

# Utjecaj kretanja deviznog tečaja na poslovanje korporacija

---

**Borščak, Ines**

**Master's thesis / Specijalistički diplomski stručni**

**2022**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **Libertas International University / Libertas međunarodno sveučilište**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:223:140474>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-01-15**



*Repository / Repozitorij:*

[Digital repository of the Libertas International University](#)



**LIBERTAS MEĐUNARODNO SVEUČILIŠTE  
ZAGREB**

**SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI RAD**

**INES BORŠČAK**

**Zagreb, ožujak 2022.**

**LIBERTAS MEĐUNARODNO SVEUČILIŠTE  
ZAGREB**

**SPECIJALISTIČKI DIPLOMSKI STRUČNI STUDIJ  
MENADŽMENT BANKARSTVA, OSIGURANJA I FINANCIJA**

**UTJECAJ KRETANJA DEVIZNOG TEČAJA NA  
POSLOVANJE KORPORACIJA**

**THE EFFECT OF EXCHANGE RATE ON CORPORATE  
OPERATIONS**

**KANDIDAT: Ines Borščak**

**MENTOR: Zvonko Agičić**

**Zagreb, ožujak 2022.**

## LIBERTAS MEĐUNARODNO SVEUČILIŠTE

### IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Ja, \_\_\_\_\_ svojim potpisom jamčim da je ovaj specijalistički diplomski rad odnosno diplomski rad rezultat isključivo mogega vlastitog rada, da se temelji na mojim istraživanjima te da se oslanja na objavljenu literaturu kao što to pokazuju popis korištene literature.

Izjavljujem da ni jedan dio specijalističkog diplomskog rada odnosno diplomskog rada nije prepisan iz necitiranog rada te da nijedan dio rada ne krši bilo čija autorska prava.

U Zagrebu, \_\_\_\_\_

**Student:**

\_\_\_\_\_

## SADRŽAJ:

<b>1. UVOD.....</b>	<b>1</b>
1.1. Predmet i cilj rada.....	1
1.2. Istraživačka pitanja.....	2
1.3. Sadržaj i struktura rada.....	2
<b>2. DEVIZNO TRŽIŠTE.....</b>	<b>3</b>
2.1. Pojam i obilježja deviznog tržišta.....	3
2.2. Pojam deviza i valuta.....	5
2.2.1. Zastupljenost valuta na deviznom tržištu.....	5
2.3. Sudionici na deviznom tržištu.....	7
2.4. Devizno tržište u Republici Hrvatskoj.....	8
2.4.1. Vrste poslova na deviznom tržištu u RH.....	9
2.4.2. Uloga Hrvatske narodne banke na deviznom tržištu.....	12
2.4.3. Nadzor poslovanja na deviznom tržištu.....	16
2.4.4. Pravna regulativa deviznog poslovanja.....	17
<b>3. DEVIZNI SUSTAV I DEVIZNI TEČAJ.....</b>	<b>19</b>
3.1. Pojam i vrste deviznih sustava.....	20
3.2. Važnost i značaj deviznog tečaja.....	22
3.3. Vrste deviznih tečaja.....	24
3.3.1. Odabir fiksnog ili fluktuirajućeg deviznog tečaja.....	26
3.4. Teorije određivanja deviznog tečaja.....	29
<b>4. OSNOVNE MEĐUNARODNE TRANSAKCIJE NA DEVIZNOM TRŽIŠTU.....</b>	<b>30</b>
4.1. Transakcije na deviznom tržištu.....	30
4.1.2. Struktura transakcija.....	31
4.2. Devizne špekulacije.....	32
<b>5. KRETANJA DEVIZNOG TEČAJA.....</b>	<b>33</b>
5.1. Deprecijacija i aprecijacija.....	34
5.2. Mjerenje kretanja deviznog tečaja.....	36
5.2.1. Koncept ravnotežnog tečaja.....	38
5.3. Čimbenici koji utječu na kretanje tečaja.....	39
5.4. Tehnike predviđanja deviznog tečaja.....	42
<b>6. UTJECAJ DEVIZNOG TEČAJA NA POSLOVANJE MULTINACIONALNIH KORPORACIJA.....</b>	<b>46</b>
6.1. Korporativne funkcije multinacionalnih korporacija na deviznom tržištu.....	47
6.2. Inozemni novčani tokovi korporacija.....	49
6.2.1. Izravna strana ulaganja.....	51
6.2.2. Utjecaj kretanja deviznog tečaja.....	52
6.3. Izloženost korporacija deviznom riziku.....	55
6.3.1. Translacijska (računovodstvena) izloženost.....	55
6.3.2. Transakcijska izloženost.....	57
6.3.3. Ekonomska (operativna) izloženost.....	58
6.4. Metode i tehnike zaštite od deviznog rizika.....	59
<b>7. ZAKLJUČAK.....</b>	<b>66</b>
<b>LITERATURA.....</b>	<b>68</b>
<b>POPIS SLIKA, GRAFOVA I DIJAGRAMA.....</b>	<b>70</b>

## SAŽETAK:

Tijekom posljednjih nekoliko desetljeća multinacionalne korporacije su postali lideri promjena u globalnoj ekonomiji, jedni su od najznačajnijih ulagača tada, ali i sada, uglavnom podrijetlom iz industrijski najrazvijenijih država. U svijetu postoji oko 75.000 multinacionalnih korporacija. Devizno tržište je mjesto gdje se susreću ponuda i potražnja. Vrijednost jedne valute izražena vrijednošću druge valute je devizni tečaj. Tečaj je važan u ekonomskoj politici jer utječe na cijene uvoza, izvoza robe, ima utjecaj na cjelokupno gospodarstvo. Sudionici koji se susreću na deviznom tržištu su raznoliki; neki od njih su središnje banke, multinacionalne korporacije, investicijske tvrtke, fizičke osobe i mnogi drugi. Sudjelovanjem na deviznom tržištu sudionici su izloženi deviznom riziku. Da bi se zaštitili od deviznog rizika koriste razne metode i tehnike zaštite. Tehnike zaštite od deviznog rizika su zapravo ugovori koji se sklapaju na deviznom tržištu: razlikuju se terminski ugovori, opcijski ugovori i spot ugovori. Iznimno je važna integracija sustavnog praćenja i upravljanja rizicima kako bi korporacijama i ostalim sudionicima poslovanje na deviznom tržištu bilo efikasno, ekonomski održivo i financijski isplativo.

Ključne riječi: multinacionalne korporacije, devizno tržište, devizni tečaj, devizni rizik

## SUMMARY:

Over the last few decades, multinational corporations have become leaders of change in the global economy, being one of the most significant investors then, but also now, mostly originating from the most industrially developed countries. There are about 75,000 multinational corporations worldwide. Foreign exchange market is the place where supply and demand meet. The value of one currency expressed as the value of another currency is the exchange rate. The exchange rate is important in economic policy because it affects the prices of imports, exports of goods, has an impact on the entire economy. Participants meeting in the foreign exchange market are diverse; some of them are central banks, multinational corporations, investment companies, individuals, and many others. By participating in the foreign exchange market, participants are exposed to foreign exchange risk. To protect against foreign exchange risk, they use various methods and techniques of hedging. Foreign exchange risk protection techniques are in fact contracts concluded on the foreign exchange market: there are forward contracts, option contracts and spot contracts. The integration of systematic monitoring and risk management is extremely important in order for corporations and other participants to operate efficiently in the foreign exchange market, economically sustainable and financially profitable.

Key words: multinational corporations, foreign exchange market, exchange rate, foreign exchange risk

## 1. UVOD

Svjetsko tržište u dvadeset prvom stoljeću obilježeno je velikom ekspanzijom znanja i novih tehnologija. Veliki utjecaj ima želja za ostvarivanjem nacionalnog interesa od strane državne politike. Definirani različiti instrumenti, mjere i pristupi s mogućnošću državne intervencije prikaz su poštivanja tržišnog natjecanja u ostvarivanju nacionalnog interesa.

Rast multinacionalnih kompanija u posljednje vrijeme je značajan kao jedan od glavnih činitelja na globalnom tržištu. *Multinacionalna kompanija (MNK u daljnjem tekstu) je „poduzeće, obično velika korporacija, s podružnicama u više zemalja s različitim pravnim sustavima i različitim sustavima ekonomske politike. Podružnice u svakoj zemlji djeluju kao domaća poduzeća, podliježući pravnim propisima te zemlje, ali su svojom poslovnom politikom vezane za središnjicu korporacije.“* (Hrvatska enciklopedija, 2021.)

Najveći dio međunarodnih financijskih tokova i izravnih investicija upravo se ostvaruje preko MNK-a koji se pojavljuju u području prometa, osiguranja, bankarstva i međunarodne trgovine. Cilj svake tvrtke pa tako i MNK-a je maksimalno povećanje bogatstva dioničara, a ujedno tako i povećanje vrijednosti cijele korporacije. Poslovne prilike uočene u međunarodnom poslovanju prikazuju se kao prilike za ulaganje, nabava jeftinije sirovine, pronalazak jeftinije radne snage, ulaganja investicija u dionice također nude i veće povrate na međunarodnom tržištu. Pored prilika za ulaganje, MNK pronalazi i financijske prilike jer mogu nabaviti kapitalna financiranja po nižoj cijeni, a također pronaći najpovoljnije izvore diljem svijeta. Glavno ograničenje međunarodnog poslovanja je izloženost međunarodnih korporacija kretanju tečaja, značajke stranih ekonomija, politički rizik kao rizik zemlje, terorizam ili rat.

### 1.1. Predmet i cilj rada

U međunarodnoj razmjeni transakcije se obračunavaju i plaćaju u različitim valutama. Svako potraživanje u stranoj valuti naziva se devizama, a trgovanje stranim valutama izvršava se na deviznom tržištu koje je jedinstveno, globalno i traje dvadeset četiri sata.

Velika financijska središta gdje se odvijaju najveće devizne transakcije su New York, London, Frankfurt, Tokio, Zurich, no to nisu sva, postoje i mnogi drugi.

Devizni tečaj izražava cijenu jedne valute u drugoj, odnosno prikazuje broj jedinica domaće valute koju je potrebno dati za jedinicu strane valute što nazivamo izravno (direktno)



kotiranje. Za razliku od direktnog kotiranja, pojavljuje se neizravno (indirektno) kotiranje koje primjenjuju britanske banke; cijena domaće valute izražena u stranoj valuti.

Devizni tečaj, bilo da se izračunava direktnim ili indirektnim kotiranjem s vremenom se mijenja i ima svoja kretanja. Kretanje deviznog tečaja na tržištu predstavlja predmet ovog rada i utjecaj istog na poslovanje korporacija. Cilj rada je prikazati utjecaj kretanja tečaja na poslovanje korporacija, njihovu izloženost riziku s kojim se susreću te prikaz metoda i upotreba tehnika za zaštitu od tečajnih rizika.

## 1.2. Istraživačka pitanja

Istraživačka pitanja koja su postavljena u ovom radu pokušat će odgovoriti na:

1. Koje su glavne značajke deviznog tržišta?
2. Koji sve čimbenici utječu na tečajevu valuta?
3. Kako se promjene tečaja održavaju na poslovanje i profitabilnost korporacija?
4. Na koji način utječe središnja banka na tečajevu valuta?
5. Kako se korporacije mogu zaštititi od promjene deviznog tečaja?

## 1.3. Sadržaj i struktura rada

Diplomski rad se sastoji od šest glavnih poglavlja. U prvom poglavlju naveden je predmet, cilj i svrha rada. U drugom poglavlju objašnjen je pojam deviznog tržišta, prikazani njegovi sudionici te je obrađeno devizno tržište Republike Hrvatske ujedno s velikom ulogom Hrvatske narodne banke. Treće poglavlje sadrži pojmove deviznog sustava i deviznog tečaja, njihova važnost i vrste. Obrađen je izbor fiksnih ili fluktuirajućih deviznih tečajeva, njihove prednosti i nedostaci. Prikazana je važnost čimbenika koji utječu na formiranje deviznih tečajeva te glavne teorije o istom. Osnovne međunarodne transakcije i špekulacije korporacija na deviznom tržištu obrađene su u četvrtom poglavlju. Ključni pojmovi deprecijacije i aprecijacije, mjerenja kretanja i tehnike previđanja tečaja nalaze se obrađeni u petom poglavlju. Šesto poglavlje je zaključno i sadrži glavne inozemne tokove novca, obrađuje izloženost korporacija deviznom riziku te ključna rješenja za zaštitu od utjecaja promjene deviznog tečaja.

## 2. DEVIZNO TRŽIŠTE

### 2.1. Pojam i obilježja deviznog tržišta

„Devizno tržište odnosi se na kupnju i prodaju deviza za domaću valutu ili za druge devize između banaka i drugih osoba jedne zemlje, kao i između banaka raznih zemalja. Ponuda i potražnja deviza najčešće nisu koncentrirane na jednom mjestu. Uglavnom se odvijaju pismenim putem ili telekomunikacijskim sredstvima između banaka, deviznih dispenzara i deviznih mešetara. Zbog toga se devizno tržište koristi burzom kao mehanizmom putem kojeg su kupci i prodavatelji deviza u stalnoj vezi. U nekim zemljama postoje i stalne dnevne veze između deviznih posrednika u pojedinim deviznim burzama.“ (Andrijanić, 1999).

Autori u raznim izvorima navode različite definicije opisivanja pojma deviznog tržišta, ali svaka od njih je vrlo slična. „Devizno tržište je tržište na kojem se obavlja kupoprodaja i zamjena deviza. Sastoji se od mreža komercijalnih banaka koje trguju devizama, a nalaze se u različitim zemljama i gradovima. Tržište deviza je izvan burzovno tržište (OTC – *over the counter* – tržište preko šaltera) na kojem se trguje konvertibilnim devizama 24 sata dnevno, nema određenu geografsku lokaciju, posebnu organizacijsku strukturu ni radno vrijeme, transakcije se obavljaju preko računala i telefonskih linija.“ (Babić i Babić, 2008) Transakcije se obavljaju putem linija koje su objedinjene mrežom *Society for Worldwide International Financial Telecommunications (SWIFT)*.<sup>1</sup>

Transakcije na deviznom tržištu najviše se odnose na kupovinu stranih valuta kroz tečajevе koji nisu fiksni, promjenjivi su. „Devizna se tržišta u svijetu održavaju na redovitim međubankarskim sastancima, osim londonskog deviznog tržišta, koje posluje isključivo putem telekomunikacijskih sredstava kojima je povezano s ostalim bankama u svijetu. Redoviti međubankarski sastanci održavaju se gotovo svakodnevno uz nazočnost predstavnika burze ili predstavnika centralne banke. Na sastancima se utvrđuju tečajevi valuta na osnovi ponude i potražnje pojedinih valuta.“ (Andrijanić, 1999) Iščitavanjem različitih definicija mogu se izdvojiti glavne funkcije deviznog tržišta: mogućnost trgovine, razmjena deviza, transferiranje kupovne moći te kreditiranje vanjske trgovine. Devizno tržište možemo podijeliti prema vrsti poslova koji se zaključuju, bilo da je to promptni ili terminski posao. Prema vrsti poslova na deviznom tržištu tada razlikujemo promptno devizno tržište i terminsko devizno tržište. Promptno devizno tržište omogućuje kupoprodaju jedne valute

---

<sup>1</sup> SWIFT su osnovale američke i zapadnoeuropske banke 1973. godine.

(devize) za drugu na domaćem ili međunarodnom tržištu. Rok izvršenja kupoprodaje je kratkoročno, najviše do dva radna dana nakon sklopljenog posla. Rokovi koji se smatraju standardni za isporuku su uglavnom, jedan, dva, 3, 6 i 12 mjeseci, ali mogući su i drugačiji rokovi ukoliko se ugovorne strane tako dogovore. Primjer promptnog posla u Republici Hrvatskoj (RH u daljnjem tekstu) je razmjena eura u našu domaću valutu (kunu) u mjenjačnici. Valuta kod zaključivanja promptnog posla ima „datum“ koji bilježi dan kada će stranke primiti sredstva koja su kupile. Najpoznatije promptno tržište je Forex tržište, gdje valute mijenjaju vlasnika odmah po promptnom valutnom tečaju.

Na terminskim tržištima ugovara se kupoprodaja deviza na neki određeni datum u budućnosti s time da je tečaj deviza unaprijed dogovoren. Značajna razlika između promptnog i terminskog tržišta je mogućnost interveniranja centralne banke pri formiranju tečaja deviza, iako na terminskim tržištima centralna banka nije obvezna intervenirati.

„Osnovna je funkcija terminskog deviznog tržišta omogućiti bankama i njihovim komitentima osiguranje protiv gubitka koji se mogu pojaviti zbog promjene tečaja ugovorenih deviznih plaćanja. Na terminskom deviznom tržištu riječ je poglavito o osiguranju od deviznog rizika, koji može pogoditi i izvoznika i uvoznika pri ugovaranju kreditnih poslova. Takvi poslovi, kojima se nastoji osigurati od mogućih deviznih rizika, nazivaju se u praksi devizni hedging.“ (Andrijanić, 1999)

Pretpostavke koje su važne za postojanje deviznog tržišta nabrojane su u sljedećim točkama:

1. tržišnost
2. poslovi kupoprodaje deviza
3. subjekti deviznog tržišta
4. mjere intervencije centralnih banaka na deviznom tržištu
5. način formiranja deviznog tečaja, dopuštene oscilacije.

## 2.2. Pojam deviza i valuta

Sagledavajući pojam deviza i pojam valuta često se naizgled čini kako označuju iste pojmove, no prije upotrebljavanja pojmova treba ustanoviti definiciju pojma valuta, odnosno raščlaniti njezino značenje. Postoje dvije vrste stranog novca, a to su devize i valute. Devize predstavljaju sva kratkoročna potraživanja, obično do tri mjeseca, prema inozemstvu u stranoj valuti. Valute s druge strane predstavljaju efektivni strani novac, novčanu jedinicu koja je zakonsko sredstvo plaćanja u određenoj zemlji. Efektivne strane novčanice, odnosno valute postaju devize kada se pošalju u inozemstvo i odobre na devizni račun.

### 2.2.1. Zastupljenost valuta na deviznom tržištu

Kupnja, prodaja ili pozajmljivanje deviza samo su neki od poslova koji se javljaju na deviznom tržištu. Svaki ugovor sklopljen na deviznom tržištu potrebno je upravo iz toga razloga promatrati kao zaseban posao. Prava roba s kojom se trguje na Forex tržištu su valutni parovi, *engl. currency pairs*, sve procedure su prilagođene upravo toj činjenici. Prva valuta u paru zove se osnovna valuta, *engl. base currency*, dok druga nosi naziv kotirajuća valuta, *engl. quote currency*. Kada se na Forex tržištu zaključi ugovor na iznos od 100.000 u osnovnoj valuti, bilo kojoj, tada je zaključen standardni ugovor, *engl. standard contract*, ili skraćeno jedan lot.

Najdominantnija i najjača valuta na deviznom tržištu je američki dolar što nije iznenađujuće s obzirom na veličinu američkog gospodarstva, koje je najveće na svijetu. Upravo se američkim dolarom i najviše trguje na tržištu. Osim najveće zastupljenosti, američki dolar zauzima i dominantno mjesto kao rezervna valuta u svijetu.

Poznata je činjenica da je Forex najveće i najlikvidnije tržište i važno je znati: valutni par država na tržištu bit će likvidniji onoliko koliko je velika trgovinska vrijednost između tih država. Iz prethodne rečenice dolazimo do zaključka kako je najlikvidniji valutni par upravo EUR/USD. Ostali valutni parovi koje susrećemo na tržištu su poznati kao glavni parovi.

AUD / USD - australski dolar prema američkom dolaru

GBP / USD - britanska funta prema američkom dolaru

USD / CAD - američki dolar u odnosu na kanadski dolar

USD / CHF - američki dolar u odnosu na švicarski franak

## USD / JPY - američki dolar u odnosu na japanski jen

Osim glavnih valutnih parova postoje manji i egzotički parovi.

Manji valutni parovi ne uključuju američki dolar (USD) i manje su popularni od glavnih valutnih parova. Primjeri manjih parova su EUR/CHF i GBP/JPY. Manji valutni parovi prilično su likvidni, ali u puno manjoj mjeri nego glavni.

Treća vrsta su egzotični valutni parovi koji uključuju valutu zemlje u usponu, poput USD/RUB (ruska rublja) ili USD/MXN (meksički pezo). Manji valutni parovi su manje likvidni, a isto tako su i egzotični parovi manje su likvidni od manjih parova što kasnije rezultira većim transakcijskim troškovima.

Primjećujemo kako glavni valutni parovi prikazuju najveće svjetske ekonomije iz razloga što se ogromna količina robe i usluga obavlja između ključnih zemalja. Velika trgovina nije jedini razlog da valuta dotičnih zemalja bude upravo na popisu glavnih valutnih parova, ulazi i politička i ekonomska stabilnost koja je povijesno povezana s valutama.

Glavnim valutnim parovima vrijednost se mijenja poprilično brzo, razlog nalazimo u financijskoj moći i velikoj svjetskoj razmjeni dobara njihovih zemalja. S obzirom da se vrijednost parova brzo mijenja, glavni parovi s jedne strane su najpogodniji za trgovanje, ali s druge strane znatno su fluktuirajući.

Graf 1. Kretanje EUR-a u razdoblju 13.02.2021.-12.01.2022.



Graf 2. Kretanje USD-a u razdoblju 13.02.2021.-12.01.2022.



Izvor: <https://www.hpb.hr/hr/tečajna-lista/2652>

### 2.3. Sudionici na deviznom tržištu

„Na deviznom tržištu sudjeluje mnoštvo subjekata, a opseg transakcija je vrlo velik tako da nijedan pojedinac ne može veličinom svojih transakcija sam bitnije utjecati na cijenu i količinu.“ (Babić i Babić, 2008)

Kao subjekti na deviznom tržištu pojavljuju se:

1. središnje banke
2. komercijalne poslovne banke
3. velike međunarodne korporacije
4. investicijske tvrtke
5. fizičke osobe i dr.

Banke provode najveći dio trgovine bilo da trguju izravno ili putem brokera.

Brokери na deviznom tržištu su posrednici putem kojih se povezuju sudionici na tržištu.

„Uloga brokera na deviznom tržištu prema klijentu je davanje informacija koje sadrže opću sliku tržišta, obračunsku cijenu dionice, posljednju postignutu cijenu dionice u trgovanju na burzi, opseg ponude i potražnje na burzi za određenom akcijom i niz drugih relevantnih činjenica. Broker ni u kojem slučaju nema pravo klijentu sugerirati konačnu investicijsku odluku, klijent samostalno odlučuje o tome. To znači da broker klijentu mora priopćiti sve relevantne i potrebne informacije na temelju kojih klijent na kraju donosi konačnu odluku. Sve informacije klijentu trebaju biti dostupne iz izvora poput ažuriranih izvješća, dokumenata, analize i ostalih korisnih informacija dostavljenih od strane brokera.“ (Broker Hrvatska; dostupno na: <http://www.broker-hrvatska.com/broker>)

Velike međunarodne korporacije postale su sudionici na tržištu u početku s pokretanjem trgovine, baveći se uvozom i izvozom. Kasnije korištenjem licence i davanjem mogućnosti proizvodnje proizvoda lokalnim tvrtkama ili pružanju usluga u zamjenu za naknadu dolazi do međunarodnog širenja (Bekaert i Hodrick, 2012.).

Pored velikih korporacija, banaka i raznih investicijskih tvrtki na tržištu nalaze se i fizičke osobe. Fizičke osobe na deviznom tržištu su dioničari tvrtki ili krajnji vlasnici tvrtki, a na samom početku spomenuto je kako je krajnji cilj MNK-a povećanje bogatstva dioničara.

## 2.4. Devizno tržište u Republici Hrvatskoj

Poslovanjem Republike Hrvatske izvan njezinih granica ulazimo u sferu međunarodnog poslovanja. Međunarodno poslovanje najjednostavnije se može definirati kao „ekonomska aktivnost izvan granica“. Međunarodno poslovanje uključuje sve transakcijske radnje između pojedinaca, vlada i tvrtki, između dvije ili više zemalja. Mnogi izvori često koriste pojmove, „globalno“ i „internacionalno“ kada govore o međunarodnom poslovanju iako se pojam „internacionalno“ često upotrebljava izražavanjem različitosti između „domaćeg“ i „stranog“ tržišta, dok pojam „globalno“ naglašava sličnosti.

Vanjska trgovina Republike Hrvatske sastavni je dio međunarodnog, odnosno globalnog poslovanja, a devizni sustav jedan je od najznačajnijih segmenata vanjskotrgovinske politike Hrvatske kao i njezinog poslovanja na globalnom tržištu.

Temelj deviznog sustava i poslovanja u Republici Hrvatskoj čini „*Zakon o deviznom poslovanju*“ ( u daljnjem tekstu Zakon). Posljednje izdanje Zakona stupilo je na snagu 2003. godine objavljeno u Narodnim novinama. Nakon te godine uslijedile su izmjene i dopune zakona i podzakonskih akata vezanih za devizni sustav Republike Hrvatske, posljednja izmjena stupila je na snagu 2021. godine. Zakon prikazuje prilagođavanje propisima i kriterijima Europske unije u području deviznog poslovanja.

*Osnovnim odredbama Zakona uređeno je:*

1. poslovanje između rezidenata<sup>2</sup> i nerezidenata u stranim sredstvima plaćanja i u kunama
2. poslovanje između rezidenata u stranim sredstvima plaćanja
3. jednostrani prijenosi imovine iz RH i u RH koji nemaju obilježja izvršenja posla između rezidenata i nerezidenata.

Zakon pod ovim istaknutim poslovima podrazumijeva sklapanje tekućih i kapitalnih poslova te njihovo izvršavanje plaćanjima, naplatama ili prijenosima.

---

<sup>2</sup>Rezident (engl. resident, njem. Einwohner, Bewohner) je fizička ili pravna osoba koju zakon određene države tretira kao domaću osobu. Kriterij za određivanje rezidenta je prostor, a ne državljanstvo. Rezidenti su dakle sve pravne i fizičke osobe sa stalnim boravkom u određenoj zemlji, bez obzira na državljanstvo.

*U smislu Zakona rezidentima se smatraju:*

1. pravne osobe sa sjedištem u Republici Hrvatskoj, osim njihovih podružnica u inozemstvu,
2. podružnice stranih trgovačkih društava i trgovaca pojedinaca upisane u registar koji se vodi kod nadležnog tijela državne vlasti ili uprave u Republici Hrvatskoj,
3. trgovci pojedinci, obrtnici i druge fizičke osobe sa sjedištem odnosno prebivalištem u Republici Hrvatskoj koje samostalnim radom obavljaju gospodarsku djelatnost za koju su registrirane (u daljnjem tekstu: poduzetnici pojedinci),
4. fizičke osobe s prebivalištem u Republici Hrvatskoj,
5. fizičke osobe koje u Republici Hrvatskoj borave na osnovi važeće dozvole boravka u trajanju najmanje 183 dana,
6. diplomatska, konzularna i druga predstavništva Republike Hrvatske u inozemstvu koja se financiraju iz proračuna te hrvatski državljani zaposleni u tim predstavništvima i članovi njihovih obitelji.

Sve druge osobe smatraju se nerezidentima.

#### 2.4.1. Vrste poslova na deviznom tržištu u Republici Hrvatskoj

Zakonodavac je unutar Zakona podijelio sve vrste poslova na deviznom tržištu u dvije osnovne vrste:

1. kapitalni poslovi
2. tekući poslovi i tekuća plaćanja

Kapitalni poslovi su zaključeni između rezidenata i nerezidenata te se ubrajaju jednostrani prijenosi imovine radi prijenosa kapitala, a koji nisu tekuća plaćanja i prijenosi s time da nakon zaključivanja kapitalnih poslova dolazi do otuđivanja prava stečenih ulaganjem.

U kapitalne poslove ubrojeni su:

1. izravna ulaganja,
2. ulaganja u nekretnine,
3. poslovi s vrijednosnim papirima na tržištu kapitala,
4. poslovi s vrijednosnim papirima na tržištu novca,
5. poslovi s udjelima u investicijskim fondovima,



6. kreditni poslovi,
7. depozitni poslovi,
8. plaćanja na osnovi ugovora o osiguranju,
9. jednostrani prijenosi imovine; mogu biti osobni prijenos imovine ili fizički prijenosi imovine.

Tekući poslovi su zaključeni između rezidenata i nerezidenata čija namjera nije prijenos kapitala, uključuju:

1. dospjela plaćanja na osnovi trgovine robom i uslugama s inozemstvom te na osnovi drugih tekućih poslova, uključujući usluge i normalne kratkoročne bankarske i kreditne olakšice,
2. dospjela plaćanja kamata i neto-dohotke od ostalih ulaganja,
3. plaćanja umjerenog iznosa na ime amortizacije zajmova, smanjenje vrijednosti izravnih ulaganja i raspodjelu dobiti na osnovi udjela u vlasništvu,
4. prijenose s osnove radničkih doznaka, mirovina, invalidnina i ostalih socijalnih primanja, poreza i pristojba, međudržavne suradnje, likvidiranih šteta na temelju ugovora o osiguranju, prijenose s osnove dobitaka u igrama na sreću, naknada za koncesije, članarina i kazna (penala) te umjerenih doznaka na ime troškova za uzdržavanje obitelji.

Pregled svih međunarodnih transakcija između domaćih i stranih rezidenata, organizacije ili pojedinaca, za određenu zemlju tijekom određenog vremenskog razdoblja bilježi se u bilanci plaćanja. Vremensko razdoblje za bilježenje transakcija unutar bilance obično se uzima godina dana.

Priljev sredstava za određenu zemlju bilježi se kao plus (+) u bilanci zemlje, dok odljev sredstava ostvaruje dugovanje ili minus (-) unutar bilance.

„Bilanca plaćanja Republike Hrvatske sustavni je pregled vrijednosti gospodarskih transakcija izvršenih između hrvatskih rezidenata i nerezidenata u određenom vremenskom razdoblju. Sastavljen je u skladu s metodologijom koju je preporučio Međunarodni monetarni fond (MMF), a usvojila je EU. Podaci o platnoj bilanci Republike Hrvatske iskazani su u tri valute: u eurima (EUR), američkim dolarima (USD) i domaćoj valuti (HRK). U svim slučajevima koriste se isti izvori podataka i primjenjuju se isti principi u pogledu opsega transakcija i postupaka za sastavljanje pojedinih stavki.“ (Hrvatska narodna banka; dostupno na: <https://www.hnb.hr/en/web/guest/statistics/statistical-data/rest-of-the-world/balance-of-payments>)

Slika 1. Prikaz bilance plaćanja Republike Hrvatske za prvo tromjesečje 2020. godine i prvo tromjesečje 2021. godine

	Q1.20	Q2.20	Q3.20	Q4.20	Q1.21 <sup>3)</sup>	Q2.21 <sup>3)</sup>	Q3.21 <sup>4)</sup>
<b>A. TEKUĆE</b>							
TRANSAKCIJE(1+6)	-1.366,5	-467,9	2.001,2	-223,4	-1.278,2	-843,2	4.380,3
1. Roba, usluge i dohodak(2+5)	-1.809,4	-1.094,6	1.480,0	-822,0	-2.005,3	-1.359,8	3.814,1
1.1. Kreditiranje	5.180,8	4.671,3	8.240,3	5.825,6	5.131,1	6.968,2	12.843,6
1.2. Zaduženje	6.990,1	5.765,9	6.760,4	6.647,6	7.136,5	8.328,1	9.029,5
2. Roba i usluge(3+4)	-2.113,2	-1.246,0	1.441,0	-1.490,1	-2.148,4	-1.324,3	3.966,1
2.1. Kreditiranje	4.436,0	4.072,2	7.619,5	4.994,9	4.392,9	6.164,9	12.028,7
2.2. Zaduženje	6.549,2	5.318,2	6.178,4	6.485,0	6.541,3	7.489,2	8.062,6
3. Roba	-2.512,1	-1.937,6	-2.136,9	-2.120,1	-2.514,7	-2.630,0	-2.923,9
3.1. Kreditiranje	3.043,6	2.624,2	3.131,6	3.383,0	3.219,1	3.826,0	3.894,5
3.2. Zaduženje	5.555,7	4.561,9	5.268,5	5.503,1	5.733,7	6.456,0	6.818,4
4. Usluge	398,9	691,6	3.578,0	630,0	366,2	1.305,7	6.890,0
4.1. Kreditiranje	1.392,4	1.448,0	4.487,9	1.611,8	1.173,9	2.339,0	8.134,2
4.2. Zaduženje	993,5	756,3	909,9	981,9	807,6	1.033,2	1.244,2
5. Primarni prihod	303,9	151,4	38,9	668,1	143,1	-35,5	-152,0
5.1. Kreditiranje	744,8	599,1	620,9	830,7	738,2	803,3	814,9
5.2. Zaduženje	441,0	447,7	582,0	162,6	595,1	838,9	967,0
6. Sekundarni prihod	442,8	626,7	521,3	598,7	727,1	516,6	566,2
6.1. Kreditiranje	897,4	1.042,5	908,6	1.055,1	1.239,5	951,1	1.022,2
6.2. Zaduženje	454,5	415,8	387,4	456,5	512,4	434,5	456,0
<b>B. KAPITALNE TRANSAKCIJE</b>	215,2	286,7	235,9	336,6	263,2	346,8	325,4
<b>C. FINANCIJSKE TRANSAKCIJE</b>	-1.369,8	82,0	1.912,9	-2,0	-1.111,7	-12,9	4.160,4
1. Izravna ulaganja	-351,5	-161,3	-224,0	63,0	-443,8	-393,1	-594,0
1.1. Imovina	27,9	106,1	180,9	56,6	183,2	657,6	547,6
1.2. Obveze	379,5	267,4	404,9	-6,3	627,0	1.050,6	1.141,7
2. Portfeljna ulaganja	-316,1	-1.496,0	1.394,2	346,0	-653,9	-22,7	591,1
2.1. Imovina	13,0	-66,7	338,0	332,7	389,9	163,6	382,9
2.2. Obveze	329,2	1.429,3	-1.056,2	-13,3	1.043,8	186,3	-208,2
3. Financijski derivati	-95,8	-25,1	-188,1	-37,2	-217,1	-15,5	-27,3
4. Ostala ulaganja	1.530,5	932,5	-184,4	-1.166,6	-1.938,2	-81,4	1.410,5
4.1. Imovina	986,0	567,1	680,2	-1.750,9	242,9	175,7	1.271,0
4.2. Obveze	-544,5	-365,4	864,6	-584,3	2.181,1	257,1	-139,6
5. Međunarodne pričuve	-2.136,9	832,0	1.115,2	792,9	2.141,4	499,7	2.780,1
<b>D. NETO GREŠKE I PROPUSTI</b>	-218,5	263,2	-324,2	-115,3	-96,6	483,5	-545,3

Izvor: <https://www.hnb.hr/en/web/guest/statistics/statistical-data/rest-of-the-world/balance-of-payments>

Bilanca se sastoji od strane potraživanja i strane dugovanja, a svaka strana se sastoji od četiri dijela: tekućeg računa (izvoz), financijskog računa (uvoz), odstupanje i greške te računa rezervi. Ukupnost bilance opisujemo u tri kategorije; tekući račun u manjku, financijski račun u višku (deficit)<sup>3</sup>, tekući račun u višku, financijski u manjku (suficit)<sup>4</sup> te izjednačenost tekućeg i financijskog računa (ravnoteža).

Bilanca plaćanja važna je za izučavanje zbog detaljnih prikaza informacija o ponudi i potražnji nacionalne valute. Podaci mogu biti pokazatelji ekonomskog potencijala države, ujedno se mogu koristiti za procjenu konkurentnosti gospodarstva pojedine države.

<sup>3</sup> Deficit = u pravilu, kada je vrijednost izvoza jedne zemlje manja od vrijednosti uvoza

<sup>4</sup> Suficit = kada je vrijednost izvoza veća od vrijednosti uvoza određene zemlje

#### 2.4.2. Uloga Hrvatske narodne banke na deviznom tržištu

Hrvatska narodna banka (HNB) je središnja banka Republike Hrvatske i ujedno je dio Europskog sustava središnjih banaka. Primarni cilj HNB-a je održavanje stabilnosti cijena i stabilnosti financijskog sustava u cjelini. Hrvatska narodna banka provodi monetarnu politiku, upravlja međunarodnim pričuvama Republike Hrvatske, izdaje hrvatsku valutu - kunu, izdaje ovlaštenja kreditnim institucijama, kreditnim unijama, stambenim kreditnim posrednicima, platnim institucijama i institucijama za elektronički novac te nadzire njihovo poslovanje. HNB također izdaje ovlaštenja ovlaštenih mjenjača (Hrvatska narodna banka; dostupno na: <https://www.hnb.hr/en/core-functions/financial-stability/cnbs-role>).

Hrvatska narodna banka u svom je radu samostalna, odgovorna je samo Saboru te djeluje u skladu sa *Zakonom o Hrvatskoj narodnoj banci (Zakon)*.

Nadležnost Hrvatske narodne banke kako je propisano Zakonom očituje se kroz:

- utvrđivanje i provođenje monetarne i devizne politike
- držanju i upravljanju međunarodnim pričuvama Republike Hrvatske
- izdavanju novčanica i kovanog novca
- izdavanju i oduzimanju odobrenja i suglasnosti u skladu sa zakonima kojima se uređuje poslovanje kreditnih institucija, kreditnih unija, institucija za platni promet i sustava za namiru platnih transakcija te devizno poslovanje i poslovanje ovlaštenih mjenjača,
- obavljanju poslova supervizije i nadzora kreditnih institucija, kreditnih unija, institucija za platni promet i sustava za namiru platnih transakcija,
- vođenju računa kreditnih institucija i obavljanju platnog prometa po tim računima, davanju kredita kreditnim institucijama i primanju u depozit sredstava kreditnih institucija,
- uređivanju i unapređivanju sustava platnog prometa,
- obavljanju utvrđenih poslova za Republiku Hrvatsku,
- donošenju podzakonskih propisa u poslovima iz svoje nadležnosti i
- obavljanje ostalih poslova navedenih u zakonu unutar svoje nadležnosti.

Utvrđivanjem i provođenjem monetarne i devizne politike HNB može izdati instrumente i odrediti mjere koje su potrebne za reguliranje aktivnosti i likvidnosti institucija te za reguliranje količine novca koja će biti u opticaju. Donošenjem mjera i instrumenata kontrolira kamatne stope i tečaje domaće valute na deviznom tržištu.

HNB može izdavati vrijednosne papire u svoje ime koji glase na domaću ili stranu valutu ujedno u skladu s time ugovarati kupnje i prodaje istih. Ugovori se mogu sklapati kao ugovori o promptnoj kupnji i prodaji na deviznom tržištu. HNB trguje devizama i efektivnim novcem na terminskom i promptnom tržištu te ostalim financijskim instrumentima ili drugom imovinom koja je dio međunarodnih pričuva Republike Hrvatske. Temeljna valuta Republike Hrvatske je kuna, dijeli se na stotinu lipa, ali HNB može dopustiti za plaćanje u zemlji korištenje druge valute. Najmanje jednom godišnje Ministarstvo financija i HNB savjetuju se o planovima koji se odnose na domaće i vanjsko zaduživanje Republike Hrvatske, uključujući iznose koji se ugovaraju i isplaćuju prema tim zaduženjima. S obzirom da je Hrvatska članica Europske unije, tijekom donošenja mjera u vezi s tečajem domaće valute HNB mora uvažavati zajedničke interese svih članica.

HNB u skladu s odredbama *Ugovora o osnivanju Europske zajednice* i *Statuta Europskog sustava središnjih banka* i Europske središnje banke može uspostaviti odnose sa središnjim bankama i financijskim institucijama u drugim državama te međunarodnim organizacijama. Može kupovati i prodavati (promptno i na rok) te na drugi način stjecati sve oblike imovine u stranoj valuti<sup>5</sup> i plemenite kovine, držati i upravljati imovinom te obavljati sve druge oblike bankovnih transakcija u odnosima s trećim državama i međunarodnim organizacijama uključujući poslove davanja i uzimanja zajma.

„Hrvatska narodna banka provodi politiku tzv. upravljanoj fluktuirajućeg tečaja. To znači da, s jedne strane, vrijednost domaće valute nije fiksirana u odnosu na drugu stranu valutu ili košaricu stranih valuta, već odražava kretanja na tržištu tečajeva. S druge strane, nominalni tečaj kune prema euru stabiliziran je povremenim deviznim intervencijama HNB-a. Na kretanja na deviznom tržištu prvenstveno utječu međunarodni tokovi kapitala kao što su plaćanja vezana uz uvoz i izvoz, priljevi deviza vezani za inozemno zaduživanje, otplate inozemnog duga i priljevi fondova EU. Tečaj kune prema euru slobodno se određuje na deviznom tržištu, ovisno o kretanju ponude i potražnje deviza. HNB povremeno sudjeluje na deviznom tržištu, uglavnom kada smatra da je fluktuacija tečaja pretjerana ili bi mogla postati pretjerana. HNB ne određuje unaprijed gornju i donju granicu tečaja kune prema euru koju će braniti (gornja i donja točka intervencije).

Za razliku od tečaja kune/eura, Hrvatska narodna banka ne može utjecati na vrijednost kune u odnosu na druge strane valute (američki dolar, britanska funta, švicarski franak itd.) jer su

---

<sup>5</sup> Pojam imovine u stranoj valuti uključuje vrijednosne papire i svu drugu imovinu u bilo kojoj stranoj valuti ili obračunskoj jedinici neovisno o obliku u kojem se drži.

njihove vrijednosti određene tečajem eura u odnosu na te valute na svjetskim deviznim tržištima.“ (Hrvatska narodna banka; dostupno na: <https://www.hnb.hr/en/core-functions/monetary-policy/exchange-rate-regime>)

Devizne intervencije glavni su instrument koji HNB koristi za provođenje monetarne politike. „Devizne intervencije provode se putem deviznih aukcija na kojima središnja banka kupuje i prodaje devize bankama. Banke tijekom aukcija dostavljaju HNB-u željene iznose (primjerice u eurima) i pripadajuće cijene deviznih transakcija (tj. organizira se višecjenovna aukcija). Na temelju dostavljenih ponuda, HNB odlučuje o visini intervencije i tečaju. HNB općenito održava aukcije prodaje deviza kada kuna slabi, a aukcije kupnje deviza kada kuna jača. Prodajom deviza HNB smanjuje iznos kuna u optjecaju, a kupnjom deviza povećava iznos kuna u optjecaju.

Osim deviznih intervencija, HNB koristi niz drugih instrumenata monetarne politike i makrobonitetnih mjera. Njihovom kombinacijom HNB u okviru svog zakonodavnog mandata namjerava utjecati na monetarna, a neizravno i na gospodarska kretanja. Primjerice, u slučaju visoke likvidnosti u bankovnom sustavu koja prijeti pretjeranim slabljenjem kune u odnosu na euro, HNB može koristiti odgovarajuće mjere za povlačenje viška likvidnosti iz sustava, npr. povećanjem stope obvezne pričuve ili obvezom banaka na kupnju HNB računa. Nasuprot tome, u slučaju niske likvidnosti u bankarskom sustavu koja prijeti pretjeranim jačanjem kune u odnosu na euro, HNB koristi svoje mjere kao što su odobravanje kredita, smanjenje stope obvezne pričuve, povećanje minimalno potrebnih deviznih potraživanja, kako bi se osigurala dodatna likvidnost u sustavu. Isto tako, u slučaju snažnog kreditnog rasta, HNB restriktivnim mjerama ublažava kreditni rast, dok u vrijeme slabog kreditnog rasta i stagnacije ili pada gospodarske aktivnosti uvodi mjere za potporu kreditnom rastu i gospodarskoj aktivnosti.“ (HNB; dostupno na: [https://www.hnb.hr/en/-/provodjenje-monetarne-politike?p\\_1\\_back\\_url=%2Fen%2Fsearch%3Fq%3Ddevizne%2Bintervencije](https://www.hnb.hr/en/-/provodjenje-monetarne-politike?p_1_back_url=%2Fen%2Fsearch%3Fq%3Ddevizne%2Bintervencije))

Tečaj strane valute prema kuni slobodno se formira na tržištu na temelju ponude i potražnje. HNB tijekom radnog dana na temelju ostvarenog prometa i tečajeva stranih valuta utvrđuje vrijednost kune u odnosu na druge valute i tečaj javno objavljuje na službenoj stranici HNB-a. Osnovna valuta koja se koristi za sastavljanje tečajne liste je euro.

Slika 2. Tečajna lista HNB-a na dan 27.01.2022. (tečaj u kunama)

Zemlja	Šifra valute	Valuta	Jedinica	Kupovna stopa	Srednja stopa	Prodajni tečaj
Australija	036	AUD	1	4,773758	4,788122	4.802486
Kanada	124	CAD	1	5,292952	5,308879	5,324806
Češka Republika	203	CZK	1	0,306287	0,307209	0,308131
Danska	208	DKK	1	1,008392	1,011426	1,014460
Mađarska	348	HUF	100	2,086337	2,092615	2,098893
Japan	392	JPY	100	5,826809	5,844342	5,861875
Norveška	578	NOK	1	0,749011	0,751265	0,753519
Švedska	752	SEK	1	0,719145	0,721309	0,723473
švicarski	756	CHF	1	7,228229	7,249979	7,271729
Velika Britanija	826	GBP	1	8.991549	9.018605	9.045661
SAD	840	USD	1	6,652200	6,672217	6,692234
Bosna i Hercegovina	977	BAM	1	3,836912	3,848457	3,860002
EMU	978	EUR	1	7,504347	7,526928	7,549509
Poljska	985	PLN	1	1,637324	1,642251	1,647178

Izvor: <https://www.hnb.hr/en/core-functions/monetary-policy/exchange-rate-list/exchange-rate-list>

Šesti stupac tablice prikaz je srednjeg tečaja koji služi za iskazivanje potraživanja i obveza prema inozemstvu te potrebe statistike HNB-u. Pri obračunu uvoznih i izvoznih davanja strana valuta preračunava se u kune po srednjem tečaju koji je vrijedio prethodnog dana u tjednu.

Hrvatska narodna banka s obzirom na sve uloge vrlo je bitan i aktivan sudionik na deviznom tržištu, ponajviše u slučaju očuvanja likvidnosti i stabilnosti tečaja nacionalne valute. Svoju glavnu ulogu HNB iskazuje u slučaju prekoračenja tečaja onih granica koje su poželjne. HNB mora biti spremna intervenirati tijekom probijanja željenih granica sredstvima iz deviznih pričuva bilo da u tom slučaju nadoknadi manjak ponuda ili potražuje višak deviza.

Slučajevi kada kretanje kapitala može prouzročiti ili prijeti mogućnošću teških posljedica za provođenje monetarne i devizne politike, HNB ima ovlasti za donošenje zaštitnih mjera.

Člankom 48. *Zakona o deviznom poslovanju* propisane su zaštitne mjere koje HNB može poduzeti u trenutku kada smatra da su potrebne;

„ - HNB će ograničiti rezidentima da raspolažu sredstvima na računima u inozemstvu ili na deviznim računima u Republici Hrvatskoj

- odrediti obvezu banaka da Hrvatskoj narodnoj banci prodaju devize na osnovi mjenjačkih poslova banaka i ovlaštenih mjenjača,

- ograničiti obavljanja kreditnih poslova između rezidenata i nerezidenata, ograničiti obavljanja plaćanja i naplata na osnovi obveza i potraživanja u poslovima s inozemstvom,

- ograničiti prijenosa vrijednosnih papira, strane gotovine i zlata u Republiku Hrvatsku i iz Republike Hrvatske,

- ograničiti obavljanje transakcija vrijednosnim papirima i zlatom između rezidenata i nerezidenata

- ograničiti davanja garancija ili jamstava, zloga ili drugih osiguranja za račun nerezidenata.“

#### 2.4.3. Nadzor poslovanja na deviznom tržištu

Poslove na deviznom tržištu nadziru Hrvatska narodna banka, Financijski inspektorat kao dio Ministarstva financije i Carinska uprava. Nadzor poslova koji se vrši na deviznom tržištu od strane nadzornih tijela da bi bio učinkovit mora postojati međusobna interakcija i razmjenjivanje informacija između spomenutih tijela, ujedno i obavještanje u slučaju otkrivanja određenih nepravilnosti u poslovanju. Nadzor će se vršiti također na rezidentima i nerezidentima koji obavljaju devizne poslove na teritoriju Republike Hrvatske. Rezidenti i nerezidenti tijekom obavljanja gospodarske ili druge djelatnosti moraju omogućiti nesmetano obavljanje inspeksijskog nadzora financijskom inspektoru. Zahtjev koji devizni inspektor uputi mora se poštivati na način da mu se omogući uvid u svu potrebnu dokumentaciju i podatke vezane za djelatnost koju rezident obavlja u inozemstvu.

HNB i Financijski inspektorat nadziru poslovanje banaka, podružnica i predstavništva stranih banaka i poslovanje ovlaštenih mjenjača. U području deviznog poslovanja Financijski inspektorat nadzire poštivanje uvjeta i načina obavljanja prekograničnog poslovanja, kao i poslovanja sa stranim sredstvima plaćanja u zemlji. Carinska uprava kao dio Ministarstva

financija nadzire količinu i vrstu gotovine u kunama i strane gotovine te vrijednosnih papira koje iz RH ili u RH unose rezidenti i nerezidenti (Andrijanić, 2008.).

*Zakon o deviznom poslovanju* propisuje da banke moraju voditi nadzorne knjige o plaćanju i naplati o poslovima iz područja tekućih transakcija s inozemstvom kada te poslove obavljaju u svoje ime i za svoj račun. Rezidentima *Zakon* također propisuje vođenje nadzorne knjige o svojim poslovima neovisno da li te podatke upisuje u druge dokumente kojima vode svoje poslovanje. Nadzorna knjiga mora biti dostupna financijskoj kontroli odmah, najkasnije sljedeći dan. HNB izrađuje projekciju platne bilance RH, a radi praćenja ostvarenja projekcije rezidenti su dužni dostavljati podatke HNB-u o svojim poslovima i transakcijama s inozemstvom u određenim rokovima koje je propisala HNB (Andrijanić, 2008.).

Spomenuta nadzorna tijela vrše nadzor na teritoriju Republike Hrvatske, dok Međunarodni monetarni fond (MMF)<sup>6</sup> štiti stabilnost i nadzire međunarodna plaćanja zemalja članica. MMF potiče međunarodnu suradnju, razvoj svjetske trgovine i stabilnost deviznih tečajeva (Andrijanić i Pavlović, 2016.). Putem nadzora potiče internacionalizaciju poslovanja te financijsku i tehničku pomoć državama članica.

#### 2.4.4. Pravna regulativa deviznog poslovanja

Spomenuti *Zakon o deviznom poslovanju* koji je temelj deviznog sustava u Republici Hrvatskoj propisuje što se smatra stranim sredstvima plaćanja:

##### Članak 4.

„(1) Strana sredstva plaćanja, u smislu ovoga Zakona, jesu devize, strana gotovina, čekovi i ostali novčani instrumenti koji glase na stranu valutu i koji su unovčivi u stranoj valuti.

(2) Devize, u smislu ovoga Zakona, jesu novčana potraživanja od inozemstva.

(3) Strana gotovina (novčanice i kovani novac) novčano je potraživanje od središnje banke ili države koja je gotovinu izdala.

(4) Čekovi i ostali novčani instrumenti koji glase na stranu valutu i koji su unovčivi u stranoj valuti novčana su potraživanja od izdavatelja.“

---

<sup>6</sup> MMF (engl. International Monetary Found) = međunarodna financijska ustanova osnovana 1946. na temelju sporazuma Bretton Woodsa iz 1944. Republika Hrvatska je članica od 1992. godine.



Zakon propisuje sve vezano za vrijednosne papire, poslove koji se obavljaju na deviznom tržištu, kapitalni i tekući kako ih je zakonodavac podijelio. Zakonom je propisano da HNB određuje uvjete pod kojima rezidenti, isključujući banke, mogu otvoriti račun i držati sredstva na računu u inozemstvu.

Zakonom je određeno da platni promet s inozemstvom obavljaju banke koje imaju odobrenje HNB-a i Hrvatske banke za obnovu i razvitak. Plaćanja i prijenos su slobodni osim u slučaju primjene zaštitnih mjera. Propisani su rokovi za izvršenje naloga u platnom prometu s inozemstvom kojih se banke moraju držati. Slanje i prijenos materijaliziranih vrijednosnih papira u inozemstvu ili iz inozemstva, sprječavanje pranja novca i simulirani ugovori određeni su Zakonom.

Člankom 42. Zakona objašnjeno je značenje tržišta;

„(1) Tržište stranih sredstava plaćanja, u smislu ovoga Zakona, obuhvaća sve poslove kupnje i prodaje stranih sredstava plaćanja.

(2) Banke ugovaraju poslove kupnje i prodaje stranih sredstava plaćanja u svoje ime i za svoj račun te u svoje ime a za tuđi račun, a druge osobe u svoje ime i za svoj račun.

(3) Rezidenti i nerezidenti obavljaju kupoprodaju stranih sredstava plaćanja u bankama.

Ministarstvo financija obavlja kupoprodaju stranih sredstava plaćanja i u Hrvatskoj narodnoj banci.“

Kaznene odredbe koje se nalaze na dnu Zakona (čl. 60. – čl. 74.) navode prekršaje i pridružene novčane kazne prilikom nepridržavanja odredba o deviznom poslovanju. Prekršaji se odnose na pravne ili fizičke osobe koje plate neistinitu tražbinu u procesu plaćanja prema inozemstvu ili banci izda nalog za plaćanje na podlozi simuliranog ugovora ili lažne fakture, također bilo da pravna ili fizička osoba sklopi ugovor u kojem nije navedena stvarna cijena. Novčane kazne za ove prekršaje propisane su u rasponu od 70.000 do 1.000.000 kuna. Prekršaji su, osim za pravne i fizičke osobe, određeni za banke, burze, druga uređena javna tržišta vrijednosnih papira i ovlaštena društva na tržištu.

Postupak protiv prekršaja koji su utvrđeni Zakonom mogu se pokrenuti unutar tri godine, nakon proteka na snagu stupa zastara iako zastara nastupa u svakom slučaju kada od dana dovršenja radnje prekršaja prođe šest godina.

Kaznena djela propisana su člankom 75. Zakona:

„Tko se nedopušteno bavi kupnjom, prodajom, davanjem ili uzimanjem strane gotovine u zajam, posredovanjem u kupnji, prodaji ili pozajmljivanju strane gotovine, ili se nedopušteno bavi mjenjačkim poslovima bez ugovora s bankom, kaznit će se kaznom zatvora do pet godina ili novčanom kaznom do sto pedeset dnevnih dohodaka.“

Za prekršajne i kaznene odredbe odgovornih osoba propisana je kazna zatvora do pet godina ili novčana kazna do sto pedeset dnevnih dohodaka.

### 3. DEVIZNI SUSTAV I DEVIZNI TEČAJ

Stupanjem država u zajednicu Međunarodnog monetarnog fonda uslijedilo je prihvaćanje Statuta s amandmanima koji je donio MMF-a. Svaka država koja je stupila u članstvo MMF-a bila je obvezna izabrati jedan od ponuđenih sustava za tečaj svoje valute. MMF ponudio je mogućnost odabira između održavanja vrijednosti valute u odnosu na specijalna prava vučenja<sup>7</sup> ili neki drugi denominator, isključujući zlato, po vlastitom izboru. Druga mogućnost je zajednički sustav kojim će jedna članica s drugim članicama održavati vrijednost svoje valute u odnosu na vrijednost valute ili valuta drugih članica. Formiranje deviznih tečajeva na deviznom tržištu od strane monetarnog fonda nastaje na slobodan način - u okviru sustava slobodno - fluktuirajućih deviznih tečajeva ili administrativno - u okviru svih drugih sustava. Odabrani aranžmani mogu biti utemeljeni na paritetu koji može biti stabilan ili prilagodljiv. Zemlja članica ne mora utvrditi paritet svoje valute, ali treba osigurati da njezin tečaj bude u skladu sa svrhom Fonda te da bude dostatan za udovoljavanje njezinim obvezama. Tijekom povijesti devizni tečajevi nisu nikada bili apsolutno fiksni nego su fluktuirali između gornje i donje točke uvoza i izvoza zlata. Potpisivanjem Statuta Međunarodnoga monetarnog fonda 1944. godine, zemlje potpisnice prihvatile su sustave fiksnih deviznih tečajeva za svoje valute uz mogućnost tečajnih fluktuacija u rasponu od  $\pm 1$  %. Smithsonijanskim sporazumom između 10 najvećih zemalja iz 1971. godine raspon tečajnih fluktuacija proširen je na  $\pm 2,25$  %, a od 1973. godine zemlje mogu prihvatiti sustav slobodno-fluktuirajućih deviznih tečajeva, po vlastitom izboru (Koški, 2008.).

---

<sup>7</sup> Specijalna prava vučenja (skraćeno SPV, eng. Special Drawing Rights - SDRs) imaju ulogu novca Međunarodnog monetarnog fonda, fiktivno ili umjetno kreiranog, zapravo svjetskog novca kao sredstva plaćanja u međunarodnim financijskim transakcijama (uz američki dolar i zlato).

Guverneri središnjih banaka EEC-a su 24. travnja 1972. zaključili „Baselski sporazum“, stvarajući mehanizam nazvan 'Zmija u tunelu' (engl. 'Snake in the tunnel'). Prema ovom mehanizmu, valute država članica mogle bi fluktuirati (kao zmija) u uskim granicama u odnosu na dolar (metaforički tunel), a središnje banke bi mogle kupovati i prodavati europske valute, pod uvjetom da ostanu unutar granice fluktuacije od 2,25%. Izvorni sudionici mehanizma, bili su Italija, Luksemburg, Njemačka, Francuska i Nizozemska. Danska, Norveška i Ujedinjeno Kraljevstvo pridružile su se ubrzo nakon toga.

No, prva naftna kriza 1973., kao i slaba usklađenost i česta odstupanja država članica iz sheme, čije su valute fluktuirale i više od 2,25%, doveli su do neuspjeha 'Snake' mehanizma. S obzirom na neuspjeh kontrole pariteta valuta EU zemalja, ideja o zajedničkoj valuti koja bi potpuno okončala takvu monetarnu nestabilnost bila je sve veća. Uvođenje eura bilo je rezultat želje da se u Europi stvori trajno stabilno valutno područje koje bi pogodovalo nacionalnim gospodarstvima. Tako je 1999. godine stvoren euro.

### 3.1. Pojam i vrste deviznih sustava

Tečajevi su promjenjivi, s obzirom na to država članica MMF-a može samostalno izabrati između više vrsta sustava deviznih tečajeva prema kategorijama kako ih je MMF razvrstao:

1. *sustav bez domaće valute u optjecaju*
2. *valutni odbor*
3. *sustav konvencionalno-vezanoga deviznog tečaja*
4. *sustav vezanoga deviznog tečaja u okviru horizontalnoga raspona*
5. *sustav puzećega vezanja deviznoga tečaja*
6. *sustav puzećega raspona deviznoga tečaja*
7. *sustav upravljano-fluktuirajućega deviznog tečaja bez njegovog unaprijed određenoga smjera*
8. *sustav slobodno-fluktuirajućih deviznih tečajeva (Koški, 2008.).*

1. *Sustav bez domaće valute*, kako je MMF kategorizirao, sustav je bez domaće valute u optjecaju kao sredstva plaćanja. U zamjenu kao sredstvo koristi se strana valuta - najčešće američki dolar ili euro. U uvjetima sustava bez domaće valute ne postoji mogućnost vođenja

autonomne monetarne politike i zbog toga zemlja koja je preuzela drugu valutu kao vlastitu vodi zajedničku monetarnu politiku s tom zemljom (Koški, 2008.).

Zbog upotrebe dolara i eura, često se koriste pojmovi *dolarizacije* i *eurozacije*. Zemlje koje su tijekom povijesti bile vezane za Ameriku odustale su od vlastite valute i prihvatile američki dolar kao vlastitu. Identično se odnosi na prihvaćanje eura kao svoje valute. Na primjeru Ekvadora koji je proveo dolarizaciju 2000. godine proizašli su pozitivni efekti prihvaćanja; inflacija se smanjila, a gospodarski rast države je povećan. Osim pozitivnih efekta, postoje i oni manje pozitivni, na primjeru Crne Gore koja je prihvatila euro kao vlastitu valutu. Europska unija zbog političkih je razloga željela zadržati utjecaj u državi kako ne bi pala pod utjecaj Srbije i Rusije.

2. *Valutni odbor* je institucija u kojoj se monetarne vlasti obvezuju emitirati primarni novac samo do iznosa vrijednosti međunarodnih pričuva kojima raspolažu na temelju zakonskih propisa, te u svakom trenutku, po unaprijed utvrđenom fiksnom deviznom tečaju, otkupiti bilo koji iznos primarnoga novca u zamjenu za međunarodne pričuve (Koški, 2008.).

Valutni odbor u sustavu zapravo vezuje vrijednost lokalne valute uz neku određenu valutu. Primjer aranžmana Valutnog odbora prikazuje se na primjeru Bosne i Hercegovine gdje osigurava da se valuta konvertibilna marka (KM) u svakom trenutku može zamijeniti za euro u skladu s fiksnim tečajem od 1,9558 KM za 1 EUR. S obzirom da je politički i ekonomski nestabilna, da nema Valutnog odbora teško bi se steklo povjerenje u valutu.

### 3. *Sustav konvencionalno-vezanog deviznog tečaja*

Vrijednost domaće valute u ovom sustavu vezana je barem tri mjeseca za odabrani denominator ali uz mogućnost fluktuiranja u rasponu od  $\pm 1\%$ . U razdoblju od 1944. do 1971. MMF je najviše koristio upravo ovaj spomenuti tečaj i zbog toga je do danas ostao najzastupljeniji sustav deviznih tečajeva (Koški, 2008.).

### 4. *Sustav vezanog deviznog tečaja u okviru horizontalnoga raspona*

Temelj sustava je održavanje vrijednosti domaće valute u rasponu fluktuacije većoj od  $\pm 1\%$  od vrijednosti pariteta (Koški, 2008.)

### *5. Sustav puzećega vezanja deviznoga tečaja*

Monetarne vlasti prilagođavaju paritet domaće valute prema unaprijed određenom obrascu. Prilagođavaju ih u malim fiksnim iznosima ili u odnosu na odabrane kvantitativne makroekonomske pokazatelje kao što je primjerice razlika inflacije u zemlji u kojoj se koristi i inozemstvu (Koški, 2008.).

### *6. Sustav puzećega raspona deviznoga tečaja*

Razlika od sustava puzećeg vezanog deviznog tečaja je dopušteno fluktuiranje u rasponu veće od  $\pm 1\%$ .

### *7. Sustav upravljano – fluktuirajućeg deviznog tečaja bez njegova unaprijed određenog smjera*

Smjer deviznog tečaja u sustav upravljano-fluktuirajućega deviznoga tečaja nije striktno preciziran. Monetarne vlasti dopuštaju fluktuaciju tečaja domaće valute u određenom rasponu koji je unaprijed određen, ali nije poznat javnosti. U trenutku kada fluktuacije dosegnu određenu vrijednost, monetarne vlasti interveniraju na deviznom tržištu na isti način kao što mogu intervenirati u ostalim sustavima. Središnji tečaj nije poznat javnosti (Koški, 2008.).

### *8. Sustav slobodno-fluktuirajućih deviznih tečajeva*

Sustav podržava mijenjanje deviznog tečaja slobodno kao rezultat promjena ponude i potražnje na deviznom tržištu. Važno je istaknuti da i u okviru ovoga sustava monetarne vlasti mogu intervenirati na deviznom tržištu s namjerom utjecaja na kretanje deviznog tečaja, ali da se ne obvezuju da će ga održati na određenoj razini. Sustav omogućuje monetarnim vlastima potpunu slobodu u vođenju monetarne politike, ali istodobno rezultira visokim deviznim rizikom (Koški, 2008.).

## 3.2. Važnost i značaj deviznog tečaja

Na svijetu postoji većina zemalja koje imaju vlastite valute; Američke države imaju američki dolar, Francuska euro, a na primjer Indija ima real. Ukoliko zemlje žele trgovati moraju razmijeniti svoje valute. Volumen transakcija diljem svijeta dnevno premašuje iznos od 100 milijardi američkih dolara. Transakcije na deviznom tržištu određuju stope po kojima će se valute razmjenjivati što opet određuje cijenu dobara i imovine.

Devizni tečaj utječe na gospodarstvo na način da kada američki dolar postaje vrjedniji u odnosu na strane valute, američki proizvodi za strance postaju skuplji, a strani proizvodi postaju jeftiniji za Amerikance. Pored ovoga, tečaj utječe i na financijske institucije zato što veliki dio njihovih aktivnosti dominiraju u stranim valutama. Mnogi čimbenici utječu na kretanje i formiranje deviznih tečajeva što će biti detaljnije objašnjeno kasnije u radu, no za praćenje tečajeva ne možemo otići na neko centralno mjesto gdje ćemo promatrati kako se tečajevi određuju. Tržište je organizirano kao OTC tržište na kojem nekoliko stotina dilera, većinom su to banke, čekaju kupnju odnosno prodaju depozita denominiranih u stranoj valuti. Dileri su konstantno povezani telefonski i računalno jer moraju pratiti brze promjene, a tržište je s druge strane jako konkurentno. Devizni tečajevi su važni zbog toga što utječu na relativne cijene domaćih i stranih dobara (Mishkin i Eakins, 2005.).

Devizni tečajevi s obzirom na brze promjene, objavljuju se dnevno i možemo ih naći u dijelu „Currency Tranding“, dio časopisa Wall Street Journal. Ono što moramo shvatiti da bi razumjeli trenutnu strukturu deviznih tečajeva je razumijevanje prošle strukture. Svjetsko gospodarstvo se odvijalo u uvjetima Zlatnog standarda prije Prvog svjetskog rata.

Zlatni je standard monetarni sustav u kojem novac u opticaju ima fiksno pokriće u zlatu. Zlato je tisućama godina služilo kao novac, pokušaji tiskanja papirnato novca nisu bili uspješni jer bi države pretjerale s tiskanjem novih novčanica. Budući da je količina zlata bila ograničena, država nije mogla zlatne kovanice stvarati u neograničenim količinama pa je zlatni novac trajno zadržavao svoju vrijednost i imao povjerenje javnosti.

S obzirom da zlato nije bilo praktično uvijek nositi sa sobom i čuvati ga kod kuće, koristili su se trezori sa zlatom kako bi konstanto bilo pod zaštitom. Osobe koje su pohranile zlato u trezore dobile bi papirni certifikat o iznosu koji posjeduju. U 17. stoljeću Britansko carstvo i SAD počeli su vezati vrijednost vlastitog novca uz zlato koje im je bilo na raspolaganju, tj. tako je uveden Zlatni standard. Ovakav monetarni sustav Britanija je uvela 1821., a SAD nešto kasnije 1900. godine. Mnogi smatraju da je SAD već bio u sustavu zlatnog standarda od 1834. godine, kada je donesena odluka o fiksnoj cijeni jedne unce zlata, koja je iznosila 20,67 dolara. Napuštanje zlatnog standarda od strane Britanije 1931. i SAD-a 1933. bilo je iz istih razloga. Velika recesija prouzročila je nezaposlenost i neimaštinu koja je konstantno rasla. Uslijedio je bankrot pojedinih banaka jer su ljudi počeli povlačiti novac iz njih koji su imali u obliku štednje. Javnost se uplašila da će i mnoge druge banke propasti, stoga su štediše masovno pohrlili u banke spasiti svoju ušteđevinu. Mnogi su tražili isplatu u zlatu jer su izgubili povjerenje u nacionalnu valutu. Isplate u zlatu dovele su do masovnog odljeva zlata iz državnih trezora i pojavio se rizik da će država ostati bez zlata. Britanija i SAD iz toga

razloga donose odluku da građani više neće moći novac mijenjati za zlato. Nakon Drugog svjetskog rata stvoren je novi monetarni sustav na svjetskoj bazi po kojem su sve valute bile vezane za američki dolar, a dolar je bio vezan uz zlato. Američki trgovinski deficit je rastao, što je dovelo do toga da strane zemlje posjeduju čak 45,7 milijardi dolara, a SAD je 1970. godine posjedovao zlata u vrijednosti samo 14,5 milijardi dolara. Europske države su počele gubiti povjerenje u mogućnost SAD-a da održi dotadašnji monetarni sustav, a Vijetnamski rat dodatno je pospješio situaciju. Banke u SAD-u su štampale milijarde dolara, za što naravno nisu imale pokriće u zlatu, što je dodatno narušavalo povjerenje u američku valutu. Kako bi spriječio daljnji odljev zlata iz SAD-a, predsjednik Nixon odlučio je ukinuti Zlatni standard, a odluka je stupila na snagu 15.08.1971. Nakon toga, Federalne rezerve više nisu imale mogućnost dolare mijenjati za zlato. To je u idućih nekoliko desetljeća dovelo do rasta stope inflacije i ogromnog porasta cijene zlata.

(dostupno na: <https://www.centarzlata.com/zlatni-standard/> )

Cjelokupna povijest zlata i zlatnog standarda dovodi nas do razlikovanja vrste deviznih tečajeva koje danas poznajemo.

### 3.3. Vrste deviznih tečaja

Zemlje koje su toliko dugo poštivale pravila zlatnog standarda o kojem je riječ u prošlom odlomku, tečajevi su bili fiksni. Poštivanjem zlatnog standarda podrazumijevalo se da države nisu imale utjecaja nad kontroliranjem monetarne politike iz razloga jer je ponuda novca bila određena tokovima zlata između država (Mishkin i Eakins, 2005.).

Međunarodno financijsko tržište kakvo danas poznajemo podijelilo je devizne tečajeve na dvije osnovne vrste; fiksni i fluktuirajući. Različiti izvori predstavljaju brojne kriterije za razvrstavanje deviznih tečajeva, no s obzirom da ih postoji više vrsta, ovaj rad obradit će podjelu koju navodi Lovrinović u svojoj knjizi.

Prvi kriterij podjele je s obzirom na odnos vrijednosti ili odnos kupovnih moći dviju valuta i izučava *nominalni* i *realni* (stvarni) devizni tečaj.

Drugi kriterij odnosi se na jednakost deviznog tečaja i odnosa cijena dviju zemalja te razlikuje podjelu na *paritetni* i *disparitetni* devizni tečaj.

S obzirom na broj zemalja čije se valute uspoređuju treći je kriterij koji razlikuje *bilateralni* i *multilateralni* (poznat pod nazivom efektivni devizni tečaj).

Četvrti kriterij odnosi se na podjelu s obzirom na ugovoreno vrijeme isporuke deviza, a to su *spot* i *forward* devizni tečaj. Zadnja podjela dijeli ih s obzirom na namjeru monetarnih vlasti da održava stabilan tečaj domaće valute; *fiksni* i *fluktuirajući* devizni tečaj (Lovrinović, 2015.).

Nominalni i realni tečaj prikazuju tečaj po kojem se jedna valuta može kupiti za drugu. Razlika između nominalnog i realnog tečaja vidljiva je kroz stopu inflacije. Naime, nominalni tečaj predstavlja promjenu cijene domaće valute izraženu u stranoj valuti bez uzimanja u obzir stopu inflacije. Inflacija smanjuje kupovnu moć novca i iz tog razloga korekcijom nominalnog tečaja za stopu inflacije dobiva se realna slika kupovne moći novca koju posjedujemo. Tada govorimo o realnom deviznom tečaju (Gregurek, 2017.).

Paritetni devizni tečaj temelji se na teoriji pariteta kupovne moći (detaljnije obrađena u odlomku 3.5.) prema kojoj su dvije valute jednake ako su jednake njihove kupovne moći. Kupovna moć valuta definira se kao količina dobara koju je moguće kupiti jedinicom određene valute. U slučaju ako je nominalni devizni tečaj jednak odnosu razina cijena u tuzemstvu i inozemstvu, smatra se da je paritetan. U protivnom, nominalni devizni tečaj je u pravilu disparitetan. Disparitetan devizni tečaj može biti apreciran i depreciran. Aprecirani devizni tečaj nastaje kada je nominalni devizni tečaj veći od paritetnoga, dok deprecirani devizni tečaj nastaje u slučaju kada je nominalni devizni tečaj manji od paritetnoga (Gregurek, 2017.).

Bilateralni devizni tečaj je onaj koji označava odnos dviju valuta, nasuprot njemu je multilateralni koji označava odnos jedne valute i mjerenog prosjeka skupine drugih valuta. Budući da većina zemalja ne ostvaruje devizni priljev isključivo u jednoj valuti, efektivni devizni tečaj bolji je pokazatelj promjene tečaja domaće valute od bilateralnog deviznog tečaja. Izračunava se putem prosjeka i zbog toga se prikazuje u obliku indeksa (Gregurek, 2017.).

Tečaj koji se koristi za isporuku deviza u roku od dva dana od dana sklapanja ugovora naziva se *spot tečaj*. U slučaju ako je dogovorena isporuka deviza u roku duljem od dva radna dana tada se govori od *forward tečaju*.



Razlika između *forward* i *spot* deviznog tečaja, (*forward* tečaj veći od *spot* tečaja) naziva se *forward premija*. U obrnutom slučaju, riječ je o *forward diskontu* (*spot* devizni tečaj veći od *forward* tečaja) (Gregurek, 2017.).

Upravo ova podjela deviznih tečajeva značajna je za podjelu deviznog tržišta na *spot* i *forward* devizna tržišta, odnosno promptna i terminska devizna tržišta koja su obrađena u početku rada.

Fiksni i fluktuirajući devizni tečajevi kako su i podijeljeni odnose se na intervenciju države za održavanje stabilnosti tečaja. Kod fiksnih deviznih tečajeva tečaj se održava konstantnim ili im je dopušteno osciliranje unutar vrlo uskog pojasa. Uglavnom je to granica  $\pm 1\%$  usvojene nominalne vrijednosti tečaja. Fiksni tečaj bi bio od velike važnosti i sigurnosti za države jer bi izvoznici i uvoznici za određenu zemlju mogli sudjelovati na tržištu bez straha da će doći do velike promjene u kretanju tečaja. Također, sve tvrtke koje prihvaćaju stranu valutu kao sredstvo plaćanja bile bi izolirane od mogućnosti da valuta deprecira s vremenom. Osim toga, tvrtke koje trebaju nabaviti određenu valutu, također bi bile izolirane od mogućnosti apreciranja valute. Menadžment multinacionalnih kompanija u sustavu fiksnih deviznih tečajeva bio bi puno lakši.

U slučaju ako se devizni tečaj počne kretati izvan željenih granica, tada država može devalvirati<sup>8</sup> ili revalvirati<sup>9</sup> svoju valutu.

Fluktuirajući devizni tečajevi određeni su tržišnim uvjetima i to prema ponudi i potražnji za valutom, dopuštena je fleksibilnost kretanja deviznog tečaja ali bez intervencije države (Bekaert i Hodrick, 2012.).

### 3.3.1. Odabir fiksnog ili fluktuirajućeg deviznog tečaja

Svaka zemlja jedinstvena je s obzirom na svoje gospodarstvo, vanjsku trgovinu, upravljanje monetarnom politikom i zbog toga odabir fiksnog deviznog tečaja za jednu zemlju, možda ne odgovara kao odabir za monetarnu politiku druge zemlje. Fiksni i fluktuirajući devizni tečaj s jedne strane donose prednosti, ali s druge imaju svoje nedostatke.

---

<sup>8</sup> Devalvacija (engl. devaluation, od de- + lat. valere: vrijediti) = zakonsko sniženje intervalutarne vrijednosti domaće valute u odnosu prema zlatu, srebru ili valutama drugih država. Devalvacijom domaće valute nastoji se ukloniti deficit u bilanci plaćanja, odn. povećati devizni priljev od izvoza roba i usluga te uvoza kapitala.

<sup>9</sup> Revalvacija (re- + [de]valvacija; njem. Revaluation) = službeno povećanje vrijednosti domaće valute izraženo u jedinici strane valute. Budući da valutni tečaj iskazuje cijene stranih dobara i usluga u terminima domaćih, on mora odgovarati stanju na tržištu.

Prednosti fiksnih tečajeva za multinacionalne kompanije bi mogle biti mogućnosti za sudjelovanje u međunarodnoj trgovini, izravnim stranim ulaganjima i međunarodnim financijama bez straha o budućnosti kretanja deviznog tečaja. Posljedično, menadžerske dužnosti MNK-a nisu toliko zahtjevne. Jedan od nedostataka fiksnog tečaja je taj što još uvijek postoji rizik da će vlada promijeniti vrijednost određene valute. Iako MNK nije izložen kontinuiranim kretanjima tečaja, suočava se s mogućnošću da vlada u kojoj je sjedište MNK-a može devalvirati ili revalvirati svoju valutu. Drugi nedostatak je što s makro gledišta sustav fiksnog tečaja upravo intervencijom države može učiniti svaku zemlju i njezine multinacionalne kompanije ranjivijim na ekonomske uvjete u drugim zemljama (Bekaert i Hodrick, 2012.).

Jedna od prednosti sustava fluktuirajućeg tečaja je da je zemlja izoliranija od inflacije i nezaposlenosti u drugim zemljama. Prilagodbe tečaja služe kao oblik zaštite od „izvoza“ ekonomskih problema u druge zemlje. Dodatna prednost sustava fluktuirajućeg tečaja je da središnja banka nije dužna stalno održavati tečajeve unutar određenih granice. Stoga nije prisiljena provoditi interventnu politiku koja bi mogla imati nepovoljan učinak na gospodarstvo samo da bi kontrolirali tečajeve. Prednost je vidljiva u slučaju da nema tolikih ograničenja za ulaganja i stoga se povećava protočnost i učinkovitost tržišta.

Nedostaci fluktuirajućeg tečaja insinuiraju da će multinacionalne kompanije morati koristiti više sredstava i stručnih ljudi za upravljanje valutnim rizicima. Zemlje koje su u početku iskusile ekonomske probleme, kao što su povećana nezaposlenost i visoka inflacija u primjeni fluktuirajućeg tečaja teško da će ga moći kontrolirati (Bekaert i Hodrick, 2012.).

„U novijoj literaturi navode se određene determinante koje utječu na izbor deviznog tečaja;

- veličina ekonomije – što je nacionalna ekonomija veća, to je bolje koristiti sustav fluktuirajućih deviznih tečajeva,
- otvorenost ekonomije – stupanj otvorenosti neke zemlje viši, bolje je koristiti se sustavom fiksnih tečajeva,
- diverzifikacija proizvodnje/strukture izvoza – što je stupanj diverzifikacije niži, a udio jednog vanjskotrgovinskog partnera visok, to se čini boljim korištenje sustava „vezivanja“ deviznog tečaja uz valutu te zemlje,

- divergencija između stope domaće i inozemne inflacije – što je stupanj inflacije viši, to je bolje korištenje sustava fluktuirajućeg deviznog tečaja, premda sustav fiksnog tečaja može biti koristan u stabilizacijskoj politici,
- stupanj ekonomske/financijske razvijenosti – što je ovaj stupanj viši, to je bolje koristiti se sustavom fluktuirajućeg deviznog tečaja,
- mobilnost faktora rada – što je mobilnost niža, bolje je koristiti se sustavom fluktuirajućeg deviznog tečaja,
- mobilnost kapitalnih tokova – viši stupanj mobilnosti tokova kapitala implicira velike teškoće u održavanju sustava fiksnog tečaja,
- inozemni nominalni šokovi – ako je ekonomija izložena toj vrsti šokova, tada je bolje koristiti se sustavom fluktuirajućeg deviznog tečaja,
- domaći nominalni šokovi – ako je ekonomija izložena toj vrsti šokova, tada je bolje koristiti se sustavom fiksnog deviznog tečaja,
- realni šokovi – ako je ekonomija izložena realnim šokovima (domaćim ili inozemnim), bolje je korištenje sustava fluktuirajućih deviznih tečajeva,
- kredibilnost nositelja makroekonomske politike – što je niža kredibilnost, to je bolje korištenje sustava fiksnog deviznog tečaja.“ (Mečev, 2012.)

Odabir fiksnog ili fluktuirajućeg deviznog tečaja nije jednostavan i mnogi autori navode različite opcije. Korištenje fiksnog deviznog tečaja nailazi na kritiku da se njihovom upotrebom nacionalne vlasti odriču dva važna instrumenta: kamatne stope i deviznog tečaja. Korištenjem fluktuirajućeg deviznog tečaja trebalo bi osigurati neovisnu monetarnu politiku te mogućnost korištenja deviznog tečaja kao automatskog stabilizatora kretanja u gospodarstvu i vraćanja sustava u ravnotežu kako smatraju pristaše odabira spomenutog režima.

Druga strana navodi argumente protiv korištenja fleksibilnog deviznog tečaja; (potencijalni) nedostatak discipline kod središnjih bankara koji se više ne moraju pridržavati pravila fiksnog tečaja, poremećaji na tržištu novca i utjecaj špekulacija na stabilnost koji su snažniji kod fleksibilnih režima. Neki ekonomisti smatraju da dilema između fiksnog ili fluktuirajućeg tečaja ne bi smjela biti primarna, već da bi temeljna trebala biti dilema između dobre ili loše makroekonomske politike (Mečev, 2012.).

### 3.4. Teorije određivanja deviznog tečaja

Postoji nekoliko vrsta teorija koje pokušavaju objasniti način na koji se devizni tečaj može odrediti. U radu će biti navedene sve teorije, no detaljnije će biti objašnjenje dvije koje su najznačajnije i najpotrebnije za shvaćanje kako teorije razumiju određivanje deviznih tečaja. Teorija razvrstava nekoliko vrsta:

1. Teorija pariteta kupovne moći; apsolutna i relativna
2. Teorija kamatnog pariteta
3. Međunarodna Fisherova teorija (Fisherov efekt)
4. Teorija tržišta vrijednosnih papira
5. Teorija dugoročne neravnoteže u bilanci plaćanja

*Teorija pariteta kupovne moći (PPP)* jedna je od najznačajnijih teorija određivanja deviznih tečajeva. Temelj PPP teorije je *zakon jedne cijene* koji govori da ako dvije zemlje proizvedu identičan proizvod cijena tog proizvoda trebala bi biti ista diljem svijeta.

PPP teorija objašnjava da devizni tečaj između dvije valute, bilo koje dvije zemlje, podesit će se tako da održava promjene razine cijena u tim zemljama. Detaljnije se može objasniti na primjeru ako želimo da zakon jedne cijene ostane valjan, povećanje od deset posto jenske cijene japanskog čelika mora slijediti povećanje deset posto aprecijacije dolara (Mishkin i Eakins, 2008.). PPP ima dvije varijante; s jedne strane je *apsolutna* koja se zasniva na tome da ne postoje transportni troškovi ni bilo kakve prepreke u međunarodnoj trgovini. U stvarnosti svjesni smo da je teško podržati ovu teoriju jer postoje barijere i prepreke u međunarodnoj trgovini i nastaje jaz između cijena. Na drugoj strani stoji *relativna* koja uzima u obzir troškove prijevoza, kvote i tarife i računa se u odnosu prema određenom baznom razdoblju (Gregurek, 2017.).

Najveći nedostatak ove teorije vidljiv je u tome da teorija vrijedi u dugom roku, no u kraćem je nestabilna jer ima slab alat za predviđanje. Teorija uzima pretpostavku da su sva dobra identična u dvije zemlje između kojih će uslijediti trgovina, za neka dobra to i može vrijediti, ali nažalost za neka ne; npr. cijene i vrijednosti automobila u Japanu nisu iste kao cijene i vrijednosti u Americi, također nisu sva dobra predmet međunarodne transakcije.

*Međunarodna Fisherova teorija (Fisherov efekt)* je teorija odgovorna za analizu i opis odnosa između kamatnih stopa koje se stvaraju u dvije zemlje i promjene koja se događaju između

njihovih valuta. Razlika između PPP-a i ove teorije vidljiva je u njihovim središtima. Teorija PPP-a u središte stavlja usporedbu razina cijena između dvije zemlje, dok Fisherov efekt u središte stavlja odnos kamatnih stopa. U prvoj teoriji razlike u stopama inflacije su uzrok promjene deviznog tečaja, dok su u drugoj to razlike u kamatnjacima. Međutim, i inflacija i kamatnjak imaju svoje ishodište u novcu pa je prema tome monetarni pristup formiranju deviznog tečaja okvir za proučavanje jedne i druge varijable, odnosno njihova utjecaja na formiranje deviznog tečaja. Sličnost teorija proizlazi iz promjene stope inflacije kod PPP-a i promjene visine kamatnjaka kod Fisherove teorije jer obje promjene ovise o promjeni količine novca. Fisherov efekt i teorija pariteta kupovne moći vrlo su slične i međusobno povezane. Prema Fisheru nominalna kamatna stopa je zbroj realne kamatne stope uvećane za stopu inflacije. Fisherov efekt utvrđuje da je nominalna kamatna stopa u nekoj zemlji jednaka zbroju realne tražene stope povrata i naknade na temelju očekivane inflacije. Ako u nekoj zemlji raste inflacija rast će i nominalne kamatne stope (Gregurek, 2017.).

#### 4. OSNOVNE MEĐUNARODNE TRANSAKCIJE NA DEVIZNOM TRŽIŠTU

##### 4.1. Transakcije na deviznom tržištu

S obzirom da devizno tržište ima veliki broj sudionika, postoji i nekoliko osnovnih transakcija koje se odvijaju između spomenutih sudionika. Osnovne transakcije mogu se podijeliti u nekoliko grupa:

1. transakcije između središnjih banaka,
2. transakcije između središnje i poslovnih banaka,
3. transakcije između središnje banke i izvršne vlasti,
4. transakcije između poslovnih banaka,
5. transakcije između poslovne banke i njezinih nebankovnih komitenata,
6. ostale transakcije, primjerice između mjenjačnica i njihovih komitenata (Koški, 2013.).

Devizno tržište podržava različite oblike kupnje, prodaje i u manjoj mjeri pozajmljivanje deviza. Središnje banke su vrlo aktivni sudionici koji obavljaju veći dio transakcija, za njima slijede poslovne banke, ali nikako ne izostavljamo tvrtke i multinacionalne kompanije koje trguju na deviznom tržištu putem kupnje i prodaje valuta neophodne za njihovo normalno funkcioniranje u međunarodnoj trgovini.

#### 4.1.2. Struktura transakcija

Transakcije ili kako stoji na glavnoj stranici Hrvatske narodne banke, operacije, služe središnjoj banci da utječe na likvidnost bankovnog sustava i kretanje kamatnih stopa na novčanom tržištu. Središnja banka povećava likvidnost tako što kupuje imovinu od banaka ili odobrava kredite bankama u sustavu. Također na taj način utječe na pad kamatnih stopa na tržištu, dok se prodajom imovine bankama ili prikupljanjem depozita od drugih banaka postižu suprotni učinci.

Transakcije se na deviznom tržištu mogu provoditi kao:

1. *povratne* (engl. *reverse*) operacije, transakcije koje imaju unaprijed definirani rok dospijeca, bilo da se radi o odobravanju kredita bankama ili repo transakcijama. Povratnim operacijama istodobno se dogovara transakcija kupnje (prodaje) imovine na tekući datum i transakcija povratne prodaje (kupnje) iste imovine na unaprijed utvrđeni budući datum. Kamatna stopa pri odobravanju kredita, odnosno repo stopa u slučaju repo transakcija, utječe na kretanje ostalih kamatnih stopa na tržištu.
2. *konačne* (engl. *outright*) operacije, što znači da se dogovara transakcija kupnje (prodaje) imovine bez dogovaranja obveze povratne prodaje (kupnje). Transakcija je konačna nakon što se ostvari prvi korak kupnje (prodaje). U tom slučaju kamatna stopa se ne ugovara, ali se na nju utječe količinom kupljene (prodane) imovine.

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

1. *redovite*; znači da su poznate i njihova učestalost unaprijed je određena
2. *fine prilagodbe*; koriste se u trenutku kada su potrebne
3. *strukturne*; koriste se u situacijama kada je potrebno njihovo djelovanje zbog strukturnih promjena u likvidnosti.

Najčešće korištene operacije Hrvatske narodne banke jesu konačne (engl. *outright*) operacije, i to operacije kupoprodaje deviza, odnosno devizne aukcije (HNB; dostupno na:

<https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarna-politika/instrumenti/operacije-na-otvorenom-trzistu>).

## 4.2. Devizne špekulacije

Cilj sudjelovanja na međunarodnom tržištu svih sudionika je međusobna trgovina bilo da vrše kupnju ili prodaju. Tijekom trgovanja svjesni su da dolazi do promjene tečaja i važno je iskoristiti promjenu u budućnosti za što veću zaradu.

Špekulacija se može definirati kao klađenje na kretanje cijene temeljne imovine.

„Špekulacija podrazumijeva zauzimanje različitih pozicija na deviznom tržištu s ciljem zarade na kretanju deviznih tečajeva. Špekulanti mogu zauzeti dugu ili kratku poziciju, ovisno o svojim očekivanjima. Ako očekuju pad deviznog tečaja zauzet će kratku poziciju, odnosno prodati terminski valutu, da bi je kasnije kupili na spot tržištu i zaradili na tečajnoj razlici. Špekulanti su izloženi riziku da se njihova predviđanja neće ostvariti.“ (Gregurek 2017.).

Postoje dvije vrste špekulacija:

- *jednostavna špekulacija* – zauzimanje jedne pozicije (duga ili kratka pozicija) i
- *raspanska špekulacija* – zauzimanje više međusobno suprotnih pozicija. Ova vrsta špekulacija odvija se isključivo na terminskom tržištu.

Devizne špekulacije jednako se mogu provoditi na *forward* i *spot* deviznom tržištu iako se češće provode na *forward* tržištima.

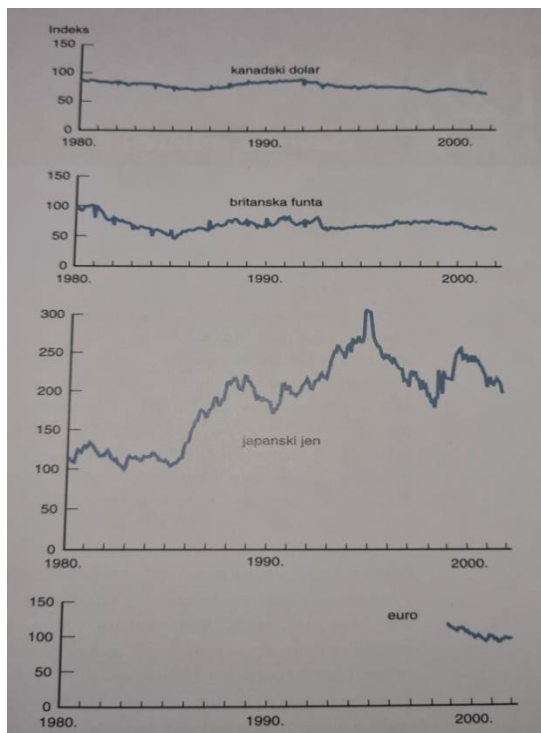
„Na *spot deviznom tržištu*, špekulant može kupiti devize u sadašnjosti i čekati rast spot deviznog tečaja u budućnosti. Ukoliko se njegova očekivanja ostvare, on će prodajom deviza dobiti više jedinica domaće valute, nego što je u početku morao dati za njihovu kupnju. Na taj će način zaraditi. U suprotnom, ako spot devizni tečaj u budućnosti padne, špekulant će izgubiti. Na *forward deviznom tržištu*, špekulacije su tehnički složenije. Špekulant može očekivati rast spot deviznog tečaja u nekom budućem razdoblju, primjerice za tri mjeseca, u odnosu na današnji *forward* devizni tečaj koji vrijedi za isto to razdoblje, pa će u sadašnjosti, po *forward* deviznom tečaju, kupiti devize. Nakon tri mjeseca, kad mu prodavatelj isporuči ugovoreni iznos deviza, špekulant će iste prodati na spot deviznom tržištu. Ukoliko su se njegova očekivanja glede rasta spot deviznog tečaja ostvarila, on će zaraditi, a u protivnom će izgubiti. Obrnuto, ako špekulant očekuje pad spot deviznog tečaja u budućnosti, na primjer za tri mjeseca, u odnosu na *forward* devizni tečaj koji za isto to razdoblje vrijedi danas, on će ugovoriti prodaju deviza po *forward* deviznom tečaju. Po isteku ugovorenog roka, špekulant će na spot deviznom tržištu kupiti devize i isporučiti ih kupcu. Ako spot devizni tečaj u tom trenutku bude doista niži od ugovorenog *forward* tečaja, špekulant će zaraditi, dok će u

suprotnom izgubiti. Špekulacija je područje u kojem se može zaraditi mnogo, ali se može mnogo i izgubiti.“ (Gregurek, 2017.)

## 5. KRETANJA DEVIZNOG TEČAJA

Istražujući što je devizni tečaj, njegovi sustavi, vrste, koje se sve transakcije zbivaju na tržištu i kao posljednje što samo devizno tržište jest, ljude često iznenađuje velika promjenjivost deviznih tečaja. Prije nekoliko godina razni ekonomisti izučavajući devizne tečajeve vjerovali su da neće jako fluktuirati i da ih jednostavno treba pustiti da se slobodno određuju na tržištu. Današnji ekonomisti dokazuju da su njihova razmišljanja bila pogrešna. Za primjer poslužit će nam slika 3 gdje je prikazano kretanje deviznih tečaja u razdoblju 1980. do 2001. godine za dolarske vrijednosti valuta; kanadski dolar, britanska funta, japanski jen i euro.

Slika 3. Prikaz deviznih tečaja za razdoblje 1980. - 2001. odabranih stranih valuta



Korišteni su mjesečni prosjeci, a indeks je mjesec ožujak 1973. = 100 za sve valute osim eura, za koji je indeks siječanj 1999. = 100

Izvor: Frederic S. Mishkin, MATE d.o.o., Zagreb, 2005.

Krivulje na grafovima prikazuju rastuće i opadajuće linije. Rastuće linije označavaju slabljenje, a opadajuće linije jačanje dolara što dovodi do zaključka da su tečajevi u tom razdoblju bili jako promjenjivi. Da bi objasnili zašto je vrijednost dolara toliko oscilirala,



potrebno je razumjeti koji to faktori mogu utjecati na promjene i što je u konačnici glavni uzrok tih promjena i zašto se devizni tečajevi iz dana u dan toliko mijenjaju.

### 5.1. Deprecijacija i aprecijacija

U slučajevima u kojima ponuda i potražnja na tržištu određuju veličinu tečaja, govorimo o depreciaciji i aprecijaciji domaće valute. Važno ih je detaljnije obraditi za daljnje razumijevanje rada. *Aprecijacija* je povećanje vrijednosti domaće valute (koje se očituje u smanjenju broja jedinica domaće valute koje je potrebno izdvojiti za jednu jedinicu strane valute), dok *depreciacija* je smanjenje vrijednosti domaće valute (koje se očituje u povećanju broja jedinica domaće valute koje je potrebno izdvojiti za jednu jedinicu strane valute). Važno je staviti naglas da spomenute pojmove moramo razlikovati od devalvacije i revalvacije kada ulogu u određivanju veličine tečaja ima sama država, a ne tržište samostalno. Uzmimo primjer lokalnu prodaju i što se događa u slučaju aprecijacije i depreciacije.

Slika 4. Ekonomska izloženost s obzirom na fluktuacije tečaja

Transakcije koje utječu na priljeve tvrtke u lokalnoj valuti	Utjecaj aprecijacije valute na transakcije	Utjecaj depreciacije valute na transakcije
Lokalna prodaja (u odnosu na inozemnu konkurenciju na lokalnim tržištima)	Smanjenje	Povećanje
Izvoz poduzeća denominiran u lokalnoj valuti	Smanjenje	Povećanje
Izvoz poduzeća denominiran u stranoj valuti	Smanjenje	Povećanje
Kamate primljene od stranih ulaganja	Smanjenje	Povećanje
Transakcije koje utječu na odljeve tvrtke u lokalnoj valuti		
Uvezene zalihe tvrtke denominirane u lokalnoj valuti	Bez promjene	Bez promjene
Uvezene zalihe tvrtke denominirane u stranoj valuti	Smanjenje	Povećanje
Kamate na pozajmljena sredstva iz inozemstva	Smanjenje	Povećanje

Izvor: Madura, J., Fox, R., International Financial Management; Thomson Learning, Mason, 2009.

Drugi stupac u tablici iz slike 4 prikazuje matičnu zemlju tvrtke koja lokalno prodaje i očekuje se da će se smanjiti prodaja ako lokalna (domaća) valuta aprecira jer će se tvrtka suočiti s povećanom inozemnom konkurencijom. Lokalni kupci moći će jeftino nabaviti inozemne zamjenske proizvode uz njihovu ojačanu valutu. Novčani priljevi od izvoza

denominirani u domaćoj valuti također će se vjerojatno smanjiti kao rezultat aprecijacije te valute jer će strani uvoznici trebati više vlastite valute za plaćanje ovih proizvoda. Bilo kakve kamate ili dividende primljene od stranih ulaganja također će se pretvoriti u smanjeni iznos ako je domaća valuta ojačala. Što se tiče novčanih odljeva tvrtke, promjene u tečajevima neće izravno utjecati na troškove uvoznih zaliha denominiranih u lokalnoj valuti.

Međutim, ako lokalna valuta raste, trošak uvezenih zaliha denominiranih u stranoj valuti će se smanjiti. Osim toga, sve kamate koje se plaćaju za financiranje u stranim valutama bit će smanjene (u smislu domaće valute) ako domaća valuta aprecira jer će se ojačati domaća valuta. Dakle, aprecijacija lokalne valute tvrtki uzrokuje smanjenje oba smjera novca, priljeva i odljeva. Utjecaj na neto novčane tokove tvrtke ovisit će o tome hoće li na priljevne transakcije utjecati više ili manje nego na transakcije odljeva. Ako se, na primjer, tvrtka bavi izvozom, ali nabavlja svoje zalihe i posuđuje redovna sredstva lokalno, njegove priljevne transakcije će se smanjiti za veći stupanj od njegove odljevne transakcije.

U tom će se slučaju smanjiti neto novčani tokovi. Obrnuto, gotovina priljeva poduzeća koje koncentrira svoju prodaju lokalno s malo strane konkurencije neće biti značajno smanjen zbog aprecijacije lokalne valute. Ako takva tvrtka dobije potporu koristiti i posuđivati sredstva u inozemstvu, njezini odljevi će se smanjiti. Općenito, mreža ove tvrtke, novčani tokovi će biti poboljšani aprecijacijom njezine lokalne valute.

Treći stupac u tablici iz slike 4 prikazuje deprecijaciju koja na transakcije tvrtke bude utjecala na suprotan način od načina koji na njih ima aprecijacija. Domaća bi prodaja trebala porasti zbog smanjene inozemne konkurencije jer cijene denominirane u jakim stranim valutama domaćim će se kupcima činiti visokim. Izvoz tvrtke denominiran u lokalnoj valuti uvoznicima će se činiti jeftinim, što će povećati inozemnu potražnju za tim proizvodima.

Čak i denominiran izvoz u stranoj valuti može povećati novčane tokove jer će se određeni iznos u stranoj valuti u poduzeću pretvoriti u veći iznos domaće valute. Osim toga, kamate ili dividende od stranih ulaganja sada će se pretvoriti u veći dio lokalne valute. Što se tiče novčanih odljeva, na uvozne zalihe denominirane u domaćoj valuti neće izravno utjecati promjena tečaja. Trošak uvoznih zaliha denominiranih u stranoj valuti će rasti jer će biti potrebno više oslabljene domaće valute za dobivanje potrebne strane valute.

Sve kamate plaćene za financiranje u stranim valutama će se povećati.

Općenito, deprecijacija lokalne valute za tvrtku uzrokuje povećanje i novčanih priljeva i odljeva. Tvrtka koja se koncentrira na izvoz i dobiva zalihe i posuđuje sredstva lokalno vjerojatno će imati koristi od deprecirane lokalne valute.

Iz oba primjera vidljivo je koliko je jak utjecaj kretanja deviznih tečajeva u smislu povećanja ili smanjenja vrijednosti domaće valute i kakav zapravo utjecaj ostavlja na uvoz, izvoz ili prodaju tvrtke koja djeluje na tržištu.

## 5.2. Mjerenje kretanja deviznih tečaja

Da bi banke, tvrtke, multinacionalne kompanije i svi ostali sudionici na deviznom tržištu mogli kvalitetno promišljati o tome kako i kada će trgovati, važno je znati mjeriti kretanje promjene tečaja jer upravo on ima znatan utjecaj na vrijednost priljeva novca od izvoza i odljeva novca za plaćanje uvoza.

Mnoge su formule koje izračunavaju kretanja, no u svrhu ovog rada bit će obrađen samo postotak promjene kretanja deviznog tečaja.

Formula za mjerenje postotka promjene kada se uspoređuju *spot* tečajevi strane valute u dvije određene vremenske točke glasi:

$$\frac{S - S_{t-1}}{S_{t-1}}$$

gdje  $S$  označava promptni tečaj (*spot* stopu) na noviji datum, a  $S_{t-1}$  označava *spot* stopu na raniji datum. Pozitivna postotna promjena izračunom ukazuje da je strana valuta aprecirala, dok negativna postotna promjena ukazuje da je strana valuta deprecirala.

Nekih dana većina stranih valuta aprecira u odnosu na dolar, iako u različitim stupnjevima. Ostalim danima većina valuta deprecira u odnosu na dolar, ali različitim stupnjevima. Postoje i dani kada neke valute apreciraju dok druge depreciraju u odnosu na dolar; mediji opisuju ovaj scenarij navodeći da se „dolar umiješao u trgovini“.  
(Madura, 2009.)

Slika 5. Prikaz postotka promjene valutnog tečaja za kanadski dolar i euro

	Vrijednost kanadskog dolara	Mjesečna stopa promjene k. dolara	Vrijednost eura u k.dolaru	Mjesečna stopa promjene eura
Siječanj	\$.70	-----	\$1.18	-----
Veljača	\$.71	+1.43%	\$1.16	-1.69%
Ožujak	\$.703	-0.99%	\$1.15	-0.86%
Travanj	\$.697	-0.85%	\$1.12	-2.61%
Svibanj	\$.692	-0.72%	\$1.11	-0.89%
Lipanj	\$.695	+0.43%	\$1.14	+2.70%
Srpanj	\$.696	-1.29%	\$1.17	+2.63%
<b>Stand. Dev.</b>		1.04%		2.31%

Izvor: Madura, J., Fox, R., International Financial Management; Thomson Learning, Mason, 2009.

U drugom i četvrtom stupcu prikazani su tečajevi za kanadski dolar i euro za mjesec od 1. siječnja do 1. srpnja. Prvo što treba primijetiti da se smjer kretanja može zadržati uzastopnim mjesecima u nekim slučajevima ili ne mora postojati u drugim slučajevima. Veličina kretanja ima tendenciju da varira svaki mjesec, iako raspon postotnih kretanja tijekom ovih mjeseci može biti razuman pokazatelj raspona postotak kretanja u budućim mjesecima. Usporedba kretanja u ove dvije valute sugerira da se čini kako se kreću neovisno jedna o drugoj. Kretanja eura su obično veća (bez obzira na smjer) od kretanja kanadskog dolara. To znači da je iz kanadske perspektive euro nestabilnija valuta. Standardna devijacija kretanja tečaja za svaku valutu (prikazano na dnu tablice) potvrđuje navedeno. Standardna devijacija treba se primijeniti na postotna kretanja (ne vrijednosti) kada se uspoređuje raspon i brzina kretanja cijena među valutama.

Kretanja deviznih tečajeva obično su veća za dulje vremenske horizonte.

Dakle, kada bi se procijenili godišnji podaci o tečaju, kretanja bi bila nestabilnija za svaku valutu nego što je ovdje prikazano, ali bi kretanja eura i dalje bila promjenjivija. Kada bi se procjenjivala dnevna kretanja tečaja, kretanja bi bila manje volatilna za svaku valutu od onoga što je ovdje prikazano, ali kretanja eura i dalje bi bio nestabilnija. Pregled dnevnih kretanja tečaja važan je za multinacionalne kompanije koje će morati dobiti stranu valutu za nekoliko dana i željeti procijeniti mogući stupanj kretanja u tom razdoblju. Pregled godišnjih kretanja razmjene bio bi prikladniji za multinacionalnu trgovinu koja svake godine obavlja vanjsku trgovinu i želi procijeniti mogući stupanj pomicanja na godišnjoj razini. Mnoge

multinacionalne kompanije revidiraju tečajeve na temelju kratkoročnih i dugoročnih horizonta jer očekuju da će se baviti međunarodnim transakcijama u bliskoj i daljnjoj budućnosti.

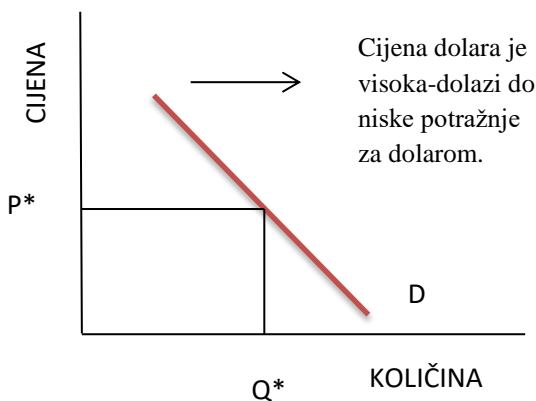
### 5.2.1. Koncept ravnotežnog tečaja

Lako je izračunati postotak promjene vrijednosti valute s obzirom na podatke koje imamo i formulu koju možemo koristiti, no puno je teže objasniti zašto je došlo do promjene ili još teže predvidjeti kako će se tečaj mijenjati u budućnosti. Kako bismo mogli objasniti zašto se tečajevi valuta mijenjaju ili kako se predviđaju buduća tečajna kretanja, pomaže nam koncept ravnotežnog tečaja. Pojam ravnotežnog tečaja preuzet je iz makroekonomije.

Devizni tečaj se formira pod utjecajem ponude i potražnje na deviznom tržištu; za svaku moguću cijenu neke valute uvijek postoji određena ponuda i potražnja na tržištu.

Devizni tečaj će se zbog toga formirati u onoj točki gdje su ponuda i potražnja stranih sredstava izjednačeni tj. upravo ta točka prikazuje *ravnotežni tečaj* ili *ekvilibrij*.

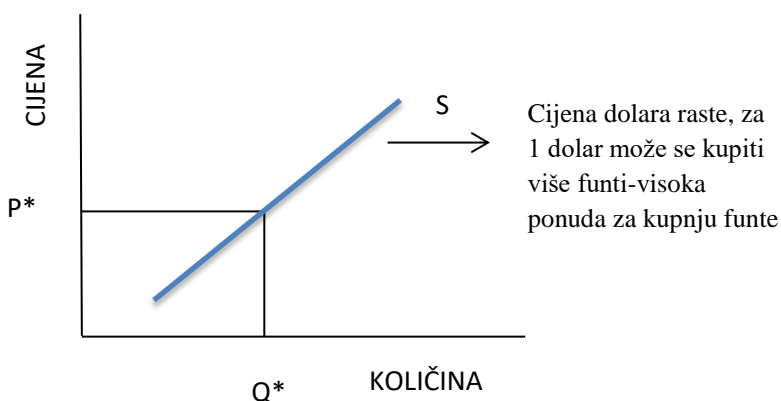
Graf 3. UK potražnja za US dolare



Krivulja potražnje padajuća je krivulja koja pokazuje da se uz rast cijene smanjuje potražnja za nekim proizvodom. Kako cijena pada, potražnja je sve veća.

Izvor: Izrada autorice prema grafu iz knjige; Madura, J., Fox, R., International Financial Management; Thomson Learning, Mason, 2009.

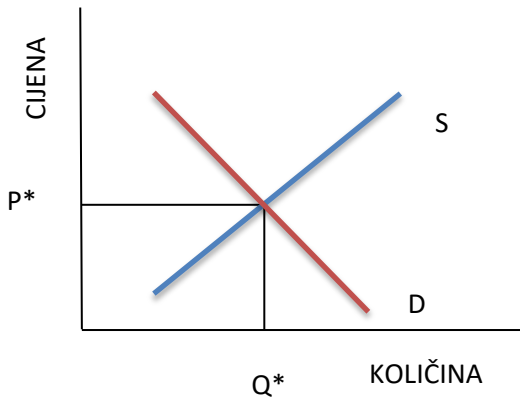
Graf 4. US ponuda za UK funte



Krivulja ponude rastuća je krivulja koja pokazuje da će se uz rast cijene povećati i količine dobara koje su proizvođači voljni proizvesti, odnosno da se uz pad cijene smanjuje ponudena količina proizvoda.

Izvor: Izrada autorice prema grafu iz knjige; Madura, J., Fox, R., International Financial Management; Thomson Learning, Mason, 2009.

Graf 5. Ravnotežni tečaj



Na sjecištu navedenih krivulja ponude i potražnje formira se cijena. To je točka u kojoj tržišna ekonomija postiže ravnotežu, ravnotežni tečaj.

Izvor: Izrada autorice prema grafu iz knjige; Madura, J., Fox, R., International Financial Management; Thomson Learning, Mason, 2009.

### 5.3. Čimbenici koji utječu na kretanje tečaja

Ravnotežni tečaj mijenjat će se tijekom vremena u skladu s rasporedom ponude i potražnje. Da bismo objasnili promjene deviznog tečaja u vremenu, moramo razumjeti čimbenike koji mogu utjecati i potaknuti promjenu. Sljedeća jednadžba sumira čimbenike koji utječu na ponudu i potražnju valuta:  $e = f(\Delta INF, \Delta INT, \Delta INC, \Delta GC, \Delta EXP)$  gdje je:

$e$  - postotna promjena spot deviznog tečaja

$\Delta INF$  - promjena u relativnoj stopi inflacije

$\Delta INT$  - promjena u relativnoj kamatnoj stopi

$\Delta INC$  - promjena u relativnom nivou dohotka

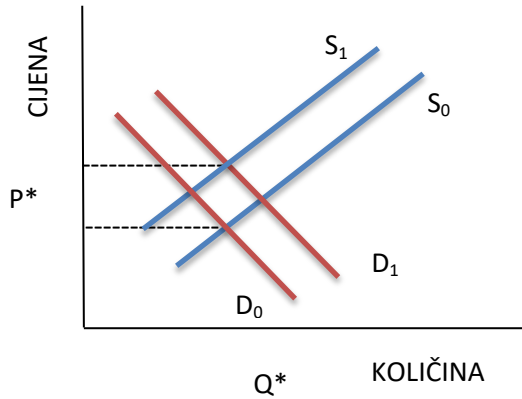
$\Delta GC$  - promjena u kontroli vlade i

$\Delta EXP$  - promjena u očekivanjima budućih deviznih tečajeva

Izvor: Madura, J., Fox, R., International Financial Management; Thomson Learning, Mason, 2009.

Graf 6. (1)  $\Delta INF$  - promjena u relativnoj stopi inflacije

(koriste se primjeri ponude i potražnje američkih dolara i britanske funte iz prethodnog poglavlja; vidi graf 3 i graf 4)

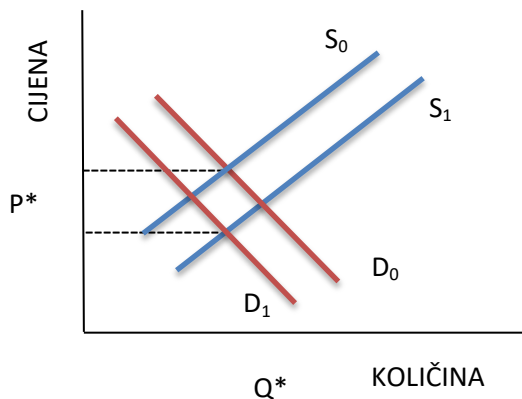


Ako dođe do inflacije u Britaniji, rast će UK potražnja ( $D_0$ ) za US robom, a time i za dolarom.

US želja za UK robom će pasti zbog inflacije, a time pada i ponuda dolara, stvara se pritisak na rast dolara.

Izvor: Izrada autorice prema grafu iz knjige; Madura, J., Fox, R., International Financial Management; Thomson Learning, Mason, 2009.

Graf 7. (2)  $\Delta INT$  - promjena u relativnoj kamatnoj stopi



UK kamatne stope počinju rasti, US kamatne stope su stabilne.

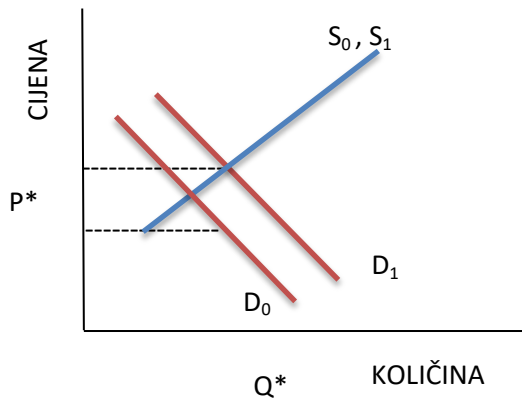
Pada UK potražnja za US depozitima, a time pada i za dolarima.

Raste US želja za UK bankovnim depozitima, a time i ponuda dolara raste, stvara se pritisak na pad dolara.

Izvor: Izrada autorice prema grafu iz knjige; Madura, J., Fox, R., International Financial Management; Thomson Learning, Mason, 2009.

Relativno visoke kamatne stope mogu održavati očekivanja relativno visoke inflacije, ali ima negativan utjecaj na strana ulaganja, može obeshrabriti ulagače. Važno je razmotriti stvarnu kamatnu stopu koja prilagođava nominalnu kamatnu stopu za stopu inflacije; Fisherov efekt koji uključuje tri elementa: vrijeme, rizik, inflacija. (vidi 3.5. Teorije određivanja deviznog tečaja, točka 3. Fisherov efekt).

Graf. 8. (3)  $\Delta$ INC - promjena u relativnom nivou dohotka



UK nivo dohotka počinje rasti, rast će UK potražnja za US robom, a time i za dolarom.

Američko tržište bit će bez očekivanja promjene za ponudu dolara jer nivo dohotka ne utječe na cijenu.

Ravnotežni tečaj raste kao i vrijednost dolara

Izvor: Izrada autorice prema grafu iz knjige; Madura, J., Fox, R., International Financial Management; Thomson Learning, Mason, 2009.

(4)  $\Delta$ GC - promjena u kontroli vlade

Vlade unutar određene države mogu utjecati na ravnotežni tečaj pomoću nametanja deviznih ograničenja, vanjskotrgovinskih ograničenja, interveniranja na deviznom tržištu, također utjecaj na makro varijable kao što su inflacija, kamatne stope i razina prihoda (Madura, 2009.)

(5)  $\Delta$ EXP - promjena u očekivanjima budućih deviznih tečajeva

Zanimljivo je da devizna tržišta mogu utjecati na bilo koju vijest koja može imati određeni utjecaj u budućnosti, primjerice novosti o potencijalnoj inflaciji u Americi može potaknuti trgovce valuta da prodaju dolar. Mnogi investitori zauzimaju različite pozicije na tržištu temeljem predviđanja kretanja kamatnih stopa u različitim zemljama (Madura, 2009.).

S obzirom da devizno tržište reagira na signale o mogućnosti budućeg kretanja tečaja, sudionici se zapravo koriste špekulacijama. Ekonomski signali koji utječu na tečajeve mogu se brzo mijenjati, tako da špekulanti moraju pomno razmisliti i odlučiti koji će korak poduzeti kada je riječ o utjecaju spomenutog čimbenika. Može se reći da čimbenik promjena u očekivanju budućih deviznih tečaja je zapravo „psihologija tržišta“, primjerice pobjeda Joa Bidena na predsjedničkim izborima u Americi, rezultirala je povećanjem potražnje za američkim dolarom. Različiti čimbenici ponekad međusobno i istovremeno utječu na kretanje tečaja; npr. povećanje razine prihoda ponekad uzrokuje očekivanja viših kamatnih stopa stvarajući suprotne pritiske na vrijednosti strane valute. Osjetljivost tečaja na čimbenike ovisi o količini međunarodnih transakcija između dvije zemlje (Madura, 2009.).



#### 5.4. Tehnike predviđanja deviznog tečaja

Predviđanja kako će se odvijati kretanja tečaja na tržištu vrlo je složeni proces i zahtijeva korištenje znanstvenih osnova, za razliku od nagađanja mogućih situacija u budućnosti. Zanimljiva je konstatacija Andre Costolanya koji u svojoj knjizi *Izazov burze* navodi: „Tko želi predvidjeti burzovni tečaj ili tendenciju na osnovi znanstvene metode, taj je ili šarlatan ili budala, ili jedno i drugo.“ Smatra da se kretanja deviznog tečaja ne mogu predvidjeti, no prije svega postoje dvije metode za predviđanje trendova na Forex tržištu koje su u opticaju:

1. tehnička analiza
2. fundamentalna analiza.

Iako se razvrstavaju u dvije različite skupine, postoje tri osnovne sličnosti između ove dvije analize; obje koriste statistiku u svojoj analizi, koriste podatke iz prošlosti za buduća kretanja i jedna prema drugoj su svakako „netrpeljive“. U nastavku bit će objašnjenje njihove razlike.

##### 1. Tehnička analiza

Metoda tehničke analize usmjerena je na razumijevanje prevladavajućih tržišnih trendova i pokušava točno odrediti bilo kakav preokret ovog trenda i predvidjeti kako će se vjerojatno Forex tržište ponašati u budućnosti. Više je statističke prirode na koju se oslanja ova metoda. Uvelike se temelji na povijesnim podacima o cijenama i količinama kojima se trguje pomoću grafikona za razumijevanje i interpretiranje ponašanja tržišta. Postoji mnogo matematičkih alata za izradu takve analize kao što su različiti pokazatelji, teorija brojeva, valovi, praznine i trendovi itd. (Jurnal).

Tehnička analiza se bazira na proučavanju povijesnih podataka o cijenama i volumenu, odnosno količini trgovanja dionicama na bazi čega se iscrtavaju grafikoni. Određene zakonitosti koje u tehničkoj analizi vrijede, izračunavaju se pokazatelji temeljem kojih se nastoje prognozirati budući trendovi kretanja cijena dionica ili drugih vrijednosnih papira. Osnovne pretpostavke tehničke analize su:

(1) uzimanje *kretanja tržišnih cijena u kojima su sadržane sve relevantne informacije* - tehnički analitičari vjeruju kako su u sklopu tržišne cijene koju prikazuju grafovima sadržane sve relevantne i dostupne informacije i zbivanja od utjecaja na formiranje prikazane cijene.

Sve što fundamentalno, psihološki, politički ili na bilo koji drugi način utječe na cijenu, sve je već sadržano u cijeni te stoga samo treba istražiti kretanje cijene. Tehnička analiza nikad ne ulazi u razloge radi kojih se cijene mijenjaju, samo traži obrasce ponašanja u grafikonima i temeljem njih procjenjuje buduće trendove na tržištu.

(2) analitičari smatraju da će *cijene slijediti trendove* i bez te pretpostavke tehnička analiza ne može postojati. Trendovi kretanja cijena će se po vjerovanju tehničkih analitičara radi prvog Newtonovog zakona gibanja nastaviti, odnosno vjerojatnost je veća da se nastavi nego da promijeni smjer. Svrha tehničke analize je omogućiti investitoru da iskoristi buduće kretanje u očekivanom smjeru radi sadašnjosti identificiranog trenda što bi trebalo trajati od trenutka prepoznavanja trenda koji je već započeo pa do trenutka dok ne promijeni smjer.

(3) *povijest će se uvijek ponavljati*. Veliki dio tehničke analize se bazira na ljudskoj psihologiji koja nema tendenciju mijenjanja pa se radi toga vjeruje kako će se povijest u kretanju cijena opet ponavljati.

Identični obrasci koji se pojavljuju na grafikonima kretanja cijena odraz su određenih slika koje se stalno javljaju kao slično psihološko raspoloženje tržišta u situacijama koje nastaju pod sličnim okolnostima. Zbog toga se vjeruje kako će se ti obrasci opet ponavljati i da ih samo treba prepoznati u grafikonima.

Tehnička analiza koristi nekoliko vrsta grafikona; *stupičasti grafikon*, *linijski* i *grafikon japanskih svjećica*.

### (1) stupičasti dijagram



NAJVIŠA CIJENA

ZAKLJUČNA CIJENA

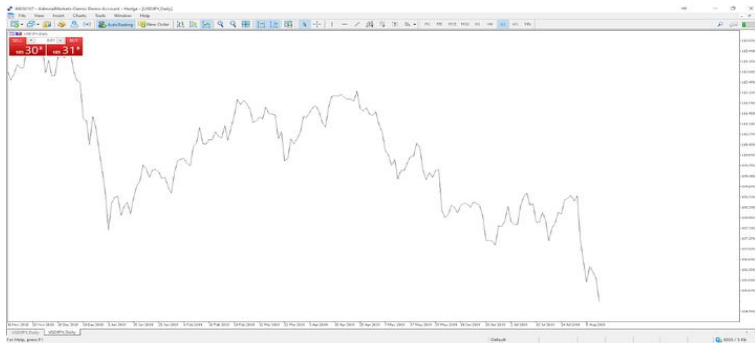
CIJENA OTVARANJA

NAJNIŽA CIJENA

Okomita os grafikona prikazuje cijenu, a vodoravna os vrijeme. Svaki dan trgovanja prikazan je okomitom linijom koja povezuje najvišu i najnižu cijenu u danu, a okomite prikazuju cijenu koja je u trenutku otvaranja tržišta i zatvaranja.

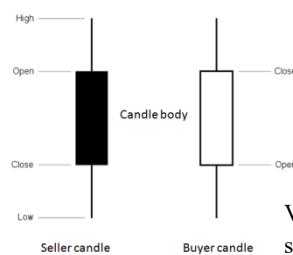
Izvor: <https://admiralmarkets.com/hr/education/articles/forex-analysis/tehnicka->

## (2) linijski grafikon



Izvor: <https://admiralmarkets.com/hr/education/articles/forex-analysis/tehnicka-analiza>

## (3) grafikon japanskih svjećica

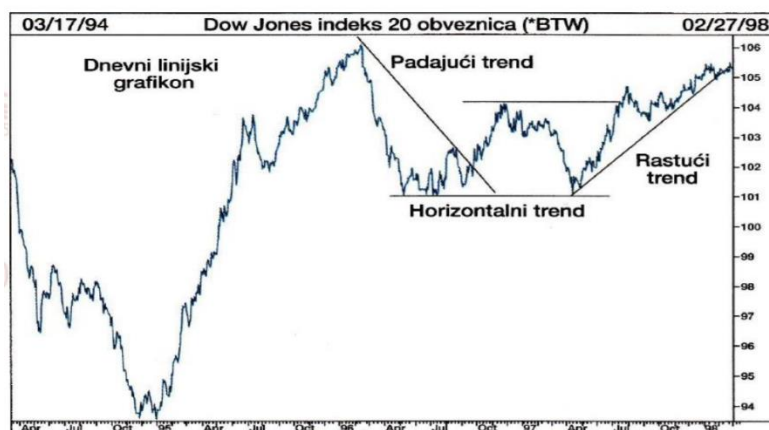


Vrlo su velike sličnosti sa stupičastim dijagramom jer koristi također najvišu cijenu, najnižu i vrijednost cijene za vrijeme otvaranja i zatvaranja tržišta. Razlika je u prikazu cijena na drugačiji način.

Tanka linija, tzv. sjena ili *shadow* prikazuje dnevni raspon cijene od minimalne do najviše, a širi dio stupca, tzv. tijelo ili *body* prikazuje raspon između cijena otvaranja i zatvaranja. Ako je zaključna cijena viša od cijene otvaranja tj. ako je cijena dionice taj dan porasla, tijelo je bijele boje tj. prozirno, bez ispune. Ako je cijena taj dan pala tj. zaključna je cijena niža od cijene otvaranja, tijelo je crne boje, tj. ima ispunu.

Tehnička analiza koristi i različite trendove, odnosno opisuje smjer kretanja tržišnih cijena; tržište u pravilu ne slijedi pravocrtnu putanju već se sastoji od uzastopnih „cik-cak“ kretanja koje karakteriziraju naizmjenične pojave dna i vrha. Smjer dna i vrha određuje trend, pa prema smjeru kretanja trend može biti: *rastući*, *padajući* i *horizontalni*.

Slika 6. Prikaz rastućeg, padajućeg i horizontalnog trenda



Izvor: <https://admiralmarkets.com/hr/education/articles/forex-analysis/tehnicka-analiza>

Trendovi se dalje dijele u tri kategorije, postoje formacije „glava i ramena“, formacije trokuta unutar grafikona, zatim oscilatori koji pomažu analitičaru da izmjeri uvjete prekomjerne kupnje ili prekomjerne prodaje na tržištu, no za potrebe ovog rada važna je upotreba grafikona a detaljnije o tehničkoj analizi može se iščitavati u drugim dostupnim literaturama.<sup>10</sup>

## 2. Fundamentalna analiza

Središnje banke su odgovorne za dobrobit gospodarstva i zbog toga promatraju neke ekonomske čimbenike koji utječu na gospodarstvo i prilagođavaju ekonomsku politiku u skladu s tim. Najvažnije središnje banke su FED SAD-a, ECB za EU, BOJ u Japanu i BOE u Britaniji. Postoji mnogo temeljnih indikatora, ali malo ih je koji se nazivaju „pokretači tržišta“. Zovu se tako jer imaju veliki utjecaj na gospodarstvo. Forex osnove su stoga važne ekonomske brojke koje predstavljaju stanje gospodarstva određene zemlje/regije pa samim time i temeljne valute. Postoje tisuće osnova, ali većina njih ima vrlo ograničen utjecaj. Na primjer, obično, kada se od fundamentalnog analitičara traži da predvidi stope na Forex tržištu, pogledat će postojeće i očekivane kamatne stope, rast BDP-a stope, inflacijske trendove, vremenske promjene koje utječu na poljoprivrednu proizvodnju, međunarodne trgovinske bilance, tečajne politike uključenih zemalja, status tržišta kapitala itd.

<sup>10</sup> 1. Andrijanić, I.; Vidaković N. (2015.) Poslovanje na burzama – načela i praksa. Zagreb: Effectus

2. Cvjetičanin, M.: (2004.) Burzovno trgovanje, Masmedia. Zagreb.

Prije nego što bi analitičar rekao: „Smatram da bi se s ovim pokazateljima tržište Forexa trebalo ponašati na ovaj način“ zaključio bi hoće li valuta vjerojatno aprecirati ili deprecirati u odnosu na drugu valutu (Jurnal).

Najvažnije značajke fundamentalne analize je proučavanje svih čimbenika koji imaju utjecaj na kretanje deviznog tečaja (vidi: 5.3. Čimbenici koji utječu na kretanje tečaja), odnosno proučavanje svih makroekonomskih varijabli i uvrštavanja u matematičko-statističku metodu za analizu.

S obzirom da postoje dvije vrste analiza, postavlja se pitanje koju odabrati?

Investitori na financijskim tržištima koriste i tehničku i fundamentalnu analizu. U sklopu tehničke analize investitori koriste podatke o cijeni i prometima, a u sklopu fundamentalne analize investitori koriste podatke iz financijskih izvješća kompanija, makroekonomske pokazatelje, sektorske analize te sve ostale poslovne i računovodstvene informacije do kojih mogu doći. Bez obzira kojom se metodom ili kombinacijom metoda investitori služe u analizi cijena, ni jedna nije toliko pouzdana da bi se bilo mudro osloniti isključivo na nju i zato kažemo da bez obzira na sve moguće informacije koje posjeduju ponekad je stvar „sreće“.

## 6. UTJECAJ KRETANJA DEVIZNOG TEČAJA NA POSLOVANJE MULTINACIONALNIH KORPORACIJA

Početkom 18. i 19. stoljeća javljaju se prvi oblici inozemnih ulaganja, no veliki intenzitet doseže se dvadesetih godina dvadesetog stoljeća. Barijere koje su otklonjene u međunarodnoj trgovini, kao i olakšani protok investicija, otvoren je put za jačanje multinacionalnih korporacija (MNC). Tehnološki napredak i suvremene komunikacije, uz snižavanje troškova prijevoza i formiranje globalnih lanaca vrijednosti, također su doprinijeli širenju utjecaja i obujma poslovanja MNC-a. S obzirom da postoje različite definicije što je MNC; jedna od glavnih definicija spomenuta je u uvodnom dijelu rada (vidi 1. Uvod), no ono što je najviše karakterizira je geografska rasprostranjenost poslovnih aktivnosti, veličina ukupnog prihoda i dobiti, broj zaposlenih i kapital kojim raspolažu. MNC djeluje na međunarodnom tržištu, a na poslovanje upravo utječu devizni tečajevi i kretanje istih.

## 6.1. Korporativne funkcije multinacionalnih korporacija na deviznom tržištu

„U najužem smislu korporativno upravljanje može se opisati kao formalni sustav odgovornosti menadžmenta prema dioničarima, podrazumijeva zaštitu interesa vlasnika, ponajprije mehanizmima discipliniranja menadžmenta. S druge strane, u najširem smislu pojam uključuje cijelu mrežu formalnih i neformalnih odnosa koji se javljaju u korporacijama te posljedice tih odnosa za društvo u cjelini. Korporativno upravljanje može se shvatiti i kao skup procesa, običaja, pravila, zakona, odluka, institucija i nadzornih mehanizama kojima se utječe na upravljanje, kontroliranje i administriranje tvrtke.“ (Lider media, 2015.)

Opće prihvaćeni cilj MNK-a je maksimizirati bogatstvo dioničara kao *glavna korporativna funkcija* na deviznom tržištu. Od menadžera zaposlenih u MNK-u očekuje se da donose odluke koje će maksimalno povećati cijenu dionica i tako služiti dioničarima. Neki MNK kojima se javno trguje izvan Sjedinjenih Američkih Država mogu imati dodatne ciljeve, kao što je zadovoljavanje svojih vlada, banaka ili zaposlenika. Međutim, ove multinacionalne korporacije sada stavljaju veći naglasak o zadovoljavanju dioničara kako bi mogli lakše dobiti sredstva od dioničara za podršku njihovim operacijama. Postoje čak i neke tvrtke u Rusiji, Poljskoj i Sloveniji koje su izdale dionice ulagačima i usmjereni su na zadovoljenje svojih dioničara (Madura, 2009.).

Ostale korporativne funkcije na deviznom tržištu spominju se:

1. *financijske operacije*: kontrola i razvoj svakodnevnih tehničkih poslova, a cilj je naći što jednostavniji način u obavljanju tih poslova,
2. *proračun kapitala* za svaku državu u kojoj MNK posluje,
3. *upravljanje obrtnim kapitalom* – MNK i vlasti države izdaju razne vrijednosne papire na tržištu novca u svrhu dobivanja kratkoročnih sredstava. Mogu izdati trezorske zapise, federalna sredstva, sporazume o reotkupu, komercijalne papire, prenosive certifikate o depozitu te bankovne mjenice,
4. *upravljanje financijskim rizikom* koji se ne može u potpunosti eliminirati jer se ne mogu u potpunosti predvidjeti, ali je vrlo važna funkcija,
5. *stalno prilagođavanje nacionalnim i internacionalnim situacijama* za koje postoji posebni odjel koji prati promjene u zakonodavstvima
6. *upravljanje poreznim obvezama* (Gregurek, 2017.)

Najveće ograničenje za adekvatno korporativno upravljanje i vođenje poslovanja nastaje kada se interesi dioničara razlikuju od interesa menadžera unutar MNK, tzv. *agencijski problemi*, što je posljedica sukoba interesa. Menadžeri MNK-a mogu donositi odluke koje su suprotne s ciljem tvrtke za maksimiziranje bogatstva dioničara. Primjerice odluka o proširenju podružnice može biti motivirana željom menadžera da dobije veću naknadu, a ne da poveća vrijednost MNK-a. Agencijski troškovi su veći za MNK, nego za domaće tvrtke iz više razloga. Prvo, multinacionalne korporacije s podružnicama raštrkanim diljem svijeta mogu očekivati veće agencijske probleme jer je praćenje menadžera udaljenih podružnica u stranim zemljama teže. Drugo, menadžeri stranih podružnica posluju u različitim kulturama i možda neće slijediti jedinstvene ciljeve. Treće, sama veličina većeg MNK-a također može stvoriti velike agencijske probleme (Madura, 2009.).

Četvrto, menadžeri „igraju“ na kratkoročne efekte jer možemo reći da imaju „rok valjanosti“, odnosno dobivaju poslovne ugovore na nekoliko godina i zbog toga žele sve svoje odluke realizirati u što kraćem roku dok dioničari „igraju“ na dugoročni efekt. Upravo ova razlika može dovesti do bankrota tvrtke.

Matična korporacija MNK-a bi mogla spriječiti agencijske probleme pravilnim upravljanjem. Trebalo bi jasno postaviti ciljeve za svaku podružnicu kako bi se osiguralo da se sve podružnice usredotoče na maksimiziranje vrijednosti MNK-a, a ne njihovih odgovarajućih supsidijarnih vrijednosti. Matična korporacija također može nadzirati odluke podružnice kako bi provjerila zadovoljava li podružnica ciljeve MNK-a te mogućnost nagrađivanja menadžera podružnice koja zadovoljava ciljeve MNK-a.

Također postoje i razni oblici korporativne kontrole koji mogu pomoći u sprječavanju agencijskih problema i stoga osigurati da menadžeri donose odluke kako bi zadovoljili dioničare MNK-a. Institucionalni investitori kao što su investicijski fondovi ili mirovinski fondovi koji imaju velike udjele dionica MNK-a imaju određeni utjecaj na menadžment jer se mogu žaliti upravnom odboru u situaciji kada menadžeri donose loše odluke. Oni mogu pokušati donijeti promjene u slučaju lošeg upravljanja, kao što je uklanjanje menadžera na visokoj razini ili čak članova uprave. Institucionalni investitori mogu raditi zajedno kada zahtijevaju promjene unutar MNK-a jer MNK ne bi želio izgubiti sve svoje glavne dioničare. MNK zbog toga ima obvezu sastavljati poslovna i financijska izvješća koja su im dostupna, ujedno i postojanje nadzornog odbora koje je odgovorno za nadzor korporativnog upravljanja (Madura, 2009.).

## 6.2. Inozemni novčani tokovi korporacija

„Upravljanje financijskim sustavom multinacionalnim korporacijama mora biti ključ vođenja same korporacije. Svaki prijenos robe, kapitala, usluga i naplatnih resursa unutar korporacije predstavlja financijske transakcije. To se odnosi na poluproizvode i proizvode, ali i na patente, zaštitne znakove i slične nematerijalne usluge. Upravljanje financijskim sustavom u načelu je jednako i kod nacionalnih i kod multinacionalnih kompanija, osim što su multinacionalne korporacije izložnije riziku i moguć je prijenos kapitala između država multinacionalne korporacije“ (Lovrinović, 2015).

Inozemni novčani tokovi korporacija su zapravo sve financijske transakcije koje objedinjavaju prijenos robe, kapitala, usluga ili naplatnih resursa unutar korporacije. Sukladno navedenom mogu se odvojiti neke od glavnih financijskih transakcija koje obavljaju korporacije; međunarodna trgovina, transfer cijena dobara, međukompanijski krediti, isplata dividendi, ubrzavanje i usporavanje međusobnih plaćanja i slično (Gregurek, 2017.).

(1) *Transfer cijena dobara* koristi za ostvarenje što boljih poreznih efekata i povećanja profita. Transferom smanjuju porez, smanjuju tarife i izbjegava se devizna kontrola između dvije tvrtke koje su dio jedne multinacionalne korporacije. Transfernim cijenama izravno se utječe na postizanje što veće dobiti na porez u zemljama koje imaju niske stope poreza na dobit na način da se transferira dobit iz zemalja s visokim poreznim stopama u zemlje s nižim. Smanjen je prihod matice, a povećana dobit podružnice. Porez se obračunava na razliku između nabavne i prodajne cijene, pa je interes da ta razlika bude što manja. Ako neka zemlja uvede tarife ili carine na robu to komplicira model transfernih cijena. To i povećava davanja državi na temelju više transferne cijene i umanjuje profit. Formiranje cijena kod MNK-a se vrši transferiranjem vrednovanja (*transfer pricing*) – uprosječivanje cijena u više zemalja gdje su smještene podružnice korporacije. Proširuju tržište te sudjeluju u kreiranju jedinstvenog svjetskog tržišta. Odnose se na sustav oblikovanja cijena unutar mreže podružnica MNK-a, pri čemu se vodi računa o poreznom sustavu pojedine zemlje, te se nastoji izbjeći porez i ostvariti najveća zarada. „Odnosno to je cijena po kojoj jedna podružnica naplaćuje neki input drugoj podružnici, pa se nazivaju još i interne cijene. Tako npr. matica, koja proizvodi opremu, a podružnica tu opremu montira u drugoj zemlji, transfernim cijenama implicira razinu dobiti i poreza na dobit matice i podružnica.“ (Gregurek, 2017.)



## *(2) Međukompanijski krediti*

Korporacije mogu preuzimati druge tvrtke, nameću se u integracijama za što je potreban veliki novčani kapital. Iznosi su uglavnom viši od milijarde dolara. Banke takav novčani kapital nemaju, ali zato korporacije uspijevaju ono što banke u pojedinim slučajima ne mogu postići. Velike korporacije ne samo da imaju veliki novčani kapital, nego posjeduju stručne kadrove, tehnologiju, iskustvo i znanje. Svaka korporacija je sama za sebe financijska kompanija koja je vrlo slična velikim bankama te samostalno formira procese i upotrebu svojih novčanih tokova i može kao takva djelovati na novčanim i financijskim tržištima. Oslonjena na svoj novčani potencijal i tijekom priljeva, može sama birati trenutak i način komuniciranja s tržištem novca i kapitala. Može arbitrirati ili špekulirati, ovisno o svojoj odluci. Novčanim kapitalom podiže proizvodnu i komercijalnu potenciju i elastičnost što korporacijama ide u prilog kao njihova važna prednost.

Unutar velikih korporacija u pravilu postoji zasebna, velika financijska korporacija koja je i formalno registrirana za obavljanje financijskih poslova i nastup na financijskim i novčanim tržištima (Gregurek, 2017.). „Kreditiranje između matične države i podružnica nerijetko se odvija međukompanijskim zajmovima. Oni podrazumijevaju kredite koje jedna država daje drugoj, a uglavnom je to zbog: prebacivanja gotovine podružnici kako bi se spriječio novčani gubitak, prebacivanja sredstava podružnici zbog potencijalnih investicija, prebacivanja sredstava podružnicama koje koriste zajedničku valutu kako bi se spriječila promjena tečaja.“ (Bragg, 2013)

*(3) Ubrzavanje i usporavanje međusobnih plaćanja* tehnika je za upravljanje likvidnošću MNK-a. Rokovi za plaćanje unutar korporacija su vrlo fleksibilni, a to im omogućuje međusobne kreditne veze između podružnica. Primjerice, ako će valuta rasti, omogućeno im je plaćanje one fakture koje su ranije izdane u toj valuti, a ako se predviđa pad vrijednosti valute, daje poticaje klijentima koji im duguju u toj valuti da plate prijevremeno. Ako je podružnica u minusu, ubrzavanjem plaćanja ne treba uzimati kredit. Ako je u plusu, dodatna sredstva može plasirati na financijskom tržištu. To je ujedno i oblik međukompanijskog kreditiranja. Pri tome nije potrebna formalna procedura predviđena kreditnim procedurama. Iznos kredita se prilagođava skraćivanjem ili produženjem roka plaćanja. Kreditni regulatori manje obraćaju pažnju na ovaj model nego na klasične kredite u bankama. Primjerice u SAD-u međukompanijskim kreditima dopušteno je plaćanje do 6 mjeseci bez kamata.

U nekim zemljama onemogućeno je korištenje ovog modela financiranja jer traže plaćanja odmah po izvršenju ugovora (Gregurek, 2017.).

Kretanje tijeka novca koji j tipičan za MNK može se klasificirati u nekoliko skupina:

1. vanjska trgovina
2. izravna strana ulaganja
3. kratkoročna ulaganja u strane vrijednosnice
4. dugoročna ulaganja na međunarodnim tržištima dionica i obveznica.

U nastavku će biti obrađena skupina koja se odnosi na izravna strana ulaganja multinacionalnih korporacija.

#### 6.2.1. Izravna strana ulaganja

„Inozemna izravna ulaganja<sup>11</sup> sastavni su dio platne bilance, a obuhvaćaju vlasnička ulaganja, zadržanu dobit i dužničke odnose između vlasnički povezanih rezidenata i nerezidenata.

Izravna vlasnička ulaganja su ulaganja kojima strani vlasnik stječe najmanje 10% udjela u temeljnom kapitalu trgovačkog društva.“ (HNB, dostupno na;

<https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/sektor-inozemstva/inozemna-izravna-ulaganja>

U slučaju da se stječe manje od 10%, primjerice 8% tada se više ne smatra inozemnim izravnim ulaganjima nego portfeljno ulaganje.<sup>12</sup>

Multinacionalne korporacije obično razmatraju izravna strana ulaganja jer ona mogu poboljšati njihovu profitabilnost i povećati bogatstva dioničara. U većini slučajeva, multinacionalne korporacije sudjeluju u FDI jer su zainteresirani za povećanje prihoda, smanjenje troškova ili oboje. Prema vrsti mogu se podijeliti na;

(1) *Greenfield ulaganja* kada se ulaže u otvaranje novih proizvodnih pogona na stranom tržištu

(2) *Brownfield ulaganja* kojima se ulaže u širenje već postojećeg pogona na stranom tržištu

(3) *Spajanja i preuzimanja* kao najčešći oblici izravnih stranih ulaganja; preuzimanje

---

<sup>11</sup> Inozemna izravna ulaganja ( eng. Foreign direct investments, kratica "FDI")

<sup>12</sup> Portfeljna ulaganja uključuju takva ulaganja koja investitoru omogućuju učinkovito korištenje sredstava kojima raspolaže. Ukratko, oni predstavljaju portfelj koji se sastoji od dionica, obveznica i bankovnih primitaka. Kako bi se stvorio investicijski portfelj, potrebno je imati ideju o tome gdje i kako se mogu steći vrijednosne papire, uz pomoć metoda koje treba procijeniti i kako predvidjeti moguće promjene cijena za njih; dostupno na <https://hr.campwaltblog.com/4111564-portfolio-investment-what-is-it>

se odnosi na situacije u kojima dolazi do transfera kontrole imovine i resursa iz lokalnog u strano poduzeće, dok spajanje na kupovinu postojećih, operativnih poduzeća,  
(4) *Joint venture*<sup>13</sup> što bi značilo zajedničko ulaganje primjerice dvije tvrtke (Madura, 2009.)

Multinacionalne korporacije za izravna strana ulaganja nalaze motiviranost u povećanju prihoda tako što mogu privući nove izvore potražnje u stranim zemljama, mogućnost ulaska na profitabilna tržišta, iskorištavanje monopolističke prednosti, reagirati na trgovinska ograničenja zaobilaženjem putem izravnih ulaganja. Osim povećanje prihoda, MNK nalazi motiviranost u smanjenju troškova putem ekonomije razmjera u kojoj su niži prosječni troškovi, korištenje jeftinijih inozemnih faktora proizvodnje (jeftinija radna snaga, jeftinija cijena zemljišta), korištenje inozemne tehnologije i kao posljednje reakcija na kretanje tečaja pogotovo kada se strana valuta čini podcijenjena (Madura, 2009.). Upravo posljednji motiv za FDI multinacionalnih korporacija je mogućnost smanjenja izloženosti fluktuacijama tečaja tako što će proizvoditi u određenoj zemlji kako bi izbjegli preveliki utjecaj kretanja tečaja.

#### 6.2.2. Utjecaj kretanja deviznog tečaja

Na svaki međunarodni projekt utjecat će fluktuacije tečaja tijekom trajanja projekta, no ta kretanja je često vrlo teško predvidjeti. Postoje metode zaštite od njih, iako većina MNK nema načina da sazna koliki iznos sredstava treba zaštititi zato jer može samo nagađati o svojim budućim troškovima i prihodima. Utjecaj kretanja tečaja bit će prikazan na primjeru tvrtke koja se bavi uvozom, tvrtke koja se bavi izvozom robe i na primjeru MNK-a.

##### (1) *Tvrtka koja se bavi izvozom*

Tvrtka može imati potraživanja u stranoj valuti, a rizik na koji će naići tijekom izvoza bit će mogućnost deprecijacije strane valute. U ovom slučaju kada tvrtka izvozi i mijenja stranu valutu za domaću valutu, ona prima manji iznos domaće valute za isti iznos strane valute. Primjerice neimenovana američka tvrtka izvozi će proizvod u Njemačku, a potraživanja su denominirana u eurima, ukupno 100.000 eura. Američka tvrtka ne koristi eure u svom svakodnevnom poslovanju, stoga čim dobije eure od njemačkog uvoznika - recimo, za tjedan

---

<sup>13</sup> Zajednički pothvat (JV) je poslovni subjekt koji su stvorile dvije ili više strana, općenito karakteriziran zajedničkim vlasništvom, zajedničkim prinosima i rizicima te zajedničkim upravljanjem. Tvrtke obično slijede zajedničke pothvate iz jednog od četiri razloga: za pristup novom tržištu, posebice tržištima u nastajanju, postići učinkovitost skale kombiniranjem sredstava i operacija, podijeliti rizik za velika ulaganja ili projekte ili za pristup vještinama i sposobnostima; dostupno na [https://en.wikipedia.org/wiki/Joint\\_venture](https://en.wikipedia.org/wiki/Joint_venture)

dana - planira ih pretvoriti u dolare. Pretpostavimo da je trenutni tečaj dolara i eura 1,28 dolara. Od toga dana kreće promatranje kretanja dolara svaki dan dok ne dosegne tečaj od 1,25 USD tjedno, kada se euro pretvori u dolare.

—————> Postavljena je varijabla pada tečaja 1,28 dolara na 1,25 dolara za 1 euro.

Tečaj<sub>1</sub> 1 EUR = 1,28 USD

Tečaj<sub>2</sub> 1 EUR = 1,25 USD

Varijabla ukazuje na *aprecijaciju* dolara jer je za kupnju 1 eura potrebno manje dolara.

{ako dolar aprecira u odnosu na euro, euro mora deprecirati u odnosu na dolar }

S druge strane tečaj eura za dolar raste —————>  $1 \div 1,28 = 0,78 \text{ €}$

$$1 \div 1,25 = 0,80 \text{ €}$$

Iz priloženog jasno je da treba više eura za kupnju jednog dolara, što znači *deprecijaciju* eura.

Da je kojim slučajem tečaj od 1,28 dolara ostao konstantan, američka bi tvrtka dobila 128.000 dolara (100.000 eura  $\times$  1,28 dolara). Međutim, budući da je euro deprecirao (ili je dolar aprecirao), američka tvrtka prima samo 125.000 dolara (100.000 eura  $\times$  1,25 dolara).

## (2) Tvrtka koja se bavi uvozom

Uvozne tvrtke mogu imati obveze prema stranoj valuti. Tečajni rizik kojim se ove tvrtke suočavaju je rizik *aprecijacije* strana valuta. U tom slučaju iznos plaćanja domaće tvrtke u stranoj valuti postaje veći. Primjerice, tvrtka uvozi proizvod iz Francuske, a obveza američke tvrtke denominirana je u eurima, u ukupnom iznosu od 100.000 eura. Opet, trenutni tečaj dolar-euro iznosi 1,28 dolara, ali pretpostavka je da svaki dan dolar deprecira.

Pretpostavlja se da je tečaj narastao do 1,31 USD tjedno od kada se izvršila uplata.

—————> Postavljena je varijabla rasta tečaja 1,28 dolara na 1,31 dolara za 1 euro.

Tečaj<sub>1</sub> 1 EUR = 1,28 USD

Tečaj<sub>2</sub> 1 EUR = 1,31 USD

Varijabla ukazuje na *deprecijaciju* dolara jer je za kupnju 1 eura potrebno više dolara.

{ako dolar deprecira u odnosu na euro, euro mora aprecirati u odnosu na dolar }

S druge strane tečaj eura za dolar raste —————>  $1 \div 1,28 = 0,78 \text{ €}$

$$1 \div 1,31 = 0,76 \text{ €}$$

Iz priloženog je jasno je da za kupnju dolara potrebno manje eura, što znači *aprecijaciju* eura.

Da je početni tečaj ostao isti, tvrtka bi platila 128.000 USD ( $100.000 \text{ EUR} \times 1.28 \text{ USD}$ ) za uvezeni proizvod iz Francuske. Međutim, budući da je euro porastao, sada mora platiti 131.000 USD ( $100.000 \text{ EUR} \times 1,31 \text{ USD}$ ) za svoj uvoz.

### (3) *Multinacionalna korporacija*

Za primjer će biti prikazana multinacionalna korporacija koja je na bilo koji način uključena u poslovanje u inozemstvu, kao što je zajednički pothvat ili izravna strana ulaganja s protokom sredstava između domaće i strane tvrtke. Ta sredstva mogu uključivati davanje novca domaće tvrtke stranom partneru ili podružnici ili domaća tvrtka može primati prihod ili dobit od svojih inozemnih podružnica.

U smislu odljeva sredstava podružnici, domaća tvrtka će možda morati osigurati ta sredstva u stranoj valuti. U ovom slučaju, domaća tvrtka se suočava s tečajnim rizikom, koji leži u *aprecijaciji* strane valute. Pretpostavka je da američka tvrtka ima podružnicu u Indoneziji i planira poslati 100.000,00 IDR<sup>14</sup> tvrtki za proširenje proizvodnog pogona.

—————> Trenutni tečaj 1 USD = 9.575 IDR i ostaje isti još tjedan dana dok američka tvrtka šalje novac.

S obzirom na trenutni tečaj američka će tvrtka za 100.000,00 IDR morati poslati 10.444 dolara podružnici u Indoneziju —————>  $100.000,00 \text{ IDR} \div 9.575 = 10.444 \text{ USD}$

Ako se tečaj IDR-u u tjedan dana promijeni od 9,575 IDR do 9,250 IDR po dolaru, američka tvrtka mora platiti 10,811 USD za isti iznos —————>  $100.000,00 \div 9,250 \text{ IDR} = 10,811 \text{ USD}$

Sada, ako američka tvrtka očekuje dio dobiti od svog indonezijskog poslovanja, tečajni rizik leži u deprecijaciji rupija. Pretpostavimo da iznos sredstava koji dolazi od podružnice u tjednu iznosi 150.000,00 IDR. Korištenjem iste struje tečaja od 9.575 IDR, a pod pretpostavkom da se tečaj ne promijeni u tjedan dana, američka tvrtka prima 15.666 USD ( $150.000,00 \text{ Rp} \div 9.575$ ). Međutim, ako se tečaj promijeni na 9.950 IDR, tvrtka prima 10.050 USD ( $150.000,00 \text{ Rp} \div 9.950$ ).

Utjecaj kretanja tečaja vidljiv je iz spomenutih primjera, bilo da se radi o deprecijaciji ili aprecijaciji valute, tečaj će imati znatan utjecaj na profit korporacije ili bilo kojeg drugog

---

<sup>14</sup> Indonesian rupiah (IDR) = službena valuta Indonezije, dostupno na: [https://en.wikipedia.org/wiki/Indonesian\\_rupiah](https://en.wikipedia.org/wiki/Indonesian_rupiah)

sudionika na deviznom tržištu. Najveći problem uočava se u nepredvidljivosti kretanja tečaja i zbog toga su sudionici na deviznom tržištu izloženi deviznom riziku.

### 6.3. Izloženost korporacija deviznom riziku

Rizik deviznog tečaja nastaje kao posljedica stanja na deviznom tržištu i znači mogućnost nastanka štete za jednu stranu zbog fluktuiranja tečaja ugovorene valute plaćanja. Dođe li do promjene vrijednosti ugovorene valute u odnosu na nacionalnu valutu jedne ili druge ugovorene strane šteta će se odraziti na odstupanja od poslovnih, odnosno financijskih učinaka. Bez obzira je li riječ o multinacionalnim korporacijama ili bilo kojem drugom sudioniku na deviznom tržištu, način i stupanj upravljanja rizicima su ključni za uspjeh ili neuspjeh poslovanja. Iako se tečajevi ne mogu prognozirati savršenom točnošću, najmanje što tvrtke mogu je mjeriti njihovu izloženost fluktuaciji tečaja. Nakon procjene rizika je potrebno donijeti potrebne odluke o upravljanju rizicima i poduzeti potrebne korake u tom smjeru. Sudionici na deviznom tržištu izloženi su različitim tipovima rizika; može se promatrati translacijska, transakcijska i ekonomska izloženost.

#### 6.3.1. Translacijska (računovodstvena) izloženost

Rizik koji nastaje promjenom u računovodstvenoj dobiti. U slučaju ako se tečaj strane valute počne mijenjati, tada će se novčana vrijednost sredstava i obveza koje su u toj valuti također mijenjati, što može utjecati na kunkski iznos neto vrijednosti poduzeća.

Također može nastati računovodstveni gubitak zbog konverzije imovine i obveza inozemne podružnice u valutu matice. Rizik se prikazuje u bilanci tvrtke na način da promjena strane valute utječe na promjenu vrijednosti imovine inozemne podružnice, a ujedno i na vrijednost imovine matične tvrtke. Ovim rizikom se mjeri izloženost neto vrijednosti imovine (imovina umanjena za obveze) potencijalnim promjenama tečaja (Gregurek, 2017.).

Koristi se i drugi naziv za translacijski, odnosno računovodstveni rizik; rizik preračunavanja deviznog tečaja. Ima utjecaj na primitke i izdatke koji se bilježe u bilanci plaćanja korporacije te se svaka korporacija u svojoj zemlji bavi računovodstvenim rizikom na svoj način zbog raznih poreznih zakona i računovodstvenih pravila.

Kako bi se identificirala neto translacijska izloženost na razini grupe (centralizirano) objedinjuju se sva izvješća podružnica da bi izračunali očekivane neto pozicije u svakoj

stranoj valuti za cijeli MNK. Korporacije mogu smanjiti transakcijsku izloženost tako da se izvozne cijene iskažu u istoj valuti koja se koristi za plaćanje uvoza. Podružnice iskazuju svoje rezultate u lokalnoj valuti koji se mora „prevesti“ (*translate*) u valutu MNK matice. Budući da se tečajevi mijenjaju tijekom vremena, „prijevod“ financijskog izvješća podružnice u drugu valutu pod utjecajem je kretanja tečaja (Gregurek, 2017.).

MNK može mjeriti stupanj translacijske izloženosti jer ovisi o:

- (1) omjeru poslovanja realiziranog od strane inozemnih podružnica – veći omjer poslovanja podružnice ide u korist podružnice, ali s druge strane veća je i translacijska izloženost
- (2) o lokaciji podružnica – odnos valuta s obzirom na lokaciju podružnice i lokaciju matične korporaciju
- (3) o računovodstvenim metodama koje se koriste za usklađenost s međunarodnim standardima.

Multinacionalne korporacije moraju voditi računa u kojoj valutu će se izrađivati izvještaji i voditi knjige podružnica, ali i koju valutu MNK koristi kod sastavljanja svojeg RDG-a<sup>15</sup>. U slučaju ako domaća valuta u kojoj se vode knjige podružnice, nije „funkcionalna valuta“, potrebno ih je preračunati u funkcionalnu valutu, a ako inozemna stavka funkcionalne valute nije jednaka domaćoj valuti, inozemne stavke u knjigama se preračunavaju korištenjem *metode sadašnje vrijednosti*. Situacija se može objasniti na primjeru tvrtke koja proizvodi aute; BMW. Domaća valuta tvrtke je euro, no s obzirom da tvrtka posluje u SAD-u, svoje prihode od prodaje auta bilježi u dolarima. U slučaju da su ukupni troškovi i prihodi od prodaje poduzeća prikazani u jednakoj valuti, tada tvrtka neće imati izravni valutni rizik u protivnom hoće. Važno je da tvrtke dobro procijene svoje rizike kojima mogu biti izloženi kako posljedice ne bi bile nepovoljne.

Spomenuta je *metoda sadašnje vrijednosti* gdje se stavke u bilanci preračunavaju po tekućem tečaju valute. Postoje još neke vrste metoda kao što su: *tekuća*, *vremenska* i *monetarna* metoda.

- (1) *Tekuća metoda* koristi načelo da imovina i obveze moraju biti uravnotežene u trenutku njihova dospijeca; kratkotrajna imovina uravnotežena po trenutnom tečaju, dok dugotrajna

---

<sup>15</sup> Račun dobiti i gubitka (RDG) pokazuje koliku je tvrtka imala dobit odnosno profit u nekom periodu (mjesec, godina). Drugim riječima, račun dobiti i gubitka pokazuje koliki su bili prihodi, rashodi i koliki je profit; dostupno na: <https://plaviured.hr/sto-je-racun-dobiti-i-gubitka/>

imovina mora biti uravnotežena na temelju povijesne stope koja je vrijedila kada je predmet bio prvi put zabilježen u knjigama. Ova metoda je prihvaćena u USA od 1930. pa sve do 1975. kada je FASB 8<sup>16</sup> postao efektivan (Gregurek, 2017.).

(2) *Vremenska metoda* temelji se na pravilu da se imovina i obveze moraju preračunavati kako se knjiže u izvještajima tvrtke. Bilanca se mora preračunavati po tekućem tečaju valute u trenutku kada se knjiži u izvještajima.

Stavke koje se knjiže u izvještajima po povijesnim troškovima se preračunavaju po povijesnim tečajevima valute koji su vrijedili u trenutku kada je tvrtka knjižila iste u svojim izvještajima (Gregurek, 2017.).

(3) *Monetarna metoda* temelji se na monetarnim računima koji imaju sličnosti, jer njihova vrijednost predstavlja zbroj novca čija se vrijednost mijenja kao i tečaj valute.

Metoda koristi monetarne bilančne račune (gotovina, vrijednosnice, potraživanja itd.) inozemnih podružnica koji se preračunavaju po sadašnjoj vrijednosti tečaja dok se svi drugi (ne-monetarni) bilančni računi preračunavaju po povijesnom tečaju valute iz faze kada je račun otvoren (Gregurek, 2017.).

### 6.3.2. Transakcijska izloženost

Poslovanje na svjetskom tržištu je zahtjevnije puno više nego poslovanje na domaćem tržištu. U prilog idu razlozi kao što su različite valute, različiti pravni i poslovni sustavi, različiti jezici, kulture, pravni i politički sustavi, a zbog tih razloga dolazi do povećane mogućnosti za rizikom koji može prijetiti poslovanju na svjetskom tržištu.

Izloženost transakcijskom riziku su nepredvidive promjene tečaja koje utječu na tijek novca MNK-a. Transakcijski rizik je gubitak po ugovorenoj transakciji kod stjecanja imovine ili stvaranja obveze denominirane u inozemnoj valuti. Promjena vrijednosti strane valute, bilo pozitivna ili negativna, izravno utječe na prihode i troškove tvrtke.

Multinacionalna korporacija u smislu transakcijske izloženosti susreće se s tri glavna zadatka; (1) Utvrditi stupanj njezine transakcijske izloženosti

(2) Odlučiti se hoće li zaštititi ovu izloženost

(3) Odabrati tehniku zaštite samo za dio ili ukupnu izloženost.

---

<sup>16</sup> FASB 8 pravilo koje zahtijeva da se transakcije u stranim valutama izvještavaju prema povijesnom trošku uz pretpostavku trenutnog tržišnog tečaja. Ovo pravilo je bilo prilično kontroverzno i FASB br. 8 zamijenjen je FASB br. 52 1981. godine; dostupno na: <https://financial-dictionary.thefreedictionary.com/FASB+8>



Kako bi MNK mogao mjeriti transakcijsku izloženost, trebao bi procijeniti neto novčane priljeve ili novčane odljeve u svakoj od valuta te mjeriti potencijalni utjecaj izloženosti valutama (Gregurek, 2017.).

Gregurek kao primjer navodi situaciju proizvodne kompanije izvan SAD-a koja koristi bakar u proizvodnom procesu. Kompanija naručuje samo bakar koji se proizvodi lokalno i prodaje svoje proizvode na lokalnom tržištu. Problem je u tome što je cijena bakra fiksirana u američkom dolaru na Londonskoj burzi metala (LME). Ni jedan proizvođač bakra ne može na lokalnoj razini postaviti cijenu svog proizvoda, stoga se cijena bakra u dolaru primjenjuje u cijelom svijetu. Ukoliko dođe do devalvacije valute s kojom poduzeće posluje u odnosu na dolar, doći će do porasta cijene bakra. Može doći do značajnog povećanja operativnih troškova izraženih u domaćoj valuti. Proizvođač će nažalost biti izložen valutnom riziku, iako nije vezivao svoje poslovanje uz druge valute, nego samo uz domaću.

Zaključak koji iz ovog primjera proizlazi je izloženost transakcija korporacija valutnom riziku čak i kada svoj posao obavlja u jednoj valutu, a može se zaključiti koji se tek rizik događa kada korporacija ima priljeve i odljeve novca u više valuta tijekom sudjelovanja na svjetskom tržištu.

### 6.3.3. Ekonomska (operativna) izloženost

Ekonomske rizik je utjecaj promjene tečaja na konkurentski položaj poduzeća. Promjena tečaja utječe na ekonomsku vrijednost poduzeća, ali i na promjene u očekivanim tokovima novca. Promjena tečaja odnosi se na prihode i rashode korporacije.

Navedeni rizik bitno utječe na odluku poduzetnika i investitora o investiranju u pojedinu korporaciju ili projekt. Problem ekonomske izloženosti vidljiv je u neizvjesnosti ekonomskih učinaka promjene tečaja jer dolazi do promjene u obujmu prodaje i kao posljedica promjena u troškovima proizvodnje. Obje situacije se događaju izravno kao rezultat promjene tečaja. Za mjerenje potencijalnog utjecaja ekonomske izloženosti valutama promatra se neto novčani tok MNK-a kao priljev u različitim valutama. Definicija ekonomske (operativne) izloženosti korporacija deviznom riziku najbolje je objašnjena kada prikazuje do koje je mjere operativni tok novca poduzeća pogođen od strane deviznog tečaja (Gregurek, 2017.).

Gregurek za primjer ekonomske izloženosti uzima nedavno postojanje ogromne nestašice na tržištu brodskog prijevoza iz Azije, a razlog je bila azijska kriza tečaja. To nije utjecalo samo na te kompanije koje se bave prijevozom, nego također i na trgovce koji su doživjeli odgode i povećane troškove.

Najveći problem operativne izloženosti je nemogućnost da je odmah vidljiva iz financijskih izvještaja poduzeća kao što je vidljiva transakcijska izloženost. Operativna izloženost poduzeća ovisi o strukturi tržišta inputa i proizvoda (koliko su konkurentski ili koliko su monopolistički nastrojena tržišta koja okružuju samo poduzeće) i mogućnosti poduzeća da se prilagodi svojim tržištima, proizvodnom miksu te ponašanju u skladu s promjenama deviznoga tečaja. Multinacionalne korporacije za upravljanje operativnom izloženosti deviznom tečaju trebale bi birati proizvodna mjesta s niskim troškovima, imati fleksibilniju izvoznu politiku, vršiti prodaju na više tržišta, što bolju diferencijaciju proizvoda i na kraju koristiti različite derivate za zaštitu.

#### 6.4. Metode i tehnike zaštite od deviznog rizika

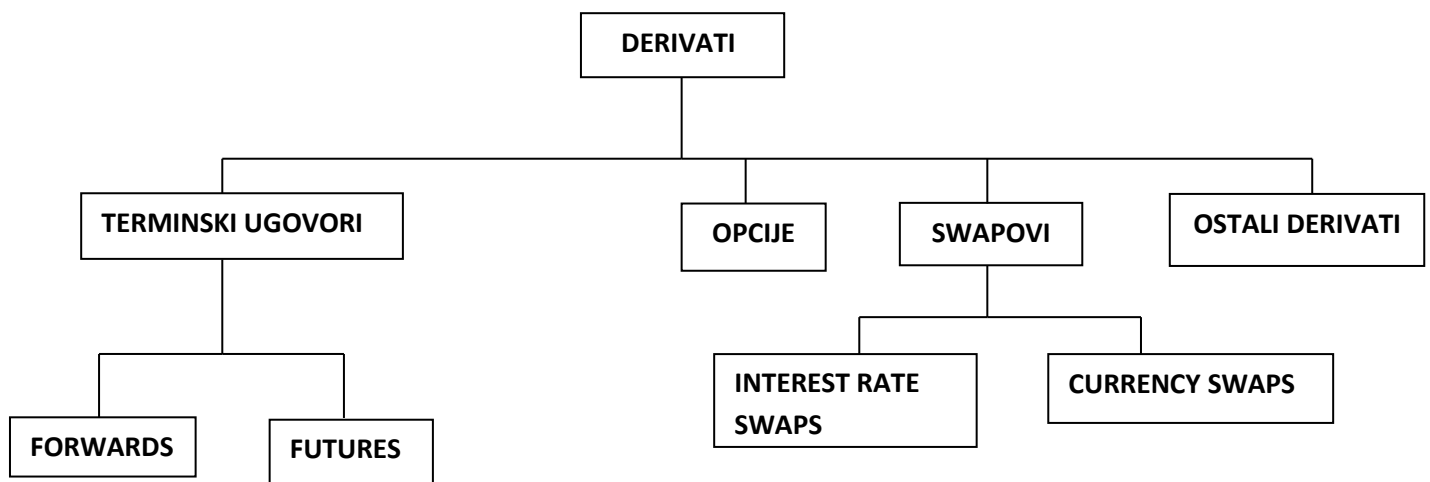
Da bi multinacionalne korporacije efikasno mogle upravljati rizicima koji prijete njihovom poslovanju, moraju razumjeti koncept rizika, poznavati vrste izloženosti rizicima, načine utjecaja rizika na tokove novca i pravovremeno iskoristiti tehnike za zaštitu od rizika. Teorija i praksa razlikuje unutarnje i vanjske metode za upravljanje rizicima. Unutarnje se odnose na upravljanje rizicima unutar poduzeća dok se vanjske odnose na upotrebu financijsko-tržišnih ugovora. Za potrebe rada obradit će se financijsko-tržišni ugovori koje koriste multinacionalne korporacije u zaštiti od deviznog odnosno valutnog rizika.

Osnovni pojam koji se koristi kada je riječ o zaštiti od valutnog rizika je *hedging*. *Hedging* je zapravo najpoznatija i najčešće korištena metoda premošćivanja rizika. Označuje kombinacije *forward* i *spot* poslova kako bi se pokrile razlike u cijeni između *forward* poslova. Važno je da *hedging* ne miješamo s pojmom izbjegavanja rizika jer to su sasvim dva suprotna pojma. *Hedging* je zapravo stvaranje nove izloženosti pored već postojeće izloženosti, ali s ciljem dobitka. Naime, *hedgingom* se stvara nova izloženost riziku koja ima za cilj da se potencijalni gubitak iz prve izloženosti kompenzira s istim iznosom dobiti iz druge izloženosti. „*Hedging* je posao kojim se sudionik deviznog tržišta štiti od očekivane nepovoljne promjene deviznog tečaja. Kod *hedging* valutnog rizika, strategija s izvedenicama

se koristi za kreiranje ili stvaranje izvedenica koje su negativno korelirane u odnosu na rizik koji se premošćuje.“ (Gregurek, 2017.)

Financijsko-tržišni ugovori koji korporacijama služe za zaštitu od rizika se drugačije nazivaju financijski derivati odnosno izvedenice. Slika 7 prikaz je osnovne podjele financijskih derivata (izvedenica).

Slika 7. Podjela financijskih derivata (izvedenica)



Izvor: Izrada autorice

Financijske izvedenice ili derivati mogu se koristiti za zaštitu (*hedging*), špekulaciju ili arbitražu<sup>17</sup>. Oni igraju ključnu ulogu u prijenosu širokog spektra rizika u gospodarstvu s jednog subjekta na drugi. Derivat se može definirati kao financijski instrument čija je vrijednost izvedena (ili proizlazi iz) vrijednosti drugih imovina ili financijskih instrumenata. Međutim, derivati mogu ovisiti o gotovo svakoj varijabli. Financijske institucije i ulagači diljem svijeta izgubili su ogroman iznos novac i svijet je utonuo u najgoru recesiju za vrijeme Velike ekonomske krize, kao rezultat, tržišta derivata sada su jače regulirana nego što su bila prije. U daljnjem tekstu bit će pojedinačno objašnjen svaki od ugovora.

<sup>17</sup> U ekonomiji i financijama, arbitraža (/ 'a:rbɪtrə:ʒ / , UK također / -trɪdʒ /) je praksa iskorištavanja razlike u cijenama između dvije ili više tržišta: postizanje kombinacije odgovarajućih ponuda koje kapitaliziraju neravnotežu, a dobit je razlika između tržišnih cijena po kojima se jedinicom trguje; dostupno na: <https://hr2.wiki/wiki/Arbitrage>

### (1) *Forwards ugovor*

Relativno jednostavan derivat koji je jedan od terminskih ugovora. To je sporazum o kupnji ili prodaji sredstva u određenom budućem vremenu za određenu cijenu. Ugovorom se trguje na slobodnom tržištu – obično između dva poslovna subjekta ili između financijske institucije i jednog od njenih klijenata. Unaprijed se određuje devizni tečaj, rok kada će se isporuka obaviti. Navedene stavke ugovaraju se za vrijeme sklapanja ugovora. Jedan od subjekata ugovora obvezuje se prodati određenu količinu vezane imovine, dok se drugi subjekt obvezuje kupiti određenu količinu vezane imovine prema dogovorenoj cijeni. Naime, obje strane zauzimaju dvije pozicije, jedna strana zauzima dugu poziciju (smatra da će cijena imovine koju želi kupiti i za koju se obvezuje, porasti), a druga strana zauzima kratku poziciju (smatra da će cijena imovine koju želi prodati pasti). Prvi derivatni ugovor koji se pojavio na valutnim tržištima je bio *devizni forward ugovor*. Devizni *forward* ugovor predstavlja ugovor za 'kupovinu' strane valute (tj. strana u odnosu na domaću valutu zemlje kupca) koja dospijeva na određeni dan u budućnosti. Sudjelovanje u takvoj transakciji se naziva „kupovina deviznog forward tečaja“ ili „prodaja deviznog forward tečaja“. „Devizni forward ugovor je najjednostavniji način upravljanja bilo kojim valutnim rizikom. Glavne značajke deviznih forward ugovora su te da su oni povezujući ugovori koji se sklapaju u trenutku kupoprodaje, za određeni datum u budućnosti, te su vezani uz određeni iznos valute u odnosu na simultanu vrijednost druge valute. Važno je zapamtiti da nema druge nego obaviti zamjenu valuta na određeni datum. To predstavlja fiksnu obvezu.“ (Gregurek, 2017.)

### (2) *Futures ugovor*

Ugovori koji su vrlo slični *forward* ugovorima, stvara pravo, odnosno obvezu da se određeni financijski instrument kupi ili isporuči na neki budući dan koji je ugovorom dogovoren. *Forward* i *futures* ugovori imaju isti cilj; kupnja ili prodaja ugovorene količine i kvalitete imovine na ugovoreni datum po ugovorenoj cijeni (*futures* cijena) koja je određena na dan sklapanja ugovora. Najveća razlika između spomenutih ugovora je standardizacija, odnosno *forward* ugovori nisu standardizirani, dok *futures* ugovori jesu. Značenje njihove standardizacije vidljiv je u *futures* ugovorima koji točno mora imati ispisanu određenu količinu imovine, određenu kvalitetu imovine, određeno vrijeme i uvjeti isporuke imovine, minimalne fluktuacije cijena te točno određeno vrijeme i uvjet trgovanja takvim ugovorima. Možemo reći da su *futures* ugovori napredniji terminski ugovori od *forward* ugovora.

Kako bi lakše mogli uvidjeti glavne razlike između *forward* i *futures* ugovora bit će sažeti u prikazu na slici 8.

Slika 8. Prikaz razlika *forward* i *futures* ugovora

OPIS	OBILJEŽJA FUTURES UGOVORA	OBILJEŽJA FORWARD (TERMINSKIH) UGOVORA
TRGOVINA	Trgovanje na burzi	Trgovanje direktnim pregovorima, najčešće telefonom ili telefaksom
OBRAČUN	Obračun se vrši dnevno: dobici se mogu podići, a gubici se moraju isplatiti dnevno	Obračun se vrši onog datuma koji je dogovoren od strana koje su zaključile ugovor
NAČIN SKLAPANJA UGOVORA	Kupnja i prodaja posredstvom brokera za čiju se uslugu plaća provizija	Ugovara se direktno između banke i poduzeća
VELIČINA UGOVORA	Mogu se razmjenjivati samo određene valute i to u količini koja je standardizirana	Bilo koji iznos bilo koje valute može biti sredstvo razmjene između kupca i prodavaoca
DATUMI OBRAČUNA	Standardizirani datumi obračuna	Datumi obračuna ugovaraju se između kupca i prodavaoca i različiti su za svaki ugovor
POLOG	Da bi prodavao ili kupovao futures ugovore sudionik na tržištu mora položiti polog	Banke ne zahtijevaju polog prilikom zaključivanja terminskog ugovora
UČESTALOST ISPLATE PO DOSPIJEĆU	Samo nekolicina ugovora uključuje stvarnu isplatu po dospijeću glavnice	Većina terminskih ugovora rezultira isplatom valute
TROŠAK UGOVORA	Uključuje proviziju za usluge brokera	Troškovi se baziraju na razlici između ponude i potražnje
KREDITNI RIZIK		Pojavljuje se za sve strane u ugovoru. Kreditna ograničenja moraju biti dogovorena zasebno za svakog subjekta u ugovoru

Izvor: Shapiro, A.C.: Foundations of Multinational Financial Management. Massachusetts, Allyn and Bacon, 1991.

### (3) *Swap* ugovor

*Swap* ugovori u prijevodu znače zamjenski ugovori, odnosno, derivativni ugovor u kojem jedna strana mijenja ili „zamjenjuje“ novčane tokove ili vrijednost jedne imovine za drugu. Koriste se kao sredstvo za kontrolu rizika promjene tečajeva valuta. *Swap* ugovorima smanjuje se izloženost valutnom riziku odnosno riziku koji nastupa promjenom tečaja stranih valuta. Razlikuju se kamatni i valutni *swap* ugovori, no nama su važni valutni. Valutni *swap* je ugovor koji se koristi kao zaštita od rizika deviznog tečaja koji utječe na nepoklapanje aktive i pasive u bilanci. Odnosno, ako se aktiva multinacionalne korporacije nalazi u jednoj valuti, a pasiva u drugoj valuti.

#### (4) Opcije

Postoje dvije vrste opcija kao derivata. *Call opcija* daje vlasniku pravo na kupnju temeljne imovine do određenog datuma za određenu cijenu. *Put opcija* daje vlasniku pravo prodati temeljnu imovinu do određenog datuma za određenu cijenu. Cijena u ugovoru je poznata kao izvršna cijena ili cijena izvršenja; datum u ugovoru poznat je kao datum isteka ili dospijeće. Mogu se razlikovati dvije specifične opcije: *Američke opcije* - mogu se iskoristiti u bilo kojem trenutku do datuma isteka i *Europske opcije* - mogu se iskoristiti samo na sam datum isteka. Većina opcija kojima se trguje su američke. Treba naglasiti da opcija daje nositelju pravo da nešto učini. Nositelj ne mora koristiti ovo pravo. To je ono što razlikuje opcije od terminskih ugovora, gdje je vlasnik dužan kupiti ili prodati temeljnu imovinu.

S obzirom da su sada objašnjeni svi ugovori kao zaštita od valutnog rizika, važno je njihovu upotrebu detaljnije objasniti na primjerima.

(1.1.) Prvi primjer bit će prikaz kako se *Intel*<sup>18</sup> multinacionalna korporacija sa sjedištem u Sjedinjenim Američkim Državama štiti od valutnog rizika hedgiranjem pomoću terminskih ugovora. Novčani podaci i transakcije bit će prilagođeni.

Pretpostavimo da je današnji datum 3. veljače 2022. godine, MNK Intel izvozi svoje procesore u Veliku Britaniju. Dana 6. svibnja 2022. godine zna da će primiti 30 milijuna funti od britanske tvrtke koja od njih kupuje procesore. Izvršni direktor u Intelu zabrinut je da bi korporacija mogla pretrpjeti veliki gubitak u slučaju ako vrijednost dolara padne značajno ispod trenutne vrijednosti jedne funte. Izvršni direktor Intela sklapa ugovor sa Središnjom bankom u korist zaštite od valutnog rizika, naime isplata u funtama za tri mjeseca značila bi da Intel drži dugu poziciju u funtama. Glavno pravilo hedgiranja nalaže da je potrebno neutralizirati tu dugu poziciju kratkom pozicijom. Iz toga razloga Središnja banka sklapa *forward* ugovor koji je obvezuje da proda 30 milijuna funti za tri mjeseca od današnjeg datuma u zamjenu za dolare po trenutnoj stopi tečaja. Pretpostavimo da je trenutna stopa tečaja 1,5 (1 britanska funta = 1,5 dolara).

U ovom slučaju *forward* ugovor je osiguranje korporaciji da će za tri mjeseca dobiti 30 milijuna funti koji će biti zamijenjeni za dolare, bez obzira što će se u budućnosti dogoditi s tečajem. Prikažimo to matematički:

---

<sup>18</sup> Više o multinacionalno korporaciji pročitati na: <https://www.intel.com/content/www/us/en/homepage.html> i <https://hr.wikipedia.org/wiki/Intel>

03.02.2022. —————> da je uplata bila izvršena isti dan izračun bi bio:  
 $30\,000\,000 \times 1,5 = 45\,000\,000$  dolara na računu Intel korporacije

06.05.2022. —————> s obzirom da je uplata dogovorena za tri mjeseca izračun je:  
 $30\,000\,000 \times 1,5 = 45\,000\,000$  dolara, odnosno isti. U prilog ide sklapanje *forward* ugovora.

Postavlja se pitanje, što bi se dogodilo da se Intel nije zaštitio od promjene tečaja, odnosno da nije sklopio *forward* ugovor?

Travanj 2022. —————> Tečaj pada na 1,4 (odnosno, 1 funta iznosi 1,4 dolara)  
 $30\,000\,000 \times 1,4 = 42\,000\,000$  dolara —————> padom tečaja, Intel dobiva manje dolara, odnosno ima gubitak od 3 000 000 dolara.

Da je kojim slučajem tečaj porastao na 1,6 —>  $30\,000\,000 \times 1,6 = 48\,000\,000$  dolara, odnosno imao bi dobitak od 3 000 000 dolara i volio bi da nije sklopio forward ugovor.

Ovaj primjer ilustrira ključni aspekt zaštite. Svrha zaštite je smanjenje rizika od gubitka iako nema jamstva da će ishod zaštite biti bolji od ishoda bez zaštite, ali velike korporacije, pa i male tvrtke ne mogu si priuštiti sve poslove bez zaštite jer fluktuiranjem tečaja može doći do znatnih gubitaka.

(1.2.) Drugi primjer opisuje investitora koji posjeduje dionice određene tvrtke i koristi opciju kao zaštitu od rizika. Podaci će također biti prilagođeni za razumijevanje kao i u prijašnjem primjeru.

U svibnju 2021. godine investitor posjeduje 1000 dionica određene multinacionalne korporacije. Pretpostavlja se da je cijena dionice 28 dolara. Investitor je zabrinut zbog mogućeg pada vrijednosti dionica u naredna dva mjeseca i želio bi se zaštititi. Mogućnost koja se investitoru nudi je kupnja 10 prodajnih opcija (ugovora) na dionice tvrtke s cijenom od 27,50 dolara. Ugovori bi dali pravo investitoru da proda svojih 1000 dionica po cijeni od 27,50 dolara. Uzmimo za primjer da je navedena cijena opcije 1 dolar. Tada bi svaki

ugovor koštao 100 dolara jer bi i cijena troška sklapanja opcijskog ugovora<sup>19</sup> iznosila 10 dolara. Matematički izgledalo bi ovako;

$10 \text{ ugovora} \times 1 \text{ dolar} = 10 \text{ dolara} \times 10 \text{ dolara (premija)} = 100 \text{ dolara}$

Ugovor jamči da se dionice mogu prodati za najmanje 27,50 dolara po dionici tijekom trajanja opcije. Ako tržišna cijena dionice padne ispod 27,50 dolara, opcije će se iskoristiti tako da se za sve dionice ostvaruje 27.500 dolara. S obzirom da je investitor platio premiju, konačni ostvareni iznos je 26.500 dolara. Da je cijena dionica u bilo kojem slučaju ostala ista, opcija se ne koristi, istekla bi i bila bezvrijedna.

Postoji temeljna razlika između upotrebe terminskih ugovora i opcija za zaštitu od rizika. Terminski ugovori su dizajnirani da neutraliziraju rizik fiksiranjem cijene koju će strana koja se zaštićuje platiti ili primiti za temeljnu imovinu. Opcijski ugovori, nude način na koji se investitori mogu zaštititi od nepovoljnih okolnosti kretanja cijena u budućnosti, a da im i dalje dopušta da imaju koristi od povoljne cijene kretanja. Za razliku od terminskih ugovora, opcije uključuju plaćanje naknade za sklopljeni ugovor unaprijed.

---

<sup>19</sup> Premija=cijena koju kupac opcije mora platiti prodavatelju; dostupno na: <https://books.google.hr/books?id=Jrh9Pj2MQTcC&pg=PA159&lpg=PA159&dq=premija+opcijski+ugovor&source=bl&ots=rejgswTVKB&sig=ACfU3U021LSVnooweS50yXvuatFqNXNqjg&hl=hr&sa=X&ved=2ahUKEwj20Yue1-P1AhXjUOUKHSdKArcQ6AF6BAGPEAM#v=onepage&q=premija%20opcijski%20ugovor&f=false>



## 7. ZAKLJUČAK

Devizno tržište je najveće financijsko globalno tržište na kojem se trguje devizama.

Pojam deviza važno je razlikovati od pojma valuta jer nemaju isto značenje, odnosno devize su kratkoročna potraživanja, a valute sredstvo plaćanja na deviznom tržištu. Glavne funkcije deviznog tržišta mogu se podijeliti na razmjenu, trgovinu, kreditiranja ili ipak samo transfer kupovne moći. Sudionici koji trguju na deviznom tržištu su brojni, no rad se najviše bazirao na multinacionalnim korporacijama jer se upravo preko njih ostvaruje najveći dio međunarodnih financijskih tokova i izravnih investicija. Multinacionalne korporacije se pojavljuju u području prometa, osiguranja, bankarstva i međunarodne trgovine. Glavni njihov cilj je maksimiziranje vrijednosti dioničara, a ujedno vrijednosti same korporacije. Nekoliko je deviznih sustava koje je odredio Međunarodni monetarni fond, a države članice, s obzirom da je devini tečaj promjenjiv, stupanjem u zajednicu MMF-a morale su izabrati jedan od ponuđenih. Odabir sustava ne znači da ga nikada više ne mogu promijeniti.

Financijsko tržište poznaje dvije vrste tečaja; fiksni i fluktuirajući. Odabir jednog ili drugog tečaja nosi svoje prednosti, ali i nedostatke. Država odabirom fiksnog tečaja može multinacionalne korporacije sa sjedištem u njoj izložiti ranjivosti na ekonomske uvjete u drugim zemljama, devalvacijom i revalvacijom valute. Odabirom fluktuirajućeg tečaja multinacionalne korporacije bile bi prisiljene zapošljavati što više stručnih ljudi kako bi upravljali valutnim rizikom. Da bi se izbjegli nedostaci jednog i drugog, rješenje za ovakvu situaciju je da države biraju kombinaciju fiksnog i fluktuirajućeg deviznog tečaja s obzirom na veličinu ekonomije, otvorenost ekonomije, kredibilitet nositelja makroekonomske ili neku drugu determinantu koja ima utjecaj na odabir. Sudionici na deviznom tržištu najviše su orijentirani na kretanja deviznog tečaja, bilo pozitivna ili negativna. Upravo kretanja imaju najveći utjecaj na njihovo poslovanje. Tečaj može aprecirati, odnosno dolazi do povećanja vrijednosti domaće valute ili deprecirati, slučaj kada dolazi do smanjenja vrijednosti domaće valute. Metode predviđanja kretanja deviznog tečaja uvelike pomažu sudionicima na tržištu za planiranje poslovanja, trgovine, razmjene valuta ili neku drugu dopuštenu transakciju. Jedno od istraživačkih pitanja postavljeno na početku rada bilo je vezano za čimbenike koji utječu na kretanja deviznog tečaja. Odgovor stoji u promjeni relativne stope inflacije, promjena u relativnoj kamatnoj stopi, promjena u relativnom nivou dohotka, promjena u kontroli vlade i promjena u očekivanjima budućih deviznih tečajeva. Čimbenici uglavnom međusobno i istovremeno utječu na tečaj, rijetko kada samo jedan čimbenik utječe na kretanja tečaja. Osjetljivost tečaja na čimbenike ovisi o količini međunarodnih transakcija između dvije

zemlje. Tehnička i fundamentalna analiza su tehnike predviđanja deviznog tečaja koje su stvorene za lakše praćenje tržišta u budućnosti. Tehnike su vrlo slične, no značajna razlika vidljiva je u korištenju varijabli za predviđanje. Analitičari tehničke analize smatraju da su u tržišnim cijenama sadržane sve relevantne informacije, smatraju da će cijene slijediti trendove i povijest će se ponavljati. Fundamentalni analitičari otišli su korak dalje i za predviđanja koriste praćenje svih makroekonomskih varijabli. Investitori koriste obje tehnike, u sklopu tehničke analize investitori koriste podatke o cijeni i prometima, a u sklopu fundamentalne analize investitori koriste podatke iz financijskih izvješća kompanija. Najveći problem svih na deviznom tržištu, bilo da se radi o multinacionalnoj korporaciji ili nekom drugom sudioniku je nepredvidivost kretanja tečaja koji dovodi do deviznog, odnosno valutnog rizika. Za poslovni uspjeh važan je stupanj i način upravljanja deviznim rizikom, prvo procjena, a onda donošenje odluke o upravljanju istim. Multinacionalne korporacije na tržištu izložene su translacijski, transakcijski i ekonomski. Korporacije se moraju zaštititi od rizika i zbog toga koriste razne tehnike, odnosno ugovore. Ovim zaključkom sumirani su odgovori na istraživačka pitanja o glavnim značajkama deviznog tržišta, važnim čimbenicima koji imaju utjecaj na kretanje tečaja, utjecaj kretanja tečaja na profitabilnost i poslovanje korporacije. Nezaobilazan je odgovor mogućnost stvaranja zaštitnih mjera i intervencija središnje banke na kretanje tečaja. Općenito, i kao posljednji odgovor na istraživačko pitanje može se donijeti zaključak da se financijsko tržište širi, mnogo je korporacija koje trguju na deviznom tržištu zbog više prednosti. Ulaskom na devizno tržište prijete im devizni rizik od kojeg je važno maksimalno se zaštititi. Korporacija može dovoljno učinkovito upravljati rizikom vodeći računa o svojem poslovanju, financijskoj sposobnosti i sposobnosti poduzeća za pravilnom i pravovremenom upotrebom metoda i tehnika za zaštitu od deviznog rizika.

## **LITERATURA:**

### Knjige:

1. Andrijanić, I.: Vanjska trgovina, Zagreb: Mikrorad d.o.o, 1999.
2. Andrijanić I.: Poslovanje u vanjskoj trgovini, Zagreb, 2008.
3. Babić, A. i Babić, M.: Međunarodna ekonomija, Zagreb: Sigma,2008.
4. Bekaert, G., Hodrick J. R.,: International Financial Management; Pearson Education, Inc., New Jersey, 2012.
5. Bragg, S.,:Accounting Best Practices. John Wiley and Sons, Inc. New Jersey, 2013.
- 6.Evrensel Y. A., International Finance For Dummies; Wiley Publishing Inc., Hoboken, New Jersey, 2013.
7. Galant, M., Dolan, B.,: Currency Trading for Dummies; Wiley Publishing, Inc., Indianapolis, Indiana, 2007.
8. Lien, K., Day trading and swing trading the currency market: technical and fundamental strategies to profit from market moves, John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey., 2009.
9. Lovrinović, I.: Globalne financije. Accent, Zagreb, 2015.
10. Madura, J., Fox, R., International Financial Management; Thomson Learning, Mason, 2009.
11. Mishkin S. F., Eakins G. S., Financijska tržišta + institucije, MATE d.o.o., Zagreb, 2005.
12. Shapiro, A.C.: Foundations of Multinational Financial Management. Massachusetts, Allyn and Bacon, 1991.

### Priručnici:

1. Forex at eye level, a quick guide to currency trading, Easy-ForexTM, 2008.
2. Gregurek M., Međunarodni financijski menadžment, recenzirana skripta, 2017.
3. Hrvatska enciklopedija, Leksikografski zavod Miroslava Krleža, 2021.
4. Koški, D., Međunarodni financijski menadžment, materijal za izučavanje, 1. dio, Osijek: Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera, Ekonomski fakultet u Osijeku, 2013.

### Propisi:

1. Zakon o deviznom poslovanju, urednički pročišćeni tekst, NN br. 96/03, 140/05, 132/06, 150/08, 92/09, 133/09, 153/09, 145/10, 76/13, 52/21.

### Stručni i znanstveni članci:

- 1.Chen James: Forex Market, 2021.

2. Journal of Knowledge Management, Economics and Information Technology
3. Kaye Jason: How do exchange rates affect a business? The impact of foreign exchange markets, 2018.
4. Koški Dražen, Izbor optimalnog sustava deviznog tečaja za Republiku Hrvatsku
5. Mečev D., Izbor režima deviznog tečaja, 2012.

Internet izvori:

1. <https://www.uniassignment.com/essay-samples/finance/how-exchange-rate-fluctuation-impact-multinational-companies-profits-finance-essay.php>
2. <https://www.investopedia.com/articles/forex/021114/exchange-rate-risk-economic-exposure.asp>
3. <https://www.ig.com/en/forex/what-is-forex-and-how-does-it-work>
4. <https://www.investopedia.com/terms/m/multinationalcorporation.asp>
5. <https://books.google.hr/books?id=Jrh9Pj2MQTcC&pg=PA159&lpg=PA159&dq=premija+opcijski+ugovor&source=bl&ots=reigswTVKB&sig=ACfU3U021LSVnooweS50yXvuatFqNXNqjg&hl=hr&sa=X&ved=2ahUKEwj20Yue1-P1AhXJUOUKHSdKArcQ6AF6BAgPEAM#v=onepage&q=premija%20opcijski%20ugovor&f=false>
6. <https://www.hnb.hr/statistika/statisticki-podaci/sektor-inozemstva/inozemna-izravna-ulaganja>
7. <https://hr.campwaltblog.com/4111564-portfolio-investment-what-is-it>
8. [https://en.wikipedia.org/wiki/Joint\\_venture](https://en.wikipedia.org/wiki/Joint_venture)
9. <https://plaviured.hr/sto-je-racun-dobiti-i-gubitka/>
10. <https://financial-dictionary.thefreedictionary.com/FASB+8>
11. <https://hr2.wiki/wiki/Arbitrage>
12. <https://admiralmarkets.com/hr/education/articles/forex-analysis/tehnicka-analiza>
13. <https://lider.media/znanja/sto-je-sto-u-korporativnom-upravljanju-62245>
14. <https://webhosting-wmd.hr/rjecnik-pojmovi-n/web>
15. <https://www.enciklopedija.hr/natuknica.aspx?ID=52608>
16. <https://admiralmarkets.com/hr/education/articles/forex-basics/koji-su-najbolji-valutni-parovi-za-trgovinu>
17. <https://www.hnb.hr/en/web/guest/statistics/statistical-data/rest-of-the-world/balance-of-payments>

18. <https://www.hnb.hr/en/core-functions/financial-stability/cnbs-role>
19. <https://www.hnb.hr/en/core-functions/monetary-policy/exchange-rate-regime>

## POPIS SLIKA, GRAFOVA I DIJAGRAMA

1. Slika 1. Prikaz bilance plaćanja Republike Hrvatske za prvo tromjesečje 2020. godine i prvo tromjesečje 2021. godine.....	11
2. Slika 2. Tečajna lista HNB-a na dan 27.01.2021. (tečaj u kunama).....	15
3. Slika 3. Prikaz deviznih tečajeva za razdoblje 1980. - 2002. odabranih stranih valuta.....	33
4. Slika 4. Ekonomska izloženost s obzirom na fluktuacije tečaja .....	34
5. Slika 5. Prikaz postotka promjene valutnog tečaja za kanadski dolar i euro.....	37
6. Slika 6. Prikaz rastućeg, padajućeg i horizontalnog trenda.....	45
7. Slika 7. Podjela financijskih derivata (izvedenica).....	60
8. Slika 8. Prikaz razlika <i>forward</i> i <i>futures</i> ugovora.....	62
9. Graf 1. Kretanje EUR-a u razdoblju 13.02.2021. - 12.01.2022.....	6
10. Graf 2. Kretanje USD-a u razdoblju 13.02.2021. - 12.01.2022.....	6
11. Graf 3. UK potražnja za US dolare.....	38
12. Graf 4. US ponuda za UK funte.....	38
13. Graf 5. Ravnotežni tečaj.....	39
14. Graf 6. (1) $\Delta INF$ - promjena u relativnoj stopi inflacije.....	40
15. Graf 7. (2) $\Delta INT$ - promjena u relativnoj kamatnoj stopi.....	40
16. Graf 8. (3) $\Delta INC$ - promjena u relativnom nivou dohotka.....	41
17. (1) stupičasti dijagram.....	43
18. (2) linijski grafikon.....	44
19. (3) grafikon japanskih svijećica.....	44



