

Utjecaj valutne klauzule i eurizacije u Republici Hrvatskoj

Vučetić, Valentina

Undergraduate thesis / Završni rad

2016

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University North / Sveučilište Sjever**

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:122:080609>

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

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



Repository / Repozitorij:

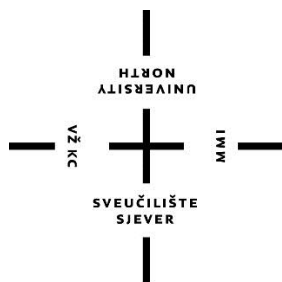
[University North Digital Repository](#)



zir.nsk.hr



DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI



**Sveučilište
Sjever**

Završni rad br. 34/PMM/2016

Utjecaj valutne klauzule i eurizacije u Republici Hrvatskoj

Valentina Vučetić, 0047/2013.

Koprivnica, rujan 2016. godine

Prijava završnog rada

Definiranje teme završnog rada i povjerenstva

ODJEL	Odjel za poslovanje i menadžment u medijima	
PRISTUPNIK	Valentina Vučetić	MATIČNI BROJ
DATUM	19.09.2016.	KOLEGIJ Poslovne financije i financijski menadžment
NASLOV RADA	Utjecaj valutne klauzule i eurizacije u Republici Hrvatskoj	

NASLOV RADA NA ENGL. JEZIKU	The impact of foreign exchange clause and euroisation in Republic of Croatia	
-----------------------------	--	--

MENTOR	Ivana Martinčević, univ.spec.oec.	ZVANJE	Predavač
--------	-----------------------------------	--------	----------

ČLANOVI POVJERENSTVA	1. Vesna Sesar, univ.spec.oec., MBA, predsjednik		
	2. doc.dr.sc. Krešimir Buntak, član		
	3. Ivana Martinčević, univ.spec.oec., mentor		
	4. dr.sc. Igor Klopotan, zamjenski član		
	5. _____		

Zadatak završnog rada

BROJ	34/PMM/2016
------	-------------

OPIS

Valutni rizik predstavlja opasnost da će u toku izvršenja određenog ugovora u kojem sudjeluju strane valute doći do promjene pariteta tj. da će se promijeniti vrijednosti i odnosi među valutama. U ovom radu će se opisati utjecaj deviznog tečaja i valutnih klauzula na Republiku Hrvatsku pri čemu će se predstaviti monetarna politika Republike Hrvatske, na koji način su valutne klauzule i promjene na deviznom tržištu utjecale na stabilnost banaka te socijalnu ravnotežu u Republici Hrvatskoj. Predmet rada je istražiti utjecaj valutne klauzule i eurizacije na Republiku Hrvatsku, dok je cilj rada definirati pojam valutne klauzule, deviznog tržišta i promjena na deviznom tržištu što utječe i na odnose među valutama, predstaviti utjecaje valutnih rizika na poslovanje financijskih institucija u Republici Hrvatskoj, ukazati na mehanizme zaštite rizika te usporediti politiku centralne banke sa stvarnim stanjem i realnim očekivanjima na Republiku Hrvatsku s obzirom na jačanje Eura i sve veću eurizaciju u Republici Hrvatskoj. Budući da Republika Hrvatska još uvijek nije sastavni dio europodručja, a veliki dio gospodarskih aktivnosti se odvija na temelju korištenja Eura kao primarne valute (kredit, tržište nekretnina i vozila), valutna klauzula u tom slučaju predstavlja instrument zaštite kojim se iznose ugovorene veličine vezane za tečaj strane valute (npr. Eura).

ZADATAK URUČEN	27. 09. 2016.	POTPIS MENTORA	Ivana Martinčević
----------------	---------------	----------------	-------------------





Sveučilište Sjever

Poslovanje i menadžment u medijima

Završni rad br. 34/PMM/2016

Utjecaj valutne klauzule i eurizacije u Republici Hrvatskoj

Student

Valentina Vučetić, 0047/2013.

Mentor

Ivana Martinčević, univ. spec. oec.

Koprivnica, rujan 2016. godine

Predgovor

Tijekom ove tri godine studiranja pozornost mi je plijenilo gospodarsko stanje Republike Hrvatske, ponajviše monetarna politika i financijska situacija RH. Temeljem toga odlučila pozabaviti tom tematikom i u konačnici napisati završni rad na temelju eurizacije sustava koje je ujedno jedna od najvažnijih stavki monetarne politike Republike Hrvatske kao i jedan od gorućih problema.

Zahvaljujem se profesorima Sveučilišta Sjever, prvenstveno mentorici Ivani Martinčević koja je kroz svaki svoj kolegij nastojala potaknuti zanimanje studenata za polje ekonomije i financija te me na taj način dodatno zainteresirala za to.

Također se zahvaljujem kolegama iz studentskih klupa, prijateljima te najviše obitelji.

Sažetak

Od 2002. godine hrvatska nacionalna valuta, hrvatska kuna fiksirana je za euro. Građani RH svoju štednju osiguravaju valutnom klauzulom dok je ista vrlo nepovoljna za njih prilikom uzimanja kredita. Vezivanje domaće valute za stranu pokazalo se kao problem zbog deficita trgovačke, proračunske i platne bilance.

Kada se govori o Hrvatskoj, realno je očekivati kako postojeća monetarna politika neće moći održati tečaj hrvatske kune za euro čija će posljedica biti zamjena kune eurom. S obzirom da sadašnja monetarna politika nije održiva, potrebno je odlučiti treba li prihvatiti eurizaciju ili poduzeti mjere smanjenja iste.

Ključne riječi: valutna klauzula, eurizacija, devizno tržište, devizni tečaj, valutni rizik

Abstract

Since 2002, the Croatian national currency, Croatian kuna is fixed to the euro. Citizens of Republic of Croatia their savings provide foreign currency while the same is very unfavorable for them when they taking a loan. Binding of the local currency to foreign provide to be a problem due to trade deficit, budget and balance of payments.

When we talk about Croatia, it is realistic to expect that the current monetary policy will not be able to maintain Croatian kuna exchange for the euro which will be the result of replacement kuna euro. Given that the current monetary policy is not sustainable, it is necessary to to decide whether to accept Euroisation or take measures to reduce them.

Keywords: currency clause, euroisation, foreign exchange market, exchange rate, foreign exchange risk

Popis korištenih kratica

HNB – Hrvatska narodna banka

CHF – Švicarski franak

ECU – European Currency Unit

SDR –Special Drawing Rights

USD – Američki dolar

HRK – Hrvatska kuna

DEM – Njemačka marka

EUR – Euro

EMU – European Monetary Unit

SAD – Sjedinjene Američke Države

SSSR – Savez Sovjetskih Socijalističkih Republika

OEEC – Organisation for European Economic Co-operation

EPU – European Payment Union

BIS – Bank for International Settlements

EUA – European Unit for Account

EEZ – European Economic Unit

EMA – European Monetary Agreement

EMS – European Monetary System

EFMS – Europski fond za monetarnu suradnju

EURCO – European Composit Unit

EMI – European Monetary Institute

ERM II – Exchange Rate Mechanism II

BDP – Bruto domaći proizvod

ECB – European Central Bank

AAA – Jedinica za mjerenje kreditnog rejtinga

ECAF – Eurosustav

CB - Central Bank

EU – European Unit

Qe – Potražnja za eurom

Qk- Potražnja za kunom

Se – Ponuda eura

VIKR – Valutno inducirani kreditni rizik

Sadržaj

1. Uvod	1
2. Obilježja i značajke valutne klauzule	3
2.1. Pojam i značajke valutne klauzule.....	3
2.2. Svrha valutne klauzule.....	4
2.3. Valutna klauzula kao instrument eurizacije.....	6
3. Monetarna politika Republike Hrvatske i devizni tečaj	17
3.1. Obilježja monetarne politike u Republici Hrvatskoj	17
3.2. Devizni tečaj i formiranje deviznog tečaja	19
3.3. Utjecaj monetarne vlasti na devizni tečaj u Republici Hrvatskoj.....	24
4. Utjecaj valutne klauzule i eurizacije na Republiku Hrvatsku	29
4.1. Tečajna politika Hrvatske narodne banke između gospodarskih težnji i zaštite banaka.....	29
4.2. Upravljanje valutnim rizikom u hrvatskim bankama	31
4.3. Valutna klauzula kao mehanizam zaštite banaka od valutnog rizika	43
4.4. Utjecaj valutne klauzule na Republiku Hrvatsku	45
5. Zaključak	49
Literatura	52
Popis slika	55
Popis tablica	56

1. Uvod

Devizni tečaj izražava cijenu strane valute u domaćem novcu te pokazuje koliko je domaćeg novca potrebno za jednu ili sto jedinica stranog novca. Devizni tečaj formira se pod utjecajem ponude i potražnje na deviznom tržištu tj. formira se u točki gdje se ponuda i potražnja nalaze u ravnoteži. Budući da Republika Hrvatska još uvijek nije sastavni dio europodručja, a veliki dio gospodarskih aktivnosti se odvija na temelju korištenja Eura kao primarne valute (kredit, tržište nekretnina i vozila), valutna klauzula u tom slučaju predstavlja instrument zaštite kojim se iznose ugovorene veličine vezane za tečaj strane valute (npr. Eura).

To znači da financijske institucije korištenjem valutne klauzule imaju pravo odobreni iznos (kredit) ili primljeni iznos (štednju) korigirati za promjenu vrijednosti tečaja strane valute uz koju je valutna klauzula vezana u odnosu na domaću valutu. Razlog korištenja valutne klauzule može se tražiti i u želji financijskih institucija da izbjegnu valutni rizik. Valutni rizik predstavlja opasnost da će u toku izvršenja određenog ugovora u kojem sudjeluju i strane valute doći do promjene pariteta tj. da će se promijeniti vrijednosti i odnosi među valutama. U ovom radu će se opisati utjecaj deviznog tečaja i valutnih klauzula na Republiku Hrvatsku pri čemu će se predstaviti monetarna politika Republike Hrvatske, na koji način su valutne klauzule i promjene na deviznom tržištu utjecale na stabilnost banaka te socijalnu ravnotežu u Republici Hrvatskoj.

Predmet rada je utjecaj valutne klauzule i eurizacije na Republiku Hrvatsku. Cilj rada je definirati pojam valutne klauzule, deviznog tržišta i promjena na deviznom tržištu što utječe i na odnose među valutama, predstaviti utjecaje valutnih rizika na poslovanje financijskih institucija u Republici Hrvatskoj, ukazati na mehanizme zaštite rizika te usporediti politiku centralne banke sa stvarnim stanjem i realnim očekivanjima na Republiku Hrvatsku s obzirom na jačanje Eura i sve veću eurizaciju u Republici Hrvatskoj.

Prilikom izrade rada korištene su metode analize i sinteze te komparacije različitih režima određivanja deviznog tečaja, valutnih klauzula, kroz povijest Republike Hrvatske s osvrtom na politiku centralne banke (dalje HNB) u Republici Hrvatskoj. Podatci su prikupljeni metodom prikupljanja podataka za stolom što znači da su se analizirali sekundarni izvori podataka. Temeljni izvori podataka bili su udžbenici iz područja monetarne politike, osnova

ekonomije te bilteni i statističke analize Hrvatske narodne banke, dok su dodatni izvori bili stručni članci.

Sadržaj rada sastoji se od 5 poglavlja. U prvom, uvodnom poglavlju predstavljeni su predmet i problem rada te metodološka obrada predmeta i problema istraživanja. Drugo poglavlje rada predstavlja temeljne značajke valutne klauzule, njezin utjecaj na poslovanje kreditnih institucija kroz valutni rizik te mehanizme zaštite od valutnog rizika koje se koriste nakon globalne financijske krize iz 2008. godine (prvenstveno se misli na sustav zaliha banaka) te ulogu valutnog tečaja u sustavu eurizacije. Treće poglavlje predstavlja monetarnu politiku Republike Hrvatske pri čemu se stavlja posebni naglasak na devizno tržište u Hrvatskoj te valutne rizike koji proizlaze iz postojećeg tržišnog stanja te politike HNB-a. Četvrto poglavlje predstavlja utjecaj valutne klauzule i eurizacije na Republiku Hrvatsku. Rad završava zaključkom.

2. Obilježja i značajke valutne klauzule

U ovom poglavlju opisat će se obilježja valutne klauzule, metode kreiranja valutnih klauzula te utjecaj valutnih klauzula na stvaranje rizika u poslovanju kreditnih institucija, tzv. kreditnih rizika. U početku rada definira se pojam valutne klauzule i njezina obilježja te razlozi donošenja kao i povijesni tijek kreiranja suvremenih oblika valutnih klauzula. Tijekom analize valutne klauzule objašnjava se povezanost valutne klauzule i eurizacije što ima posebno utjecaj na države koje se nalaze izvan europodručja pa tako i Republiku Hrvatsku. Na kraju poglavlja objašnjen je pojam valutnog rizika te čimbenici koji dovode do njega kao i mehanizmi koje koriste kreditne institucije da bi ga izbjegle.

2.1. Pojam i značajke valutne klauzule

Valutna klauzula je instrument zaštite kojom se iznos neke ugovorene veličine veže uz tečaj strane valute, a u ugovorima s kreditnom institucijom znači da se odobreni iznos (kredit) ili primljeni iznos (depozit/štednja) kunskih sredstava tijekom ugovornog odnosa korigira za promjenu vrijednosti tečaja strane valute (uz koju je valutna klauzula vezana) u odnosu na domaću valutu. Valutna klauzula je uglavnom prisutna u ugovorima o kreditu, dok se pri ugovaranju depozita potrošači uglavnom štite od smanjenja vrijednosti domaće valute na način da ugovaraju prave devizne depozite.

U ugovorima o kreditu koji su ugovoreni s valutnom klauzulom vezanom uz neku stranu valutu iznos odobrenoga kredita nominiran je u stranoj valuti, ali se sva plaćanja po takvom kreditu obavljaju u domaćoj valuti. Tako se pri odobravanju kredita nominiranog u stranoj valuti iznos kredita isplaćuje u kunama primjenom tečaja strane valute u odnosu na kunu koji vrijedi na dan isplate, a na isti način dužnici izračunavaju svoju obvezu plaćanja pri dospijeću konkretne rate/anuiteta po kreditu. Pritom su kreditne institucije do početka kolovoza 2013. godine imale mogućnost ugovarati primjenu različitih vrsta tečajeva koji su se rabili za preračunavanje obveze isplate i naplate, pa se vrlo često ugovarala primjena kupovnog tečaja za stranu valutu pri isplati kredita, a za naplatu dospjelih obveza ugovarala se primjena prodajnog tečaja. Međutim, od izmjene regulative (Zakon o kreditnim institucijama članak 302. stavak 6.) u 2013. godini kreditne institucije, u depozitno-kreditnim poslovima s

potrošačima koji su ugovoreni s valutnom klauzulom, obvezne su primijeniti srednji tečaj HNB-a odgovarajuće strane valute u odnosu na kunu, a koji važi na dan transakcije.¹

2.2. Svrha valutne klauzule

Kod ugovora o kreditu s valutnom klauzulom obveza dužnika se povećava ako se poveća vrijednost strane valute (u kojoj je nominiran kredit) u odnosu na domaću valutu, a obrnuta je situacija ako dođe do smanjenja vrijednosti strane valute u odnosu na vrijednost domaće valute, odnosno tada se obveza dužnika smanjuje.

Valutne ili monetarne klauzule su takve klauzule kojima se želi očuvati formalna vrijednost neke valute na način da se slabija valuta veže za sigurniju valutu u čiju postojanost ugovorne strane imaju više povjerenja. Stoga se neka valuta stavlja u omjer prema nekoj drugoj valuti ili prema nekoj „košari valuta“ ili prema nekoj međunarodno priznatoj monetarnoj jedinici, kao što je SDR (Special Drawing Rights) ili kao što je bio ECU (European Currency Unit). Nakon što je 1. siječnja 1999. godine uveden euro kao samostalna i zajednička valuta, ECU je prestao postojati kao obračunska jedinica u prijelaznom vremenskom periodu.

Devizna tržišta su neko vrijeme postojala jer se u međunarodnoj trgovini i investiranju pokazala potreba za razmjennom valuta. No, taj sustav valutnih razmjena mijenja se tijekom vremena. Pa, je tako u razdoblju od 1944. do 1971. sporazumom u Brettonwoods u financijski tečaj podijeljen između dvije valute unutar uskog pojasa oko određene stope uz pomoć vlade. Ta situacija dovela je do toga da dolar postaje precijenjena valuta, dok je njemačka marka podcijenjena. Smithsonski sporazum iz 1971. pokušao je riješiti taj problem.²

Tim sporazumom države su dopustile smanjivanje vrijednosti dolara, a granice kretanja tečaja su pomaknute s 1 na 2,25%. Godine 1973. u okviru Smithsonskog sporazuma II, granice tečajne stope potpuno su uklonjene. Time je omogućeno kretanje najvećih valuta i taj sustav slobodnog kretanja djelomično je još uvijek u funkciji. Sve do 1972. godine međubankovno devizno tržište bilo je jedini kanal kojim su se odvijale prometne i forward devizne transakcije.³

¹ HNB, www.hnb.hr (12.06.2016.)

² HNB, bilten <http://www.hnb.hr/> (12.06. 2016)

³ HNB, bilten <http://www.hnb.hr/> (12.06. 2016)

Od 1972. godine organizirana međunarodna tržišta kao što je Međunarodno tržište novca i Čikaška burza razvili su međunarodno tržište futures opcija. Međutim takvo tržište spriječilo je razvoj forward tržišta, što znači da je više bilo futures opcija (gotovo 20 više).⁴ Osnovna razlika između međunarodnog bankovnog deviznog tržišta i organiziranog tržišta devizama uključuje lokaciju tržišta, standardizaciju ugovora, standardizaciju datuma isporuke i razlike u načinu obračunavanja ugovora. Premda je i međunarodno bankovno tržište bez granica, glavno organizirano tržište je Međunarodno tržište novca u Chicagu. Ugovorom futures tržišta trguje se glavnim valutama (euro, britanska funta, USD), a ugovori istječu treću srijedu u ožujku, lipnju, rujnu i prosincu. Za razliku od njih forward tržišta mogu biti nominalna u bilo kojoj valuti, s dospijecom utvrđenim kao određen broj dana za isporuke valute u budućnosti. Svjetska devizna tržišta svrstala su se među najveća financijska tržišta s prometom koji je 2001. godine premašio 1,1 milijardi dolara dnevno.⁵

Može se zaključiti kako valutne klauzule kod ugovora o kreditu imaju ulogu očuvanja vrijednosti iznosa kredita izdanog u domaćoj valuti ukoliko je domaća valuta nestabilna. Samim time nužan je uvjet ugovaranja kredita uz valutnu klauzulu nestabilnost domaće valute u kojoj je izražen iznos kredita i sve obveze po izdanom kreditu. Valute nerazvijenih zemalja u što ulaze i tranzicijske države europskog geopolitičkog područja, bile su nestabilne, u njih se nije imalo povjerenje pa su te valute gubile funkciju štednje. Kako je već navedeno tu funkciju su tranzicijskim državama preuzele stabilne valute (prvotno Njemačka marka, a potom Euro i Švicarski franak, Američki dolar i Funta). Stabilne i konvertibilne valute preuzele su temeljnu funkciju valutnih pregovaranja u trgovinskim odnosima u gospodarskim aktivnostima te kreditnim i štednim odnosima kreditnih institucija. Važno je istaknuti kako je i Republiku Hrvatsku već od početka nastajanja države (1990-in do danas 2016), pratio takav odnos prema domaćoj valuti (Hrvatskoj kuni – HRK), pri čemu su dominantnu tržišnu i kreditno-štednu ulogu preuzele snažne valute (prvo DEM- njemačka marka, a potom Euro- EUR i švicarski franak- CHF). Valutna klauzula u Republici Hrvatskoj postaje i svojevrsnim instrumentom eurizacije.

⁴HNB, bilten <http://www.hnb.hr/> (12.06. 2016)

⁵HNB, bilten <http://www.hnb.hr/> (12.06. 2016)

2.3. Valutna klauzula kao instrument eurizacije

Početak ujedinjavanja zapadnoeuropskih zemalja kako na ukupnom gospodarskom tako i, posebno na monetarnom području nalazimo u prvim godinama nakon završetka Drugog svjetskog rata. Ratom opustošenoj Europi bila je potrebna pomoć za obnovu i oporavak razorenih i iscrpljenih gospodarstava. To je uviđao SAD, kao najznačajnija (ekonomska, politička i vojna) sila svijeta, koja već 1947. godine razvija ideju o zajedničkom oporavku i ujedinjenju zapadnoeuropskih zemalja, što će ujedno biti brana ekspanziji socijalističkih promjena na čelu sa SSSR-om.⁶ U lipnju 1947. godine tadašnji državni sekretar vanjskih poslova George Marshall iznio je ideju o pomoći zapadnoeuropskim zemljama pod uvjetom da one donesu zajednički plan obnove i da se dogovore o veličini potrebne pomoći svakoj od zemalja. Programom ekonomske obnove poznatijim pod nazivom „Marshallov plan“ u razdoblju do 1948. do 1952. godine zapadnoeuropskim zemljama bespovratno je dodijeljeno oko 15 milijardi dolara za njihov gospodarski oporavak. Radi koordiniranja Marshallova plana i gospodarskog povezivanja Zapadne Europe, 1948. godine, formirana je Organizacija za europsku ekonomsku suradnju (OEEC) koja je posebno djelovala na jačanju multilateralne trgovine među zemljama članicama (16 zapadnoeuropskih zemalja te SAD i Kanada).⁷

Na monetarnom planu osnovana je 1950. godine Europska platna unija (European Payment Union) – EPU – koja je svojim djelovanjem trebala omogućiti prijelaz s bilateralizma na poseban oblik multilateralnih plaćanja među zapadnoeuropskim zemljama što je bila prva faza na putu uspostavljanja potpune konvertibilnosti njihovih valuta. EPU je djelovao kao multilateralna klirinška unija preko koje su se obavljala prebijanja međusobnih potraživanja zapadnoeuropskih zemalja jer su zapadnoeuropske valute bile međusobno zamjenjive (ali ne i za dolar), a tehničku stranu je obavljala Banka za međunarodne obračune (Bank for International Settlements – BIS) u Baselu koja je bila europski agent za raspodjelu Marshallove pomoći i obračunsko mjesto za EPU.⁸

Godine 1950. stvorena je EUA – europska obračunska jedinica (European Unit of Account) i to kao knjigovodstveni novac koji je korišten za ograničene svote. Naime, proces ekonomskog i monetarnog povezivanja Zapadne Europe započet osnivanjem OEEC i EPU i dalje će se intenzivno razvijati na oba područja: na ekonomskom povezivanju osnovana je Pariškim ugovorom 1951. godine Europska zajednica za ugljen i čelik, kojom se utire put

⁶Lovrinović, I., Ivanov, M. (2009), Monetarna politika, RRiF Plus d.o.o., Zagreb, str. 65

⁷Lovrinović, I., Ivanov, M. (2009), op. cit., str. 70

⁸Lovrinović, I., Ivanov, M. (2009), op. cit., str. 71

kasnijoj široj ekonomskoj integraciji, koja će nastati osnivanjem i radom Europske ekonomske zajednice EEZ (ugovor o osnivanju potpisan je 1957. godine u Rimu, a stupio je na snagu 1.1.1958. godine).

Na monetarnom planu stvoren je, u okviru EEZ, prostor da 27.12.1958. godine stupi na snagu Europski monetarni sporazum (European Monetary Agreement) – EMA, koji su sklopile još 1955. godine zemlje članice OEEC. Ovim sporazumom zemlje članice uvele su eksternu konvertibilnost svojih valuta čiji su tečajevi mogli oscilirati $\pm 0,75\%$ od utvrđenog pariteta čime je prestala s radom EPU (premda su se u doba osnivanja EEZ plaćanja i dalje obavljala preko EPU), a od preostalog kapitala i novouplaćenih kvota osniva se Europski monetarni fond.⁹

Na planu monetarne integracije, od uspostavljanja valutne konvertibilnosti pa sve do kraja 60-tih godina nije se ništa posebno događalo, osim što su sredinom 1968. godine ukinute carinske barijere unutar Zajednice i uvedena zajednička tarifa prema trećim zemljama. Međutim, iste godine, a još više 1969., dolazi do sve izraženije svjetske monetarne krize, koju je unutar Zajednice još više podgrijavalo već vrlo snažno eurodolarsko tržište, što je remetilo proces ekonomske i monetarne integracije, na što su reagirale monetarne institucije (Komitet guvernera središnjih banaka) i druge institucije Zajednice.

Početkom 1969. godine poznatim Barreovim planom predlaže se osim ostalih ekonomsko-političkih mjera, osnivanje posebnog mehanizma za monetarnu suradnju zemalja članica Zajednice kako bi se spriječilo daljnje pogoršavanje odnosa u monetarnoj sferi (kratkoročna monetarna podrška i srednjoročna financijska pomoć, prethodno usuglašavanje odluka o promjeni pariteta valuta zemalja članica i dr.).¹⁰

Međutim, planirani tijekom priprema za potpunu monetarnu integraciju radi stvaranja zajedničkog monetarnog sustava poremetili su, ali ne i onemogućili, događaji s dolarom počevši od kolovoza 1971. godine. Istina Europski monetarni sporazum (EMA) i Europski monetarni fond prestali su s radom 31. prosinca 1972. godine, ali se u okviru Zajednice javljaju novi mehanizmi, monetarna „zmija“ i EFMS, koji će zemljama članicama Zajednice omogućiti ne samo da uspješno prebrode svjetsku monetarnu krizu, već da 1979. startaju sa svojim posebnim monetarnim sustavom, tj., EMS (European Monetary System) i s novom zajedničkom valutnom jedinicom – ECU (European Currency Unit) – koja će od 1981. godine

⁹Lovrinović, I., Ivanov, M. (2009), op. cit., str. 71

¹⁰Lovrinović, I., Ivanov, M. (2009), op. cit., str. 73

potpuno zamijeniti EUA i postati jedinstvena obračunska valuta Zajednice. Treća novčana jedinica uvedena u prostor današnje EU bio je „Eurco“ (European Composit Unit) 1973. godine.¹¹

Nju su činile valute devet zemalja članica tadašnje Europske ekonomske zajednice, a ona se koristila za emisiju obveznica Europske investicijske banke, kao i za proračunska davanja. Nije bila važna kao što je to bio ecu koji se nakon toga pojavio.

Bit mehanizma EMS sastoji se: u zajedničkoj valutnoj jedinici ECU kao denominatoru za utvrđivanje pariteta i uspoređivanje deviznih tečajeva valuta zemalja članica; u ograničenom fluktuiranju središnjeg deviznog tečaja valute sudionice kako u odnosu na drugu valutu, tako i u odnosu na ECU (fluktuacije iznose $\pm 2,25\%$ osim za talijansku liru $\pm 6\%$) uz obvezu središnje banke da intervenira kad se dostigne tzv., divergentni prag u fluktuiranju pojedine; u kreditnim olakšicama koje odobrava EFMS zemlji članici za financiranje platno-bilančnih teškoća. Osim nabrojenog, ECU predstavlja sredstvo rezerve i plaćanja središnjih banaka, te kao standard za potraživanja i obveze u EMS. ECU je također stupio na snagu 13. ožujka 1979. preuzevši vrijednost i sastav iste one košarice valuta koja je 1975. godine bila utvrđena za EUA.¹²

Ne ulazeći u niz pojedinosti vezanih za mehanizam i funkcioniranje EMS i ECU, valja istaknuti da su te institucije nastale kao reakcija na zbivanja u međunarodnim plaćanjima i u intervalutnim odnosima između valuta SAD i zapadnoeuropskih zemalja. One predstavljaju mehanizam obrane tih zemalja od politike deviznog tečaja dolara koju je tih godina uz pomoć, u prvom redu, politike kamatnih stopa provodio SAD i to dobrim dijelom na štetu ostalog svijeta. Od 1979. godine zajednička „obrana“ zapadnoeuropskih zemalja od valutne politike SAD djeluje kao zasebni, regionalni monetarni sustav – EMS, koji zemljama članicama osigurava ipak određenu monetarnu stabilnost u „moru svjetske monetarne nestabilnosti“.¹³

ECU je povijesno gledano treća po redu valutna jedinica na prostoru Zajednice koja je iz prakse potisnula dotadašnju valutu – EUA (Europsku obračunsku jedinicu) i Eurco, pa je za razliku od nje postao i sredstvo rezervi i plaćanja središnjih banaka, te kao standard za potraživanja i obveze unutar EMS-a. Kao EUA i Eurco, i ECU je zapravo predstavljao

¹¹Lovrinović, I., Ivanov, M. (2009), op. cit., str. 89

¹²Lovrinović, I., Ivanov, M. (2009), op. cit., str. 90

¹³Lovrinović, I., Ivanov, M. (2009), op. cit., str. 91

košaricu valuta, ili cocktail valuta, koju su činile valute zemalja članica Zajednice, a vrijednost ECU-a izračunavala se svakodnevno na temelju deviznih tečajeva valuta u košarici.

Tako je npr, u siječnju 1984. godine 1 ECU vrijedio 0,79 USD. Najznačajniju ulogu u toj košarici imala je i ima njemačka marka (oko 30%), a revizija strukture košarice provodila se svakih pet godina. Tako uspostavljen mehanizam deviznih tečajeva imao je prvenstveni cilj monetarnu stabilnost, ili drugačije rečeno to je bio mehanizam obrane od politike deviznog tečaja dolara koja je štetila Europi i ostalom svijetu.¹⁴

Početak 1999. godine 12 od 15 članica Europske unije prihvaćaju jedinstvenu valutu euro i u prijelaznom razdoblju do 2002. godine neopozivo fiksiraju devizne tečajeve svojih valuta prema euru. U tom razdoblju na sceni je još uvijek svojevrsni paralelizam valuta, pri čemu je istovremeno u optjecaju nacionalna valuta u gotovini i depozitnom obliku, dok je euro u optjecaju samo u depozitnom obliku (knjižni novac).

Proces monetarnog ujedinjenja na prostoru Europske unije ušao je u svoju posljednju etapu u posljednjem desetljeću 20. stoljeća, koja je rezultat 50-godišnjeg mukotrpnog kretanja na putu, što je bio pun nestabilnosti u svjetskim monetarnim odnosima i nesuglasticama između samih članova Unije oko nebrojenih mjera koje je trebalo poduzeti u cilju pripreme nacionalnih ekonomija za jedinstvenu monetarnu uniju.¹⁵

Završni proces ostvarenja Europske monetarne unije odvijao se u tri etape, a prva etapa počela je 1.7.1990. godine. Tu etapu koja je trajala do 1.1.1994. godine karakteriziraju napori vezani za punu liberalizaciju kretanja kapitala kao važan preduvjet konačnog monetarnog ujedinjenja. Poznato je, naime, da su devizni režimi i druga ograničenja vezana za slobodno kretanje kapitala, protekcionističke mjere koje onemogućavaju bilo kakvu integraciju. Drugi važan zadatak koji je iniciran u prvoj etapi bio je što veća koordinacija ukupne ekonomske politike, a posebno monetarne i fiskalne. Prema kriterijima iz ugovora potpisanog u Maastrichtu 1991. godine proračunski deficit u svakoj zemlji članici ne smije prijeći prag od 3%, a ukupni javni dug 60% u odnosu na društveni bruto proizvod. Na segmentu monetarne politike središnje banke zemlje članice u prvoj etapi morale su držati devizne tečajeve svojih

¹⁴Lovrinović, I., Ivanov, M. (2009), op. cit., str. 92

¹⁵Lovrinović, I., Ivanov, M. (2009), op. cit., str. 92

valuta u odnosu na središnji tečaj prema ecu-u $\pm 2,25\%$, što više približiti visinu kratkoročnih kamatnih stopa i održavati nisku stopu inflacije.¹⁶

Druga etapa započela je 1.1.1994. godine osnivanjem Europskog monetarnog instituta (EMI) sa sjedištem u Frankfurtu. EMI je prethodnica Europskog sustava središnjih banaka čije se središte danas nalazi u Frankfurtu. Tijekom druge etape nacionalne središnje banke i dalje zadržavaju autonomiju u provođenju monetarne politike. Sljedeći važan događaj u drugoj etapi bila je rezolucija Savjeta Europe u Madridu 15.12.1995. godine kojom je određeno da se buduća jedinstvena valuta zove euro, a manje jedinice centi (1E = 100 centi). Važno je naglasiti da je 1994. godine došlo do problema u intervalutarnim odnosima zemalja članica EMU i da je raspon fluktuacije sa 2,25% povećan na čak $\pm 15\%$ u odnosu na središnji tečaj.¹⁷

Međutim nakon tih intervalutarnih poremećaja koji su rezultirali izlaskom funte i lire iz sustava deviznih tečajeva i devalvacijama, situacija se sljedećih godina stabilizirala. Moglo bi se reći da je to bila posljednja prilika za tečajne manipulacije kako bi se izbalansirali intervalutarni odnosi unutar Unije.¹⁸

Početak 1998. godine Savjet Europe je odlučio da je konačni rok početka EMU 1.1.1999. godine. Također je odlučeno, u skladu s kriterijima iz Maastrichta, koje će zemlje sudjelovati u EMU, odnosno u mehanizmu deviznih tečajeva poznatom kao ERM II (Exchange Rate Mechanism II). Europsku monetarnu uniju čine sljedeće zemlje: Austrija, Belgija, Francuska, Njemačka, Irska, Italija, Nizozemska, Španjolska, Portugal, Luxemburg, Finska. Grčka je pristupila EMU početkom 2001. godine. U sustavu EMU neće do daljnjega sudjelovati tri zemlje članice Europske unije: Britanija i Danska iz političkih razloga, a Švedska zbog neostvarenja kriterija. Zanimljivo je da u EMU sudjeluje npr. Belgija čiji javni dug premašuje godišnji društveni bruto proizvod 136% ili Italija sa 120% u odnosu na BDP, što narušava kriterij veličine javnog duga iz Maastrichta.¹⁹

Treća i posljednja etapa odvijala se u dva dijela. Prvi je započeo 1.1.1999. godine s neopozivim fiksiranjem deviznih tečajeva prema euru i svake valute međusobno unutar Europske monetarne unije. Od tog trenutka odgovornost za koncipiranje i provođenje

¹⁶Lovrinović, I., Ivanov, M. (2009), op. cit., str. 93

¹⁷Lovrinović, I., Ivanov, M. (2009), op. cit., str. 93

¹⁸Lovrinović, I., Ivanov, M. (2009), op. cit., str. 93

¹⁹Lovrinović, I., Ivanov, M. (2009), op. cit., str. 94

monetarne politike preuzela je Europska središnja banka u Frankfurtu, koje će zacrtanu monetarnu politiku provoditi preko nacionalnih središnjih banaka.

Sustav središnjeg bankarstva unutar EMU je vrlo sličan onome u SAD. Za taj dio treće etape važno je napomenuti da je počela zamjena nacionalnih valuta za EURO i to prije svega u financijskom sektoru, pri čemu će EURO egzistirati samo kao knjižni, žiralni novac sve do početka 2002. godine kad će postati i efektivnim.²⁰

Završni dio u procesu monetarnog integriranja započet će 1.1.2002. godine kada se u optjecaj uvodi jedinstvena valuta EURO, kao depozitni novac, ali i kao efektivni novac pri čemu sa scene definitivno nestaju nacionalne valute koje se moraju zamijeniti za euro do sredine 2002. godine. Osim nacionalnih valuta u novčanicama i kovanicama do tog vremena se moraju denominirati i svi drugi financijski instrumenti u euro.²¹

„Kada se promatra suvremena monetarna politika Europske unije može se vidjeti da je Eurosustav u 2013. rabio sljedeće instrumente monetarne politike: operacije na otvorenom tržištu, uključujući glavne operacije refinanciranja, operacije dugoročnijeg refinanciranja i operacije fine prilagodbe, kao i stalno raspoložive mogućnosti te minimalne obvezne pričuve. Nadalje, drugim ugovornim stranama prvi je put omogućeno da tjedno otplaćuju nepodmirene iznose iz trogodišnjih operacija dugoročnijeg refinanciranja raspodijeljene u prosincu 2011. i u veljači 2012. godine“.²²

„Vijeće je tijekom 2013. u dva navrata promijenilo ključne stope ECB-a. Širina kamatnoga koridora oko stope na glavne operacije refinanciranja smanjila se 8. svibnja 2013. sa 150 na 100 baznih bodova jer su se kamatne stope na glavne operacije refinanciranja i instrument granične posudbe od središnje banke smanjile za 25 odnosno 50 baznih bodova, na 0,50% odnosno 1,00%, a kamatna stopa na novčani depozit ostala je nepromijenjena i iznosila je 0,00%.²³

Nadalje, 13. studenoga 2013. kamatni koridor dodatno se smanjio, na 75 baznih bodova, i postao je asimetričan jer su se kamatne stope na glavne operacije refinanciranja i instrument

²⁰Lovrinović, I., Ivanov, M. (2009), op. cit., str. 95

²¹Lovrinović, I., Ivanov, M. (2009), op. cit., str. 95

²²ESB, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013hr.pdf?94409a849d04ad09e0b531e22486069>, (28.08. 2016.)

²³ESB, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013hr.pdf?94409a849d04ad09e0b531e22486069>, (28.08. 2016.)

granične posudbe od središnje banke snizile za 25 baznih bodova, na 0,25% odnosno 0,75%, a kamatna stopa na novčani depozit ostala je nepromijenjena i iznosila je 0,00%.²⁴

„Tijekom 12 razdoblja održavanja u 2013. (od 16. siječnja 2013. do 14. siječnja 2014.) prosječne dnevne potrebe za likvidnošću bankovnog sustava europodručja – definirane kao zbroj autonomnih čimbenika³ i obveznih pričuva – iznosile su 604,9 mlrd. EUR, što je povećanje od 24% u odnosu na 12 razdoblja održavanja u 2012., kada su iznosile 487,6 mlrd. EUR. Znatno povećanje potreba za likvidnošću bilo je posljedica smanjenja neto inozemne aktive i povećanja drugih autonomnih čimbenika, djelomično uzrokovanog manjom likvidnosnom podrškom u nuždi europodručju.²⁵

Minimalne obvezne pričuve prosječno su se smanjile sa 106 milijardi EUR tijekom 12 razdoblja održavanja u 2012. na 104,5 milijardi EUR tijekom 12 razdoblja održavanja u 2013. Prosječni dnevni iznos viška pričuva (stanja tekućih računa umanjena za obvezne pričuve) u promatranom razdoblju iznosio je 196,8 milijardi EUR i ostao je uglavnom nepromijenjen u odnosu na prosječnu razinu od 216,5 milijardi EUR u 2012.²⁶

Ovaj prilično velik iznos viška pričuva uglavnom je posljedica toga što je pasivna kamatna stopa tijekom cijele 2013. iznosila nula, pa je bankama bilo svejedno hoće li se koristiti prekonoćnim novčanim depozitom ili će ostaviti višak pričuva na svojim tekućim računima.²⁷ Međutim, višak pričuva tijekom godine postupno se smanjivao, ponajviše zato što su banke manje rabile operacije Eurosustava i rano otplatile (odnosno prije planiranog dospijeca) dio trogodišnjih operacija dugoročnijeg refinanciranja jer se funkcioniranje tržišta postupno normaliziralo.

Višak pričuva smanjio se s približno 361 milijardi EUR u prvom razdoblju održavanja u toj godini na 144,8 milijardi EUR u posljednjem razdoblju održavanja. Prosječno dnevno korištenje depozita također se tijekom godine smanjilo: u prvom je razdoblju održavanja

²⁴ESB, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013hr.pdf?f94409a849d04ad09e0b531e22486069>, (28.08. 2016.)

²⁵ESB, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013hr.pdf?f94409a849d04ad09e0b531e22486069>, (28.08. 2016.)

²⁶ESB, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013hr.pdf?f94409a849d04ad09e0b531e22486069>, (28.08. 2016.)

²⁷ESB, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013hr.pdf?f94409a849d04ad09e0b531e22486069>, (28.08. 2016.)

iznosilo približno 184 milijardi EUR, pa se smanjilo do 60 milijardi EUR u posljednjem razdoblju održavanja.²⁸

Provodeći monetarnu politiku Eurosustav izvršava kreditne poslove s drugim ugovornim stranama koje ispunjavaju kriterije prihvatljivosti definirane u „općoj dokumentaciji”⁶. Iako se prema kriterijima prihvatljivosti od tih drugih ugovornih strana zahtijeva da budu financijski stabilne, Eurosustav bi i nadalje mogao biti izložen riziku neočekivanog nastanka statusa neispunjavanja obveza drugih ugovornih strana. Taj se rizik umanjuje time što se od drugih ugovornih strana zahtijeva da daju odgovarajući kolateral. Međutim, u slučaju nastanka statusa neispunjavanja obveza druge ugovorne strane, Eurosustav bi također bio izložen kreditnom, tržišnom i likvidnosnom riziku vezanom uz razrješavanje imovine koja čini kolateral.²⁹

Usto, poslovi pružanja likvidnosti u stranim valutama na temelju kolaterala u eurima, kao i poslovi pružanja likvidnosti u eurima na temelju deviznoga kolaterala, uzrokuju valutni rizik. Kako bi sveo sve te rizike na prihvatljivu mjeru, Eurosustav održava visoke kreditne standarde za imovinu koja se prihvaća kao kolateral, svakodnevno vrednuje kolateral i primjenjuje mjere kontrole rizika kao što su korektivni faktori. Eurosustav je iz opreza uspostavio zaštitni sloj radi manijaka koji bi mogli nastati zbog konačnog razrješavanja kolaterala primljenog od drugih ugovornih strana koje su u statusu neispunjavanja obveza. Razina zaštitnog sloja preispituje se jednom godišnje, prije moguće prodaje primljenoga kolaterala i u skladu s izgledima za povrat.³⁰ U općenitijem smislu, financijski rizici u kreditnim poslovima stalno se prate i kvantificiraju na razini Eurosustava i redovito priopćuju tijelima nadležnima za odlučivanje u Eurosustavu. Tijekom 2013. Eurosustav je donio nekoliko mjera kojima su dodatno pojačani kriteriji prihvatljivosti i okvir za kontrolu rizika. Od 3. siječnja 2013. podaci na razini pojedinačnih kredita morali su se priopćavati za vrijednosne papire pokrivenne stambenim hipotekama i vrijednosne papire pokrivenne imovinom i kreditima malim i srednjim poduzećima kako bi bili prihvatljivi kao kolateral za kreditne poslove Eurosustava.³¹

²⁸ESB, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013hr.pdf?f94409a849d04ad09e0b531e22486069>, (28.08. 2016.)

²⁹ESB, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013hr.pdf?f94409a849d04ad09e0b531e22486069>, (28.08. 2016.)

³⁰ESB, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013hr.pdf?f94409a849d04ad09e0b531e22486069>, (28.08. 2016.)

³¹ESB, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013hr.pdf?f94409a849d04ad09e0b531e22486069>, (28.08. 2016.)

ESB je također revidirao kriterije prihvatljivosti za vrijednosne papire pokrivene imovinom, ponajprije kako bi uzeo u obzir njihovu povećanu transparentnost i standardizaciju uzrokovanu zahtjevom za izvješćivanjem na razini pojedinačnih kredita te kako bi njihov tretman približio kriterijima prihvatljivosti za druge vrste imovine.

Pritom je važno naglasiti da je ESB zahtjev za dva AAA-rejtinga za vrijednosne papire pokrivene imovinom koji podliježu zahtjevu za izvješćivanjem na razini pojedinačnih kredita zamijenio zahtjevom za najmanje dva A-rejtinga.³²

Usto, smanjeni su korektivni faktori za vrijednosne papire pokrivene imovinom i u općem i u privremenom kolateralnom okviru. „Novi kriteriji prihvatljivosti i plan primjene korektivnih faktora, uspostavljeni nakon preispitivanja okvira za kontrolu rizika Eurosustava, stupili su na snagu 1. listopada 2013. godine. Nadalje, Eurosustav je uveo metodologiju za određivanje minimalnih korektivnih faktora koje nacionalne središnje banke primjenjuju na skupove kreditnih potraživanja i neke vrste dodatnih kreditnih potraživanja koja su prihvatljiva u privremenom okviru za kolateral Eurosustava, s primjenom od siječnja 2014. Kad je riječ o okviru za kreditnu procjenu Eurosustava (ECAF), Upravno vijeće je 6. rujna 2013. odlučilo ponovo uvesti u ECAF alat za dodjelu rejtinga“ Cerved Group.³³

„Ta je odluka donesena nakon što je Cerved proveo do kraja izmjene potrebne za usklađivanje s definicijom nastanka statusa neispunjavanja obveza iz sporazuma Basel II. Osim toga, 28. lipnja 2013. odnosno 14. studenoga 2013. Upravno vijeće odobrilo je uporabu internog sustava kreditne procjene u okviru ECAF-a za Banca d’Italia i Nationale Bank van België/Banque Nationale de Belgique“.³⁴

Eurizacija je proces zamjene domaće valute neke zemlje za euro. Time euro preuzima osnovne funkcije novca, postaje sredstvo plaćanja i/ili sredstvo očuvanja vrijednosti. Eurizacija je karakteristična za mala valutna područja, otvorena i osjetljiva na tokove međunarodnog kapitala.³⁵ U praksi su se pojavile različite vrste eurizacije, ali svaka od njih

³²ESB, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013hr.pdf?f94409a849d04ad09e0b531e22486069>, (28.08. 2016.)

³³ESB, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013hr.pdf?f94409a849d04ad09e0b531e22486069>, (28.08. 2016.)

³⁴ESB, <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013hr.pdf?f94409a849d04ad09e0b531e22486069>, (28.08. 2016.)

³⁵<http://finance.hr/wp-content/uploads/2009/11/ateurh.pdf> (12. 06. 2016.)

utječe na smanjenje nezavisnosti u provođenju monetarne politike zemlje, u većoj ili manjoj mjeri. Vrste eurizacije: ³⁶

- Puna službena eurizacija - podrazumijeva situaciju u kojoj je strana valuta (euro) jedino zakonsko sredstvo plaćanja i domaća valuta ne postoji. U grupu službeno euriziranih zemalja spada Crna Gora.
- Djelomična službena eurizacija - podrazumijeva situaciju u kojoj se kao zakonsko sredstvo plaćanja koristi i strana valuta (euro) i domaća valuta. Ova je situacija prisutna u Bosni i Hercegovini.
- Neslužbena eurizacija - se odnosi na situaciju kada se uslijed odsustva povjerenja u domaću valutu koristi strana valuta (euro) kao sredstvo plaćanja, sredstvo obračuna ili sredstvo očuvanja vrijednosti, a istovremeno strana valuta nije priznata kao zakonsko sredstvo plaćanja u zemlji. Precizno utvrđivanje u kojim je sve zemljama prisutna neslužbena eurizacija nije moguće s obzirom da je statistika ove vrste gotovo nemoguća, ali je ovaj oblik eurizacije mnogo rasprostranjeniji u odnosu na službenu eurizaciju.
- Europska monetarna unija - monetarna unija bi se mogla tretirati kao četvrta varijanta eurizacije. Ona predstavlja situaciju kada više zemalja koristi zajedničku valutu, euro. Za sada je EMU jedini primjer monetarne unije u svijetu. S obzirom da u Republici Hrvatskoj imamo slučaj neslužbene eurizacije u nastavku rada ćemo njoj posvetiti pozornost.

Iako u Republici Hrvatskoj nikada nije došlo do potpune, službene eurizacije, zbog nepovjerenja u domaću valutu HRK, Euro postaje važna valuta u svim gospodarskim mjerilima i tokovima posebno na tržištima prodaje, najma nekretnine i pokretnina te u štedno-kreditnoj funkciji. Razlog eurizacije, u Republici Hrvatskoj, kako navodi Babić (2015) bio je potpuno neutemeljen s obzirom na stabilnost i snagu HRK. Hrvatska kuna je od samog uvođenja (nakon stvaranja samostalne Hrvatske države 1990-ih), bila jedna od najstabilnijih valuta u svijetu. Zato je svrha ugovaranja kredita uz valutnu klauzulu prestala postojati. Vrijednost kredita dana u kunama bila je stabilna kao i vrijednost kredita danih u eurima koji je uveden 1999. godine.³⁷Iako prestaje postojati razlog ugovaranja valutne klauzule, banke su i dalje davale kredite uz valutnu klauzulu. Problem je bio što su banke primarno davale kredite u stranoj valuti (EUR) te su time smatrali opravdanim i ugovaranje valutne klauzule. Znači

³⁶<http://finance.hr/wp-content/uploads/2009/11/ateurh.pdf> (12. 06. 2016.)

³⁷Babić, M. (2011). Kriza eura 2010. Obnovljeni život, Vol.66. No.2., str. 251-267.

banke nisu imale povjerenja u stabilnost kune, usprkos svim pokazateljima da je kuna bila jednako stabilna kao EUR, čak i stabilnija.

Banke su se odlučivale za kredite u EUR-u zbog svoje poslovne politike, jer u Hrvatskoj je gotovo 99% banaka od 2000. do 2014. godine u stanom vlasništvu. Budući da su matične banke osnovane u državama u kojima je službeno uveden EUR, nepovjerenje kuni bilo je više opravdanje za njihovu poslovnu politiku.

No, u razdoblju od 2000. do 2014. godine HRK je prosječno povećavala svoju vrijednost prema košarici konvertibilnih valuta koje su najvažnije u međunarodnim plaćanjima za Republiku Hrvatsku. Dodatan problem koji je utjecao na eurizaciju pod okriljem valutne klauzule u Republici Hrvatskoj bio je vezan i za povećanje konkurentnosti banaka na tržištima. Stoga su banke kako u Europi tako i u Hrvatskoj, prije krize 2008. godine, uvele nove proizvode kako bi povećale svoju konkurentnost i profit. Poseban novitet za Hrvatsko tržište bili su tzv. jeftini krediti³⁸ u švicarskim francima.³⁹ Fizičke i pravne osobe u Republici Hrvatskoj u sve većoj mjeri su uzimale tzv. jeftine kredite, no nisu razmišljali da su isti bili vezani uz valutnu klauzulu. Euroizacija se u Hrvatskoj ubrzo pretvara u frankizaciju. No kriza 2008. godine i aprecijacija švicarskog franka, koja je bila posljedica nestabilnosti EUR, dovodi do povećanja tečaja CHF što je bilo veće od kamatnoga pariteta u Eurozoni i Švicarskoj. Kreditne obveze dužnika s valutnom klauzulom se povećavaju u Hrvatskoj te dolazi do socijalnog kolapsa.

Iako je HNB i hrvatska monetarna politika učinila sve (što će se više analizirati u narednom poglavlju) da ojača stabilnost kune, poslovne politike, stranih banaka u Republici Hrvatskoj su valutnim klauzulama učinile pomutnju na hrvatskom kreditnom tržištu što je dovelo do dodatnih opterećenja hrvatskih građana i poduzeća te uzrokovalo velike socijalne probleme, do blokade građanskih računa, deložacija do propadanja malih i srednji poduzeća.

³⁸jeftini zato što su kamatne stope u odnosu na euro kredite bile i do 4% niže (HNB, 2016).

³⁹Hrvatska narodna banka: Financijska stabilnost, (2015.), <http://www.hnb.hr/publikac/financijska%20stabilnost/h-fs-14-2015.pdf>, (12. 08. 2016.)

3. Monetarna politika Republike Hrvatske i devizni tečaj

Monetarna politika i vlast u Republici Hrvatskoj, na temelju usvajanja upravljano plivajućeg tečajnog režima. No, realna situacija je pokazala kako sustav ciljnog (fiksno) tečaja kune u odnosu na euro s dopuštenom zonom promjene od blizu 5%. Kako navode Babić (2011), Mečev (2012) i Koški (2008), takav sustav deviznog tečaja optimalan je za Republiku Hrvatsku. Za razliku od konvencionalnog vezanog tečaja koji bi u potpunosti onemogućio samostalno djelovanje monetarne vlasti, dok bi sustav slobodnog-fluktuirajućeg deviznog tečaja imao veliki utjecaj na fluktuacije cijena i te izvjesnu razinu visokog devinog i valutnog rizika u Republici Hrvatskoj. Kako bi se što bolje shvatio odnos monetarne politike i vlasti Republike Hrvatske prema deviznom tečaju, valutnim klauzulama te odnosu kune na ostale valute, u ovom poglavlju će se u početku predstaviti temeljna obilježja monetarne vlasti i politike u Hrvatskoj iz čeka proizlaze ciljevi i norme kojima se upravlja deviznim tečajem i valutnim rizikom u Republici Hrvatskoj.

3.1. Obilježja monetarne politike u Republici Hrvatskoj

Ciljevi i instrumenti monetarne politike u Republici Hrvatskoj stalni su predmet analize i sporova stručnjaka. Primjerice poznato je da je HNB dok je bio guverner Marko Škreb, a potom i Željko Rohatinski, željela promijeniti instrumente vođenja monetarne politike od administrativnih prema tržišnim. Relativno radikalno u to vrijeme smanjuje se obveza rezerva na koju bankari nisu baš bili spremni.⁴⁰ Ostvarivanje ciljeva diskontne politike podložno je mnogim utjecajima i konkretnoj situaciji svake pojedine zemlje, što ovaj instrument ne čini dovoljno efikasnim.

Kao momenti posebnog interesa za djelovanje eskontne politike mogu se navesti:⁴¹

- a) konjunktura u zemlji – podizanje eskontne stope ne povlači opadanje potražnje za kreditima, ako su izgledi za plasman povoljni, a promjena stope neznatna;
- b) stanje tržišta novca – oskudica novca u zemlji podržava visoku kamatnu stopu na slobodnom tržištu, bez obzira na nisku diskontnu stopu CB-e;

⁴⁰Polovina, S. i Medić, Đ. (2002), Osnove ekonomije, Priručnik za studij ekonomije uz udžbenik P. Samuelson-W. Nordhaus Ekonomija, 15. izdanje, Zagreb: Medinek, Zagrebop. str., 382

⁴¹Lovrinović, I., Ivanov, M. (2009), op. cit. 125

- c) pozicija i autoritet centralne banke utječe na ponašanje poslovnih banaka – pogotovo onih koje ovise o kreditima centralne banke ;
- d) politika diskontne stope efikasnija je u uvjetima stabilnosti domaće valute – strani kapitali nemaju interesa da se «prebacuju» u valute koje samo u toku jednog dana mogu izgubiti 2-3% svoje vrijednosti, iako postoji zadovoljavajuća eskontna stopa; dizanje eskontne stope može ponekad i odbojno djelovati, jer se može protumačiti kao da sa tom valutom «nešto nije u redu».

Ovaj instrument, za razliku od diskontne politike otvorenog tržišta, uvodi direktnu kontrolu nad sredstvima poslovnih banaka, pa se smatra vrlo efikasnim oruđem monetarno-kreditne politike, ali bez kvalitete selektivnosti. Njegova je specifičnost u tome što može korisno poslužiti u reguliranju novčanog optičaja i u razvijenim i u nerazvijenim zemljama.

Politika otvorenog tržišta sastoji se u intervenciji centralne banke na tržištu vrijednosnih papira koji su predmet burzovne trgovine, a u prvom redu državnih obveznica koje emitira država kod raspisivanja unutrašnjeg zajma za pokriće raznih potreba.⁴²

Selektivnim i kvalitativnim instrumentima monetarno-kreditne politike djeluje se na promjene novca i kredita samo u određenim sektorima privrede, regionalnom razmještanju i dr. Selektivno reguliranje od strane centralne banke svodi se na to da se indirektno regulira kreditni potencijal poslovnih banaka, preko mogućnosti većeg ili manjeg postotka reeskonta kod centralne banke za plasmane u određene pravce ili namjene.

Postoje tri elementa kojim centralna banka indirektno provodi selektivnu kreditnu politiku preko poslovnih banaka:⁴³

- prvo, poslovne banke imaju pravo na reeskont ukoliko su svoja sredstva plasirale u određene namjene (npr. izvoz), ako su plasirale svoja sredstva u namjene koje ne preferira kreditno-monetarna politika nemaju pravo na reeskont;
- budući da su poslovne banke zainteresirane za reeskont sredstava, odlučivati će se za plasman u te namjene, jer inače nemaju podršku centralne banke, a i dobivaju relativno jeftina sredstva;

⁴²Lovrinović, I., Ivanov, M. (2009), op. cit. 125

⁴³ Monetarna ekonomija – skripta,

<http://studentski.hr/system/materials/d/e4b65843821a83e8ea336db8051c7332dca6568a.zip?1439380815>,
28.8.2016.

- stimulativni faktori su i dosta povoljni rokovi na koje se odobravaju ova sredstva od strane centralne banke (oko 2-3 godine).

Selektivna kreditna politika centralne banke najviše je povezana s ciljevima opće ekonomske politike zemlje. Kvalitativnim instrumentima monetarno-kreditne politike centralna banka može kontrolirati namjensko korištenje i usmjeravanje novokreiranog novca u one pravce i poslove kojima je dat prioritet (npr. uvoz-izvoz, poljoprivredna proizvodnja) u ostvarivanju određenih ciljeva tekuće ekonomske politike. Selektivnom kreditnom politikom određuju se uvjeti kreditiranja u pogledu namjena kredita rokova, kamata, korisnika itd., što da se radi o kvalitativnoj kontroli novca i kredita, mada se preko određivanja tih kredita istovremeno određuje i kvantitativno regulira kreditni potencijal banaka i novca i kredita u privredi.⁴⁴

3.2. Devizni tečaj i formiranje deviznog tečaja

Devizni tečaj se formira utjecajem ponude i potražnje na deviznom tržištu, a kako je već ranije navedeno formira se u onoj točki gdje se ponuda i potražnja stranih sredstava nalaze u ravnoteži.⁴⁵ Devizni režim predstavlja sve propise kojima se reguliraju svi odnosi prisutni u deviznim transakcijama što obuhvaća i sam devizni tečaj te organizaciju deviznog tržišta te subjekata na deviznom tržištu. Svaka država izbire svoj sustav deviznog tečaja kako bi isti bio u službi ostvarivanja njezinih ciljeva tj. ciljeva državne ekonomske politike. Stoga odabir deviznog tečaja temelji se na gospodarskim posebnostima svake države.⁴⁶

Teorije održavanja deviznog tečaja su:

- teorija pariteta kupovne moći, apsolutna i relativna,
- teorija kamatnog pariteta,
- teorija efikasnog deviznog tečaja,
- teorija tržišta vrijednosnih papira,
- teorija dugoročne neravnoteže bilanci plaćanja,
- monetarna teorija.

Teorija pariteta kupovne moći temelji se na kretanju tečajeva dviju valuta kao odnosa kupovne moći tih dviju valuta tj. kako funkcioniraju odnosi unutarnjih i vanjskih cijena

⁴⁴Lovrinović, I., Ivanov, M. (2009), op. cit. 201

⁴⁵Saunders, A., Cornett, M.M. (2006), *Financijska tržišta i institucije*, Zagreb: Masmedia, str. 254

⁴⁶Mačev, D. (2012), *Izbor režima deviznog tečaja*, Zbornik radova Međimurskog veleučilišta u Čakovcu, Vol.3 No.1, str. 61-69

valuta. Paritet kupovne moći je odnos općeg indeksa cijena među državama koji se služe za korekciju službenih tečajeva.

Ova teorija održavanja deviznog tečaja temelji se na načelu pravila jedne cijene koja kaže da se roba na svim mjestima mora prodavati po istoj cijeni. Ukoliko to nije tako dobit može ostati neiskorištena. Primjerice kada je pojedina roba skuplja na tržištu u odnosu na drugo tržište gdje je ta roba jeftinija. Samim time netko može kupiti robu po jeftinijoj cijeni i prodati je na tržištu gdje je ta roba skuplja i time zaraditi na razlici cijene. Na temelju navedene teorije i prakse pariteta kupovne moći valuta mora imati istu kupovnu moć u svim zemljama, odnosno jedinica svake valute mora imati istu realnu vrijednost u svakoj zemlji gdje se koristi.

Apsolutna teorija pariteta podrazumijeva tečaj dviju zemalja pri čemu se isti izračunava kao odnos razine cijene u tim zemljama. Relativna teorije tečaja u tekućem razdoblju objašnjava se da je tečaj iz temeljnog razdoblja korigiran odnosom domaćih i vanjskih cijena za isto razdoblje.

Teorija kamatnog pariteta podrazumijeva da je kretanje kratkoročnog kapitala uvjetovano razlikama u odgovarajućim domaćim i vanjskim kamatnim stopama. Teorije efikasnog deviznog tečaja temelji se na ispunjavanju sljedećih pretpostavki: troškovi deviznih transakcija su niski, sudionici koriste sve relevantne informacije za trgovanje, vrijednosti papiri denominirani su u različitim valutama predstavljaju savršene supstitute.⁴⁷ Ukoliko su sve navedene pretpostavke ispunjenje terminski tečaj je nepristrani indikator budućeg kretanja promptnog tečaja.

Teorija tržišta vrijednosnih papira je teorija prema kojoj se devizni tečaj određuje prema kretanju platne bilance. Što znači da se ova teorija temelji na kraćem roku određivanja deviznog tečaja pri čemu se u bilanci prate kapitalne transakcije, dok se u dugom roku kretanja prate varijable tekućih transakcija.⁴⁸ Teorija dugoročne neravnoteže u bilanci plaćanja je teorija određivanja deviznog tečaja koja pokušava obuhvatiti sve faktore koji utječu na transakcije bilance plaćanja. U konačnici strategija deviznog tečaja može biti temeljena na monetarnoj teoriji prema kojoj promjena novčane mase u zemlji i inozemstvu utječe na promjenu deviznog tečaja.⁴⁹

⁴⁷Babić, M. i Babić, A. (2008), *Međunarodna ekonomija*. 5. izd. Zagreb : Mate d.o.o., str. 263

⁴⁸Babić, M. i Babić, A. (2008), *op. cit.*, str. 264

⁴⁹Babić, M. i Babić, A. (2008), *op. cit.*, str. 264

Iako se državama pruža potpuno pravo da same odrede formiranje i regulaciju deviznog tečaja sukladno svojim ekonomskim politikama, na globalnoj razini postavlja se odgovornost da države moraju poštivati i temeljna načela određivanja deviznog tečaja kako ne bi ugrozile opću stabilnost, posebno ako se radi o unitariziranim tržištima koja su međusobno povezana i kod kojih svaka nepravilnost može dovesti do lančanog procesa negativnih gospodarskih aktivnosti (npr. tržište EU).⁵⁰

Samim time zemlje u razvoju i tranzicijske zemlje vode politiku precijenjenog tečaja nacionalne valute čime devizni tečaj fiksiraju na razini nižoj od ravnoteže. U slučaju fiksiranja deviznog tečaja na razini nižoj od ravnoteže, preraspodjela se obavlja na štetu izvoznika, a u korist uvoznika, kako je slučaj u Hrvatskoj. Takvo određivanje tečaja destimulira izvoz, a povećava uvoz, pa su tako zemlje u tranziciji često dolazile u situaciju pada industrijske proizvodnje i potražnje za domaćim proizvodom što je negativno utjecalo na njihovo gospodarstvo (Hrvatska jako dobar primjer).⁵¹

Kod formiranja deviznih tečajeva spominju se i razni sustavi deviznog tečaja od čega su u praksi i teoriji najpoznatiji:⁵²

- sustav čistih plivajućih tečajeva koji su odnosi zamjene valuta određuju se na temelju ponude i potražnje na deviznom tržištu
- sustav fiksnih deviznih tečajeva pri čemu država određuje odnos u kojem će se valute međusobno mijenjati. Najpoznatiji takav sustav je bio Zlatni standard u kojem je svaka zemlja vrijednost svoje valute odredila pomoću fiksne količine zlata
- sustav upravljanih deviznih tečajeva pri čemu tržište određuje visinu deviznih tečajeva ali država intervenira prodajom domaće ili strane valute ako se prijeđu određene granice.

⁵⁰Babić, M. i Babić, A. (2008), op. cit., str. 264

⁵¹Babić, M. (2011), op. cit., str. 533

⁵²Babić, M. (2007), Makroekonomija, 15. dopunjeno i izmijenjeno izdanje, Zagreb: Mate, 211

Međunarodni monetarni fond sustave deviznih tečajeva razvrstava ovako: ⁵³

- sustav bez domaće valute u optjecaju,
- valutni odbor,
- sustav konvencionalno-vezanoga deviznog tečaja,
- sustav vezanog deviznog tečaja u okviru horizontalnog raspona,
- sustav puzećeg vezanja deviznog tečaja
- sustav puzećeg raspona deviznog tečaja,
- sustav upravljano-fluktuirajućeg deviznog tečaja bez unaprijed određenog smjera i sustav slobodno-fluktuirajućih deviznih tečajeva.

Jedan od tih sustava je devizni tečaj bez domaće valute u optjecaju koji predstavlja režim gdje valuta strane zemlje ili nadnacionalna valuta egzistira kao jedino zakonsko sredstvo plaćanja ili određena zemlja pripada monetarnoj uniji u kojoj dijeli isto zakonsko sredstvo plaćanja s ostalim članicama. Prihvatanje takvog režima podrazumijeva odricanje od nezavisne monetarne kontrole i odlučujućeg utjecaja domaćih monetarnih vlasti (primjer: euro u EU nakon ukidanja nacionalnih valuta) na monetarna kretanja.⁵⁴ Valuta određene zemlje može biti formalno ili stvarno vezana za neku drugu valutu ili košaricu valuta po fiksnom tečaju s mogućim odstupanjima tečaja unutar granica u rasponu od +/- 1 oko središnjeg tečaja. Odabir strane valute uz koju će se vezati domaća valuta ovisi o stupnju međunarodne razmjene roba, usluga i kapitalu zemalja o čijim tečajevima se radi.⁵⁵ Monetarna vlast ima ulogu da održi fiksni paritet putem intervencija na deviznom tržištu. Stupanj fleksibilnosti je uvijek veći u odnosu na dva prethodno spomenuta režima

Fiksni devizni tečaj unutar zadanog raspona plivanja podrazumijeva da se visina deviznog tečaja održava između dopuštenih granica fluktuacije koje dopuštaju odstupanja veća od $\pm 1\%$ oko središnjeg tečaja.⁵⁶

⁵³Koški, D. (2008), Izbor optimalnoga sustava deviznoga tečaja za Republiku Hrvatsku. Ekonomski vjesnik. Osijek, Ekonomski fakultet u Osijeku., Br. 1-2, 2008., str. 22

⁵⁴Pezer Blečić, S. (2005), Devizno poslovanje. - Zagreb : Hrvatska zajednica računovođa i financijskih djelatnika, str. 76

⁵⁵Koški, D.(2008), Izbor optimalnoga sustava deviznoga tečaja za Republiku Hrvatsku, op. cit., str. 33.

⁵⁶Lovrinović, I., Ivanov, M. (2009), op. cit., 345

Tu se zapravo devizni tečaj određuje na tržištu na temelju ponude i potražnje, ali njegovo fluktuiranje ograničeno jer središnja monetarna institucija intervenira na tržištu kako bi ga održala u ranije propisanim granicama. Problem koji se može javiti u ovakvom sustav jest u određivanju raspona plivanja tečaja. Ukoliko su granice postavljene preusko, sustav se ponaša kao fiksni tečajni režim, a s druge strane ako su postavljene previše široke sustav se ponaša kao slobodno fluktuirajući režim.⁵⁷

Nadalje, puzajuće prilagođavanje znači da se valuta prilagođava privremeno u malim vrijednostima prema unaprijed određenom fiksnom tečaju ili s obzirom na kvalitativne indikatore unutar zone odstupanja. Stopa puzanja može biti takva da prouzrokuje inflacijske promjene vrijednosti valute ili može biti na razini unaprijed određene fiksne stope ispod projicirane inflacijske razine. Prema tim kretanjima nameće se ograničenje monetarnoj politici kao u režimu fiksnog vezanja valute. Raspon dopuštenih tečajnih fluktuacija u okviru ovog sustava je +/- 1%⁵⁸.

Primjenom navedenog tečajnog režima koriste se prednosti fluktuirajućeg tečaja a zahvaljujući činjenici da su promjene tečaja najavljene i u malim iznosima, izbjegavaju se opasnosti špekulativnih očekivanja.

Osnovna razlika između sustava puzećeg vezanja deviznog tečaja i puzećeg raspona deviznog tečaj sastoji se u tome što je u drugom sustavu dopušten raspon tečajne fluktuacije u odnosu na paritet veći od +/- 1% .

Fluktuacija vrijednosti domaće valute u sustavu puzajućega raspona deviznoga tečaja (crawling band)ima u pravilu tri obilježja: puzajući središnji paritet, obvezu monetarnih vlasti da interveniraju kada je potrebnu podržati sustav i široku zonu fluktuacije i to u pravilu veću od 5%, a obično između 10 i 15%.⁵⁹

Kod upravljanje plivajućih deviznih tečajeva bez unaprijed određenog smjera kretanja monetarna vlast putem intervencije na međunarodnim deviznim tržištima utječe na kretanje deviznog tečaja. Kada fluktuacije dosegnu određenu vrijednost, monetarne vlasti interveniraju na deviznom tržištu na potpuno isti način kao i u ostalim sustavima. U ovom sustavu javnosti

⁵⁷Koški, D.(2008), op. cit., str. 34

⁵⁸Koški, D.(2008), op. cit., str. 5

⁵⁹ Ribnikar., M., (2005) Režim deviznog tečaja i monetarna politika, Zbornik radova Ekonomskog fakulteta u Rijeci: časopis za ekonomsku teoriju i praksu, Vol.22 No.2., str. 9-23

nije poznat središnji tečaj koji služi kao osnovica za izračun raspona fluktuacije, što monetarnim vlastima omogućuje potpunu diskreciju u vođenju politike deviznog tečaja.⁶⁰

U suvremenom monetarnom sustavu na ulogu deviznog tečaja u međunarodnim tokovima ima politika deviznih rezervi. Devizne rezerve služe zemlji i za osiguranje stabilnosti vlastite valute, budući da prodajom deviznih rezervi domaćim subjektima centralna banka može smanjiti količinu domaćeg novca u optjecaju. Određena količina deviznih rezervi potrebna je zemlji i zbog ublažavanja posljedica iznenadnih poremećaja u međunarodnoj razmjeni.⁶¹

Razina potrebnih deviznih rezervi ovisi o više faktora, od kojih su najvažniji razina očekivanih plaćanja u razmjeni robe i usluga i kretanje kratkoročnog kapitala. Zbog tih razloga potrebna razina deviznih rezervi najčešće se mjeri u odnosu na ukupna plaćanja koja se očekuju u toku godine.

3.3. Utjecaj monetarne politike na devizni tečaj u Republici Hrvatskoj

Tečajna politika u Hrvatskoj često je spor brojnih hrvatskih ekonomista. I dok jedni zahtijevaju devalvaciju kune drugi su skloni postojećoj politici HNB gdje fluktuirajući tečaj stoji u strogoj kontroli HNB-a, pa je to upravljajuće-fluktuirajući tečaj. Zato se i kaže da HNB vodi politiku stabilnog tečaja.⁶² HNB intervencijama na deviznom tržištu sprječava veće oscilacije tečaja.

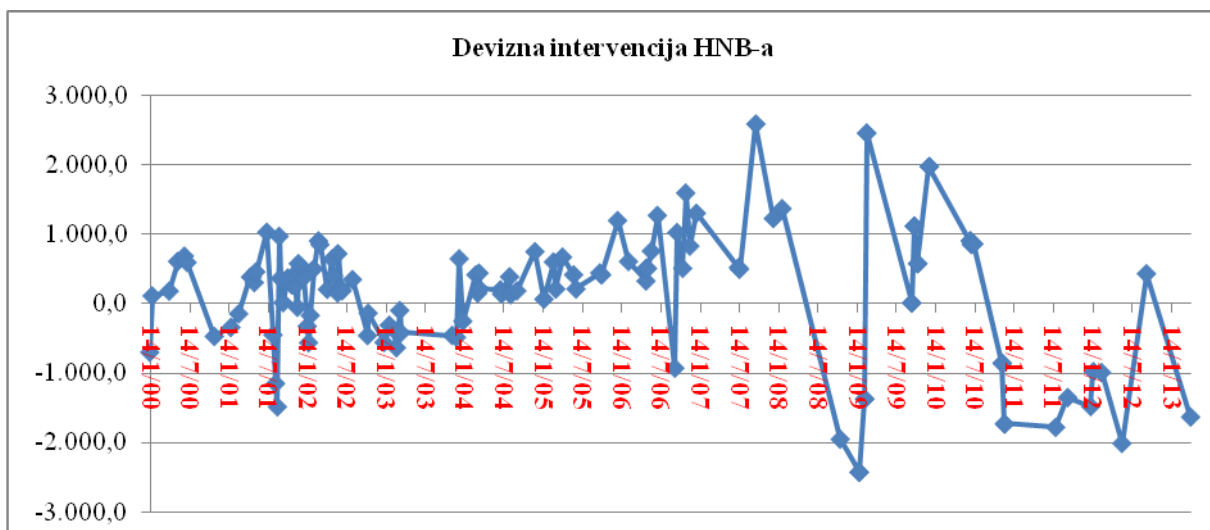
Osnovni razlozi korištenja tečaja kao nominalnog sidra proizlaze iz činjenice da je više od 75% štednje u hrvatskoj u stranoj valuti čime stabilnost tečaja postaje bitna stavka u ekonomskim odlukama.⁶³ Većina devalvaciju i pripadajuću vrijednost valute veže za inflaciju, zato većina subjekata štedi u stranoj valuti. Time se dolazi do velikog udjela štednje u stranoj valuti čime se stvara zatvoreni krug. Iz navedenog je jasno da je tržište tj. da su korisnici izabrali ovu monetarnu politiku, jer su na temelju prethodnih iskustava (u Jugoslaviji), odlučili formirati očekivanja prema tečaju, što se može vidjeti i na slici 3.1.

⁶⁰Koški, D.(2008), op. cit., str. 34

⁶¹Samuelson, P.A., Nordhaus, W.D (2007), Ekonomija,15. izd., Zagreb: Mate d.o.o., str. 225

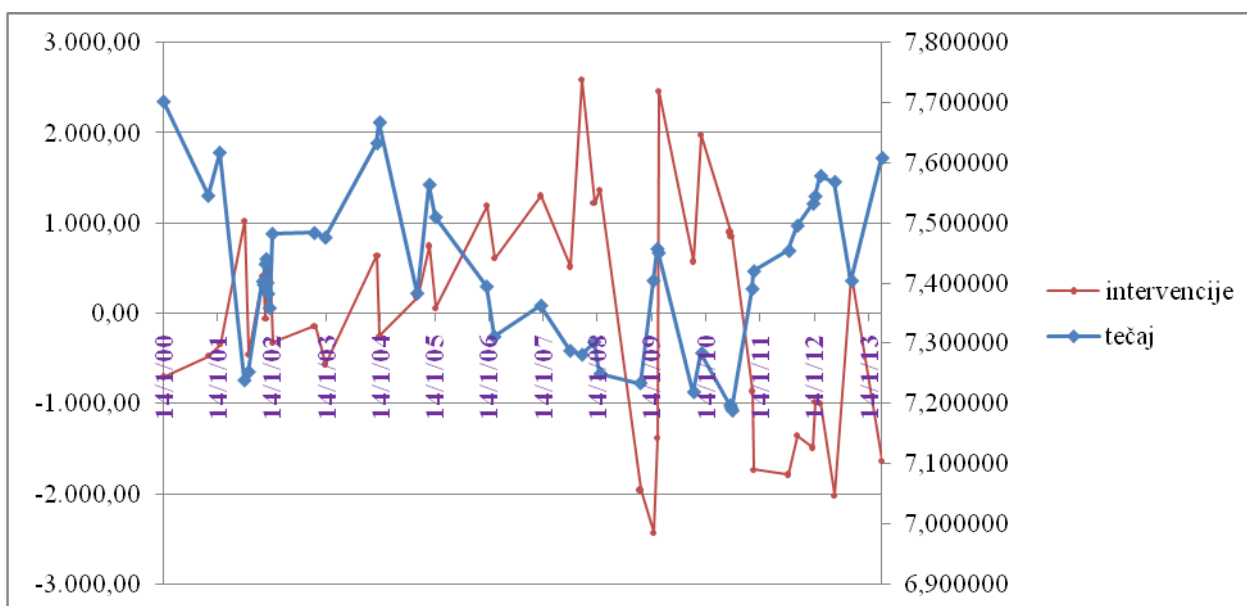
⁶²Lakić, M.(2001), Aktualnosti deviznog sustava Republike Hrvatske, Slobodno poduzetništvo, br. 8, str. 71-77.

⁶³HNB, <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/financijska-stabilnost>, (12. 07. 2016.)



Slika 3.1. Devizne intervencije Hrvatske narodne banke od 2000. do 1/2013. godine (u mil. kuna)

Izvor: HNB, <http://www.hnb.hr/publikac/hpublikac.htm>, (29. 06. 2016.)



Slika 3.2. Devizne intervencije Hrvatske narodne banke od 2000. do 1/2013. godine (u mil. kuna) i promjena tečaja

Izvor: HNB, <http://www.hnb.hr/publikac/hpublikac.htm>, (29. 06. 2016.)

Hrvatska narodna banka ne cilja kamatnu stopu, već na osnovu novčane emisije u Hrvatskoj, kupovinom ili prodajom deviza, sprječava veće oscilacije tečaja (što se vidi i na slici 2). Tečaj nije nešto što Hrvatska narodna banka kontrolira, on je rezultat balansiranja monetarne baze u odnosu na devize, čime se održava stabilnost.⁶⁴

Već je ranije navedeno da kao glavno ekonomsko i političko sredstvo poticanja cjenovne konkurentnosti izvoza robe zemlje ističe se tečaj valute (kune). Uvođenjem tzv. stabilizacijskog programa u listopadu 1993. godine očekivalo se da će tečaj kune biti vrednovan realno, uz pretpostavku da neće biti precijenjen u dugoročnoj praksi i da će osigurati izjednačenost tekućeg računa platne bilance zemlje.⁶⁵ To implicitno znači takav tečaj novčane jedinice (kune) koji bi osigurao suficit tekućeg računa platne bilance, temeljen na izvozu roba i usluga i koji bi bio dovoljan za redovito vraćanje dospjelih (moguće refinanciranih) dijelova glavnice duga zemlje.

Uz navedeni stav Hrvatske narodne banke perspektiva hrvatskog deviznog tržišta ne bi se značajno mijenjala, ona će i dalje biti fokusirana na nisko rizične poslove.

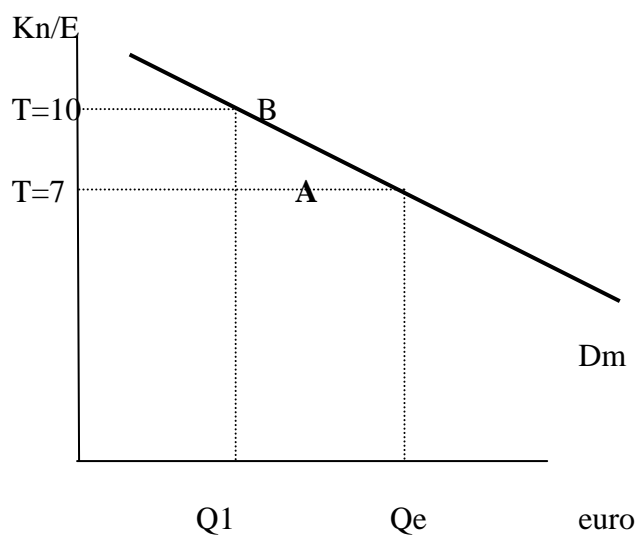
Ako je tečaj u Hrvatskoj 7 kuna za 1 euro, potražnja za eurima u Hrvatskoj je Q_e . Uz isti tečaj euro-kuna je $1/7$, potražnja za kunom u eurozoni je Q_k .⁶⁶ Ako se potražnja za kunom pomnoži s tečajem kune u eurozoni odbit će se ponuda eura u Hrvatskoj $S_e = Q_k * \text{eura/kn} = 1/7$. Ako se pretpostavi da kuna depecira sa 7 na 10 kn za 1 euro. Tada bi se temelj krivulje potražnje u Hrvatskoj smanjila potražnja za eurima. Da je hrvatska potražnja bila elastična tada bi potražnja za eurima, izraženim u kunama bila manja. Obrnuto da je potražnja za eurima bila elastičnija tada bi kunska krivulja potražnje za eurima bila veća od $0QBT$, što se najbolje može vidjeti na 3.3.⁶⁷

⁶⁴Lakić, M. (2001), op. cit., str. 75

⁶⁵Lakić, M. (2001), op. cit., str. 75

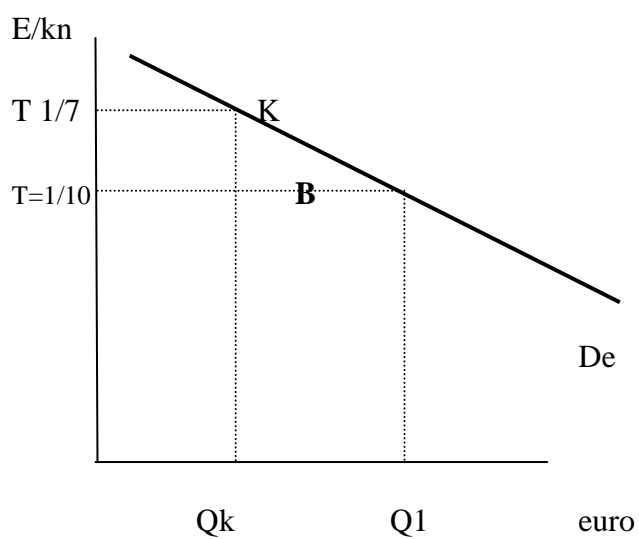
⁶⁶Babić, M. (2011), Ekonomika, uvod u analizu i politiku, Zagreb: Znanje, str. 534

⁶⁷Babić, M. (2011), op. cit., str. 534



U HRVATSKOJ

Izvor: Babić, M.: Ekonomika, uvod u analizu i politiku, Znanje, 2011., str. 534



U EUROZONI

Slika 3.3. Prikaz ponude i potražnje kune/eura, tečaj i elastičnosti

Izvor: Babić, M.: Ekonomika, uvod u analizu i politiku, Znanje, 2011., str. 534

Zbog činjenice da je prema Zakonu o HNB njezin osnovni zadatak očuvanje stabilnosti cijena, to su na hrvatskom tržištu cijene stalno pod većim ili manjim administrativnim reguliranjem. Stoga one ne odražavaju stvarne odnose troškova što utječe na to da niti tečaj kune, koji bi trebao biti most između cjenovne strukture naše privrede i privreda drugih zemalja, ne vodi uspješnom uklapanju u međunarodnu podjelu rada. Upornost da se u takvim uvjetima vodi i politika precijenjene kune samo dodatno iskrivljava parametre efikasnosti međunarodne razmjene zemlje.

Posljedice su vidljive u sve većem padu domaće proizvodnje, u zaostajanju izvoza za svjetskim izvozom te u zabrinjavajućem rastu priljeva inozemnog kapitala. Politikom precijenjene kune podcjenjuje se vrijednost EUR-a kao valute zemalja hrvatskih najznačajnijih izvoznih partnera, takvim tečajnim režimom onemogućuje se cjenovna konkurentnost hrvatskog izvoza što je u suprotnosti s odredbom Zakona o Hrvatskoj narodnoj banci prema kojem centralna banka mora podupirati gospodarsku politiku zemlje i djelovati u skladu s načelima otvorenog tržišnog gospodarstva i slobodne konkurencije.

Zabrinjavajuće je što se politikom tečaja izbjegava rješavanje kratkoročnih platnobilančnih i dugoročnih strukturnih problema privrede. Jači protok kune od promjene relativnih cijena, povećavalo bi izvoznju konkurentnost i stimuliralo izvoz hrvatske privrede, ali bi istovremeno jače utjecalo na rast troškova. Neki analitičari (Lovrinčević, Babić), smatraju da bi se taj problem mogao riješiti povećanjem izvoznih stimulacija.

4. Utjecaj valutne klauzule i eurizacije na Republiku Hrvatsku

4.1. Tečajna politika Hrvatske narodne banke između gospodarskih težnji i zaštite banaka

Hrvatska narodna banka se uključuje u transakcije na deviznom tržištu kako bi spriječila prekomjerne fluktuacije tečaja u oba smjera. HNB tako prodaje devize kada kuna slabi – prodajom deviza iz optjecaja se povlače kune, čime raste njihova vrijednost (aprecijacija tečaja). HNB kupuje devize kada kuna jača: kupnjom deviza HNB u optjecaj stavlja više kuna, čime se smanjuje njihova vrijednost (deprecijacija tečaja).⁶⁸

Osnovni instrument tečajne politike Hrvatske narodne banke (HNB-a) su devizne aukcije putem kojih središnja banka kupuje odnosno prodaje devize poslovnim bankama te minimalna potrebna devizna potraživanja. Deviza je svako kratkoročno potraživanje na stranu valutu stranom banici bez obzira na oblik i način stjecanja, raspolaganja tom devizom (efektivan novac, ček, mjenica, kreditno pismo, valutni akreditiv).⁶⁹

Najčešći oblik aukcije je aukcija u kojoj poslovne banke u ponudama koje dostavljaju HNB-u naznačuju željene iznose (u eurima) i cijenu (tečaj) deviznih transakcija. Na temelju pristiglih ponuda HNB donosi odluku o iznosu intervencije i tečaju. HNB se uključuje u transakcije na deviznom tržištu kako bi spriječio prekomjerne fluktuacije tečaja u oba smjera. HNB tako prodaje devize kada kuna slabi – prodajom deviza iz optjecaja se povlače kune, čime raste njihova vrijednost (aprecijacija tečaja). HNB kupuje devize kada kuna jača: kupnjom deviza HNB u optjecaj stavlja više kuna, čime se smanjuje njihova vrijednost (deprecijacija tečaja). Odgovor je negativan, jer devizne intervencije središnje banke čine vrlo mali dio ukupnih kupoprodajnih transakcija na deviznom tržištu (tablica 4.1).

Hrvatske su banke već niz godina suočene s procesom upravljanja valutnim rizikom. Uobičajeni način zatvaranja te otvorene valutne pozicije jest plasiranje kredita uz valutnu klauzulu. Tu valja istaknuti, da su hrvatske banke u zadnjih petnaestak godina poslovale s trima osnovnim oblicima valutnih klauzula:

- normalnima valutnim klauzulama,

⁶⁸Devizno tržište u hrvatskoj, <http://www.otpinvest.hr/main.aspx?id=102>(12.06. 2016)

⁶⁹Devizno tržište u hrvatskoj, <http://www.otpinvest.hr/main.aspx?id=102>(12.06. 2016)

- zaštitnima valutnim klauzulama te
- jednosmjernima valutnim klauzulama.

Kod normalnih valutnih klauzula radi se o plasiranju kunskih kredita vezanih za kretanje tečaja neke strane valute (najčešće eura) u odnosu prema kuni. Uz pretpostavku da banka odobri 10.000 EUR-a kredita klijentu te da je tečaj na dan plasiranja EUR/HRK 7,42, na taj će dan ona plasirati klijentu na njegov račun 74.000 HRK. Daljnja je pretpostavka da se radi o anuitetskom kreditu s rokom dospjeća od 5 godina te kamatnom stopom od 6% godišnje. Mjesečni anuitet tada iznosi 193,33 EUR-a. Ako tečaj na kraju prvog mjeseca iznosi EUR/HRK 7,30, tada će klijent vratiti banci 1.411,29 HRK. Ako u drugom mjesecu tečaj poraste do 7,60 tada će klijent vratiti banci 1.469,29 HRK itd. Dakle, kod normalne valutne klauzule klijent snosi ukupni valutni rizik te njegove obveze prema banci variraju u zavisnosti od kretanja tečaja.

Akcija HNB-a	27.10.2008.	23.01.2009.	18.02.2009.	19.11.2010.	30.11.2010.	25.07.2011.
Prodano bankama	270.600.000,00	328.300.000,00	184.720.000,00	116.400.000,00	233.700.000,00	238.900.000,00
Jedinstveni tečaj pri prodaji	7,226704	7,401083	7,440584	7,391172	7,420927	7,465038
Otkup	01.10.2007.	21.12.2007.	31.01.2008.	27.02.2009.	24.09.2009.	06.10.2009.
Otkupljeno od banaka	355.200.000,00	167.800.000,00	189.100.000,00	331.200.000,00	1.300.000,00	154.000.000,00
Prosječno ostvareni tečaj pri otkupu	7,288283	7,310748	7,245846	7,418995	7,285804	7,258708
Akcija HNB-a	19.09.2011.	04.01.2012.	17.01.2012.	23.02.2012.	28.05.2012.	12.04.2013.
Prodano bankama	180.500.000,00	197.000.000,00	130.000.000,00	131.000.000,00	266.400.000,00	214.900.000,00
Jedinstveni tečaj pri prodaji	7,499102	7,532527	7,546319	7,579264	7,566548	7,607781
Otkup	22.10.2009.	15.12.2009.	24.06.2010.	29.06.2010.	09.07.2010.	19.9.2012
Otkupljeno od banaka	80.000.000,00	271.300.000,00	125.600.000,00	118.700.000,00	119.400.000,00	58.100.000,00
Prosječno ostvareni tečaj pri otkupu	7,219	7,279754	7,201095	7,200433	7,204765	7,406215

Tablica 4.1. Aukcije HNB-a od 2007. godine do 2013. godine

Izvor: Arhiva HNB-a, <http://www.hnb.hr/> (12.06. 2016)

Ovim intervencijama monetarna vlast pokušava utjecati na stabilnost tečaja kune prema euru kako bi mogla ostvariti svoj temeljni cilj, a to je stabilnost cijena. Naime, u visoko euriziranim gospodarstvima kao što je hrvatsko cijene su osjetljive na promjene tečaja. Uz promjene tečaja vezana su i inflacijska očekivanja stanovništva, koja su osobito izražena zbog loših iskustava s visokom inflacijom na ovim prostorima u prošlosti.⁷⁰

Na temelju odluke o minimalno potrebnim deviznim potraživanjima (Narodne novine broj 59/2008., 17/2009., 23/2009., 30/2011., 18/2012. i 67/2012.), određuje se minimalno potreban iznos deviznih potraživanja koje banke moraju održavati u odnosu prema deviznim obvezama. Minimalno potrebna devizna potraživanja instrument su održavanja devizne likvidnosti banaka i iznosila su 17% deviznih obveza u 2012. godini.

4.2. Upravljanje valutnim rizikom u hrvatskim bankama

Valutni rizik predstavlja opasnost da će u toku izvršenja određenog ugovora u međunarodnom poslovanju doći do promjene pariteta, to jest odnosa vrijednosti između različitih valuta. Ovaj rizik javlja se u slučaju da je ugovorena valuta plaćanja drugačija od valute s kojom se poduzetnik koristi i u kojoj nabavlja resurse potrebne za svoju proizvodnju.

Kada govorimo o hrvatskom tržištu, valute koje su stabilne na našem tržištu i koje su vezane za poslovanje poduzeća su kuna, kao zakonito sredstvo plaćanja nacionalne ekonomije, i euro uz koji je kuna uglavnom vezana. Tečaj kune u posljednjih desetak godina nije se značajnije mijenjao i on iznosi 7,2 do 7,7 kuna za euro. Tečaj se održava intervencijama Hrvatske narodne banke koja ga drži u zacrtanim okvirima.

S druge strane, ostale valute koje se koriste u poslovanju, poput američkog dolara, švicarskog franka ili japanskog jena, mogu imati vrlo značajne oscilacije u odnosu na kunu. Dolar često ima oscilacije porasta vrijednosti u odnosu na euro, dok je u posljednje vrijeme prisutno smanjenje njegove vrijednosti. Švicarski franak je nasuprot tome vrlo značajno povećao svoju vrijednost u odnosu na kunu, tako da je 2012. godine gotovo 40 % jači nego što je to bio prije 2008. godine. S obzirom da poduzetnik svoje obveze stvara u kunama, da ima obveze prema dobavljačima, prema zaposlenicima ili prema državi za plaćanje poreza, on nastoji u svojem poslovanju imati uvijek jasnu sliku o tome koliko će kuna primiti temeljem određenog ugovora ili određene poslovne transakcije.

⁷⁰Devizno tržište u hrvatskoj, <http://www.otpinvest.hr/main.aspx?id=102>(12.06. 2016)

Osiguranje od valutnog rizika vrši se putem banke. Poslovna banka poduzetnika u mogućnosti je izdati mu opciju prodaje budućih primljenih deviznih sredstava po fiksnom tečaju kune.

Valutni rizici najčešće se dijele na:⁷¹

- tečajne rizike
- rizike konverzije
- rizike transfera

Tečajni rizik nastaje kao posljedica određenog stanja na svjetskom novčanom i deviznom tržištu i znači mogućnost nastanka štete za jednog od poslovnih partnera zbog fluktuirajućih tečajeva ugovorene valute plaćanja.

Šteta se, dođe li do promjene vrijednosti ugovorene valute u odnosu na nacionalnu valutu jedne ili druge ugovorne strane, odražava na odstupanje od predviđenih poslovnih, odnosno finansijskih učinaka, koji pogađaju izvoznika tako da za izvezenu robu ili izvršenu uslugu dobije isti iznos ugovorene valute koja je u međuvremenu izgubila na svojoj vrijednosti, a uvoznika tako da plaća ugovoreni iznos valute kojoj je u međuvremenu vrijednost znatno porasla.⁷²

Pri sklapanju kupoprodajnog ugovora, ugovorne strane sporazumno utvrđuju valutu plaćanja, odnosno valutu u kojoj je iskazana cijena predmeta kupoprodaje. U toj će valuti biti fakturirana svaka izvršena isporuka robe ili obavljene usluge i kupac je obvezan u toj valuti platiti fakturirani iznos.

Ugovorne su strane pri izboru valute plaćanja ograničene eventualnim mjerama reguliranja ovog pitanja na osnovi međudržavnih platnih sporazuma. Pri izboru valute u postojećim uvjetima, ugovornim stranama stoje na raspolaganju tri vrste valuta, za koje su značajni posebni rizici:⁷³

- Valute s potpuno varijabilnim tečajevima razmjene. Tečaj njihove razmjene određuje se postojećim odnosom ponude i potražnje za pojedinom valutom na međunarodnome

⁷¹Hennie van G., Brajović Bratanović, S. (2006), Analiza i upravljanje bankovnim rizicima, Zagreb: MATE d.o.o., str. 262

⁷²Andrijanić, I. (1999), Vanjska trgovina- kako poslovati s inozemstvom, Zagreb: Mikrorad d.o.o., str. 249

⁷³Aljinović Z, Marasović B., Šego B (2008), Finansijsko modeliranje, Zagreb: Zgombić & Partneri, str. 56

deviznom tržištu. Pri takvoj razmjeni deviza djeluju ekonomski zakoni tržišta, kao da je riječ o kupoprodaji robe (veća potražnja - veća vrijednost, odnosno cijena predmeta potražnje).

- Valute s ograničeno varijabilnim tečajevima. Kod ovih valuta tečaj može varirati samo u okviru donje i gornje granice, koje određuje nadležni državni organ. Raspon variranja ograničen je službenim paritetom valute, utvrđen međunarodnim sporazumom i na snazi je do trenutka službene promjene raspona variranja ili službenog tečaja domaće valute (intervalutarni tečaj). Time se i rizik tečaja ograničava na raspon mogućeg variranja valute.
- Valute sa službeno određenim stabilnim tečajevima po kojima se one nalaze u prometu. Tečajni rizik, kao posljedica djelovanja tržišnih okolnosti u prometu valute, ovdje uopće ne postoji.

Budući da je kod svakoga vanjskotrgovinskog posla potrebno određeno duže ili kraće vrijeme u kojem izvoznik treba naplatiti isporučenu robu ili izvršenu uslugu od inozemnog kupca - naručitelja, izvoznik je izložen opasnosti dvaju čimbenika koji mogu utjecati na rizik pada vrijednosti ugovorene valute plaćanja: rizik vremena i rizik konvertiranja jedne valute u drugu (ugovorene strane valute u nacionalnu valutu izvoznika ili neku drugu valutu na slobodnom deviznom tržištu).⁷⁴

Ugovarajući kupoprodajnu cijenu s mogućnošću djelovanja tečajnog rizika, kupac u tom trenutku doista ne zna nabavnu cijenu predmeta kupoprodaje. Da bi to utvrdio, treba pričekati dospijeće roka isplate i na dan izvršenja obveze plaćanja, prema važećem tečaju valute plaćanja na slobodnom deviznom tržištu, utvrditi koliko jedinica svoje domaće valute mora isplatiti da bi otkupio ugovoreni iznos valute plaćanja.⁷⁵

Budući da ovaj rizik može pogoditi i uvoznika i izvoznika, uputno je da se od njega osiguraju tako da ugovore isplatu ugovorene kupoprodajne cijene u valuti plaćanja po intervalutnom tečaju između te i neke druge čvrste valute, koji će ostati na snazi na dan efektivnog izvršenja plaćanja. Pritom treba izabrati neku čvrstu valutu od obostranog povjerenja, za koju se pouzdano zna da u tijeku izvršenja kupoprodajnog ugovora i

⁷⁴Andrijanić, I.: Vanjska trgovina- kako poslovati s inozemstvom, op. cit., str. 250

⁷⁵Ibidem, str. 251

financijske likvidacije posla neće doživjeti znatnije promjene u odnosu na ugovorenu valutu plaćanja.⁷⁶

Ovakav je način osiguranja posebice važan ako je riječ o razmjeni s partnerima iz zemlje s mekom valutom, odnosno sa zemljom s kojom se platni promet utvrđuje u nekoj obračunskoj valuti, na primjer u obračunskim dolarima.

Ukoliko ugovorne strane nisu sigurne ni u tečaj ugovorene čvrste valute plaćanja jer očekuju određene promjene u kotiranju te valute na međunarodnome novčanom tržištu, mogu takvu ugovorenu valutu vezati uz neku drugu - stabilniju valutu, s time da odnos tečaja između tih valuta ostane stalan.⁷⁷

Rizik konvertiranja, odnosno rizik pretvaranja jedne valute u drugu radi podmirenja dospjelih obveza nastaje zbog nepostojanja mogućnosti da se kod žiro centrale pri bilateralnom klirinškom obračunu (konvertiranju) platni nalozi u domaćim, nacionalnim valutama pretvaraju u ugovorenu valutu plaćanja (najčešće u valutu zemlje izvoznika) radi isplate dospjelih obveza u korist inozemnih izvoznika - vjerovnika.

Dakle, ovaj rizik znači odgodu plaćanja prema inozemstvu, jer država ne izvršava pretvaranje nacionalne valute u drugu ili zadržava isplatu domaćim izvoznicima dospjelu priljevom neke strane valute.

Posljedice su takvih okolnosti za izvoznika da ne može pravodobno naplatiti svoja potraživanja, koja se beskamratno odgađaju, što može potrajati duže ili kraće vrijeme, ovisno o brzini oporavka salda bilance plaćanja zemlje dužnika.

Ova vrsta rizika svojstvena je za bilateralne klirinške sporazume. Ti se rizici pojavljuju zbog manjkavosti koje takvi sporazumi donose glede funkcioniranja trgovačkog prometa i njegova obračuna, odnosno neusklađenosti opsega isporuka između zemalja potpisnica bilateralnoga kliringa.

Posebna teškoća kod ovakvih rizika jest i u tome što zemlje s mekom valutom ne samo što imaju negativan saldo na klirinškom računu s nekom gospodarski jačom zemljom nego najčešće ne raspolažu odgovarajućim iznosima u slobodnim - konvertibilnim valutama kojima

⁷⁶Matić, B. : (2004), Vanjskotrgovinsko poslovanje, Zagreb: Sinergija nakladništvo, str. 236.

⁷⁷Ibidem, str. 137

bi se moglo intervenirati radi podmirenja tekućih dugovanja u platnom prometu s inozemstvom.⁷⁸

Rizik konvertiranja može se smanjiti boljim usklađivanjem međudržavnih ekonomskih odnosa s obzirom na opseg i vrijednost isporuka u jednom i drugom smjeru, privremenim zaustavljanjem isporuke robe u zemlju dužnika tijekom trajanja ovog rizika, donošenjem posebnih zakonskih propisa o kontigentiranju izvoza i uvoza, vezivanju izvoza uz uvoz po količini i vrijednosti.⁷⁹

Transfer znači doznačavanje valute u inozemstvo, pa rizik transfera znači nemogućnost izvršenja platnih naloga iz zemlje uvoznika u zemlju izvoznika u skladu s ugovornim obvezama. Rizik transfera posljedica je autonomnih, intervencionističkih i drugih mjera državnih vlasti u zemlji uvoznika, kojima se kupac ometa ili sprječava da izvrši svoje obveze plaćanja prema dobavljaču iz inozemstva. Te obveze proistječu iz sklopljenoga kupoprodajnog ugovora, činjeničnog stanja o prijamu robe ili bankovne kontragarancije izvoznika (za već primljeni avans), akceptiranih, a pokatkad i avaliranih mjenica od strane banke u zemlji kupca i dr.

Budući da rizik transfera nije uvjetovan subjektivnom voljom kupca - uvoznika ni njegovom insolventnošću, već okolnostima koje su izvan njegova utjecaja, na njega je vrlo teško djelovati ili ga potpuno ukloniti. Budući da se ovaj rizik ubraja u skupinu nekomercijalnih rizika, osigurava se kod nadležnih ustanova, odnosno državnih organa i drugih ustanova, kako je to navedeno u prikazu osiguranja od rizika izvoznoga kredita.

Rizik financijskog transfera varira od zemlje do zemlje, a ponajveći je u zemljama u razvoju, koje su, prema statistici razvijenih zemalja, rangirane na ljestvici od A (najmanji rizik) do D (najveći rizik). Međutim, valja istaknuti da se ova ljestvica rizika financijskog transfera mijenja povremeno, odnosno da pojedina zemlja koja se nalazi u skupini D, promjenom gospodarskih ili političkih okolnosti koje su je dovele u tu skupinu, u vrlo kratkom vremenu može biti svrstana u skupinu A.⁸⁰

Definiranje veličine rizika transfera u pojedinim zemljama, svrstanih u ljestvicu od A do D, provedeno je na ovaj način:

⁷⁸Valutni rizik, <http://www.premija.net/Rjecnik/Rizik-konvertiranja>, (16. 06. 2016.)

⁷⁹Valutni rizik, <http://www.premija.net/Rjecnik/Rizik-konvertiranja>, (16. 06. 2016.)

⁸⁰Hennie van G., Brajović Bratanović, S. (2006), op. cit., str. 267

- A - nema granica za devizni transfer kapitala ili repatrijaciju profita,
- B - postoje manje ili mjestimične teškoće pri transferu koje su moguće u određenom razdoblju,
- C - veća zakašnjenja i mogućnost blokade financijskih transfera,
- D - velika kontrola odljeva deviza i duži zastoji u transferu deviza - stalna opasnost od rizika transfera.

Suvremeno gospodarstvo sve više se susreće s krizama koje imaju međunarodni značaj pa su same po sebi posljedica i valutnih rizika. U ovom poglavlju će se opisati valutne i bankarske krize te suvremeni mehanizmi kojima se banke želi zaštititi od istih. Kod bankarskih kriza zapravo dolazi do bankrota ili jedne banke ili propasti cijelog bankarskog sustava. Karakteriziraju ih navale štediša na banke, propasti banaka, loša realizacija bankarskih potraživanja i sl. U pravilu bankarske krize traju dulje od valutnih i vrhunac krize je u trenutku kada se zatvori značajan broj banaka (s visokim udjelom u aktivni cjelokupnog bankarskog sustava) ili kad ekonomske vlasti započinju provedbu programa sanacije banaka.⁸¹ Bankarske krize su vrlo opasne za gospodarstvo, kako zbog snažnog financijskog efekta i visokih troškova sanacije, tako i zbog gubitka povjerenja građana i štediša u bankovni i financijski sustav te institucije zadužene za regulaciju istih.

Analizom uzroka izbijanja bankarskih kriza nije se došlo do jedinstvenog modela, nego je analiza ukazala na niz mogućih uzročnika, kao i na poteškoće u identificiranju trenutka nastanka krize. U slučajevima kada se analizirala propast jedne banke, najčešći uzroci su bili ili porast (kreditnog, tržišnog ili operativnog) rizika ili rizično ponašanje banaka (koje nastaje zbog pogrešnih procjena, moralnog hazarda kao i asimetričnih informacija).

U analizi makroekonomskog okruženja u kojem izbija bankarska kriza, pojedinim se indikatorima valutne krize dodaju financijski i monetarni pokazatelji čije se pretkrizno i postkrizno ponašanje detaljno snima, primjerice: indeks cijena vrijednosnica, bankarski krediti privatnom sektoru, novčani multiplikator, realne pasivne kamatne stope, te depoziti komercijalnih banaka.⁸²

⁸¹ Ahec-Šonje, A. (1999). Navješćujući indikatori valutnih i bankarskih kriza: Hrvatska i svijet. Privredna kretanja i ekonomska politika, Vol. 9. No. 75., str. 31-85. str. 38.

⁸² Ahec-Šonje, A. (1999). Navješćujući indikatori valutnih i bankarskih kriza: Hrvatska i svijet. Privredna kretanja i ekonomska politika, Vol. 9. No. 75., str. 31-85. str.40.

Valutne krize se najčešće vežu uz devaluaciju ili uz promjenu režima deviznih tečajeva, a nazivaju se još i platno-bilančne krize. Mjere obrane od valutnih kriza obuhvaćaju intervencije obrane fiksnog tečaja, promjene domaće kamatne stope (jer se u slučaju napada, napadač mora zadužiti u nacionalnoj valuti) i dopuštanje valuti da se sama stabilizira (devaluacija/ fluktuiranje tečaja). Mjere prevencije podrazumijevaju korištenje kapitalnih kontrola na kretanja kapitala, pristupanje monetarnoj uniji sa zajedničkom valutom te vođenje odgovorne i transparentne politike.

Ranije su se, uz tradicionalni pristup, uzrokom valutnih kriza smatrale slabe ekonomske osnove i uvjeti, što je potaknuto ekspanzivnom fiskalnom i monetarnom politikom rezultiralo kontinuiranim smanjenjem međunarodnih rezervi te narušavanjem postojećeg sustava deviznih tečajeva. Premda su s vremenom doživjeli brojne dopune i preispitivanja, modeli s tradicionalnim pristupom najčešće naglašavaju sljedeće potencijalne indikatore valutnih kriza: kretanje realnog tečaja, bilanca robne razmjene ili tekućih transakcija, realne plaće i kamatne stope. Noviji modeli pak, s druge strane, napuštaju objašnjenja prema kojima su međunarodne devizne rezerve odgovorne za narušavanje sustava fiksnih deviznih tečajeva, te sugeriraju da je manipuliranje deviznim tečajevima uzrokovano brigom ekonomskih vlasti oko ponašanja ostalih ključnih ekonomskih varijabli. Novi modeli također proširuju skup signalnih indikatora valutnih poremećaja s još nekim varijablama koje mogu narušiti funkciju cilja ekonomskih vlasti, a to su najčešće domaće i inozemne kamatne stope, razina javnog duga, cijene blagajničkih zapisa i ostalih vrijednosnih papira u bankarskom sustavu, krediti centralne banke poslovnim bankama, stanje depozita, razne političke varijable.⁸³

Valutne se krize, dakle, najčešće vežu uz devaluaciju (premda dosad još nije konstruirana mjera koja bi potvrdila koja je to točno veličina devaluacije ključna za definiranje krize), ili pak uz promjenu režima deviznih tečajeva. U novije se vrijeme prihvatljivijim rješenjem pri definiranju valutne krize čini praćenje kretanja i tečaja i međunarodnih deviznih rezervi, gdje svaki napad na domaću valutu ne mora nužno rezultirati promjenom tečajnog režima. U slučaju uspješnog spekulativnog napada, valuta će ipak devalvirati. Kod manje uspješnih pokušaja centralna će banka imati prostora za intervenciju na deviznom tržištu, što će uz restriktivnu monetarnu politiku rezultirati postupnim povećanjem realnih kamatnih stopa ili pak jačim padom deviznih rezervi.⁸⁴

⁸³Ahec-Šonje, A. (1999). op.cit.. str.33.

⁸⁴Ahec-Šonje, A. (1999). op.cit.str. 31-85. 37.

Ahec-Šonje (1999) u svom znanstvenom članku navodi i kako su, istražujući makroekonomsku pozadinu valutnih kriza, Kaminsky i Reinhart promatrali ponašanje skupine makroekonomskih i financijskih varijabli u 1998. godini, ali i nakon izbijanja valutnih kriza. To su bile sljedeće varijable: realni tečaj, vrijednost uvoza i izvoza, uvjeti trgovine, indeks proizvodnje, M1, devizne rezerve, M2/devizne rezerve, te razlika između domaćih i inozemnih kamatnih stopa. Kaminsky i Reinhard smatraju da valutnoj krizi prethodi usporavanje ukupne gospodarske aktivnosti odnosno recesija, što bitno ne odstupa od nekih drugih nalaza koji potvrđuju da je stopa nezaposlenosti viša u razdobljima prije izbijanja valutne krize.⁸⁵

Dvostruke, tzv. „twin“ krize javljaju se kada gospodarstvo zahvati i bankarska i valutna kriza istovremeno. Najčešće bankarska kriza prethodi valutnoj krizi te nakon izbijanja i valutne krize, doživljava vrhunac. Uzroci dvostrukih kriza su najčešće domaći šokovi, kao i šokovi iz okruženja, te dolazi do pada gospodarske aktivnosti i izvoza, pogoršavaju se međunarodni uvjeti razmjene i rastu kamatne stope.

Ahec-Šonje (1999) se u svom znanstvenom članku također osvrnula na ponašanje raznih domaćih i međunarodnih makroekonomskih varijabli u razdobljima prije i poslije kriza, te da li je moguće otkriti zajedničke makroekonomske uzročnike ovim poremećajima. Osnovni zaključci mogu svesti na sljedeće:

- nije utvrđena značajnija veza između valutnih i bankarskih kriza u 70-tim godinama kad je postojao visok stupanj regulacije financijskih tržišta; slabljenje kapitalne regulacije početkom 80-tih osnažilo je tu vezu;
- većina bankarskih kriza pojavljuje se 80-tih i 90-tih (nakon financijske liberalizacije) u zemljama u razvoju, ali i u već razvijenim zemljama; najčešće bankarska kriza prethodi valutnoj, te svoj vrhunac doživljava tek kad (i ako) izbije valutna kriza; uzrok i korijen kriza su razni domaći i vanjski šokovi;
- recesija često karakterizira razdoblje koje prethodi bankarskoj i valutnoj krizi, a očituje se u općoj gospodarskoj slabosti i padu ukupne gospodarske aktivnosti i izvoza, pogoršanju uvjeta međunarodne razmjene, rastu realnih kamatnih stopa, i slamanju tržišta vrijednosnica; platno-bilančnoj krizi prethodi pad deviznih rezervi, ubrzanje rasta novčane mase, porast bankarskih obveza koje nemaju pokriće u

⁸⁵Ahec-Šonje, A. (1999). op.cit.str. 39.

međunarodnim deviznim rezervama; bankarske krize predvodi snažna kreditna ekspanzija te porast novčanog multiplikatora.⁸⁶

Trenutna kriza u eurozoni prijetnja je budućnosti europskih integracija. Međutim, umjesto da europske vlasti dovedu u pitanje financijske institucije koje su zapravo generatori krize, one su na krizu odgovorile predlaganjem krajnje centraliziranih mjera koje bi zemljama članicama trebale nametnuti fiskalnu disciplinu, ugrožavajući time demokratsku legitimaciju Europske unije.

Kako navodi Evans, dugovi država nisu uzrok krize u eurozoni. Naprotiv, kriza je uzrok zaduženosti država. Sami počeci krize u eurozoni sežu do ljeta 2007. godine kada se raspao američki sustav hipotekarnih kredita koji se temeljio na lošim tj. nenaplativim zajmovima, a o kojem je bilo više riječi u prethodnom poglavlju. Sofisticirani financijski instrumenti i njihovi derivati zarazili su putem globalnog bankarskog sustava cijeli svijet. Ipak, prava kriza nastupila je godinu dana kasnije, početkom jeseni 2008. godine, propašću Lehman Brothers, četvrte najveće investicijske kuće u Americi. Nepovjerenje koje je time poljuljalo financijska tržišta blokiralo je bilo kakvu kreditnu aktivnost i naglo zaustavilo investicije i gospodarski rast. Kao i većina zapadne polutke, eurozona je pala u recesiju.

Evans u svojem članku *Crisis: Causes, prospects and alternatives*, kao rezultat mjera za spašavanje banaka, navodi povećanje potrošnje u cilju ublažavanja ekonomskog pada i naglog urušavanja poreznih prihoda. Državni deficiti u eurozoni skočili su sa 0.7% BDP-a u 2007. na 6.4% u 2009., dok je suvereni dug skočio sa 66% BDP-a u 2007. na 80% u 2009. i 85% u 2010.⁸⁷ Za ilustraciju, 2007. godine, kao što je i vidljivo na Slici 4.1., Grčka je bila jedina zemlja s proračunskim deficitom iznad 3% BDP-a, ali 2009. godine se proračunski deficit naglo povećao u čitavoj Europi, pa su tako samo Finska i Luxemburg imale deficit ispod 3% BDP-a, dok je stanje bio najgore u Grčkoj, Irskoj i Španjolskoj, gdje je deficit premašio 10% BDP-a. No, financijske institucije još se nisu niti oporavile, a već su se upustile u potragu za novim izvorima profita iskušavajući slabe karike eurozone.

Naime, nakon početka financijske krize 2008. godine stope pada BDP-a nisu značajno razlikovale između pojedinih zemalja EU, međutim, kako se kriza razvijala, došlo je do nesklada u mogućnostima promatranih zemalja da se odupru posljedicama krize, a time i snažnijeg pada BDP-a. To se u prvom redu odnosi na visoki udio javnog sektora, nisku

⁸⁶Ahec-Šonje, A. (1999). op.cit.str. 31-85.

⁸⁷Grgić, D., Kordić, G. (2011). *Analogija krize zemalja s margine eurozone s krizom u Bosni i Hercegovini i Hrvatskoj*. Ekonomska misao i praksa, str.203-224., str. 207.

konkurentnost u usporedbi s najznačajnijim trgovinskim partnerima, ograničenja u vođenju vlastite monetarne politike i dr.⁸⁸

BDP je u Europskoj uniji 2009. godine pao za 4,6%. Najveći pad BDP-a zabilježen je u baltičkim zemljama i to u rasponu od 14% do 17% BDP-a. Za usporedbu, hrvatski BDP-a je iste godine pao za skoro 6%. Nezaposlenost je također narasla do rekordne razine. Sa samo 7,5% u eurozoni 2007. godine, popela se na preko 10% u 2010. godini (nezaposlenost "kaska" za padom BDP-a budući da treba neko vrijeme da poslodavci zbog gubitaka počnu otpuštati radnike). Najviša stopa nezaposlenosti zabilježena je u Španjolskoj (20%, s time da je stopa nezaposlenosti mladih frapantnih 50%), baltičkim zemljama (17%-19%), Irskoj (14%) i Grčkoj (13%). U Hrvatskoj je stopa zaposlenosti za 2010. godinu bila 12%.⁸⁹

Početak 2010. godine došlo je do intenzivnog spekulacijskog trgovanja protiv grčkih državnih obveznica. Naime, investitori su počeli kupovati zamjene za kreditne rizike i time dizati njihovu kotaciju, a to je onda iščitano kao dokaz povećanog rizika tih obveznica i rezultiralo je porastom kamata. Situacija je onda dosegla kritično stanje jer je Grčkoj u svibnju 2010. taman dolazio dio duga na reprogramiranje, a kako su kamatne stope na tržištu naglo porasle, to je postalo neizvedivo skupo.

U svibnju 2010. vlade eurozone pristale su Grčkoj ponuditi zajam na 110 milijardi eura (od čega je 30 milijardi osigurao MMF), a Grčka je zauzvrat trebala prihvatiti stroge uvjete, uključujući rezove u plaćama (smanjenje od 15%), mirovinama i drugim segmentima javne potrošnje.⁹⁰ Međutim, to nije zaustavilo spekuliranje protiv eura, jer su financijski investitori sada preusmjerili svoju pažnju na Španjolsku i Portugal.

Problemi Španjolske također imaju dužu povijest, s obzirom da je zemlja, osobito nakon uvođenja eura, imala znatno nižu konkurentnost gospodarstva u odnosu na zemlje utemeljiteljice Europske unije, pa je i stalno prisutni deficit razumljiv.

Jedan od najsnažnijih sektora u Španjolskoj bio je onaj građevinski koji je neposredno prije početka krize obuhvaćao 16% BDP-a, dok je u njemu bilo zaposleno 12% ukupnog broja radnika. Kriza je, naravno, dovela do njegove propasti, pa se postavlja pitanje o mogućnostima oporavka gospodarstva, a koje ne bi vodilo dodatnom zaduživanju zemlje.

⁸⁸Grgić, D., Kordić, G. (2011), op. cit., . . , str. 207.

⁸⁹Večernji.hr, Koji su uzroci krize u eurozoni?

⁹⁰Babić, M. (2011). op. cit., str. 251-267.

Dakle, rast ekonomske snage Španjolske značajnim je dijelom u rukama inozemnih kreditora, čije je viđenje financijskog kredibiliteta ove zemlje u najmanju ruku upitno.⁹¹

Aktualna globalna kriza gurnula je u prvi plan niz strukturalnih problema u gospodarstvima pojedinih zemalja koji su tijekom prethodnog razdoblja bili potiskivani zbog povoljnih okolnosti koje su vladale na međunarodnom financijskom tržištu. Ova se tvrdnja odnosi i na gospodarsku poziciju zemalja eurozone, pri čemu je vidljiva razlika između velikih i konkurentnijih članica, te manjih i siromašnijih država koje su smještene na južnom dijelu kontinenta, poput Grčke, Španjolske i Portugala. Upravo će problemi poput velikog javnog sektora, visokog javnog duga i državne potrošnje u Grčkoj ili pak visokog udjela netrgovinskog sektora u Španjolskoj još dugo biti predmet spoticanja vlada prilikom pokušaja izlaska iz krize. Kako se može vidjeti iz ovog rezimea, bankarska kriza i valutna kriza usko su povezane stoga će se u nastavku rada predstaviti smjernice Hrvatske narodne banke u upravljanju valutno induciranim kreditnim rizikom.

Efikasnost tržišta novca promatra se sa četiri osnovna gledišta:⁹²

- informacijsko-arbitražna efikasnost,
- efikasnost fundamentalnog vrednovanja,
- efikasnost potpunog osiguranja i
- funkcionalne efikasnosti.

Informacijsko-arbitražna efikasnost podrazumijeva da se pod utjecajem novih informacija cijene vrijednosnica prilagođavaju brzo i potpuno, pri tome investitori nemaju vremena da zarade na tim informacijama. Kako se te nove informacije ne mogu predvidjeti ne može se predvidjeti niti promjena cijena. Samim time cijene vrijednosnica mijenjaju se oko teorijske vrijednosti po slučajnom uzorku, odnosno sukladno prethodnim kretanjima.

Efikasnost fundamentalnog vrednovanja podrazumijeva uređivanje cijene vrijednosnice na temelju očekivanog budućeg primanja od vrijednosnice. Tržišna istraživanja pokazuju kako cijene variraju znatno više od variranja njihove fundamentalne vrijednosti.

⁹¹Grgić, Kordić, Grgić, D., Kordić, G. (2011)., op. cit., str. 201.

⁹²Gregurek, M., Vidaković, N. (2014), op. cit., str. 349

Vrednovanje se tako vrši na temelju kratkoročnih razmjena kao što su spekulacije o mišljenju drugih spekulanta na tržištu. Ovakvo vrednovanje objašnjava rast cijena, ali isto tako može biti jako opasno za likvidnost banaka. Što se pokazalo u posljednjoj financijskoj krizi kada su banke kupovale i prodavale visoko rizične obveznice koje na kraju nisu imale pokrića.

Zašto i kako? Hipotekarno tržište koje je doživjelo procvat početkom 21. stoljeća omogućilo je svima da vrlo brzo dođu do željenog kredita za nekretnine. Iako su već tada bila poznata temeljna načela upravljanja bankarskim rizicima, brojne banke su se oslijepile i oglušile na iste. No, isto tako shvatile su kako tako rizične obveze mogu dalje prodavati ne bi li dobile dodatan kapital. Sve je bilo uredu kada je bilo dosta novca u osiguranim sredstvima koja su se akumulirala putem isplativih kreditnih obveza, no kada su se iscrpila ta sredstva, puknuo je balon. Tržište novca doživjelo je kolaps, a banke su izgubile brojne investicije i sredstva. Kao je bio snažan u tolikoj mjeri da se poljuljala i likvidnost velikih banaka diljem Sjedinjenih država, a potom i Europe. Spekulativni poslovni u konačnici su se pokazali nelogičnim za kvalitetno funkcioniranje banaka stoga su Basel II i III poseban značaj stavili na odgovornost banaka u propitivanju rizika.

U konačnici se može zaključiti kako efikasnost financijskih tržišta određene ekonomije zahtijeva okruženje u kojem se državnim politikom podupire sigurnost istog. Već ranije navedeni sistemski rizici danas se mogu smatrati važnim čimbenikom financijskog tržišta. Razvojem međunarodnog novčanog tržišta broj banaka koje se oslanjaju na isključivo manipuliranje aktivnom se smanjuje. No, uslijed cikličkih promjena i drugih čimbenika u gospodarstvu zajmovi i depoziti mogu se kretati u suprotnom smjeru od očekivanja što rezultira većom potražnjom za zajmovima od raspoloživih depozitnih sredstava. U tom slučaju alternativa za zadovoljavanjem likvidnosti banke su dolazi iz izvora pasive kao što su tržišta novca. Taj krug se zatvara jer i štediše i banke imaju isti cilj zaradu od kamata tj. dividende.

Štediše za provjeru svoj novca banci (koja manipulira istim) očekuju prihod u obliku kamata. S druge strane banke koje su suočene s velikom potražnjom za kreditima jednostavno mogu podići pasivnu stopu na svoje depozite i posudbu sa tržišta novca u odnosu na svoje konkurente i sredstva bi počela pritjecati.

4.3. Valutna klauzula kao mehanizam zaštite banaka od valutnog rizika

Sastavni dio kreditnog rizika, kao najznačajnijeg rizika u bankovnom poslovanju, jest i valutno inducirani kreditni rizik. Kako mu i sam naziv kaže, ovaj je rizik povezan s valutom u kojoj se kredit ili drugi plasman odobrava.

Valutno inducirani kreditni rizik (u nastavku: VIKR) svojstven je svim onim bankarskim sustavima koji se obično nazivaju dolariziranim ili euroiziranim sustavima. Najčešće su to sustavi u kojima su imovina i obveze banaka (ali i drugih financijskih institucija i znatnog dijela realnog sektora) uglavnom iskazani u stranim valutama ili su imovina i obveze iskazani u domaćoj valuti, ali su indeksirani uz neku, u pravilu, stabilnu konvertibilnu valutu kao što je dolar ili euro (u nastavku: valutna klauzula).

Valutna klauzula postala je standard u odobravanju kredita i drugih plasmana i u onim državama gdje je domaća valuta stabilna već dulji niz godina. Razlog takvom ponašanju banaka možemo naći u činjenici da su deponenti banaka kao i banke same u nedavnoj prošlosti ipak pretrpjeli znatne gubitke zbog pada vrijednosti domaće valute. Naime, deponenti banaka, posebno štediše, zbog gubitaka koje su pretrpjeli nisu više voljni štedjeti u domaćoj valuti, već gotovo apsolutno preferiraju štednju i deponiranje u stranoj valuti ili uz valutnu klauzulu, čak i u uvjetima kad je domaća valuta već dulji niz godina stabilna.⁹³

U takvim okolnostima banke su se morale tržišno prilagoditi i početi prikupljati depozite u stranim valutama ili uz valutnu klauzulu, a takva je struktura izvora sredstava, uz ostale čimbenike, pridonijela i plasiranju sredstava u stranim valutama ili uz valutnu klauzulu kako bi se i banke zaštitile od toga dijela valutnog odnosno kreditnog rizika te istodobno uskladile svoju deviznu poziciju.⁹⁴

Da bi se izbjegli mogući negativni učinci bilo kakvih potencijalnih nestabilnosti uzrokovanih naglom promjenom tečaja domaće valute, razumno je od banaka zahtijevati da se adekvatno zaštite, odnosno da osiguraju dodatni kapital za nezaštićena potraživanja.⁹⁵

Hrvatski bankarski sustav već se dulji niz godina može smatrati stabilnim, a makroekonomsko okružje u kojem posluje obilježava niska stopa inflacije i stabilan tečaj. Međutim, hrvatski bankarski sustav istodobno je u velikoj mjeri euroiziran: gotovo je 2/3 svih primljenih depozita te danih kredita u stranim valutama ili indeksirana uz neku stranu valutu

⁹³HNB (2006), Smjernice za upravljanje valutno induciranim kreditnim rizikom, Zagreb: HNB, str. 5

⁹⁴Ibidem, str. 3

⁹⁵HNB (2006), Smjernice za upravljanje valutno induciranim kreditnim rizikom, op. cit., str. 4

(ponajviše uz euro). Ove činjenice mogu pojačati osjetljivost sustava na VIKR. To dalje pokazuje da banke, bez obzira na stabilnost sustava, moraju biti svjesne ovog rizika te se stoga u nastavku daju smjernice za uspješno upravljanje VIKRom. Osnovni cilj ovih smjernica jest poticanje banaka da donesu vlastitu politiku i procedure kojima će propisati utvrđivanje, mjerenje, praćenje i kontroliranje upravljanja ovim dijelom kreditnog rizika i da, na osnovi toga, omoguće redovito izvješćivanje o nezaštićenim klijentima te da osiguraju dodatni kapital za plasmane nezaštićenim klijentima.⁹⁶

Utvrđivanju, mjerenju, praćenju i kontroliranju VIKR-a i izvješćivanju o njemu podliježu sve bilančne i izvanbilančne stavke izložene kreditnom riziku, koje ujedno podliježu obvezi ponderiranja za potrebe izračunavanja adekvatnosti kapitala. S obzirom da je VIKR banaka povezan s valutnim rizikom njihovih klijenata, banke bi trebale uspostaviti proces procjenjivanja usklađenosti klijentove devizne pozicije. Tim procesom trebali bi biti obuhvaćeni svi klijenti, ili grupe srodnih klijenata, prema kojima banke imaju potraživanja u stranim valutama ili potraživanja s valutnom klauzulom, odnosno kojima namjeravaju odobriti plasmane i potencijalne obveze u stranim valutama ili uz valutnu klauzulu.

Pri definiranju svoje poslovne politike, ciljanog tržišta i upravljanja kreditnim rizikom u cjelini banke trebaju uzeti u obzir elemente koji se odnose na upravljanje VIKR-om. Stoga bi uprava banke trebala donijeti i periodično preispitivati strategiju i politiku upravljanja VIKR-om kao sastavni dio strategije upravljanja kreditnim rizikom.⁹⁷

Više rukovodstvo (koje je neposredno odgovorno upravi) trebalo bi provoditi strategiju i politiku upravljanja VIKR-om, koje je odobrila uprava, te razvijati politiku i procedure za utvrđivanje, mjerenje, praćenje i kontroliranje VIKR-a te izvješćivanje o njemu. To obuhvaća uspostavljanje i održavanje odgovarajućih funkcija i procesa. Banke trebaju uvesti sustav za kontinuirano upravljanje svojim portfeljem izloženom VIKR-u te osigurati primjerene postupke unutarnjih kontrola nad funkcioniranjem tog sustava. Procjena funkcija vezanih za VIKR treba biti uključena u godišnje planove unutarnje revizije. Bilo bi razumno da u svoju politiku formiranja cijena kredita i drugih plasmana u odnosu na rizik, banke na primjeren način uključe plasmane izložene VIKR-u. Stoga bi banke trebale preispitati utjecaj rizika koji

⁹⁶ Ibidem, str. 6

⁹⁷ Ibidem, str. 6

proizlazi iz svakog odobravanja kredita ili drugog plasmana u stranoj valuti ili uz valutnu klauzulu na formiranje cijena tih kredita, odnosno drugih plasmana.⁹⁸

Metodologija upravljanja VIKR-om trebala bi sadržavati detaljne kriterije i postupke procjene usklađenosti devizne pozicije klijenta te postupke procjene njihove osjetljivosti na potencijalne nagle promjene tečaja po svim plasmanima izraženim u stranoj valuti. Utvrđena metodologija trebala bi osigurati kvalitetno upravljanje VIKR-om, vodeći računa o vrsti portfelja, karakteristikama pojedinih klijenata ili grupa srodnih klijenata, značajkama instrumenata osiguranja i o njihovoj primjerenosti da štite plasman od VIKR-a kao i o valuti u kojoj je izražen plasman.

4.4. Utjecaj valutne klauzule na Republiku Hrvatsku

U prvoj dekadi hrvatske tranzicije došlo je do sanacije, tj. privatizacije banaka, pri čemu na hrvatsko tržište dolazi i veliki broj stranih banaka što direktnim ulaskom, a što putem akvizicija postojećih hrvatskih banaka. Takva promjena značajno je utjecala i na bankarsko tržište te ponudu bankarskih usluga. Veća i snažnija konkurencija zahtijevala je od banaka veće ulaganja u razvoj poslovanja. Stoga je u tom razdoblju organizirano trgovanje sudionika odigralo iznimno važnu ulogu u promicanju transparentnosti raspoređivanja likvidnosti i održavanja financijske stabilnosti zemlje. Potpora takvom sustavu je bila odluka Hrvatske narodne banke da omogući povratak prekonoičnih pozajmica iz izdvojene pričuve, pri čemu je ojačala uzajamna povezanost tržišta novca i Hrvatske narodne banke.⁹⁹

Pričuve (rezerve) poslovnih banaka dijele se na:

- obvezne pričuve (rezerve likvidnosti) koje propisuje centralna banka
- viškove pričuvi (viškove rezervi likvidnosti) koji predstavljaju slobodna novčana sredstva u vidu depozita poslovnih banaka kod središnje banke, o čijoj veličini odlučuju same poslovne banke.
- ti viškovi pričuvi, kao vlastita likvidna sredstva poslovnih banaka na žiro računa kod središnje banke (računovodstveno) su kreditni potencijal banaka, tj. iznos likvidnih sredstava koji one plasiraju, uz zadržavanje minimalne pričuve likvidnosti.

⁹⁸ HNB (2006), Smjernice za upravljanje valutno induciranim kreditnim rizikom, op. cit., str. 7

⁹⁹ Nižetić, R.: Tržište novca- mjesto organiziranog trgovanja likvidnošću, http://www.ijf.hr/javni_dug/full/nizetic.pdf, (29. 06. 2016.)

Deviznim zakonom iz listopada 1993. g. znatno je liberaliziran devizni režim. Dolazi do reforme sustava domaćih plaćanja, organiziran je i sustav kreditnih odnosa sa inozemstvom. Institucionalni okvir hrvatskog novčanog tržišta sačinjava: ¹⁰⁰

- Hrvatska narodna banka – operacije na otvorenom tržištu, politika obvezne rezerve, izdavanje blagajničkih zapisa, upravljanje platnim sustava
- Ministarstvo financija – izdavanje trezorskih zapisa, kupoprodaja deviza, vođenje registra trezorskih zapisa
- Središnja depozitna agencija – vođenje registra vrijednosnih papira
- Burze – mjesto za trgovanje određenim kratkoročnim vrijednosnim papirima
- Komisija za vrijednosne papire RH – regulator tržišta vrijednosnih papira.
- Banke – nositelji platnog prometa i market makeri
- Ostali sudionici – korporativni sektor, osiguravajuća društva, investicijski i mirovinski fondovi
- Zagrebačko tržište novca

„Budući da su početke tranzicije pratila loša likvidnost i izuzetno visoka kamatna stopa, organizirano trgovanje doprinijelo je ravnomjernom rasporedu viškova likvidnosti. Od 1990. do 2000. godine osnovan je i veliki broj novih banaka i štedionica od kojih se dio nije mogao održavati. Sređivanjem bankarskog tržišta te uvođenjem nove tehnologije u poslovne procese istih snažno se odrazilo na novčano tržište. Informatizacija bankarskog sustava je uvela cijelu financijsku scenu u jedno novo razdoblje a to je ono od 2000. do 2008. godine. To je bila jedna potpuno nova faza u razvoju financijskog tržišta i cjelokupnog hrvatskog gospodarstva. Najvažnija obilježja novčanog tržišta u toj fazi bila su izuzetno visoka likvidnost financijskog sustava i niska kamatna stopa. U razdoblju od 2000. do 2008. godine središnja banka preuzela je aktivnu ulogu u kreiranju odnosa na novčanom tržištu putem operacija na otvorenom tržištu kojima se regulira odnose ponude i potražnje novca i razina kamatne stope.,”¹⁰¹ Obujam organiziranog trgovanja je smanjen jer je likvidnost sudionika na

¹⁰⁰Nižetić, R.: Tržište novca- mjesto organiziranog trgovanja likvidnošću, http://www.ijf.hr/javni_dug/full/nizetic.pdf, (29. 06. 2016.)

¹⁰¹Nižetić, R.: Tržište novca- mjesto organiziranog trgovanja likvidnošću, http://www.ijf.hr/javni_dug/full/nizetic.pdf, (29. 06. 2016.)

tržištu novca bila poprilično visoka, a pojavljuje se i sklonost izravnom trgovanju. No, u Hrvatskoj je i tom blagom liberalizacijom zadržana transparentnost poslovanja novčanog tržišta.

„Treća faza razvoja hrvatskog deviznog tržišta ujedno je i faza početka pada „zlatnog“ doba likvidnosti te faza u kojoj će organizirano tržište novca opet dobiti na značaju. Kako je već ranije navedeno financijska kriza koja se javlja 2008. godine, preokrenula je cijeli bankarski sustav. Prije 2008. osnova poslovanja banaka je bila produkcija kredita kojima bi se naplaćivala kamata, a time i stvarali prihodi za banku. No, nisu svi kreditni poslovi bili dobri, štoviše u vrijeme snažnog gospodarskog rasta kako u svijetu tako i u Hrvatskoj dolazi do velike stope ugovorenih loših kredita. Radilo se o kreditima za koje nisu bila osigurana pokrića. Snažna gospodarska kriza koja je utjecala na gospodarske promjene u cijelom svijetu dovela je do pada likvidnosti pravnih i fizičkih osoba, a time i do njihove nesposobnosti na otplate dugova tj. kreditnih obveza.,¹⁰²

Razdoblje nakon 2008. godine do 2014. godine obilježilo je razdoblje velikog kreditnog dugovanja kojem su upravo većim djelom „kumovale“ valutne klauzule kredita u tzv. švicarcima. HNB kao nositelj monetarne vlasti u tom trenutku zadržava neutralnu poziciju prihvaćajući upravljanje valutnim rizikom iz pozicije banaka.

Hrvatski bankarski sustav već se dulji niz godina može smatrati stabilnim, makroekonomsko okružje u kojem posluje obilježava niska stopa inflacije i stabilan tečaj. Međutim, hrvatski bankarski sustav istodobno je u velikoj mjeri euroiziran: gotovo je 2/3 svih primljenih depozita te danih kredita u stranim valutama ili indeksirana uz neku stranu valutu (ponajviše uz euro). Ove činjenice mogu pojačati osjetljivost sustava dodatne regulacije valutnog rizika u Hrvatskoj. To dalje pokazuje da banke, bez obzira na stabilnost sustava, moraju biti svjesne valutno induciranog kreditnog rizika te se stoga u nastavku daju smjernice za uspješno upravljanja navedenim valutnim rizikom.¹⁰³ Ekonomski stručnjaci u Hrvatskoj (Babić, Lovrinović, Ivanov), ponudili su nekolicinu smjernica HNB-u za upravljanje valutnim rizikom kako se ne bi išlo na štetu građana, ali niti na štetu banaka.

Prvi prijedlog je zaštita od valutnog rizika tzv. hedging–om, znači pokrivanjem potraživanja kupnjom druge iste vrste valute i iste ročnosti. Problem ovog rješenja je u

¹⁰²Nižetić, R.: Tržište novca- mjesto organiziranog trgovanja likvidnošću, http://www.ijf.hr/javni_dug/full/nizetic.pdf, (29. 06. 2016.)

¹⁰³Nižetić, R.: Tržište novca- mjesto organiziranog trgovanja likvidnošću, http://www.ijf.hr/javni_dug/full/nizetic.pdf, (29. 06. 2016.)

reciprocitetu snage trgovanja na deviznom tržištu jer banke imaju tu mogućnost, dok klijenti samostalno ne mogu koristiti ovaj mehanizam. Samim time dužnici (klijenti) su tu odmah u nepovoljnom položaju.

Drugo rješenje je koje se ističe je upravo snaga i stabilnost kune. Ukoliko je kuna stabilna valuta, nema potrebe za valutnom klauzulom. Samim time HNB ima pravo intervenirati na kredite s valutnom klauzulom ili podržati kredite u kunama. Treće kreditno ugovorena valuta je valuta u kojoj se mora i vršiti uplata anuiteta. Što znači da dužnici kredita moraju vratiti kredit u valuti u kojoj su podigli. Dužnici imaju manju mogućnost pokrivanja valutnog rizika od banaka, i u tom slučaju HNB mora stati na stranu dužnika, na žalost to se nije baš dogodilo.

Banke su HNB nakon 2008. godine, odnosno nakon rasta franka stavile u položaj taoca, na način da u bile voljne dati olakšice dužnicima, uz uvjet da im država nadoknadi razliku otplate kredita. Paradoks svega je da porezni obveznici ne sudjeluju u raspodjeli dobiti banaka, pa nema smisla niti da ih saniraju. Samim time HNB bi u budućnosti morala jasnije naglasiti bankama da je stabilnost kune neupitna, te da se kreditni proizvodi mogu davati u kunama bez ikakve valutne klauzule. Ukoliko se kreditira u stranoj valuti banke moraju biti svjesne rizika promjene cijene strane valute, no to ne može biti argument za prešućivanje uvjeta kreditiranja kod klijenata te ukazivanja na činjenicu da možda na prvu „jeftinije“ kamate u budućnosti mogu značiti nadoknadu valutnih razlika i rizika banaka.

Porezni obveznici nisu sudjelovali u raspodjeli profita koje su banke ostvarivale od poskupljenja švicarskoga franka. Zato mislim da treba konačno prestati s praksom da su profiti privatni, a gubitci se socijaliziraju.

5. Zaključak

U Republici Hrvatskoj formalno je usvojen upravljano plivajući tečajni režim. Međutim, on se u stvarnosti pokazao kao sustav ciljanog (fiksno) tečaja kune u odnosu na euro, s dopuštenom (neobjavljenom) zonom fluktuacije od približno 5%.

Odluka o izboru režima deviznog tečaja je specifičan problem za svaku zemlju u zavisnosti od makroekonomske situacije, te ciljeva i eksternog okruženja konkretne ekonomije. Ovisno o trenutnoj makroekonomskoj situaciji, optimalan sustav deviznog tečaja za pojedinu ekonomiju može varirati zbog čega je vrlo teško dati prijedlog optimalnog sustava deviznih tečajeva za pojedinu ekonomiju. Ipak, postoje neke opće pretpostavke za izbor politike tečaja, koje bi bile zajedničke svim vrstama ekonomija. Tako na primjer u Velikoj Britaniji vrijedi način indirektnog kotiranja, kod kojeg devizni tečaj pokazuje koliko jedinica strane valute treba platiti za jednu jedinicu domaće valute.

Ako se promatra trend djelovanja HNB-a od 2008. godine i stanja monetarne javnosti može se vidjeti da se u razdoblju od 2008. godine do 2015. godine često spominje ideja rekunizacije odnosno deeurizacije montiranog sustava. Razlog takvih trendova i mišljenja javnosti mogu se potražiti u udjelu ukupnih depozita u štednjama i oročenjima u bankama. Primjerice štednja u eurima iznosi oko 83%.

No, to nije jedinstven slučaj u hrvatskom montiranoj povijesti. Oblik rekunizacije bio je već prisutan u počecima stvaranja hrvatske države gdje je preko 90% gađanja imalo oročenja u njemačkim markama. Samim time se može zaključiti da su građani hrvatske skloni štednji u stranoj valuti, što zbog straha od inflacije, a što zbog toga da se kroz vlasničku strukturu banaka i bankarske proizvode i dalje primarno nameću kreditni proizvodi u stranoj valutu (Eur). Samim time Hrvatska ima najviši stupanj depozitne eurizacije među zemljama srednje i istočne Europe koje su članice Europske unije. Kako se može vidjeti iz ovog rada Hrvatska narodne banka se suprotstavlja ideji eurizacije, što i je njezina zadaća da štiti domaću valutu te da čini novčano tržište stabilnim. HNB svoji djelovanjem potiče štednju u kunama. Primjerice od uvođenja posebnih kapitalnih zahtjeva za valutno induciran kreditni rizik, gdje su banke morale izdvajati dodatni kapital za kreditiranje u stranoj valuti neosiguranim zajmoprimcima, do kontinuirano znatno većeg regulatornog troška za devize u odnosu na kune.

Navedene politike HNB-a imale su blago pozitivan učinak na smanjivanje eurizacije do početka krize 2008. godine, no ista je naglo skočila i nastavila se do 2014. godine kada se javlja problem valutne krize vezano za kredite u švicarskim francima, a tako i u eurima. Banke uslijed problema konverzija te nestabilnog valutnog tržišta sve više počinju nuditi kredite u kunama te potiču kunske štednje što i podržava i politika HNB-a. S druge strane HNB se suočava s činjenicom da je nužno osigurati novčana sredstva za stabilnost i likvidnost banaka koje su osnovni pokretač gospodarskih aktivnosti i primarne institucije za kreditiranje potrošnje građana i gospodarstva.

Suočena sa stalnim pritiscima Europske unije i politikama unitarizma, ali gospodarskim nesigurnostima na globalnoj razini, HNB mora osigurati lakše upravljanje novcem kroz izražajnost kamatne stope HNB-a umjesto da upravlja novcem prodajom i kupnjom deviza.



IZJAVA O AUTORSTVU
I
SUGLASNOST ZA JAVNU OBJAVU

Završni/diplomski rad isključivo je autorsko djelo studenta koji je isti izradio te student odgovara za istinitost, izvornost i ispravnost teksta rada. U radu se ne smiju koristiti dijelovi tuđih radova (knjiga, članaka, doktorskih disertacija, magistarskih radova, izvora s interneta, i drugih izvora) bez navođenja izvora i autora navedenih radova. Svi dijelovi tuđih radova moraju biti pravilno navedeni i citirani. Dijelovi tuđih radova koji nisu pravilno citirani, smatraju se plagijatom, odnosno nezakonitim prisvajanjem tuđeg znanstvenog ili stručnoga rada. Sukladno navedenom studenti su dužni potpisati izjavu o autorstvu rada.

Ja, Valentina Vučetić (ime i prezime) pod punom moralnom, materijalnom i kaznenom odgovornošću, izjavljujem da sam isključivi autor/ica završnog/diplomskog (obrisati nepotrebno) rada pod naslovom Upečaj valutne klauzule i evrazije u RH (upisati naslov) te da u navedenom radu nisu na nedozvoljeni način (bez pravilnog citiranja) korišteni dijelovi tuđih radova.

Student/ica:
(upisati ime i prezime)

Valentina Vučetić
(vlastoručni potpis)

Sukladno Zakonu o znanstvenoj djelatnosti i visokom obrazovanju završne/diplomske radove sveučilišta su dužna trajno objaviti na javnoj internetskoj bazi sveučilišne knjižnice u sastavu sveučilišta te kopirati u javnu internetsku bazu završnih/diplomskih radova Nacionalne i sveučilišne knjižnice. Završni radovi istovrsnih umjetničkih studija koji se realiziraju kroz umjetnička ostvarenja objavljuju se na odgovarajući način.

Ja, Valentina Vučetić (ime i prezime) neopozivo izjavljujem da sam suglasan/na s javnom objavom završnog/diplomskog (obrisati nepotrebno) rada pod naslovom Upečaj valutne klauzule i evrazije (upisati naslov) čiji sam autor/ica. u Republici Hrvatskoj

Student/ica:
(upisati ime i prezime)

Valentina Vučetić
(vlastoručni potpis)

Literatura

Knjige:

1. Bišćević H., Bohm W., Lahodynsky O.: EU for you: Kako funkcionira Europska unija“, Ministarstvo vanjskih poslova i europskih integracija, Zagreb, 2006.
2. Cvjetičanin, M.: Burzovno trgovanje, priručnik za investitore i analitičare, Masmedia, Zagreb, 2004.
3. Čalopa Klačmer, M., Cingula, M.: Financijske institucije i tržište kapitala. Fakultet organizacije i informatike- Varaždin. TIVA Tiskara Varaždin, 2009.
4. Gregurek, M., Vidaković, N.: Bankarsko poslovanje, RRiF, Zagreb, 2011.
5. Hennie van G., Brajović Bratanović, S.: Analiza i upravljanje bankovnim rizicima, MATE, Zagreb, 2006.
6. Felton A., Reinhart C.: Prva financijska kriza 21. stoljeća, u izdanju VoxEU.org, NOVUM d.o.o., Zagreb, studeni 2008., Cecchetti S.: Zašto bi središnje banke trebale biti financijski nadzornici
7. Jakovčević D.: Novi pristup mjerenju i vrednovanju kreditnog rizika banka(I. dio), RRiF, Zagreb, 2007
8. Lovrinović, I., Ivanov, M. : Monetarna politika , RRiF Plus d.o.o., Zagreb, 2009.
9. Klačmer Čalopa, M., Cingula, M.: Financijske institucije i tržište kapitala, TIVA, Fakultet organizacije i informatike Varaždin, Varaždin, 2009.
10. Krznar, M.: Rizik bankovne zaraze u Hrvatskoj, Hrvatska narodna banka, Zagreb, 2009.
11. Peršin, I., Šokman, A., Lovrinović, I.: Monetarna politika, Fakultet ekonomije i turizma „Dr. Mijo Mirković, Rijeka, 2001.
12. Polovina, S. i Medić, Đ.: *Osnove ekonomije*, Priručnik za studij ekonomije uz udžbenik P. Samuelson-W. Nordhaus Ekonomija, 15. izdanje, Zagreb: Medinek, Zagreb, 2002.
13. Saunders, A., Cornett, M.M.: Financijska tržišta i institucije, Masmedia, Zagreb, 2006.

Stručni članci:

14. Božina Beroš, M.: Financijska supervizija u Hrvatskoj — između dvije institucije i jednog europskog trenda, *Ekonomski pregled*, Vol. 63, br. 5-6, 2012., str. 352-371

15. Jurman, A.: Rizik likvidnosti u poslovnoj banci. Zbornik Pravnog fakulteta sveučilišta u Rijeci, Rijeka, Vol. 25, No. 2, 2004., str. 633-653.
16. Lovrinović, I, Ivanov, M.: Novac i gospodarska aktivnost, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, Vol. 1, Br. 1, 2003., str. 20-41
17. Pavković, A. i Vedriš, D: Redefinirane uloge Agencija za rejting u suvremenom financijskom sustavu, Ekonomska misao i praksa, Vol. No. 1, 2011., 225-250
18. Primorac, M. i Troskot, Z.: Mjerenje efikasnosti i produktivnosti hrvatskih banaka Malmquistovim indeksom promjene ukupne faktorske produktivnosti Financijska teorija i praksa Vol. 29, Br. 4., 2005., str. 367- 383
19. Šverko, I.: Rizična vrijednost (value at risk) kao metoda upravljanja rizicima u financijskim institucijama, *Ekonomski pregled*, Vol. 53, Br. 7-8, 2002., str. 640-657

Internet:

20. Banke traže pomoć za CEE regiju, dostupno na:
<http://www.poslovni.hr/Content/PrintArticle.aspx?Id=106595>(12.08. 2016.)
21. Baselski sporazum, <http://www.hnb.hr/supervizija/papiri-bazelske-komisije/h-bankovni-supervizori-vanjski-revizori.pdf>(12.08. 2016.)
22. Centralna banka, Rječnik financijskih pojmova, dostupno na: <http://wmd.hr/rjecnik-pojmovi-c/web/centralna-banka>, (12.08. 2016.)
23. ECB, <http://www.ecb.int/ecb/history/emu/html/index.en.html>, (12.08. 2016.)
24. ECB i EBF, <http://www.ebf-fbe.eu/index.php?page=statistics>, (15. 08. 2016.)
25. ESB,
<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/annrep/ar2013hr.pdf?f94409a849d04ad09e0b531e22486069>, (28.08. 2016.)
26. Hrvatska narodna banka: Financijska stabilnost, veljača 2015.,
<http://www.hnb.hr/publikac/financijska%20stabilnost/h-fs-14-2015.pdf>, (12. 08. 2016.)
27. <http://finance.hr/wp-content/uploads/2009/11/ateurh.pdf> (12. 06. 2016.)
28. HUB, http://www.hub.hr/sites/default/files/hub_analize_broj_12_-_subprime_kriza.pdf, (12. 08. 2016.)
29. Komercijalni papiri, <http://www.otpinvest.hr/main.aspx?id=133>, (12. 08. 2016.)
30. Monetarna ekonomija – skripta,
<http://studentski.hr/system/materials/d/e4b65843821a83e8ea336db8051c7332dca6568a.zip?1439380815>, (28.8.2016.)

31. Nižetić, R.: Tržište novca- mjesto organiziranog trgovanja likvidnošću, http://www.ijf.hr/javni_dug/full/nizetic.pdf, (12. 08. 2016.)
32. Novčano tržište Zagreb, http://www.trzistenovca.hr/index.asp?page_id=naslovna&datum=20.4.2012 (12. 08. 2016.)
33. Šarić, M.: Karakteristike tržišta novca u RH, <http://e-lib.efst.hr/2013/7030100.pdf>(12. 08. 2016.)
34. <http://www.trzistenovca.hr/Home/TrgovanjeDan>, (12. 08. 2016.)

Ostali izvori:

35. HNB: Godišnje izvješće za 2012. godinu, HNB, Zagreb, 2013.
36. HNB: Godišnje izvješće, 2013., Zagreb, 2014.
37. Hrvatska gospodarska komora, izviješće likvidnosti gospodarstva Republike Hrvatske, Zagreb, 2013.
38. Šarić, M: Karakteristike tržišta novca u Republici Hrvatskoj - diplomski rad, Ekonomski fakultet u Splitu, Split, 2013

Popis slika

Slika 3.1. Devizne intervencije Hrvatske narodne banke od 2000. do 1/2013. godine (u mil. kuna).....	25
Slika 3.2. Devizne intervencije Hrvatske narodne banke od 2000. do 1/2013. godine (u mil. kuna) i promjena tečaja	25
Slika 3.3. Prikaz ponude i potražnje kune/eura, tečaj i elastičnosti	27

Popis tablica

Tablica 4.1. Aukcije HNB-a od 2007. godine do 2013. godine	30
--	----

IZJAVA O AUTORSTVU

I

SUGLASNOST ZA JAVNU OBJAVU

Završni/diplomski rad isključivo je autorsko djelo studenta koji je isti izradio te student odgovara za istinitost, izvornost i ispravnost teksta rada. U radu se ne smiju koristiti dijelovi tuđih radova (knjiga, članaka, doktorskih disertacija, magistarskih radova, izvora s interneta, i drugih izvora) bez navođenja izvora i autora navedenih radova. Svi dijelovi tuđih radova moraju biti pravilno navedeni i citirani. Dijelovi tuđih radova koji nisu pravilno citirani, smatraju se plagijatom, odnosno nezakonitim prisvajanjem tuđeg znanstvenog ili stručnoga rada. Sukladno navedenom studenti su dužni potpisati izjavu o autorstvu rada.

Ja, Valentina Vučić (ime i prezime) pod punom moralnom, materijalnom i kaznenom odgovornošću, izjavljujem da sam isključivi autor/ica završnog/diplomskog (obrisati nepotrebno) rada pod naslovom Uloga valutne klauzule i asocijacije u RH (upisati naslov) te da u navedenom radu nisu na nedozvoljeni način (bez pravilnog citiranja) korišteni dijelovi tuđih radova.

Student/ica:
(upisati ime i prezime)

Valentina Vučić
(vlastoručni potpis)

Sukladno Zakonu o znanstvenoj djelatnosti i visokom obrazovanju završne/diplomske radove sveučilišta su dužna trajno objaviti na javnoj internetskoj bazi sveučilišne knjižnice u sastavu sveučilišta te kopirati u javnu internetsku bazu završnih/diplomskih radova Nacionalne i sveučilišne knjižnice. Završni radovi istovrsnih umjetničkih studija koji se realiziraju kroz umjetnička ostvarenja objavljuju se na odgovarajući način.

Ja, Valentina Vučić (ime i prezime) neopozivo izjavljujem da sam suglasan/na s javnom objavom završnog/diplomskog (obrisati nepotrebno) rada pod naslovom Uloga valutne klauzule i asocijacije (upisati naslov) čiji sam autor/ica. u Republici Hrvatskoj

Student/ica:
(upisati ime i prezime)

Valentina Vučić
(vlastoručni potpis)