



Sveučilište u Zagrebu  
**EKONOMSKI FAKULTET**  
Zagreb - Hrvatska

Trg J. F. Kennedyja 6  
10000 Zagreb, Hrvatska  
Telefon +385(0)1 238 3333  
<http://www.efzg.hr/wps>  
[wps@efzg.hr](mailto:wps@efzg.hr)

SERIJA ČLANAKA U NASTAJANJU

---

Članak broj 10-05

Branimir Lokin  
Drago Jakovčević

**Kuna izvozni proizvod**



SVEUČILIŠTE U  
ZAGREBU



---

# Kuna izvozni proizvod

---

Branimir Lokin

Drago Jakovčević  
[djakovcevic@efzg.hr](mailto:djakovcevic@efzg.hr)  
Ekonomski fakultet – Zagreb  
Sveučilište u Zagrebu  
Trg J. F. Kennedyja 6  
10 000 Zagreb, Hrvatska

Sve izneseno u ovom članku u nastajanju stav je autora i ne odražava nužno službena stajališta Ekonomskog fakulteta u Zagrebu. Članak nije podvrgnut uobičajenoj recenziji. Članak je objavljen kako bi se potaknula rasprava o rezultatima istraživanja u tijeku, a u svrhu njegovog poboljšanja prije konačnog objavljivanja.

**Copyright 2010 by Branimir Lokin & Drago Jakovčević**

Sva prava pridržana.

Dijelove teksta dopušteno je citirati uz obavezno navođenje izvora.

### Sažetak

Ova kraća studija, nakon koje će nadamo se biti ostvarene predmetno šire elaboracije, motivirana je problematikom inozemnog duga u Republici Hrvatskoj, te proračunskog deficita kao njegovog uzročno-posljedičnog blizanca.

Međutim, budući da korištenje kapitala, poglavito inozemnog, implicira razvojne i prijepore sustavnog sadržaja, u kontekstu su studije i ta pitanja u potrebnoj mjeri raščlanjena. Inozemni dug u posljednjih nekoliko godina nezadrživo raste, također, moguće je reći, mjerama monetarne politike nemoguće ga je obuzdati, dok interventni mehanizam države gubi snagu pod udarom liberalističkog diktata.

Dug, o kojemu je riječ, dolazi u raskoraku s gospodarskim i socijalnim razvojem, budući da njegova relativna vrijednost doseže oko 83% Bruto domaćeg proizvoda (udio iznad 70% predstavlja stanje visoke zaduženosti), dok njegova godišnja kamatna marža prelazi trećinu godišnjeg prirasta Bruto domaćeg proizvoda na razini relativno visoke stope rasta od 4-4,5% godišnje. Operativna praksa, koja već prerasta i u teorijsku tezu o tome, kako je dug moguće rješavati elegantno refinanciranjem (dug na dug) budući da smo stvorili mehanizam i ostvarili ionako visoke novčane pričuvne potencijale, depasirana je, i držimo gospodarski, politički i socijalno potpuno neprihvatljiva, jer njene posljedice znače rasprodaju resursa, pretvaranje građana Republike Hrvatske u najamnu, nisko-obrazovanu radnu snagu, te nastavak egzodusa i produbljivanje demografske regresije.

Naš prijedlog pretvaranja kune u izvozni proizvod potpuno je konceptijski suprotan dosadašnjoj praksi i prešutnim službenim stajalištima. Njegova je namjera trojaka:

1. smanjiti razinu dužničkog opterećenja u Bruto domaćem proizvodu;
2. reducirati kamatnu maržu (opterećenje) u prirastu Bruto domaćeg proizvoda i
3. povećati udio inozemnih ulagača na domaćem tržištu, a samim time i njihovu odgovornost za domaći rast i razvoj.

Riječju, naš prijedlog ne pledira u pravdu budućih, očekivanih pogodnosti, već se njime traži ad hoc rješenje u postojećim, zadanim okvirima, stvorenih međunarodnih i nacionalnih konstelacija.

Provedba projekta kune izvoznog proizvoda, nalaže aktivan odnos ekonomske politike na strategijskom, sustavnom i operativnom planu, što već postojeće zakonsko okružje u potpunosti omogućuje.

### Ključne riječi

emisija međunarodnih obveznica, deficit, diversifikacija portfelja, inozemni dug, mjenica

### JEL klasifikacija

E

## 1. POVIJESNI I GLOBALNI KONTEKST

Nacionalna valuta uporabljena, kao instrument ekonomske politike milenijska je pojava. Naime, sam fenomen inflacije (kvarenje novca) još u ranom razdoblju metalizma bio je vrlo često povezan s pojavom programiranog snižavanja sadržaja plemenitih metala u novčanoj leguri. U novije pak vrijeme, pojavom intervencionizma, poglavito tijekom dvadesetog stoljeća, politika manipulacije tečajnim paritetima dobiva puni legitimitet.

Međutim, jačanjem liberalizma napose od početka devedesetih godina, prošlog stoljeća, manipulacije valutama splašnjavaju, a posljednje velike ciljane devalvacije nacionalnih valuta zabilježene su početkom devedesetih godina u slučajevima talijanske lire i engleske funte. Za razliku od pojave otvorenih valutnih manipulacija, skrivena praksa tog istog fenomena nastavlja se, uglavnom u slučajevima gospodarski moćnih zemalja, kao SAD-a primjerice koji manipulira dolarom još od reganovog doba, ili pak Kine, koja istu politiku u novije vrijeme provodi i preko izbora reprezentativnih valuta koje čine stožer sustava plaćanja i novčane tezauracije, poglavito dolara, eura, yena ili yuana, sve više. Najnoviji pak oblik valutne manipulacije, odnosno aktivne politike nacionalne valute odnosi se na pojavu denominiranja obveznica u nacionalnoj valuti na svjetskom financijskom tržištu.

Ovdje se radi o valutama koje nisu reprezentativne i što više, emitiraju ih slabije razvijene zemlje koje se nalaze vrlo često u ozbiljnim gospodarskim teškoćama. Pa ipak vrijednosni papiri denominirani u tim valutama nalaze kupce na svjetskom financijskom tržištu bez nekih osobitih teškoća. Povezano s tim pojavama držimo kako bi emisija obveznica u kunama bila uspješna i razumljivo višestruko korisna za Republiku Hrvatsku. Uz to, predlažemo i uporabu kune u plaćanjima s inozemstvom, budući da rastući negativni saldo naše trgovinske bilance može biti otklonjen jedino bržim rastom izvoza u odnosu na uvoz, ili pak supstitucijom uvoznog sadržaja, što ovaj mehanizam otvara.

## 2. RAZLOZI UPORABE KUNE KAO IZVOZNOG PROIZVODA

Inozemni dug i slabi izgledi u pogledu njegovog obuzdavanja, temeljni su razlozi uporabe kune kao izvoznog proizvoda.

**Tablica 1.** Inozemni dug (mln eura)

Godina	2002	2003	2004	2005
Stanje duga	15.055,0	19.811,0	22.781,0	25.508,0
Udio duga u BDP	61,5	75,5	80,2	82,4
Udio duga u izvozu roba i usluga	135,3	150,8	160,0	166,8

Izvor: Bilten HNB

Stupanj zaduženosti eksplozivno raste tako da Hrvatska, u svega četiri godine, od srednje zadužene zemlje, postaje visoko zadužena zemlja. Istodobno, i isto tako skokovito, pada njen potencijal glede otplate duga. Generator duga, dugoročno gledajući, je rastući deficit trgovinske bilance koji ima duboke strukturne uzročnosti.

**Tablica 2.** Salda platne bilance

Godina	2001	2005	Indeks 2005/2001
Tekuće transakcije	- 817,1	- 1.963,6	240
Roba i usluge	- 1.301,0	- 2.165,0	166
Roba	- 4.603,0	- 7.482,0	162
Usluge	3.302,0	5.317,0	161
Dohodak	- 616,0	- 974,0	158
Tekući transferi	1.099,0	1.176,0	107

Izvor: Bilten HNB

Deficit tekućih transakcija s inozemstvom u vidljivoj je ekspanziji, također negativna salda roba, usluga i dohodaka rast brže od pozitivnih salda usluga i transfera. Posljedice redukcije proizvodnih kapaciteta poglavito, do čega je došlo tijekom devedesetih godina, oborile su domaću ponudu dok je njen manjak supstituiran uvozom i financiran inozemnim zaduženjem. Usporedo s tim, inozemni ulagači izvlače u inozemstvo sve veću dobit. Naši gospodarski kapaciteti nedovoljni su za pokriće narasle domaće potrošnje, također zbog gubljenja tržišta, oni postaju sve nekonkurentniji.

Budući da uvozni kapital profilira gospodarsku strukturu sukladno svojim potrebama, što znači potrošno, a nacionalna gospodarska politika nema odgovore na izazove deindustrijalizacije, iluzorno je očekivati promjene u tendencijama platne bilance zemlje. Dostignuti stupanj zaduženosti Republike Hrvatske i projekcija glede obročne otplate i programiranog smanjenja stupnja zaduženosti u narednim godinama načinjeni u HNB-u, izrazito su optimistični.

**Tablica 3. Projekcije otplate inozemnog duga – mln eura**

Godina	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Glavnica	6.305,4	3.556,4	2.934,0	3.115,1	2.266,4	1.926,3
Kamate	481,3	616,2	519,2	446,2	318,8	245,3
<b>UKUPNO</b>	<b>6.786,7</b>	<b>4.172,6</b>	<b>3.453,2</b>	<b>3.561,3</b>	<b>2.585,2</b>	<b>2.171,6</b>
Prirast BDP	1.237,9	1.448,1	1.529,4	1.582,0	1.653,0	1.817,0
Udio kamata u prirastu BDP	39,0	42,5	34,4	28,1	19,2	13,5

Izvor: HNB i DZS

Opaska: Rast BDP-a projiciran je stopom od 4,5% prosječno godišnje

Prema rezultatima projekcije u razmaku od tri godine došlo bi do radikalnog zaokreta u otplati duga, budući da bi godišnji opseg otplate duga bio osjetno niži u apsolutnim vrijednostima. Rezultati predočene projekcije dovedeni u odnos s generatorima rasta raspoloživih sredstava za potrošnju (BDP) u Republici Hrvatskoj nisu međutim uvjerljivi.

**Tablica 4. Doprinos pojedinih agregata bdp njegovoj stopi rasta – poeni stope rasta**

Razdoblja	BDP	Osobna potrošnja	Državna potrošnja	Investicije	Promjena zaliha	Izvoz	Uvoz
2004/2003	3,8	2,2	0,0	1,1	0,0	2,5	- 2,0
2005/2004	4,3	2,1	0,0	1,5	0,7	2,2	- 2,2
I-VI	4,6	1,8	0,4	3,7	1,0	3,7	- 5,9
2006/2005							

Izvor: DZS

Neprijeporno, gospodarski rast se ubrzava u protekle dvije i pol godine zahvaljujući investicijama budući da utjecaj osobne potrošnje na rast slabi. Međutim, upravo se investicije financiraju najvećim dijelom inozemnim sredstvima, što znači, da u stvorenoj konstelaciji odnosa, nije moguće ostvariti rast bez korespondentnog inozemnog kapitala. Promjena pak strukturnih obilježja, svake gospodarske matrice dugoročan je proces koji traži jasne i objektivne strategijske opcije.

### 3. ZADUŽENJE EMISIJOM DRŽAVNIH OBVEZNICA

Postoje tri moguće oblika financiranja proračunskog deficita: primarna emisija, zaduženje na domaćem i zaduženje na inozemnim financijskim tržištima. Financiranje iz primarne emisije nosi stigmatu proinflatarnog, te ga u današnje vrijeme globalne proklamacije monetarnih politika niske inflacije nema smisla izučavati.

Suvremene države, i to podjednako razvijene i tranzicijske, svoje proračunske deficite, pa prema tome i iz deficita proizišao javni dug, financiraju zaduženjem na domaćem ili na inozemnom tržištu. U pravilu se zaduženja kreiraju emisijama obveznica koje su na međunarodnom tržištu denominirane u jednoj od svjetskih valuta, a na domaćem u nacionalnoj novčanoj jedinici. Rasprodane emisije državnih obveznica

tranzicijskih zemalja na domaćim i međunarodnim tržištima ukazuju na visok stupanj povjerenja domaćih i inozemnih investitora bonitetu obveznica, odnosno bonitetu izdavatelja. Istodobno, uspješne emisije obveznica u stranim valutama dokaz su međunarodne potpore razvojnim ciljevima i vjerodostojnosti ekonomske politike koju provodi neka Vlada. Razlika u nominalnim kamatnjacima državnih obveznica javlja se s obzirom na niži ili viši stupanj kreditnog i investicijskog rejtinga pojedinih zemalja koji redovito obznanjuju Agencije, primjerice, Fitch, Moody's, Standard and Poors, itd.

Državna obveznica koja nosi niže kamatne prinose pripada Državi boljeg boniteta od obveznice s većim kamatnjakom. Razlika u stupnju njihovog boniteta, pa prema tome i kamatnjacima, pripisuje se „spreadu“, a zapravo se radi o rizičnosti koja je ugrađena u kamatnu stopu i predstavlja nagradu investitoru za preuzimanje većeg rizika.

Zbog koncepcije vremenske preferencije novca i diskontiranja na sadašnju vrijednost koju investitori uvažavaju, veća kamatna stopa je istodobno veći diskontni faktor ili niža cijena obveznice, a niža kamatna stopa je viši stupanj povjerenja, manji diskontni faktor ili viša cijena obveznice. Na pragmatičnoj razini, bez obzira što, primjerice njemačke državne obveznice uz manji rizik nose manje kamate od hrvatskih državnih obveznica, međunarodni investitori kupuju hrvatske obveznice uz veći rizik.

Racionalnost te odluke temelji se na kupnji obveznice po nižoj cijeni uz očekivanu veću zaradu, ali samo uz pretpostavku naplate tih obveznica u roku i u potpunosti. Uredna isplata, odnosno, amortizacija državne obveznice eliminira preuzeti rizik, spread pretvara u novčani priljev i potvrđuje investitorima ispravnost odluke o kupnji obveznice s većim rizikom uz veći kamatnjak.

Stoga se zahtjev transparentnosti ekonomskih, osobito, monetarnih politika kod tranzicijskih zemalja može tumačiti kao implicitna potpora ili sumnja međunarodnih investitora u konzistentnost i održivost makroekonomskih ciljeva pojedinih Vlada.

**Tablica 5.** Uzorak državnih obveznica tranzicijskih zemalja

Tržišne obveznice u lokalnoj valuti	Dospijeće	Kupon	ASK cijena	ASK YTM%	“Spread” prema Bunds	Modificirano stanje
PLN 10y Gov. Bond	24.10.2005.	6,25%	106,05	5,39%	170	6,9
HUF 10y Gov. Bond	12.02.2016.	5,50%	85,96	7,65%	396	7,1
CZK 10y Gov. Bond	26.01.2016.	6,95%	124,20	3,81%	-3	7,1
SKK 10y Gov. Bond	11.02.2014.	4,90%	103,81	4,28%	59	6,2
RH 2010	08.03.2010.	6,75%	106,50	4,66%	100	3

Izvor: RZB group, weekly outlook, 10/2006

Tablica *Uzorak državnih obveznica tranzicijskih zemalja* ilustrira nominalnu i tržišnu cijenu državnih obveznica Poljske, Mađarske, Češke, Slovačke i Hrvatske. Pored toga, svakoj obveznici pridodani su elementi kvalitete s motrišta rizika. „Spread prema Bundsu“ je razlika u rizičnosti neke obveznice u odnosu na njemačku državnu obveznicu koja je referentna u smislu zanemarivo niskog rizika boniteta izdavatelja. Budući da su obveznice denominirane u lokalnim valutama, u “spreadu” je uključen i valutni rizik kojim upravlja emitent. Hrvatske obveznice imaju manji spread iskazan u temeljnim bodovima od poljskih, osobito mađarskih, ali to je logičan atribut s obzirom na duljinu dospelja, ne uzimajući u obzir valutni rizik. Budući da je vrijeme čimbenik rizika, u stupcu modificirano trajanje iskazan je koeficijent rizičnosti s obzirom na vremenski horizont. Modificirano trajanje kao mjera rizika je prosječno vrijeme potrebno da se obveznica u potpunosti amortizira novčanim priljevima. Konkretno, obveznica s kraćim trajanjem i manjim koeficijentom nosi manji rizik od obveznice s duljim trajanjem i većim koeficijentom.

S motrišta države dužnika, niža kamatna stopa na obveznici znači i manji trošak održavanja javnog duga. Stoga je svakoj Državi u interesu stalno poboljšavati investicijski rejting jer sebi otvara mogućnost zamjene starog skupljeg za novi jeftiniji dug.

#### 4. MEĐUNARODNA EMISIJA DRŽAVNIH OBVEZNICA DENOMINIRANIH U DOMAĆOJ VALUTI

Kad Država svoj javni dug financira emisijom međunarodnih obveznica uvriježeno je promišljati o inozemnom zaduženju. Međutim, moguće je postaviti tezu o opravdanosti zaduženja na međunarodnim tržištima u nacionalnoj valuti. U tom kontekstu, nameće se pitanje: Može li Hrvatska zamijeniti svoj inozemni dug u stranim valutama sa dugom u domaćoj valuti koji će financirati međunarodni investitori. Ako se ovako postave stvari onda slijedi nekoliko važnih determinanti koje treba ispitati!

1. Ako međunarodni investitori vjeruju bonitetu Države izdavatelja može li valuta isplate obveznica biti prepreka uspješnosti prodaje emisije? Budući da su obveznički portfelji primarno izloženi kamatnom riziku, a kamatni prinos stopi inflacije, moguće je zaključiti kako su zemlje (Vlade) izdavatelji obveznica sa dugoročnom niskom inflacijom jamac zaštite kamatnih prinosa u nacionalnoj valuti. K tome, ako se zna da je neka nacionalna novčana jedinica interno konvertibilna na dulji rok, što se kod Hrvatske ne može dovesti u pitanje, nema dvojbe kako bi međunarodni investitor prihvatio amortizaciju obveznice u domaćoj valuti s mogućnostima daje uložiti dalje na tržištu istog monetarnog suvereniteta ili konvertira u neku od svjetskih valuta bez značajnih tečajnih gubitaka.
2. Postoje li i kakva su iskustva drugih tranzicijskih zemalja u međunarodnim emisijama obveznica denominiranih u domaćoj valuti. U tom kontekstu, relevantna akademska literatura ističe poteškoće s kojima su se susretale neke zemlje u pokušaju plasiranja obveznica u lokalnim valutama na međunarodna tržišta. Spomenute poteškoće kategorizirane su pod sintagmu «originalan grijeh». Riječ je o dvodimenzionalnom problemu, međunarodnog i lokalnog karaktera. S jedne strane postoji nespremnost međunarodnih investitora da prihvate takve emisije, a s druge strane, nesposobnost Države da se na domaćem tržištu zaduži na dulji rok uz fiksni kamatnjak (Eichengreen 2005). U svezi potonje komponente «originalnog grijeha» Hrvatska je već dokazala suprotno. Danas se na hrvatskim tržištima kapitala trguje s Državnim obveznicama iz 14. emisija, 10 denominiranih u Eurima i 4 s valutom u kunama (HPB, dnevni izvještaj, tržište obveznica). Od domaćih izdanja na dugi rok na tržištu se trguje sa obveznicama serije RH 2010 uz kupon od 6,75 % s dospijecem 08.03.2010, RH 2013 s kuponom od 4,5% s dospijecem 11.07.2013i RH 2015 s dospijecem 2015 uz kupon od 5,25%.

#### 5. ISKUSTVA BRAZILA, KOLUMBIJE I URUGVAJA U MEĐUNARODNOM PLASMANU DOMAĆIH OBVEZNICA

U proteklih nekoliko godina tri Latinsko-Američke zemlje provele su uspješnu međunarodnu emisiju obveznica denominiranih u vlastitim valutama.

Tablica 6. Pregled međunarodnih emisija u domaćoj valuti

Izdavatelj	Godina izdavanja	Vrijednost emisije mil USA\$	Kuponska rata	Dospijecé
BRAZIL	2005	1.479,00	12,5	2016
KOLUMBIJA	2004	500,00	11,75	2010
KOLUMBIJA	2005	325,00	12,00	2015
URUGVAJ	2003	290,00	10,5	2006
URUGVAJ	2004	250,00	17,5	2006
<b>UKUPNO</b>		<b>2.844,00</b>		

Izvor: Camilo E Tovar (2005)

Brazil, Kolumbija i Urugvaj u okviru svojih strukturnih reformi plasirali su obveznice na globalnom međunarodnom tržištu u razdoblju 2003. i 2005. godine. Ukupna vrijednost emisije od preko 2,8 milijardi USA \$ rasprodana je s lakoćom što ukazuje na povjerenje međunarodnih investitora. Štoviše, kod Brazila i Kolumbije radi se o dugoročnom povjerenju investitora jer su dvije serije obveznica izdane na rok iznad 10 godina.

Ako se Hrvatska odluči za sličan međunarodni plasman može se postaviti pitanja njene stabilnosti i održivosti makroekonomskih pokazatelja. Stoga se nastavno tablične ilustriraju odabrani makroekonomski pokazatelji Hrvatske u usporedbi s zemljama Latinske -Amerike koje su uspješne provele međunarodnu emisiju obveznica u domaćim valutama.

**Tablica 7.** Odabrani makroekonomski pokazatelji Hrvatske i nekih tranzicijskih zemalja

	Brazil		Kolumbija		Urugvaj		Hrvatska	
	2004	2005	2004	2005	2004	2005	2004	2005
Realni BDP (godišnje promjene u %)	4,9	2,3	4,0	5,1	12,0	6,0	3,8	4,3
Potrošačke cijene (godišnje promjene, u %)	6,6	6,9	5,9	4,9	9,2	5,2	2,1	3,3
Proračunski saldo (u % BDP)	4,6	4,8	-4,5	-4,9	-2,4	-1,7	-4,6	-3,4
Tekući račun (u % BDP)	1,9	1,4	-1,0	-1,6	-0,8	-2,8	-4,9	-6,3
Vanjski dug (u % BDP)	36,4	21,1	41,1	31,2	87,0	70,0	80,2	82,5
Inozemne pričuve (u % BDP)	8,7	6,8	11,0	12,0	18,8	20,3	25,2	22,9

IZVOR: MMF, Podaci Centralnih Banaka, Bilten, HNB

Usporedba odabranih makroekonomskih pokazatelja Hrvatske s trima zemljama Latinske Amerike navodi na zaključak o konkurentnosti hrvatske ekonomije s ekonomijama Brazila, Kolumbije i Urugvaja. Hrvatska ima najbolji pokazatelj inflacije jer su hrvatske maloprodajne cijene u promatranom razdoblju ostvarile najmanje stope rasta. Hrvatski inozemni dug relativno je najveći u odnosu na BDP jednako kao i deficit tekućeg računa. Međutim, najveću relativnu vrijednost pričuva kod središnje banke ima Hrvatska. Ovakva makroekonomska slika Hrvatske uz njene realne perspektive Euro-atlantskih integracija ne bi trebala biti element narušavanja njenog međunarodnog investicijskog rejtinga.

## 6. KUNA U FUNKCIJI MEĐUNARODNE DIVERSIFIKACIJE

Diversifikacija je znanstveno utemeljena strategija kojom investitori smanjuju relativni rizik svojih portfelja. Kombinacijom različitih investicija ili čestica u portfelju, kao što su obveznice, dionice i udjeli u investicijskim fondovima moguće je smanjiti volatilnost portfelja, jer sve investicije nemaju isti smjer niti intenzitet promjene vrijednosti. Tržišna vrijednost nekih investicija intenzivnije od drugih raste, dok druge investicije u isto vrijeme gube na vrijednosti. Međuzavisnost investicijskih čestica u portfelju mjeri se kovarijancama čija je standardizirana mjera korelacijski koeficijent s vrijednostima u rasponu od (-1) do (+1) Savršeno pozitivna korelacija poprima vrijednost +1, a negativna -1. Prema fundamentalnoj teoriji portfelja u paru investicijskih čestica moguće je eliminirati rizik ako među njima postoji savršeno negativna korelacija.

Međutim, uslijed brojnih međuzavisnosti svjetskih ekonomskih ciklusa, te političkih, demografskih i socijalnih čimbenika globalizacije, svi su investicijski portfelji u najvećoj mjeri pozitivno korelirani. Stoga je cilj diversifikacije umjesto eliminacije rizika, smanjenje izloženosti rizicima koje se postiže kombiniranjem investicija s blago pozitivnim korelacijama.

Međunarodna diversifikacija podrazumijeva smanjenje relativne rizičnosti cijelog portfelja kombinacijom investicija u vrijednosnice čiji su izdavatelji iz različitih nacionalnih, geografskih i političkih struktura. Upravo je međunarodna diversifikacija imperativ koji je natjerao globalne investitore da proširuju svoje portfelje dionicama i obveznicama tranzicijskih zemalja očekujući zadovoljavajuće prinose uz prihvatljive rizike.

Stoga je hrvatska kuna poželjna investicijska čestica koja će u međunarodnim portfeljima globalnih investitora pridonijeti smanjenju rizika ili povećanju prinosa. S aspekta hrvatskih državnih interesa,



međunarodnom emisijom obveznica u kunama Država će transferirati valutni rizik na međunarodna tržišta i globalne investitore.

## 7. PLAĆANJE UVOZA U KUNAMA

Plaćanje uvoza, odnosno naplata izvoza (međunarodni platni promet) ostvaruje se u ugovorenim valutama. Razumljivo je kako su reprezentativne valute u tom prometu najviše zastupljene, međutim i sve ostale valute uključene su, već prema definiciji u taj promet.

U slučaju Republike Hrvatske to znači, kako je i njena nacionalna valuta kuna predmetom međunarodnog platnog prometa. Prethodno, u slučaju denominacije državnih obveznica u kunama plasiranih na svjetskom tržištu kapitala, amortizacija obveznica ostvaruje se, odnosno naplaćuje u kunama. Isti učinak postiže se i u slučaju kada nerezident svoja potraživanja prema Republici Hrvatskoj naplaćuje u kunama u okviru poslova svog izvoza roba i usluga. Plaćanje uvoza u kunama regulira se, kao što je već rečeno, ugovorno, ali kako kuna nije reprezentativna valuta moguće je očekivati otpor nerezidenata takvom načinu naplate potraživanja.

Međutim, Republika Hrvatska može uvesti obvezu plaćanja uvoza u kunama što onda nerezident mora prihvatiti kao internim zakonom utvrđenu obvezu ako želi poslovati na hrvatskom tržištu. Odmah valja naglasiti kako na prvi pogled ovaj mehanizam djeluje prohibitivno, međutim to je tek privid. Naime, on se uopće ne razlikuje od mehanizma robnog režima koji diljem svijeta provode razne zemlje kada se nađu u uvjetima platnobilančnih deficita cjelovitih ili parcijalnih. Također, ne razlikuje se uopće od carinskih režima koji kroz vrijednosni sustav nameću ista ograničenja. Valja naglasiti kako se Republika Hrvatska, zbog velikog robnog deficita, deficita u tekućim plaćanjima i konačno duga prema inozemstvu, nalazi pred vrlo bliskom mogućnošću (opasnost) primjene regulativnih režimskih mjera, što predstavlja prijetnju njenom procesu liberalizacije u cijelosti, ali i njenom putu prema međunarodnim integracijama. U tom kontekstu promatran mehanizam plaćanja uvoza u kunama predstavlja branu navedenom scenariju. On naime omogućuje za razliku od robnog i carinskog režima koji su postavljeni, daljnje otvaranje nacionalnog tržišta s tim što obvezu njegovog širenja prenosi i na uvoznike koji su do sada isključivo koristili njegove prednosti a malo su ili gotovo ništa u njega ulagali.

Makroekonomske implikacije kune, izvoznog proizvoda, višestruko su pozitivne:

- U slučaju plasmana obveznica sa svjetskom financijskom tržištu dolazi do priljeva deviznog kapitala u prvom koraku, dok se u drugom koraku amortizacijom obveznica, kao i plaćanjem uvoza u kunama povećava domaća potražnja.
- Potraživanja koju nerezidenti ostvaruju na domaćem tržištu potiče gospodarski rast i korištenje domaćih kapaciteta čiji se stupanj iskorištenosti kreće na granici od svega 60%. Rast proizvodnje ostvaruje se bez novih ulaganja.
- Smanjenje deviznog odljeva jača deviznu poziciju zemlje i smanjuje deficit platne bilance, također tomu pridonosi i uvozna supstitucija koja se na taj način ostvaruje.
- Stupanj deviznog refinanciranja implicite se smanjuje što slabi pritisak otplate te pridonosi likvidnosti i efikasnosti sustava.
- I konačno, širenjem nacionalnog tržišta jača konkurentnost domaćih gospodarskih subjekata.

Primjena mehanizma kune izvoznog proizvoda na devizno-kunske odnose, odnosno na tečaj i inflaciju, slijedeća je:

- Plaćanje uvoza u kunama ima identične posljedice budući da opseg kuna u odnosu na opseg deviza raste. U jednom i drugom slučaju intervalutani odnosi ostaju nepromijenjeni. To je značajno, budući da mehanizam plaćanja uvoza u kunama ne pogađa dakle izvoznu konkurentnost.
- Međutim, dok utjecaja na inflaciju u prvom slučaju nema, u drugom je on prisutan. Naime, u prvom slučaju dolazi do uravnoteženja robno-novčanih vrijednosti (uvoz roba – odljev deviza) dok se u drugom slučaju ta ravnoteža remeti (uvoz roba – devize nepromijenjene – rast kunske komponente).

Moguće je dakle zaključiti, kako plaćanje uvoza u kunama djeluje proinflatorno, što znači da nalaže monetarnu intervenciju.

Upravo zbog toga obujam plaćanja uvoza u kunama treba pravilno dimenzionirati. Vodeći računa o konstantnoj aprecijaciji kune i visokoj likvidnosti sustava držimo kako je, moguće ostvariti profitno plaćanje uvoza u kunama u visini od 5% veličine rashoda roba i usluga.

S vremenom taj omjer treba povećavati analizirajući u međuvremenu nastale makroekonomske i sistavne okolnosti.