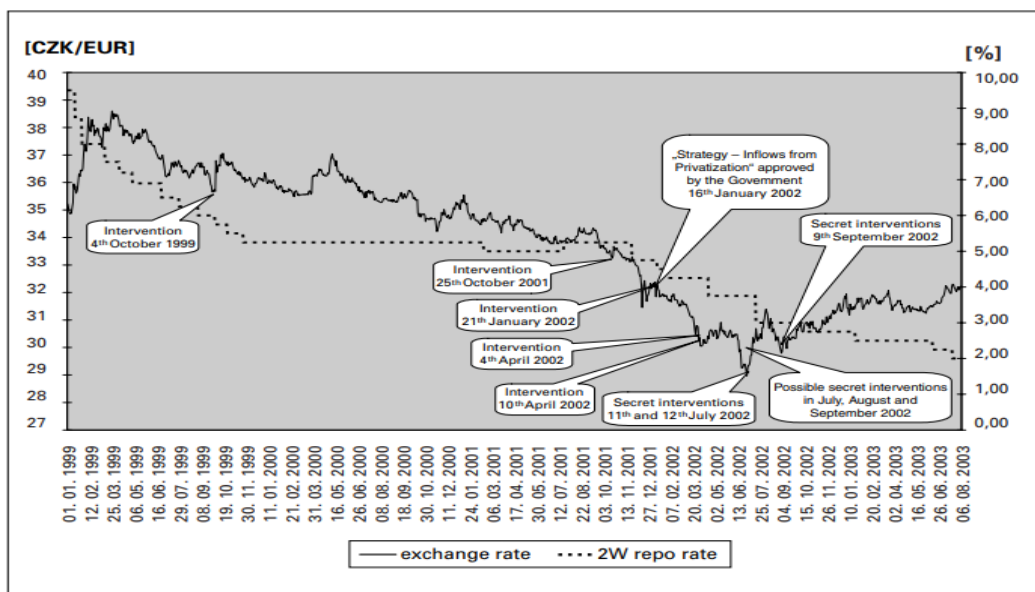
## ČEŠKA

Češka Nacionalna Banka je počela koristiti kamatnu stopu kao jedan od instrumenata monetarne politike, sukladno tome i devizne intervencije, 7. studenog 2003. godine. Za Češku Republiku kao jednu od malih otvorenih ekonomija sa dugoročnim viškom likvidnosti u bankarskom sektoru, ovo je efikasniji instrument od bilo kojeg drugog. Češka Narodna Banka je izričito pratila ciljanu inflaciju i u isto vrijeme intervenirala na deviznom tržištu putem deviznih intervencija. CNB je 2014. godine objavila detaljnu analizu ciljeva, strategija i efikasnosti koje su bile objavljene javno. Intervencije CNB-a su bile usmjerene prema usporavanju aprecijacije tečaja krune u odnosu na njemačku marku, a kasnije u odnosu na euro. Najaktivnije razdoblje deviznih intervencija je bilo veljača-srpanj 1998., listopad-ožujak

---

<sup>23</sup> Jorge Ivan Canales-Kriljenko: Foreign Exchange Intervention in Developing and Transition Economies: Result of a Survey, (May 2003), (Internet), raspoloživo na: <https://ideas.repec.org/p/imf/imfwpa/03-95.html> (24.8.2018.)

2000. i listopad 2001.-rujan 2002. godine. Prvi i treći period su bili okarakterizirani kao jako aprecirane i visoko-kratkotrajne volatilnosti krune u odnosu na njemačku marku, a kasnije euro. U drugom periodu je kruna aprecirala u odnosu na euro, ali dosta slabije nego u prvom i trećem periodu. Empirijska istraživanja su bila usmjerena na dnevna kretanja krune u odnosu na euro i to u periodu rujan 2001.- listopad 2002., periodu kada je CNB često intervenirala te kada je kruna snažno aprecirala dodatnih 15% u odnosu na euro i što je dovelo u velike probleme za Češku kao izvozno-orijentiranu ekonomiju. CNB je intervenirala 41 dan u ovo periodu i pri tome kupila 3 milijarde eura. „Akcijski plan“ za borbu protiv jake aprecijacije se sastojao od tri elementa: strategije, kamatne stope i deviznih intervencija. Kao što je vidljivo iz slike 3, odabrani element, strategija, nije imao utjecaja na tečaj. Jedan od razloga je bio što tržište nije vjerovalo da će vlada ispuniti uvjete iz strategije. Kakogod, vlada je na iznenađenje drugih, počela pratiti strategiju u svibnju 2002. godine, kada je u prvoj privatizaciji (Češka prodala Njemačkoj RWE Gas) i time kupila preko 4 milijarde eura.



**Slika 3: CZK/euro tečaj, devizne intervencije i dvotjedna repo stopa**

Izvor: [http://journal.fsv.cuni.cz/storage/965\\_01\\_094-116.pdf](http://journal.fsv.cuni.cz/storage/965_01_094-116.pdf) (24.8.2018.)

Drugi instrument u borbi protiv aprecijacije je bilo smanjivanje kamatne stope sa 5.25% u studenom 2001. na 3% u srpnju 2002. Treći instrument su bile devizne intervencije odrađene u dvije faze. Prva faza je bila u listopadu 2001. i završila u travnju 2002. koja je imala jako mali utjecaj na kamatnu stopu (vidjeti sliku 3). U drugoj fazi koja je počela u srpnju 2002. i



završila u rujnu 2002., intervencija je obavljena tajno, zbog čega ni ova intervencija nije imala utjecaja na tečaj.<sup>24</sup>

U 2012. i 2013. godini Češka je bila u recesiji, a njene posljedice su se odrazile na nezaposlenost, dohodak i potrošnju te su dovele do smanjivanja korporativnih dobitaka i ulaganja. CNB je reagirala na način da je smanjila kamatnu stopu tehnički na nulu (0.05%). Osim toga obećala je držati ovako rekordno nisku kamatnu stopu koliko god je to bilo potrebno. U jesen 2012. godine je počela koristiti drugi instrument monetarne politike, a to je tečaj. Sama izjava CNB-a o početku korištenja tečaja je dovela do slabljenja krune krajem 2012. i početkom 2013. godine i time usporila dezinflacijske efekte što je u konačnici pomoglo gospodarstvu da malo „uzme predaha“. Jedan od razloga odabira tečaja kao instrumenta monetarne politike je bila stabilnost cijena tj. ciljane inflacija u iznosu od 2%. Korištenje deviznih intervencija kao prikladnog alata za borbu protiv rizika od deflacije, je bilo predloženo od strane MMF-a 2013. godine. Slabljenje tečaja uzrokovalo je nestanak deflacijske zamke i dovelo je do ubrzavanja gospodarskog rasta, u 2014. godini češka ekonomija je narasla za 2%. Ekonomski rast je bio podržan od vanjske potražnje koja se prilagodila monetarnim uvjetima zbog oslabljenog tečaja i veće državne intervencije. Gospodarstvo bi se sporije oporavljalo da je monetarna politika ostala pasivna. Da CNB nije preuzeo inicijativu, ekonomski rast u 2014. je mogao biti manji za jedan postotni poen. Neposredni efekti slabljena krune mogu biti za nekoga kratkoročno nepovoljni. Firme su suočene sa višom cijenom robe, materijala i polugotovih proizvoda kupljenih u inozemstvu, a domaćinstva moraju plaćati veću cijenu za uvozna dobra i energiju. Međutim, sve ove posljedice su kratkotrajne. Slabljenje krune u odnosu na euro je dovelo do povećavanja cijene za uvezena dobra i poticanje potražnje za domaćim dobrima. Također, čekajući da cijena padne, ljudi se radije odlučuju za štednju nego za potrošnju. Firme su sada u mogućnosti zapošljavati više ljudi kojima će davati veću plaću. Također će firme početi više ulagati što će u konačnici dovesti do punjena poreznih prihoda budžeta.<sup>25</sup>

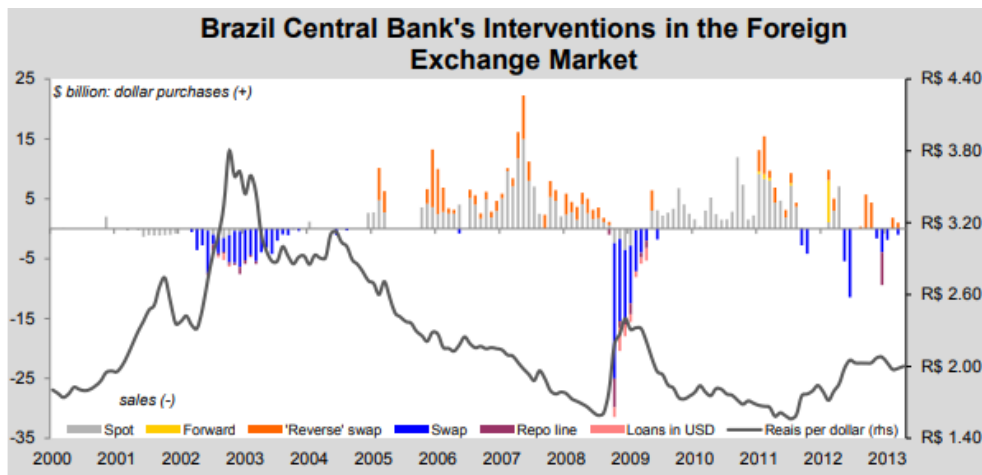
---

<sup>24</sup> P. Disyatat and G. Galati: The effectiveness of foreign exchange intervention in emerging market countries: evidence from the Czech koruna, (March 2005), (Internet), raspoloživo na: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0261560607000083> (24.8.2018.)

<sup>25</sup> Czech National bank (2003-2018), What was the exchange rate commitment?, (Internet), raspoloživo na: [https://www.cnb.cz/en/faq/the\\_exchange\\_rate\\_as\\_monetary\\_policy\\_instrument.html#01](https://www.cnb.cz/en/faq/the_exchange_rate_as_monetary_policy_instrument.html#01) (28.6.2018.)

## **BRAZIL**

Otkako je prihvatila plivajući tečajni režim 1999., Brazilska Centralna Banka (BCB) je nekoliko puta intervenirala na deviznom tržištu kupujući i prodavajući devize, što je vidljivo na slici 4.



**Slika 4: Intervencije BCB-a na deviznom tržištu**

Izvor: [https://www.itaub.com.br/arquivosstaticos/itauBBA/contents/common/docs/Itau\\_WP9\\_FX\\_may13.pdf](https://www.itaub.com.br/arquivosstaticos/itauBBA/contents/common/docs/Itau_WP9_FX_may13.pdf) (24.8.2018.)

Postoji skup varijabli zbog kojih je BCB odlučila reagirati na deviznom tržištu. Neke od njih su: odstupanje tečaja od trenutnog trenda, usporedba kretanja valuta, volatilnost tečaja i valuta, relativne performanse domaćih i međunarodnih burzi te razina domaćih rezervi. Reakcijska funkcija BCB-a se mijenjala kroz vrijeme: volatilnost tečaja, domaće rezerve domaća i međunarodne burza su bile značajne za intervencije na deviznom tržištu od 2003. do 2010. godine, dok su kretanja dolara bila značajna između 1999. i 2002. godine i od 2011. do 2012. godine. BCB je često intervenirala kroz kupnju ili zabranom kupnje čime uzrokuju da vjerojatnost djelovanja na određeni dan ovisi o radnjama poduzetim u prethodnom danu.<sup>26</sup> U kolovozu 2013. BCB je objavila veliki program intervencija kroz swap ugovore s ciljem osiguravanja likvidnosti na deviznom tržištu. Program se sastojao od dnevnih prodaja swap ugovora u vrijednosti od 500 milijuna američkih dolara i time bi osigurao investitore od realne deprecijacije. Swap ugovori su ostali u vrijednostima izraženim u domaćoj valuti i time investitorima pružili istu zaštitu koju bi dobili i kada bi kupili dolar na spot tržištu i čekali vrijeme dospijeca swap ugovora. Program je također i uključivao i aukcije koje su se

<sup>26</sup> Gabriel Fernandes: Interventions in The Brazilian Foreign Exchange Market: An Empirical Investigation of The Determinants; Working paper No9.; (May 2013), (Internet), raspoloživo na: [https://www.itaub.com.br/arquivosstaticos/itauBBA/contents/common/docs/Itau\\_WP9\\_FX\\_may13.pdf](https://www.itaub.com.br/arquivosstaticos/itauBBA/contents/common/docs/Itau_WP9_FX_may13.pdf) (24.8.2018.)

dogadale petkom te na kojima bi centralna banka ponudila 1 milijardu dolara na spot tržištu kroz otkupne ugovore. U obavijestima ovog programa se navodi kako će isti trajati do najmanje 31. prosinca 2013. Međutim, 18. prosinca 2013. BCB objavljuje produživanje programa do najmanje sredine 2014. godine sa smanjenim iznosom intervencija na 200 milijuna dolara. Na kraju 2013. godine ukupan iznos intervencija je iznosio 50 milijardi dolara. Program je bio proširen do 31. ožujka 2015. godine gdje je ukupni iznos valutnog swapa bio 110 milijuna dolara. Mnoga istraživanja su navela da devizne intervencije, kroz swap ugovore, imaju utjecaja na tečaj. Npr. Andrade i Kohlscheen (2014.) su zaključili da dolazi do realne promjene od 0.33 postotnih poena nakon objave aukcije valutnih swapova. Barroso (2014.) procjenjuje da je kupnja ili prodaja jedne milijarde dolara može dovesti do 0.51 postotne deprecijacije ili aprecijacije brazilskog reala. Vervloet (2010.) je otkrio da efekt steriliziranih intervencija ima male magnitude (između 0.10 i 1.14 posto za jednu milijardu) te su kratkog trajanja. Općenito, američke intervencije od jedne milijarde utječu na tečaj od 0.1 do 0.5 posto. U periodu od 1999. do 2003. godine kada su intervencije bile oskudnije i rjeđe, operacije kupnje američkog dolara su smanjivale vrijednost brazilskog reala. U razdoblju od 2004. do 2012. godine, razdoblju većih i češćih intervencija, samo su prodajne intervencije bile značajne, čime su rezultirale povećavanju volatilnosti brazilskog reala. Kada god je središnja banka intervenirala ona je povećavala volatilnost. Međutim, nakon što je došlo do većinske prodaje swap ugovora tijekom financijske krize 2008. i 2009. godine, sudionici na tržištu su smatrali da takva reakcija središnje banke je rezultat pogoršavanja ekonomskih uvjeta i to više nego što je očekivano. Zemlje u razvoju, kao i Brazil, imaju manja likvidna tržišta i ranjivija su međunarodnim krizama. Prema tome, učinkovitost intervencija je u najboljem slučaju ograničena i ne funkcionira uvijek po želji. Centralna banka neće uvijek moći utjecati na tečaj što će rezultirati problemima s likvidnošću.<sup>27</sup>

## **HRVATSKA**

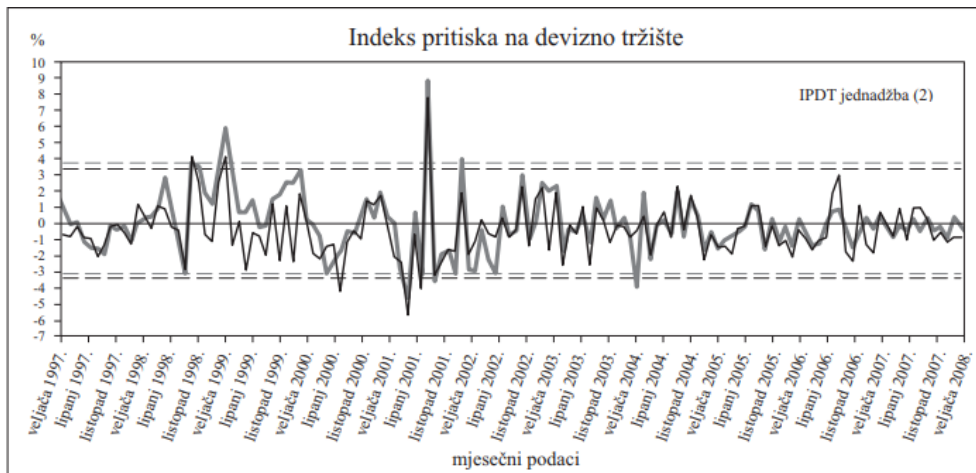
U doba rastuće globalizacije i gospodarske ovisnosti o njoj, fiksni i polufiksni tečajni režimi sve su izloženiji opasnosti valutnih kriza. Zbog sve većih špekulativnih napada, pojedine zemlje je sustigao gospodarski krah. Napadi se događaju kada postoji neuobičajeno velika međunarodna ponuda domaće valute s obzirom na devize, što tjera monetarne vlasti na

---

<sup>27</sup> M. Moura, F. Pereira, G. de Moraes Attuy: Currency Wars in Action: How Foreign Exchange Interventions Work in a Emerging Economy, (March, 2013), (Internet), raspoloživo na: [https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2013/06/2013\\_wpe304.pdf](https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2013/06/2013_wpe304.pdf) (24.8.2018.)

primjenu jakih protumjera. Kuna je podlegla jakom špekulativnom pritisku u 1999. godini, na kraju domaće bankarske krize, što je uzrokovalo deprecijaciju kune i smanjenje proizvodnje. Godine 2001., dolazi do novih pritisaka na tečaj kune. Od 2001. godine HNB je u svrhu sprječavanja aprecijacijskih pritisaka te održavanja stabilnosti kune, povećavao devizne pričuve intervenirajući na deviznom tržištu. Zbog financijske krize 2008. godine, HNB je reagirao na jake pritiske na deviznom tržištu i intervenirao je kako bi spriječio deprecijaciju kune. Promjene na deviznom tržištu se mogu mjeriti indeksom pritisaka na deviznom tržištu (IPDT) kojeg su razvili Girton i Roper (1977.). IPDT pokazuje promjenu tečaja koja bi se dogodila kada ne bi bilo intervencija vlasti. Kod plutajućih tečajnih režima sav se pritisak odražava u promjeni vrijednosti tečaja, a kod polufiksni i fiksni tečajni režima pritisak se samo djelomično odražava na promjenu tečaja jer vlast, kako bi spriječila pritiske na tečaj, kupuje i prodaje devize te se koristi kamatnim stopama. IPDT je bitan iz sljedećih razloga; pokazuje koliki pritisak monetarne vlasti mogu očekivati na vlastitu valutu, procjenjuje uspješnost instrumenata u uklanjanju pritisaka na deviznom tržištu te je važan za kreditni rejting. HNB je provodio monetarnu politiku na kombinacijom deviznih intervencija i administrativnih mjera. Devizne intervencije su glavni HNB-ov instrument u apsorpiranju pritisaka na kunu. Kamatne stope nikad nisu bile važne zato što HNB nikad nije vodio monetarnu politiku utemeljenu na kamatnim stopama. Obvezna pričuva je služila za uklanjanje pritisaka na kunu za vrijeme valutnih kriza 1999. i 2001. godine. Zbog zakona o deviznom poslovanju donesenog prije 2001. te zabrane poduzećima kupnje ili posjedovanja deviza, dolazi do podcjenjivanja jačine pritisaka u tome razdoblju. Nakon 2001. godine i ukidanja navedenog zakona, zbog veće potražnje deviza dolazi do deprecijacijskih pritisaka na kunu. Međutim, nedostatak IPDT-a je mjerenje očekivanja. Na primjer, ako špekulanti očekuju devalvaciju fiksnog tečaja, počat će prodavati velike količine valute. To će potaknuti vlast na intervenciju na deviznom tržištu, naglo povećavanje kamatne stope te uklanjanje jakih deprecijacijskih pritisaka. Suprotno vrijedi kada je tečaj stabilan. Zbog veličine deviznih pričuva i spremnosti uvođenja visokih kamatnih stopa radi obrane tečaja, špekulanti ne poduzimaju napad na valutu. Za vrijeme prve valutne krize od rujna 1998. do ožujka 1999. tečaj kune je deprecirao za oko 10% te je HNB intervenirao prodajući devize u protuvrijednosti od 6.5 milijuna eura. Povećao je obveznu rezervu do 40% od čega je veliki dio morao biti u eurima. Za vrijeme druge valutne krize 2001. godine, kuna je u svibnju doživjela aprecijacijsku krizu, a u kolovozu deprecijacijsku krizu. Kuna je deprecirala samo 5% radi snažne HNB-ove intervencije u kolovozu 2001. kada su prodane 3 milijarde eura i time se spriječila daljnja deprecijacija. Od 2003. godine pritisci na kunu su bili znatno manji.

Povremeni aprecijacijski pritisci su se dogodili u svibnju 2004. godine zbog velikog rasta izravnih ulaganja u Hrvatsku. Razdoblje od 1997. do 2003. je bilo znatno turbulentnije u usporedbi sa razdobljem od 2003. do 2008., koje je bilo znatno stabilnije.<sup>28</sup>



**Slika 5: Indeks pritiska na devizno tržište**

Izvor: Tatomir S., (2009.): Indeks pritiska deviznog tržišta na kunu, *Financijska teorija i praksa*, vol. 33 No. 2 Lipanj 2009., str 187-199, raspoloživo na: <https://hrcak.srce.hr/39904> (24.8.2018.)

Na slici 5 su vidljivi pritisci na hrvatsku kunu u periodu od 1998. do 2008. godine. Vidljive su relativne turbulentnosti u prvih pet godina te relativne stabilnosti u posljednjih pet godina. U režimu s plutajućim tečajem sav se pritisak odražava u promjeni vrijednosti tečaja. Međutim, u polufiksним i fiksnim tečajnim režimima pritisak se samo djelomično odražava na promjenu tečaja jer vlasti interveniraju kupnjom ili prodajom deviza te promjenom kamatnih stopa, čime pokušavaju ukloniti pritisak na tečaj. Za Hrvatsku je stabilnost tečaja kune jednaka makroekonomskoj stabilnosti zbog male, otvorene i visokoeuroizirane prirode gospodarstva.<sup>29</sup> U tablici 5 je prikazano nekoliko deviznih intervencija koje su se dogodile u posljednjih nekoliko godina.

<sup>28</sup> Tatomir S., (2009.): Indeks pritiska deviznog tržišta na kunu, *Financijska teorija i praksa*, vol. 33 No. 2 Lipanj 2009., str 187-199, raspoloživo na: <https://hrcak.srce.hr/39904> (27.8.2018.)

<sup>29</sup> Tatomir S., (2009.): Indeks pritiska deviznog tržišta na kunu, *Financijska teorija i praksa*, vol. 33 No. 2 Lipanj 2009., str 187-199, raspoloživo na: <https://hrcak.srce.hr/39904> (27.8.2018.)

**Tablica 2: Operacije fine prilagodne- devizna intervencija HNB-a (u milijunima)**

| Vrsta operacije           | Instrument              | Datum aukcije | Valuta | Iznos  | Prosječno ostvareni tečaj |
|---------------------------|-------------------------|---------------|--------|--------|---------------------------|
| Operacija fine prilagodne | Kupnja deviza od banaka | 31.5.2016.    | EUR    | 8,500  | 7,492533                  |
| Operacija fine prilagodne | Kupnja deviza od banaka | 5.9.2016.     | EUR    | 69,00  | 7,5017971                 |
| Operacija fine prilagodne | Kupnja deviza od banaka | 14.12.2016.   | EUR    | 278,00 | 7,549000                  |
| Operacija fine prilagodne | Kupnja deviza od banaka | 28.12.2016.   | EUR    | 438,30 | 7,564733                  |
| Operacija fine prilagodne | Kupnja deviza od banaka | 6.6.2017.     | EUR    | 188,00 | 7,416263                  |
| Operacija fine prilagodne | Kupnja deviza od banaka | 8.6.2017.     | EUR    | 186,00 | 7,426582                  |
| Operacija fine prilagodne | Kupnja deviza od banaka | 14.7.2017.    | EUR    | 101,50 | 7,420966                  |
| Operacija fine prilagodne | Kupnja deviza od banaka | 17.8.2017.    | EUR    | 126,00 | 7,408032                  |
| Operacija fine prilagodne | Kupnja deviza od banaka | 13.12.2017.   | EUR    | 345,50 | 7,4560478                 |
| Operacija fine prilagodne | Kupnja deviza od banaka | 4.1.2018.     | EUR    | 405,50 | 7,453515                  |
| Operacija fine prilagodne | Kupnja deviza od banaka | 10.5.2018.    | EUR    | 320,50 | 7,397618                  |

Izvor: izrada autora, raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/aukcije-i-intervencije> (27.8.2018.)

Također, važno je napomenuti što se događalo za vrijeme svjetske krize 2008. godine. Naime, krize u inozemstvu utjecale su na hrvatsko gospodarstvo uglavnom putem smanjenja izvoza i priljeva financijskog kapitala, barem u početnoj fazi. Smanjenje realnog izvoza izravno je utjecalo na proizvodnju, a obje su pojave pridonijele padu deviznog priljeva. To je stvaralo

pritiske u smjeru slabljenja (deprecijacije) kune prema euru na koje je reagirala središnja banka (HNB) prodajom deviza i drugim instrumentima u cilju „obrane“ tečaja, što je negativno djelovalo na rast novčane mase, a time i domaće potražnje. Vanjski šokovi su također utjecali i na smanjenje proizvodnje i zaposlenosti. Tako je pad realnog BDP-a u razdoblju od 2009. do 2014. godine iznosio 12.6%. Što se tiče zaposlenosti, došlo je do pada od 13.7% ukupne početne zaposlenosti.<sup>30</sup>

Izbor monetarne strategije malih i otvorenih zemalja determiniran je obilježjima ekonomskog i financijskog sustava, gdje posebno mjesto zauzima osjetljivost zemlje na promjene deviznog tečaja. Strategija ciljanja inflacije dobro funkcionira u zemljama koje nisu euroizirane, koje imaju razvijen financijski sustav, visok kredibilitet monetarne politike te izgrađeno povjerenje u domaću valutu pa nisu ovisne o nužnosti očuvanja stabilnosti deviznog tečaja. S obzirom da je sloboda međunarodnih tokova roba, novca i kapitala okruženje u kojem funkcioniraju male i otvorene zemlje, ciljanje inflacije nameće se kao optimalna strategija koja ne sputava aktivno korištenje monetarne politike jer financijska stabilnost nije determinirana stabilnošću deviznog tečaja, nego je u daleko većoj mjeri određena monetarnom stabilnošću, kvalitetom plasmana banaka te kretanjem kamatnjaka.<sup>31</sup> Također je mnoštvo radova koji govore o povezanosti devalvacije i gospodarskog rasta. Mnogi autori promatraju zemlje u razvoju. Edwards (1986) je promatrao 12 zemalja u razvoju i pretpostavio je negativne efekte devalvacije. Razlikovao je utjecaj u dugom i kratkom roku te je zaključio da devalvacija u kratkom roku ima negativan utjecaj, a u dugom roku pozitivan utjecaj pa se na osnovu toga pozitivan i negativan efekt poništavaju te dovode do nultog efekta. Nunnenkamp i Schweikert (1990) testiraju hipotezu o efektu devalvacija u 48 zemalja. Riječ je o cross-country analizi koja se dijeli na različite razine dohodaka na temelju povezanosti stope rasta BDP-a per capita i deviznog tečaja. Za varijable su uzete državna potrošnja i uvjeti razmjene. Rezultati su sljedeći: zemlje koje izvoze proizvedena dobra su pogođene kratkoročnim efektima devalvacije, a u dugom roku su efekti postali pozitivni. Takve zemlje imaju malu

---

<sup>30</sup> Darko Oračić: Hrvatska tijekom prošle dvije recesije, (26.10.2017.), (Internet), raspoloživo na: <https://arhivanalitika.hr/blog/hrvatska-tijekom-prosle-dvije-recesije/> (27.8.2018.)

<sup>31</sup> Marijana Ivanov: Izbor strategija i ograničenja monetarne politike u malim i otvorenim gospodarstvima, (2012.), raspoloživo na: <https://bib.irb.hr/datoteka/606944.Ivanov-HAZU-1.pdf> (27.8.2018.)

stopu gospodarskog rasta. Mali gospodarski rast ne mora nužno biti zbog devalvacije nego on može biti rezultat loše ekonomske politike i infrastrukturnih problema.<sup>32</sup>

---

<sup>32</sup> Tatomir S., (2009.): Indeks pritisaka deviznog tržišta na kunu, Financijska teorija i praksa , vol. 33 No. 2 Lipanj 2009., str 187-199 , raspoloživo na: <https://hrcak.srce.hr/39904> (27.8.2018.)



## 4.ZAKLJUČAK

Operacije na otvorenom tržištu su jedne od glavnih instrumenata monetarne politike. Pod operacijama se među ostalim misli i na trgovanje devizama čime se ostvaruje promjena kamatne stope. Kamatna stopa se određuje jednakošću ponude i potražnje za novcem. Kada centralna banka mijenja ponudu novca, time utječe na kamatnu stopu. Centralna banka kupnjom obveznica povećava ponudu novca što dovodi do porasta cijene obveznica, jednako tako i do pada kamatne stope. Suprotno vrijedi i kada centralna banka prodaje obveznice; prodajom obveznica se smanjuje ponuda novca, smanjuje se cijena obveznica što dovodi do porasta kamatne stope. U ovom se radu govori o uspješnosti odabira tečajne politike te uspješnosti provođenja deviznih intervencija u nekoliko zemalja i to: SAD, Japan i Njemačka kao razvijene i Brazil, Češka i Hrvatska kao zemlje u razvoju. U iznesenim radovima, 76% intervencija je uključivalo kupovinu strane valute čime bi se oslabila vrijednost domaće valute. Većina zemalja bi devalvirala svoje valute prema snažnim svjetskim valutama kao što su američki dolar, nekada njemačka marka, a danas euro.

Uspješnost deviznih intervencija se kreće u rasponu od 60% do 90%. Dakle, uspješnost je jako velika, ali moramo imati na umu da centralne banke oprezno pristupaju prema intervencijama. Ako imaju imalo sumnje oko uspješnosti provođenja intervencija, neće ih ni provesti. Koliko zapravo centralne banke imaju utjecaja na kamatnu stopu, ovisi od zemlje do zemlje. U razvijenim zemljama utjecaj nije tako velik jer su tržišta obično veća u odnosu na nacionalnu ekonomiju i u odnosu na važnost centralne banke. U zemljama u razvoju centralne banke ponekad imaju veću moć nego u razvijenim zemljama. Temeljni kanal uspješnosti intervencija je zapravo signaliziranje tržišta.

Devizne intervencije imaju utjecaj na kamatnu stopu i tečaj. U gore navedenim primjerima se vidjelo da su devizne intervencije efikasne jer održavaju stabilnost domaće valute, a efikasne su jedino ako su nesterilizirane. Nesterilizirane intervencije su intervencije koje mijenjaju monetarnu bazu- centralna banka kupuje ili prodaje inozemne obveznice ili valute u zamjenu za domaću valutu. Time se povećava ili smanjuje ponuda novca te se utječe na vrijednost valute.

Na kraju se može zaključiti da su intervencije uspješnije kod zemalja u razvoju koje imaju fluktuirajući devizni tečaj i gdje središnja banka postaje najvažniji sudionik deviznog tržišta na način da svojom intervencijom osigurava stabilnost valute kada se javljaju deprecijacijski ili aprecijacijski pritisci.

## 5. LITERATURA

1. Board of Governors of The Federal Reserve System: Conducting Monetary Policy, [Internet], raspoloživo na: <https://www.federalreserve.gov/aboutthefed/pf.htm>, (21.7. 2018.)
2. Czech National bank (2003-2018), What was the exchange rate commitment?, [Internet], raspoloživo na: [https://www.cnb.cz/en/faq/the\\_exchange\\_rate\\_as\\_monetary\\_policy\\_instrument.html#01](https://www.cnb.cz/en/faq/the_exchange_rate_as_monetary_policy_instrument.html#01) (28.6.2018.)
3. Darko Oračić: Hrvatska tijekom prošle dvije recesije, (26.10.2017.), [Internet], raspoloživo na: <https://arhivanalitika.hr/blog/hrvatska-tijekom-prosle-dvije-recesije/> (27.8.2018.)
4. Disyatat P., G. Galati: The effectiveness of foreign exchange intervention in emerging market countries: evidence from the Czech koruna, (March 2005), [Internet], raspoloživo na: <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0261560607000083> (24.8.2018.)
5. European Central Bank, (2018.), Credit institutions subject to the Eurosystem's minimum reserve requirements, (Internet), raspoloživo na: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/mr/html/credit.en.html>, (20.6.2018.)
6. Federal Reserve Bank of New York: U.S. Foreign Exchange Interventions, (2007.), [Internet], raspoloživo na: <https://www.newyorkfed.org/aboutthefed/fedpoint/fed44.html> (24.8.2018.)
7. Gabriel Fernandes: Interventions in The Brazilian Foreign Exchange Market: An Empirical Investigation of The Determinants; Working paper No9.; (May 2013), [Internet], raspoloživo na: [https://www.itaub.com.br/arquivosstaticos/itaubBA/contents/common/docs/Itau\\_WP9\\_FX\\_may13.pdf](https://www.itaub.com.br/arquivosstaticos/itaubBA/contents/common/docs/Itau_WP9_FX_may13.pdf) (24.8.2018.)
8. Hrvatska narodna banka (2015.), Ciljevi monetarne politike, [Internet], raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/ciljevi> (20.6.2018.)

9. Hrvatska narodna banka (2016.), Funkcije monetarne politike, [Internet], raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti> (20.6.2018.)
10. Hrvatska narodna banka (2016.), Operacije na otvorenom tržištu, [Internet], raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/operacije-na-otvorenom-trzistu> (20.6.2018.)
11. Hrvatska narodna banka, (2017.), Obvezna pričuva, [Internet], raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/obvezna-pricuva> (20.6.2018.)
12. Hrvatska Narodna Banka, (2015.), Tečajni režim, [Internet], raspoloživo na: <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/tečajni-rezim>, (20.6.2018.)
13. Investopedia Staff: Currency fluctuations: How they effect the economy, (March 2018.), [Internet], raspoloživo na: <https://www.investopedia.com/articles/forex/080613/effects-currency-fluctuations-economy.asp> (24.8.2018.)
14. Jorge Ivan Canales-Kriljenko: Foreign Exchange Intervention in Developing and Transition Economies: Result of a Survey, (May 2003), [Internet], raspoloživo na: <https://ideas.repec.org/p/imf/imfwpa/03-95.html> (24.8.2018.)
15. Kathryn M. Dominguez: Foreign Exchange Interventions: Did It Work in the 1990s?, (2003.), [Internet], raspoloživo na: [https://piie.com/publications/chapters\\_preview/360/11ie3519.pdf](https://piie.com/publications/chapters_preview/360/11ie3519.pdf) (24.8.2018.)
16. Leksikografski zavod Miroslava Krlež: [Internet], <http://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?id=14883> (24.8.2018.)
17. Marijana Ivanov: Izbor strategija i ograničenja monetarne politike u malim i otvorenim gospodarstvima, (2012.), [Internet], raspoloživo na: <https://bib.irb.hr/datoteka/606944.Ivanov-HAZU-1.pdf> (27.8.2018.)
18. M. Moura, F. Pereira, G. de Moraes Attuy: Currency Wars in Action: How Foreign Exchange Interventions Work in a Emerging Economy, (March, 2013),

- [Internet], raspoloživo na: [https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2013/06/2013\\_wpe304.pdf](https://www.insper.edu.br/wp-content/uploads/2013/06/2013_wpe304.pdf) (24.8.2018.)
19. Nikolić N., Pečarić M., (2012.): Uvod u financije, Split.
20. Nikolić N., Pečarić M., (2007.): Osnove monetarne ekonomije, Split.
21. Publikationen des DIW Berlin: Foreign Exchange Market Interventions: A Frequently Used and Effective Tool, (18.9.2017.), [Internet], raspoloživo na: [https://www.diw.de/sixcms/detail.php?id=diw\\_01.c.557439.de](https://www.diw.de/sixcms/detail.php?id=diw_01.c.557439.de) (24.8.2018.)
22. Shinji Takagi: The Effectiveness of Foreign Exchange Market Intervention: A Review of Post-2001 Studies on Japan, [Internet], raspoloživo na: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.902.7200&rep=rep1&type=pdf> (24.8.2018.)
23. Tatomir Srđan: Indeks pritisaka deviznog tržišta na kunu, (2009.), [Internet], raspoloživo na: <https://hrcak.srce.hr/file/62554> (24.8.2018.)
24. The Fred Blog, (November 2015.), [Internet], raspoloživo na: <https://fredblog.stlouisfed.org/2015/11/foreign-exchange-intervention/> (24.8.2018.)

## **SAŽETAK**

Ovim radom se želi prikazati utjecaj deviznih intervencija na tečaj te kamatnu stopu pojedinih valuta. Na samom početku rada smo se upoznali sa režimima deviznih tečajeva, monetarnom politikom, instrumentima monetarne politike te tečajnom politikom. Pod tečajnom politikom se podrazumijeva vrsta tečaja (fiksni ili fluktuirajući) te njihove karakteristike. Na temelju definiranog problema postavio se cilj, a to je usporedba deviznih intervencija te njihov utjecaj na gospodarsko stanje zemalja. Uspoređujući devizne intervencije zemalja u razvoju i razvijenih zemalja, zaključilo se da su one učinkovit alata monetarne politike na način da se deviznim intervencijama utječe na ponudu novca tj. kupnjom obveznica se povećava količina novca u optjecaju, a prodajom obveznica se smanjuje količina novca te se intervencijama brani tečaj nacionalne valute odnosno deviznim intervencijama se vrše aprecijacije ili deprecijacije valute.

Ključne riječi: devizne intervencije, aprecijacija, deprecijacija.

## **SUMMARY**

This paper aims to show the impact of foreign exchange interventions on the exchange rate and the interest rate of individual currencies. At the very beginning of our work, we got acquainted with foreign exchange rates, monetary policy, monetary policy instruments and exchange rate policies. Exchange rate policy implies a type of exchange rate (fixed or fluctuating) and their characteristics. Based on the defined problem, the goal is set, which is a comparison of foreign exchange interventions and their impact on the economic situation of the countries. By comparing the foreign exchange interventions of developing countries and developed countries, it was concluded that they are an effective monetary policy tool in that foreign exchange interventions affect the supply of money ie buying bonds increases the amount of money in circulation, and the sale of bonds reduces the amount of money and interventions the currencies exchange rate of the national currency or foreign exchange interventions are made by appreciation or depreciation of the currency.

Key words: foreign exchange intervention, appreciation, depreciation.

