

# Međunarodne pričuve Republike Hrvatske

---

**Brajković, Luka**

**Undergraduate thesis / Završni rad**

**2021**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Pula / Sveučilište Jurja Dobrile u Puli**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:137:178356>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2025-02-23**



*Repository / Repozitorij:*

[Digital Repository Juraj Dobrila University of Pula](#)



Sveučilište Jurja Dobrile u Puli  
Fakultet ekonomije i turizma  
«Dr. Mijo Mirković»

**LUKA BRAJKOVIĆ**

**MEĐUNARODNE PRIČUVE REPUBLIKE  
HRVATSKE**

Završni rad

Pula, 2021.

Sveučilište Jurja Dobrile u Puli  
Fakultet ekonomije i turizma  
«Dr. Mijo Mirković»

**LUKA BRAJKOVIĆ**

**MEĐUNARODNE PRIČUVE REPUBLIKE  
HRVATSKE**

Završni rad

**JMBAG: 0303072495, redoviti student**

**Studijski smjer: Financijski menadžment**

**Predmet: Monetarna ekonomija**

**Znanstveno područje: Društvene znanosti**

**Znanstveno polje: Ekonomija**

**Znanstvena grana: Financije**

**Mentorica: izv. prof. dr. sc. Marta Božina Beroš**

Pula, ožujak 2021.



## IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Ja, dolje potpisani \_\_\_\_\_, kandidat za prvostupnika \_\_\_\_\_ovime izjavljujem da je ovaj Završni rad rezultat isključivo mogega vlastitog rada, da se temelji na mojim istraživanjima te da se oslanja na objavljenu literaturu kao što to pokazuju korištene bilješke i bibliografija. Izjavljujem da niti jedan dio Završnog rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz kojega necitiranog rada, te da ikoji dio rada krši bilo čija autorska prava. Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije iskorišten za koji drugi rad pri bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili radnoj ustanovi.

Student \_\_\_\_\_

U Puli, \_\_\_\_\_, \_\_\_\_\_ godine



## IZJAVA o korištenju autorskog djela

Ja, \_\_\_\_\_ dajem odobrenje Sveučilištu  
Jurja Dobrile u Puli, kao nositelju prava iskorištavanja, da moj završni rad pod nazivom

\_\_\_\_\_  
\_\_\_\_\_

koristi na način da gore navedeno autorsko djelo, kao cjeloviti tekst trajno objavi u javnoj internetskoj bazi Sveučilišne knjižnice Sveučilišta Jurja Dobrile u Puli te kopira u javnu internetsku bazu završnih radova Nacionalne i sveučilišne knjižnice (stavljanje na raspolaganje javnosti), sve u skladu s Zakonom o autorskom pravu i drugim srodnim pravima i dobrom akademskom praksom, a radi promicanja otvorenoga, slobodnoga pristupa znanstvenim informacijama. Za korištenje autorskog djela na gore navedeni način ne potražujem naknadu.

U Puli, \_\_\_\_\_ (datum)

Potpis \_\_\_\_\_

## Sadržaj

<b>1. UVOD .....</b>	<b>1</b>
<b>2. ŠTO SU I ŠTO ČINI MEĐUNARODNE PRIČUVE.....</b>	<b>2</b>
<b>3. ODREDNICE I MODEL MEĐUNARODNIH PRIČUVA U REPUBLICI HRVATSKOJ.....</b>	<b>4</b>
<b>4. UPRAVLJANJE MEĐUNARODNIM PRIČUVAMA U REPUBLICI HRVATSKOJ ...</b>	<b>8</b>
<b>4.1 Zlato u međunarodnim pričuvama Republike Hrvatske.....</b>	<b>9</b>
<b>4.2 Utjecaj uvođenja eura na međunarodne pričuve u Republici Hrvatskoj.....</b>	<b>11</b>
<b>5. STRUKTURA MEĐUNARODNIH PRIČUVA U REPUBLICI HRVATSKOJ.....</b>	<b>15</b>
<b>6. RIZICI KOJI SE POJAVLJUJU U MEĐUNARODNIM PRIČUVAMA REPUBLIKE HRVATSKE .....</b>	<b>19</b>
<b>7. MEĐUNARODNE PRIČUVE U FINANCIJSKIM IZVJEŠĆIMA REPUBLIKE HRVATSKE .....</b>	<b>22</b>
<b>8. UTJECAJ KRIZE UZROKOVANE COVID-19 VIRUSOM NA MEĐUNARODNE PRIČUVE REPUBLIKE HRVATSKE.....</b>	<b>26</b>
<b>9. ZAKLJUČAK .....</b>	<b>31</b>
<b>LITERATURA .....</b>	<b>32</b>
<b>POPIS TABLICA .....</b>	<b>35</b>
<b>POPIS GRAFIKONA .....</b>	<b>36</b>
<b>SAŽETAK.....</b>	<b>37</b>
<b>SUMMARY .....</b>	<b>38</b>

## 1. UVOD

Međunarodne pričuve u Republici Hrvatskoj su definirane kao imovina pod kontrolom i na raspolaganju monetarne vlasti. Njima upravlja Hrvatska narodna banka (dalje u tekstu HNB) koja pravilnim ulaganjem osigurava likvidnost i ravnotežu na deviznom tržištu.

Cilj rada je pokazati zašto su međunarodne pričuve u Republici Hrvatskoj bitne u provođenju monetarne politike i politike deviznog tečaja. Isto tako, kroz rad će se pokazati i značaj ispravnog upravljanja prikazan kroz strukturu i model optimalne razine koje bi Republici Hrvatskoj osigurala bolji rejting. U zadnjim godinama povećan je trend akumuliranja pričuva. U doba pandemije koronavirusa ekonomske aktivnosti su u padu, devizne pričuve se smanjuju a time i hrvatski gospodarski rezultat. Ulaskom u Europsku uniju HNB se priključila Europskom sustavu središnjih banaka (ESSB). S aspekta međunarodnih pričuva ovo je bitno jer će Republika Hrvatska provoditi zajedničku monetarnu politiku koja omogućuje stabilnost tečaja. Pristupanjem europodručju Međunarodne pričuve Republike Hrvatske odlaze u pričuve Europske središnje banke (ESB). HNB će time dobiti pravo na udio u zajedničkom monetarnom prihodu Eurosustava, Uvođenjem eura ukloniti će se i valutni rizik.

Rad se sastoji od devet poglavlja. Nakon uvodne riječi, u drugom poglavlju će se općenito govoriti o međunarodnim pričuvama, te što ih čini. U trećem poglavlju govori se o odrednicama pričuva, optimalnoj razini međunarodnih pričuva koje Republika Hrvatska treba držati i modelu koji je najprikladniji za korištenje s obzirom na stanje u državi i mogućnost pojave novih kriza. U slijedećim poglavljima naglasak će biti na upravljanju pričuvama, strukturi tih istih pričuva i rizicima koji se pojavljuju u istim. Na kraju ću činjenice potkrijepiti najnovijim financijskim izvješćima, te se posvetiti utjecaju nove krize uzrokovane COVID-19 virusom na međunarodne pričuve Republike Hrvatske, te potom donijeti zaključak.

Za potrebe rada korištene su metode sinteze i analize, metoda deskripcije i metoda komparacije.

## 2. ŠTO SU I ŠTO ČINI MEĐUNARODNE PRIČUVE

Međunarodne pričuve su inozemna imovina koja je na raspolaganju monetarne vlasti. One uključuju inozemna sredstva plaćanja u gotovini, devizne depozite u bankama, inozemne vrijednosnice i zlato<sup>1</sup>. Prema definiciji Međunarodnog monetarnog fonda međunarodne pričuve su imovina koja je pod kontrolom i na raspolaganju monetarne vlasti u svrhu izravnog financiranja neravnoteže u bilanci plaćanja, te neizravnog reguliranja neravnoteže putem intervencija na deviznom tržištu radi utjecaja na tečaj te u ostale svrhe<sup>2</sup>. U skladu sa člankom 18. Zakona o Hrvatskoj narodnoj banci (NN 75/08, 54/13, 47/20) međunarodne pričuve čine:

- 1) zlato, plemenite kovine i drago kamenje koje drži Hrvatska narodna banka ili netko treći za račun Hrvatske narodne banke,
- 2) novčanice i kovani novac u konvertibilnoj stranoj valuti koje drži Hrvatska narodna banka ili netko treći za račun Hrvatske narodne banke,
- 3) potražna salda plativa u konvertibilnoj stranoj valuti na računima Hrvatske narodne banke kod stranih središnjih banaka, međunarodnih financijskih institucija ili kreditnih institucija,
- 4) ukupni iznos posebnih prava vučenja koji Hrvatska narodna banka drži kod Međunarodnog monetarnog fonda,
- 5) mjenice, potvrde o depozitu, obveznice i ostali dužnički vrijednosni papiri koje drži Hrvatska narodna banka ili netko treći za račun Hrvatske narodne banke, koji su plativi u konvertibilnoj valuti dužnika,
- 6) termenske kupnje ili repo ugovori koje je Hrvatska narodna banka s drugim središnjim bankama, kreditnim ili financijskim institucijama sa sjedištem izvan Republike Hrvatske ili međunarodnim financijskim institucijama, ili su ugovori pokriveni njihovim jamstvima te terminski i opcijski ugovori koje je Hrvatska narodna banka sklopila s ugovornim stranama, osiguravajući plaćanje u konvertibilnoj valuti,

---

<sup>1</sup> Ljubaj, I. (2020). *Međunarodne pričuve, tečajne razlike i financijski rezultat poslovanja HNB-a*; dostupno na <https://www.hnb.hr/-/p-045> str. 1. (pristupljeno

<sup>2</sup> ESB(2020); *Devizne pričuve i vlastita sredstva*, dostupno na <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/reserves/html/index.hr.html> (pristupljeno 23.05.2020)



7) druga imovina koja se po svom sadržaju i značenju može izjednačiti s imovinom navedenom u navedenim stavkama<sup>3</sup>

Devizne pričuve su dopunska rezerva likvidnosti kod međunarodnih plaćanja te uključuju stranu valutu i depozite domaćih banaka kod stranih banaka.

Kao što je već spomenuto međunarodnim pričuvama Republike Hrvatske upravlja Hrvatska narodna banka. Savjet Hrvatske narodne banke određuje politiku i strategiju upravljanja međunarodnim pričuvama. S motrišta međunarodne likvidnosti međunarodne pričuve uzimaju se za međunarodnu likvidnost prvog reda. Države imaju međunarodne pričuve i akumuliraju ih kako bi osigurale likvidnost zemlje. Njima se osigurava kredibilitet zemlje prema međunarodnoj zajednici, te omogućuje lakši pristup međunarodnim tržištima kapitala. Središnja banka ima široku kontrolu ekonomske politike preko instrumenata monetarne politike.<sup>4</sup> Središnja banka akumulira međunarodne pričuve radi osiguranja devizne likvidnosti i smanjivanja negativnih posljedica platnobilančnih šokova koji nastaju zbog naglog zastoja u priljevima inozemnog kapitala. Međunarodne pričuve služe i za osiguranje devizne likvidnosti u uvjetima povlačenja deviznih depozita iz bankovnog sustava kao na primjer u vrijeme bankarskih kriza<sup>5</sup>.

Prema kriteriju teorije optimalnih valutnih pričuva, pričuve su podijeljena na nedovoljne, prevelike i optimalne. Nedovoljne su te ako se deficit u bilanci plaćanja prerano sanira kroz ravnotežu u bilanci plaćanja na neprikladnoj razini, a ako se deficit u bilanci plaćanja predugo sadržava te pričuve se nazivaju prevelikima. Optimalne međunarodne pričuve su one koje omogućavaju ni prerano saniranje deficita u bilanci plaćanja niti njegovo predugo zadržavanje, već su to one rezerve koje daju priliku tržištu da otkloni neravnotežu u bilanci plaćanja preko promjena monetarne i fiskalne politike.

---

<sup>3</sup> HNB(2020); *Temeljne funkcije međunarodnih pričuva*, dostupno na <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/meunarodne-pricuve/meunarodne-pricuve-rh> (pristupljeno 05.06.2020)

<sup>4</sup> Božina L.; *Monetarna teorija i politika*, Pula: Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, 2012, str. 341.

<sup>5</sup> ESB(2020); *Devizne pričuve i vlastita sredstva*, dostupno na <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/reserves/html/index.hr.html> (pristupljeno 23.05.2020)

### 3. ODREDNICE I MODEL MEĐUNARODNIH PRIČUVA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Međunarodnim pričuvama upravlja središnja banka, u svrhu osiguranja vanjske likvidnosti zemlje, čime je omogućena međunarodna trgovina. Središnja banka akumulira međunarodne pričuve kod ublažavanja negativnih posljedica platnobilančnih šokova.

Analize optimalnosti međunarodnih pričuva započinju 60-tih godina prošlog stoljeća prelaskom na fleksibilniju tečajnu politiku i veće otvaranje gospodarstva. Početkom 21. stoljeća kao nove motive rasta međunarodnih pričuva u zemljama prikazane su volatilnost međunarodnih transakcija, političke okolnosti i izbor tečajnog režima<sup>6</sup>. Nakon toga, pristupa se merkantilističkom principu<sup>7</sup> koji nam pokazuje da uloga međunarodnih pričuva kao instrument politike sprječava aprecijaciju nacionalne valute, time se povećava izvoz i gospodarska aktivnost. U tom kontekstu postoji vrijedan rad pod nazivom „Odrednice međunarodnih deviznih pričuva u Hrvatskoj: Pristup kvantilne regresije“ u kojem autori; Bošnjak, M., Kordić, G. i Budimir, I. citiraju istraživanje Obstfeld-a, Shambaugh-a i Taylor-a u kojem oni navode da su međunarodne pričuve nužne radi očuvanja kako nacionalne financijske stabilnosti, tako i stabilnosti deviznog tečaja, dok bi prestanak pritjecanja kapitala zemlju izložio povećanim rizicima od nastanka bankovnih i financijskih kriza, koji je još i viši ukoliko je u zemlji prisutna visoka razina valutne neusklađenosti<sup>8</sup>. U 2011. godini analizi se pridodaju i realni i efektivni devizni tečaj. Svjetska kriza 2007-2008. godine nam govori da je kriza slabije utjecala na zemlje sa višim razinama međunarodnih pričuva, pogotovo na one zemlje sa slabije otvorenim kapitalnim računom. Zaključak do kojeg se dolazi je taj da zemlje sa manjim kreditnim rejtingom imaju korist od držanja pričuva njihovom zaštitnom funkcijom, dok zemlje sa višim rejtingom teže ka smanjivanju pričuva zbog porasta oportunitetnih troškova.

---

<sup>6</sup> DZS (2019); Bošnjak, M., Kordić, G. i Budimir, I. (2019). ODREDNICE MEĐUNARODNIH DEVIZNIH PRIČUVA U HRVATSKOJ: PRISTUP KVANTILNE REGRESIJE. *Ekonomska misao i praksa*, (1), 159-173. , dostupno na <https://hrcak.srce.hr/221029> (pristupljeno 04.07.2020.)

<sup>7</sup> Pravac ekonomske teorije koji se svodi na teoriju povećanja novčane mase u zemlji i sprječavanje odljeva nacionalnog bogatstva izvan granica zemlje

<sup>8</sup> DZS (2019); Bošnjak, M., Kordić, G. i Budimir, I. (2019). ODREDNICE MEĐUNARODNIH DEVIZNIH PRIČUVA U HRVATSKOJ: PRISTUP KVANTILNE REGRESIJE. *Ekonomska misao i praksa*, (1), 159-173. , dostupno na <https://hrcak.srce.hr/221029> (pristupljeno 04.07.2020.)

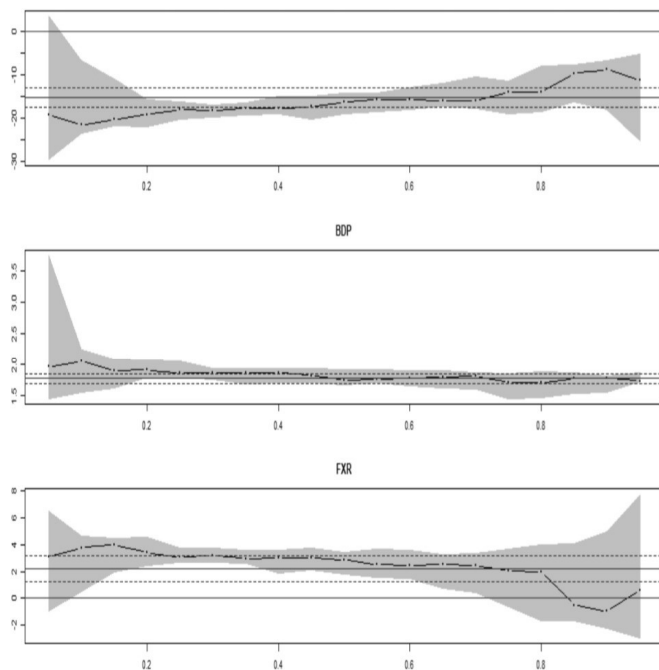
BDP i nominalni devizni tečaj su značajne odrednice međunarodnih pričuva u Republici Hrvatskoj. Veća je elastičnost međunarodnih pričuva Republike Hrvatske na promjene njihovih odrednica na nižim vrijednostima tih istih pričuva (tablica1.). Na višim vrijednostima međunarodne pričuve su manje elastične. Grafička ilustracija modela kvantilne regresije prikazana je na grafu 1.

Tablica 1. Elastičnosti međunarodnih deviznih pričuva na različitim kvantilima

Kvantil	Konstanta		BDP		FXR	
	Procjene (std.pogreške)	p-vrijednost	Procjene (std.pogreške)	p-vrijednost	Procjene (std.pogreške)	p-vrijednost
0.10	-21.50028 (3.49351)	0.00000	2.05036 (0.10936)	0.00000	3.76825 (1.48675)	0.01343
0.20	-19.18318 (1.77784)	0.00000	1.91158 (0.08065)	0.00000	3.41275 (0.75097)	0.00002
0.30	-18.26685 (1.32013)	0.00000	1.87515 (0.06482)	0.00000	3.16862 (0.55122)	0.00000
0.40	-17.79171 (1.25353)	0.00000	1.86579 (0.05621)	0.00000	2.98876 (0.53334)	0.00000
0.50	-16.22332 (1.41977)	0.00000	1.75037 (0.07117)	0.00000	2.86558 (0.59301)	0.00001
0.60	-15.79312 (2.00091)	0.00000	1.78239 (0.07773)	0.00000	2.48261 (0.86271)	0.00527
0.70	-16.01042 (2.23711)	0.00000	1.81160 (0.05139)	0.00000	2.43634 (0.98526)	0.01577
0.80	-13.94991 (3.13268)	0.00003	1.71042 (0.10559)	0.00000	1.99231 (1.35144)	0.14478
0.90	-8.81364 (2.47917)	0.00067	1.78694 (0.05686)	0.00000	-0.95616 (1.01756)	0.35033

Izvor: Bošnjak, M., Kordić, G. i Budimir, I. (2019). ODREDNICE MEĐUNARODNIH DEVIZNIH PRIČUVA U HRVATSKOJ: PRISTUP KVANTILNE REGRESIJE. *Ekonomski misao i praksa*, (1), 159-173. , dostupno na <https://hrcak.srce.hr/221029> (pristupljeno 05.07.2020.)

Graf 1. Elastičnost međunarodnih deviznih pričuva na promjene njihovih determinanti na različitim kvantilima



Izvor : Bošnjak, M., Kordić, G. i Budimir, I. (2019). ODREDNICE MEĐUNARODNIH DEVIZNIH PRIČUVA U HRVATSKOJ: PRISTUP KVANTILNE REGRESIJE. *Ekonomika misao i praksa*, (1), 159-173. , dostupno na <https://hrcak.srce.hr/221029> (pristupljeno 05.07.2020.)

Jaka akumulacija pričuva prisutna je i Republici Hrvatskoj<sup>9</sup>. Od 1998. godine bruto međunarodne pričuve HNB-a su se učetverostručile. Time je postavljen model opće ravnoteže međunarodnih pričuva. U taj model uključena su specifična obilježja hrvatske ekonomije. Model služi kao osiguranje države da financira neravnotežu u plaćanjima ka inozemstvu te osigura deviznu likvidnost. Modelsko gospodarstvo sastoji se od tri sektora : kućanstva (obuhvaća i poduzeća), banaka i države (koja ima

<sup>9</sup> Čeh, A.M. i Krznar, I. (2008). Optimalne međunarodne pričuve: primjer Hrvatske. *Financijska teorija i praksa*, 32 (4), str. 422.

ulogu središnje banke). Razdoblje naglog zastoja u priljevima inozemnog kapitala karakteriziraju sljedeće pretpostavke: 1) kratkoročni inozemni krediti svakog sektora ne mogu se više refinancirati, 2) realni BDP pada za određenu vrijednost, 3) tečaj kune/eura deprecira, 4) dio kunskih depozita, 5) dolazi do povlačenja depozita iz bankarskog sustava, 6) središnja banka (država) smanjuje stopu kunske i devizne obvezne pričuve, 7) država prestaje otplaćivati dugoročne obveze koje dospijevaju, 8) banke i kućanstva povlače svoju inozemnu aktivu<sup>10</sup>.

S obzirom na potrošnju kućanstva imaju iste preferencije. Jedina zadaća financijskog sektora odnosno banke je ta da uzima depozite od kućanstva, kredite iz inozemstva i da uz to i kreditira kućanstva. Pretpostavljeno je da je unutar sektora uspostavljena savršena konkurencija. Država je jedini sektor koji izdaje dugoročnu obveznicu u svrhu financiranja međunarodnih pričuva, također rashodi države sastoje se od međunarodnih pričuva, otplate kratkoročnog vanjskog duga, transfera u kućanstvima i dugoročnog duga koji dospijeva u određenom vremenu<sup>11</sup>.

Jasno je da je držanje međunarodnih pričuva poželjno. One omogućuju izgladivanje potrošnje nefinancijskog sektora promjenom transfera. Rezultat takvog modela je taj da razina optimalnih pričuva uvelike ovisi o reakciji banaka za vrijeme naglog zastoja u priljevima inozemnog kapitala sa bankarskom krizom<sup>12</sup>. Modelom je dokazano da HNB ima dovoljno pričuva da prebrodi krize u budućnosti.

---

<sup>10</sup> Ibid str. 430.

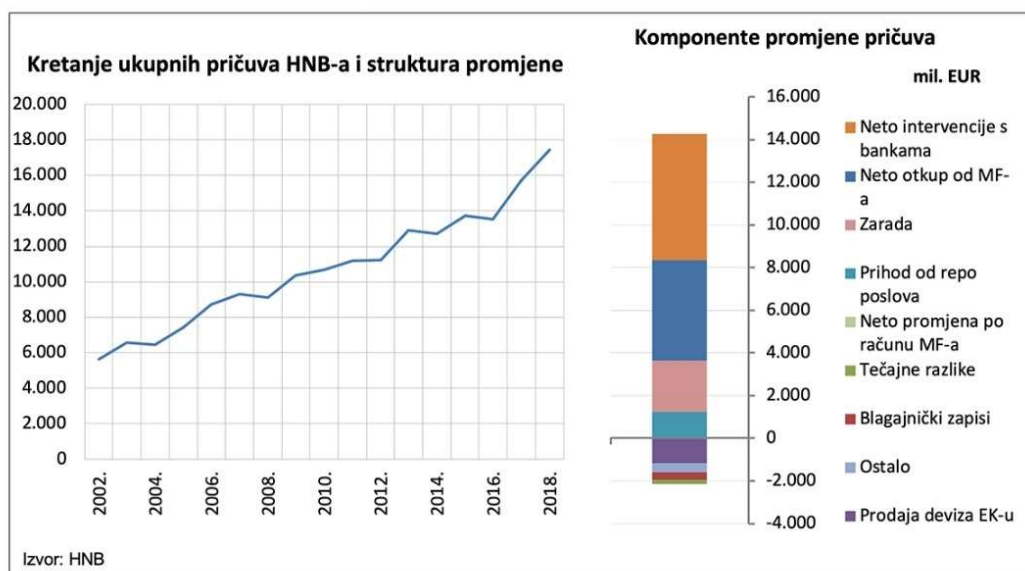
<sup>11</sup> Ibid str. 435.

<sup>12</sup> Ibid str. 452.

## 4. UPRAVLJANJE MEĐUNARODNIM PRIČUVAMA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Osnovna načela upravljanja međunarodnim pričuvama su likvidnost, sigurnost i profitabilnost, središnja banka međunarodnim pričuvama upravlja na osnovi načela likvidnosti i sigurnosti u skladu sa zakonom<sup>13</sup>. S takvim upravljanjem međunarodnim pričuvama mogu se ostvariti prihodi, što dovodi do financijske neovisnosti. Isto tako može doći i do negativnog financijskog rezultata radi promjene tečaja kune prema euru ili dolaru.

Graf 2. Kretanje ukupnih pričuva HNB-a i struktura promjene



Izvor: HNB (2019); *Upravljanje međunarodnim pričuvama*, dostupno na <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/medunarodne-pricuve/upravljanje> (pristupljeno 06.06.2020)

<sup>13</sup> HNB (2019); *Upravljanje međunarodnim pričuvama*, dostupno na <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/medunarodne-pricuve/upravljanje> (pristupljeno 06.06.2020)

Hrvatska narodna banka ubraja se u skupinu banaka sa visokim udjelom međunarodnih pričuva u svojoj aktivi. Taj postotak veći je od 96%. Najveći dio pasive nominiran je u kunama. Zbog toga velik utjecaj ima valutni rizik, dok tečajne razlike izravno utječu na računovodstveni obračun prihoda i rashoda zbog fluktuacije tečajeva. Nerealizirane tečajne razlike prenose se u opće pričuve središnje banke i služe kao rezerva za buduća moguća nepovoljna kretanja međunarodnih pričuva.<sup>14</sup> Portfelji HNB-a su portfelji za trgovanje, investicijski portfelji i sredstva povjerena na upravljanje vanjskim upraviteljima. Portfelji za trgovanje najčešće su u eurima i američkim dolarima i služe za održavanje dnevne likvidnosti za razliku od investicijskog portfelja koji služi za održavanje dugoročno stabilnih prihoda. Portfelji za trgovanje služe kod održavanja devizne likvidnosti i imaju kratko vrijeme dospjeća. Sredstva koja budu povjerena međunarodnoj financijskoj instituciji na upravljanje omogućuju diversifikaciju i razmjenu znanja kod upravljanja financijskim ulaganjima.

#### **4.1 Zlato u međunarodnim pričuvama Republike Hrvatske**

Zlato je sastavnica međunarodnih pričuva putem koje se zarađuje kapitalna dobit. Republika Hrvatska je jedna od rijetkih država u svijetu koja nema zlata koji spada u međunarodne pričuve, što nije dobro iz razloga što zlato ima dugoročnu tendenciju rasta vrijednosti. Republika Hrvatska je raspadom Jugoslavije naslijedila 13,127 tona zlata potpisivanjem dodatka ugovoru o pitanju sukcesije<sup>15</sup> u Bruxellesu u travnju 2001. godine. Hrvatska narodna banka predložila je da minimum prodaje bude po 276 dolara po unci. Takva cijena osiguravala je prinos od 5% na određenom razdoblju držanja, što je s obzirom na kamate koje su iznosile ispod 4% predstavljalo zadovoljavajući prinos. Zlato je prodano u rujnu 2001. godine po prodajnoj cijeni od 277,78 dolara po unci. Jedna unca iznosi 28,3 grama. Prinos na ukupni iznos zlata na godišnjoj razini imao je vrijednost od 7,44%, dok je ukupna dobit od prodaje zlata zajedno sa kamatom bila u vrijednosti od 2,37 milijuna dolara. Portfelj HNB-a nije bio zaštićen u slučaju

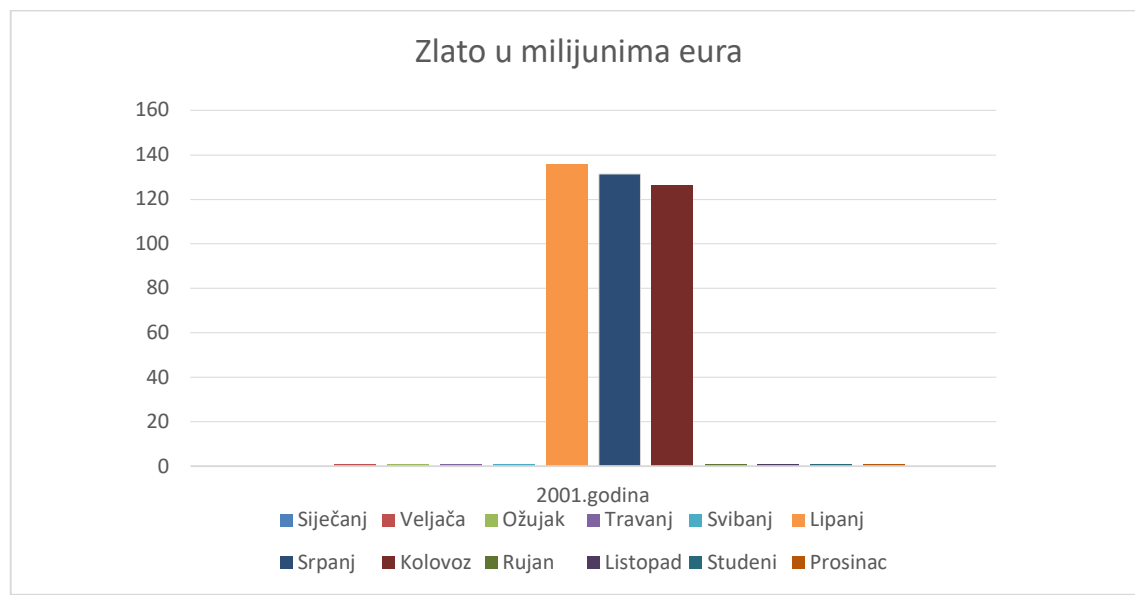
---

<sup>14</sup> Ljubaj, I. (2020). *Međunarodne pričuve, tečajne razlike i financijski rezultat poslovanja HNB-a*; dostupno na <https://www.hnb.hr/-/p-045>, str. 7. (pristupljeno 21.07.2020)

<sup>15</sup> Zakon o raspodjeli imovine bivše države Jugoslavije

znatnog pada cijene zlata. Zlato nema očekivanu dobit, umjesto toga njegova cijena je promjenjiva i ovisi o raznim tržišnim faktorima. Zbog toga je Republika Hrvatska odlučila prodati svoje zlatne pričuve. No da je Republika Hrvatska sačekala sa prodajom zlatnih pričuva zaradila bi mnogo više novca, npr. danas jedna unca zlata vrijedi 1300 dolara. U lipnju 2001. godine Republika Hrvatska je posjedovala 135,7 milijuna eura u zlatu. (Graf 3.) U srpnju vrijednost međunarodnih pričuva Republike Hrvatske u zlatu iznosila je 131,4 milijuna eura. U kolovozu te iste godine ta vrijednost pada na 126,4 milijuna eura i nakon toga Republika Hrvatska se odlučuje na prodaju zlata preko Hrvatske narodne banke. Zaradu od prodaje zlata Republika Hrvatska je prenijela na posebni devizni račun državnog proračuna koji je pod upravljanjem HNB-a.

Graf 3. Zlato u međunarodnim pričuvama Republike Hrvatske u 2001. godini.



Izvor: izrada autora



Budući da države nisu spremne međunarodne pričuve podređivati automatizmu kakvog uvodi zlatna valuta, one nisu sklone napuštanju monetarnog suvereniteta, tada u okviru neke međunarodne institucije nastaje sustav hegemonističke valute, to jest središnje banke imaju međunarodne pričuve u jednoj ili nekoliko valuta.<sup>16</sup>

## 4.2 Utjecaj uvođenja eura na međunarodne pričuve u Republici Hrvatskoj

Svaka država ulaskom u Europsku uniju obvezala se uvesti euro. On je simbol monetarne integriteta država članica europodručja. Međunarodne pričuve obuhvaćaju 99% ukupne imovine HNB-a i glavni su izvor prihoda s obzirom da plasmani banaka iznose 1% ukupne imovine. Da bi Republika Hrvatska mogla pristupiti europodručju treba prenijeti oko 350 milijuna eura međunarodnih pričuva u pričuve ESB<sup>17</sup>-a, tek uplatom tog iznosa stječe se pravo na sudjelovanje u raspodjeli zajedničkog monetarnog fonda.<sup>18</sup> Najveća razlika ulaskom u eurozonu bi bila smanjenje obvezne pričuve sa 12% koliko sad iznosi na 1% u europodručju.

Krajem 2018. godine Nacionalne središnje banke europodručja držale su 719 milijardi eura u koje su uključene i pričuve ESB. Nacionalne SB upravljaju pričuvama u raspodjeli imovine, minimiziranju rizika i optimizaciji zarade. Pričuve ESB-a smatraju se najlikvidnijom tranšom eurosustava koja bi se koristila kao pričuvni fond za financiranje deviznih intervencija iako se pričuve koje drže nacionalne SB smatraju zasebnim i autonomnim tranšama. Graf 4. prikazuje promjene tih službenih pričuva čija se tržišna vrijednost s vremenom mijenja. Pričuve ESB-a prikazane su plavom krivuljom dok su pričuve Eurosustava prikazane žutom krivuljom.

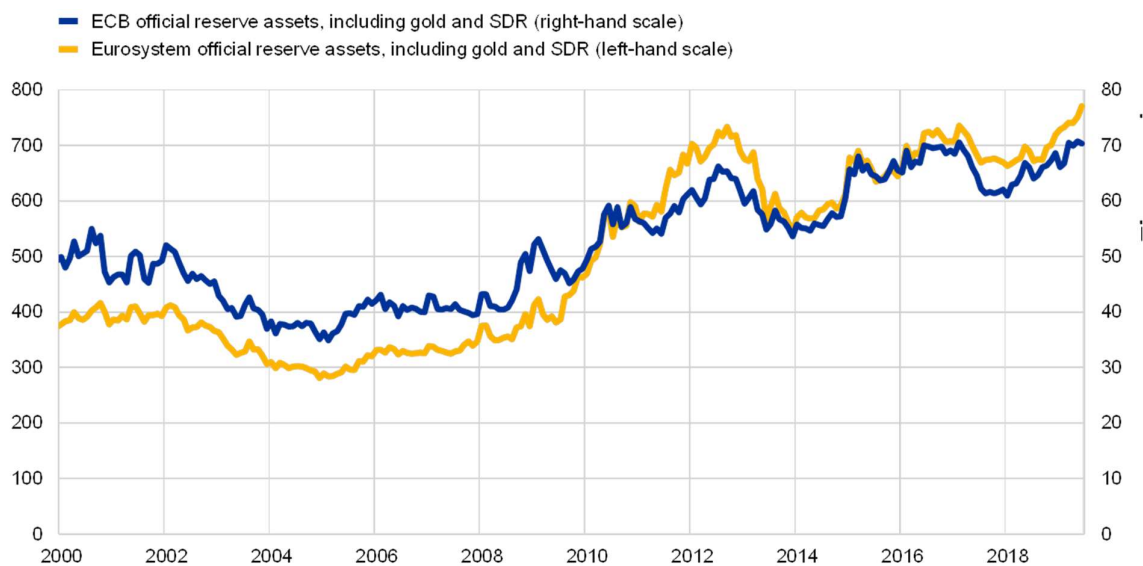
---

<sup>16</sup> Božina L.; *Novčana ekonomija: novac i bankarstvo*, Pula: Fakultet ekonomije i turizma, 2008 str. 168.

<sup>17</sup> ESB; Europska Središnja Banka

<sup>18</sup> Vlada Republike Hrvatske; HNB(2018) *Strategija za uvođenje eura kao službene valute u Republici Hrvatskoj*, dostupno na <https://www.mingo.hr/page/vlada-donijela-strategiju-za-uvodenje-eura-kao-sluzbene-valute-u-republici-hrvatskoj> (pristupljeno 10.09.2020)

Graf 4. Službene pričuve ESB-a i Eurosustava



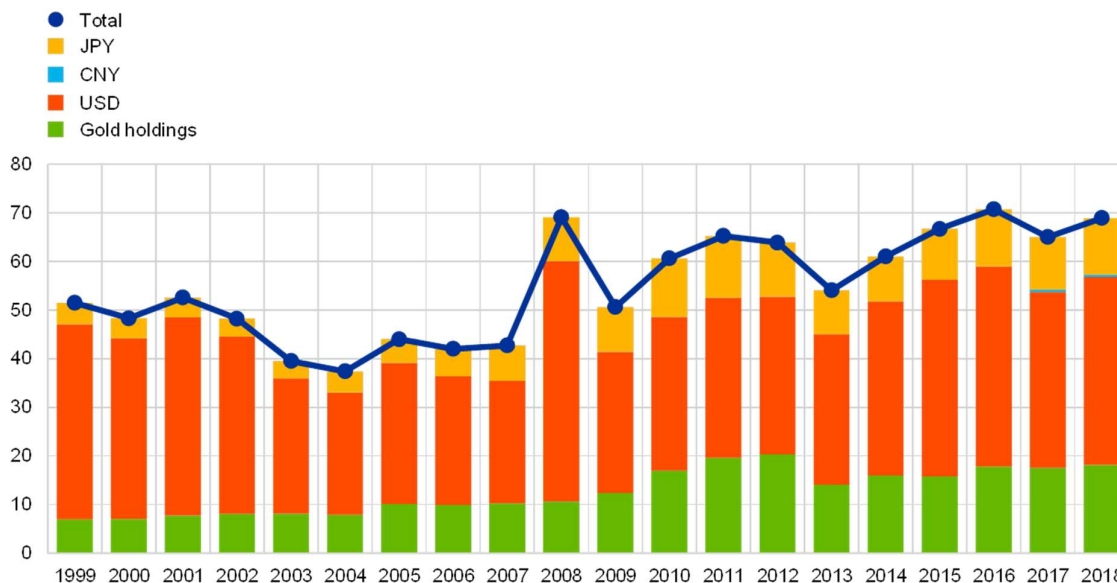
Izvor : ECB (2019); Trends in central banks' foreign currency reserves and the case of the ECB , dostupno na [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201907\\_01~c2ae75e217.en.html#toc2](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201907_01~c2ae75e217.en.html#toc2) , (pristupljeno 03.12.2020)

Pristupanjem europodručju HNB će dobiti pravo na udio u zajedničkom monetarnom prihodu Eurosustava, a istodobno će zadržati glavninu svojih međunarodnih pričuva u obliku investicijskog portfelja na kojima će i nadalje ostvarivati prihode, također nakon pristupanja Eurosustavu HNB će morati uplatiti preostali dio upisanog kapitala ESB-a, prenijeti dio svojih međunarodnih pričuva na ESB i uplatiti određeni iznos kao doprinos rezervama ESB-a.<sup>19</sup> Ukoliko dođe do dezintegracije Europske Unije odnosno raspada i izlaska zemalja članica (kao što je to već napravila Velika Britanija) Republika Hrvatska ne bi imala pravo povrata uplaćenog što predstavlja monetarni i politički rizik za Republiku Hrvatsku i HNB.

<sup>19</sup> Ibid.

Službene pričuve ESB-a uložene su u Američki dolar, Japanski jen, Kineski renminbi i zlato. (Graf 5.)

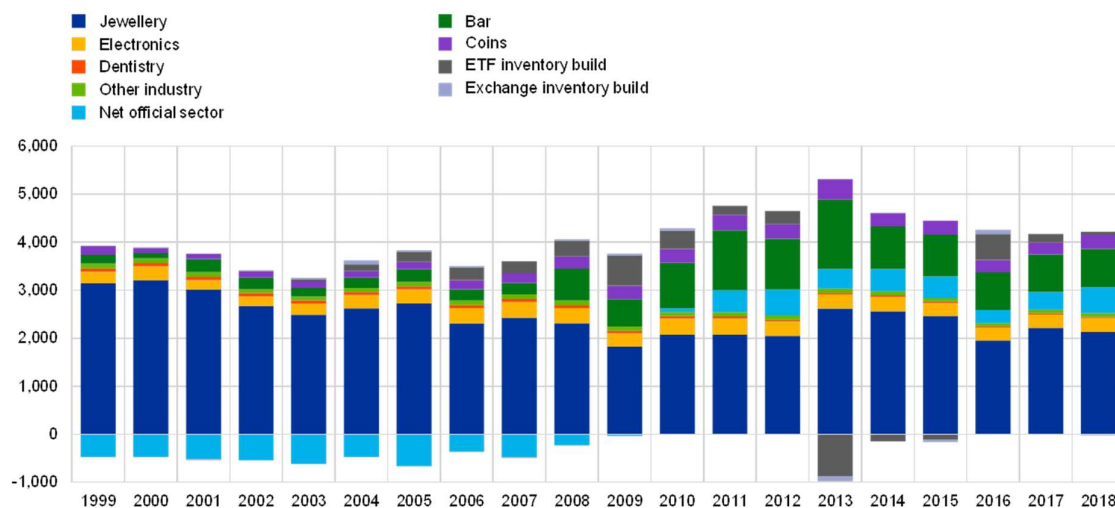
Graf 5. Kompozicija službenih pričuva ESB-a



Izvor : ECB (2019); Trends in central banks' foreign currency reserves and the case of the ECB , dostupno na [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201907\\_01~c2ae75e217.en.html#toc2](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201907_01~c2ae75e217.en.html#toc2) , (pristupljeno 03.12.2020)

Udjel pričuva u zlatnoj valuti predstavlja 26% službenih rezervi što je povećanje od 11% u usporedbi sa razinom zlata 1999. Raznolikost potražnje za zlatom prikazana je u grafu 6 gdje se vidi da je najtraženiji i dalje nakit.

Graf 6. Raznolikost potražnje za zlatom



Izvor : ECB (2019); Trends in central banks' foreign currency reserves and the case of the ECB , dostupno na [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201907\\_01~c2ae75e217.en.html#toc2](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201907_01~c2ae75e217.en.html#toc2) , (pristupljeno 03.12.2020)

Međunarodnim pričuvama ESB-a upravlja se u tri sloja: strateško mjerilo, taktičko mjerilo i upravljanje portfeljom od strane NSB-a.<sup>20</sup> Glavni razlog takve strukture je osiguranje ulaganja u skladu s dugoročnim preferencijama. Svrha međunarodnih pričuva ESB-a je osiguranje dovoljne količine likvidnih sredstava eurosustavu koje je potrebno za provođenje devizne politike.

<sup>20</sup> ECB (2019); Trends in central banks' foreign currency reserves and the case of the ECB , dostupno na [https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201907\\_01~c2ae75e217.en.html#toc2](https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201907_01~c2ae75e217.en.html#toc2) , (pristupljeno 03.12.2020)

## 5. STRUKTURA MEĐUNARODNIH PRIČUVA U REPUBLICI HRVATSKOJ

Osnovni kriteriji strukture ulaganja međunarodnih pričuva su podjela prema valutama, instrumentima i izloženosti kreditnom riziku<sup>21</sup>. U valutnoj strukturi najveći udio čine ulaganja u eurima a slijede ih ulaganja u američkim dolarima te posebnim pravima vučenja<sup>22</sup>. Do valutne neusklađenosti dolazi kada su devizne intervencije temeljni kanal kreiranja primarnog novca. Primarni novac se kreira tako da HNB deviznom intervencijom kupuje devize na tržištu. Prekomjerno jačanje domaće valute HNB također sprječava otkupljivanjem deviza. Taj višak se vidi na tekućem i kapitalnom računu platne bilance. Operacije koje se odvijaju na otvorenom tržištu s domaćom valutom imaju manju vrijednost, posljedica toga je da domaća imovina vrlo mala, te česte promjene valutne strukture mogu ugroziti ciljeve monetarne politike i naštetiti stabilnosti tečaja domaće valute<sup>23</sup>. Konačan rezultat računa dobiti i gubitka i tečajne razlike nisu cilj središnje banke, nego je cilj održavanje financijske stabilnosti.

Pretežno, međunarodne pričuve Republike Hrvatske su uložene u euro dok je manji dio uložen u američki dolar. Početkom prošlog desetljeća udio američkog dolara dostizao je 40%. Smanjivanjem udjela dolara smanjena je kolebljivost nerealiziranih tečajnih razlika, samim time smanjen je i rizik ostvarivanja većih gubitaka o toj osnovi. Budući da HNB stabilizira tečaj kune prema euru, ne može istodobno utjecati i na kretanje tečaja američkog dolara prema kuni, već on ovisi o tečaju dolara prema euru koji se kreće nepredvidljivo i određuje se na svjetskome deviznom tržištu<sup>24</sup>. U valutnoj strukturi međunarodnih pričuva republike Hrvatske vidi se da je euro svoju najveću razinu dosegao 2006. godine. Nakon toga dolazi do neznatnog pada i u zadnjim godinama opet dolazi do porasta razine eura. Krajem 2018. godine udio eura u međunarodnim pričuvama Republike Hrvatske činio je 85,1%, dok je američki dolar bio na udjelu od 12,7%. (Graf 7.)

---

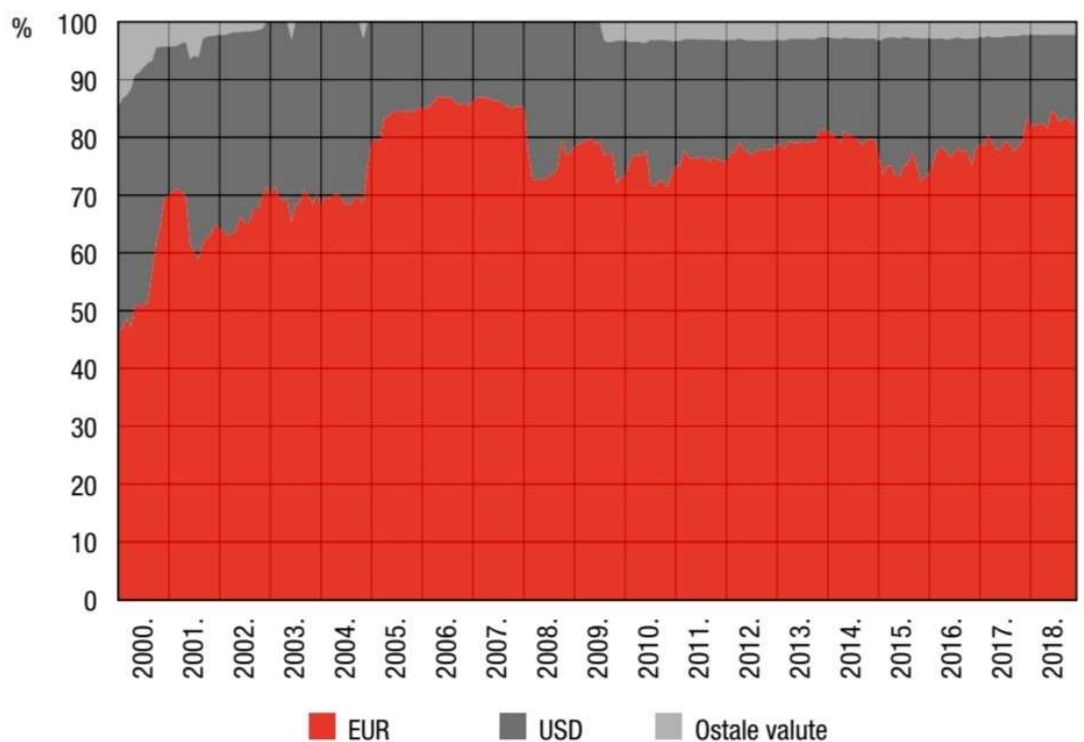
<sup>21</sup> HNB(2020); *Struktura međunarodnih pričuva*, dostupno na <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/medunarodne-pricuve/struktura> (pristupljeno 25.06.2020)

<sup>22</sup> Ibid.

<sup>23</sup> Ibid.

<sup>24</sup> Ibid.

Graf 7. Valutna struktura međunarodnih pričuva HNB-a u razdoblju od 2000.-2018.godine

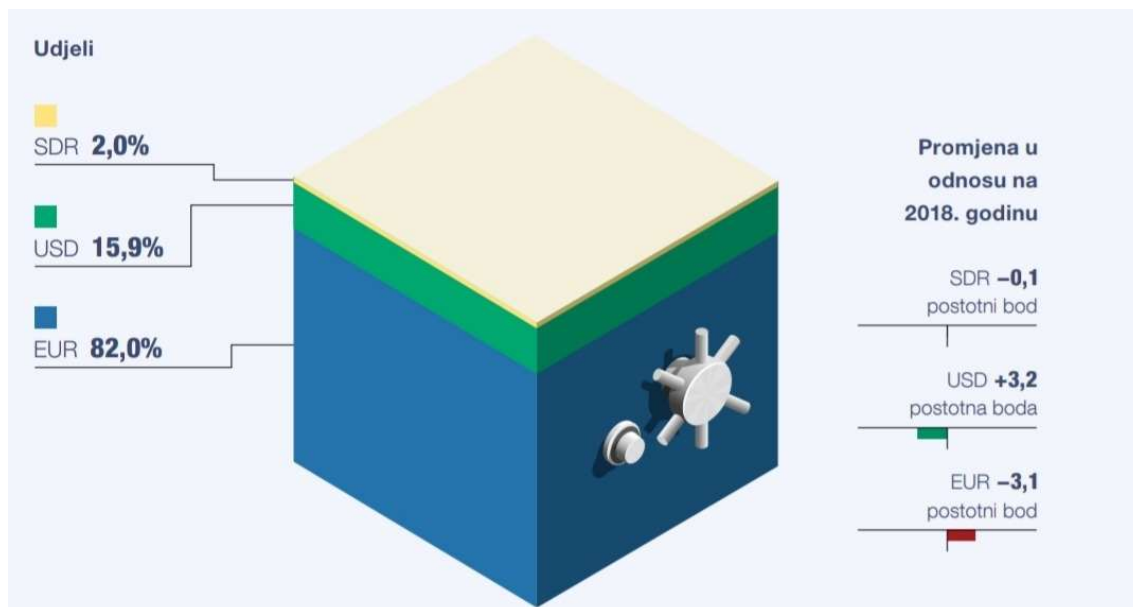


Izvor: HNB(2020); Ljubaj, I. (2020). *Međunarodne pričuve, tečajne razlike i financijski rezultat poslovanja HNB-a*; dostupno na <https://www.hnb.hr/-/p-045> (pristupljeno 21.07.2020)

Postoji velika izloženost valutnom riziku zbog toga što međunarodne pričuve opisane valute čine skoro cjelokupnu imovinu HNB-a, dok je najveći dio obveze u kunama. Tu dolazi do tečajnih razlika koje mogu izravno utjecati na rezultat izvještaja o dobiti HNB-a. U 2019. godini struktura se promijenila u korist američkog dolara koji se u odnosu na 2018. godinu povećao za 3.2%, što nam pokazuje povećanje kunskog iskaza međunarodnih pričuva i pozitivnih nerealiziranih tečajnih razlika koje iznose 810 milijuna kuna.<sup>25</sup>

<sup>25</sup> HNB(2020); Redovne publikacije; Godišnje *Izvješće*, dostupno na <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/godisnje-izvjesce> str. 43. (pristupljeno 07.07.2020)

Graf 8. Valutna struktura međunarodnih pričuva u 2019. godini



Izvor : HNB(2020); Redovne publikacije; *Godišnje Izvješće* , dostupno na <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/godisnje-izvjesce> (pristupljeno 15.07.2020)

Međunarodne pričuve kojim upravlja HNB sastoje se od portfelja za trgovanje, efektivnog novca u trezoru, investicijskog portfelja, sredstva povjerenih za upravljanje međunarodnoj financijskog instituciji<sup>26</sup>.

Najveći dio portfelja ulaže se u državne vrijednosne, kolateralizirane i nekolateralizirane instrumente, te instrumente međunarodnih financijskih institucija i središnjih banaka<sup>27</sup>. Najveći udio zauzimaju ulaganja u državne vrijednosnice. U skladu sa Zakonom o HNB-u sredstva se mogu ulagati kod financijskih institucija i država investicijskoga kreditnog rejtinga prema najmanje dvije međunarodno priznate agencije za procjenu kreditnog rejtinga<sup>28</sup>. Sredstva međunarodnih pričuva ulažu se kod financijskih institucija i država najvišega investicijskog rejtinga. Ulaganja kod pojedinih

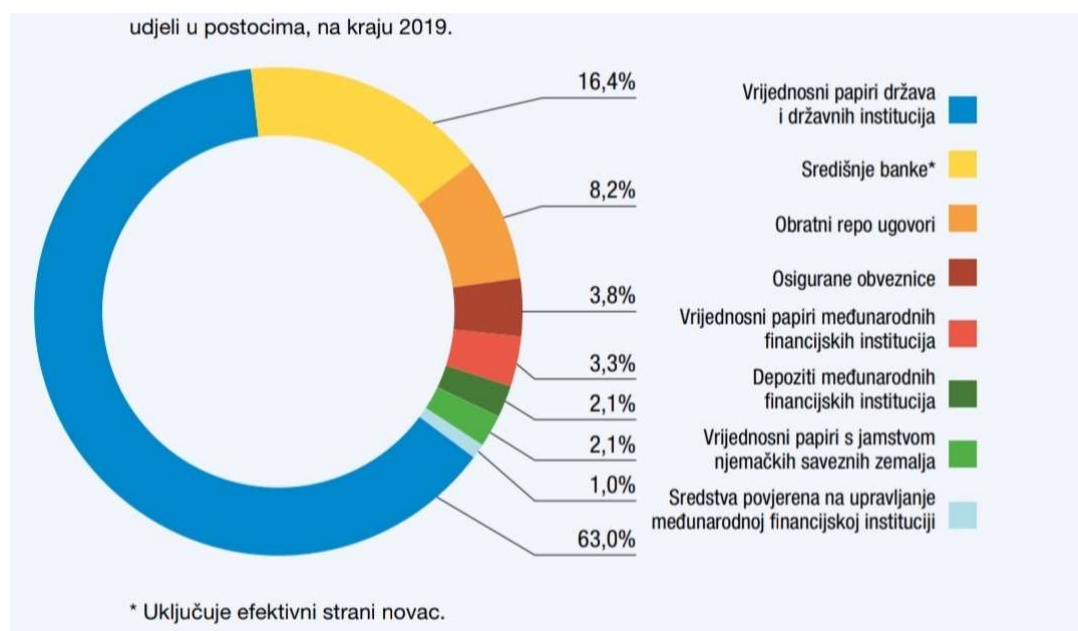
<sup>26</sup> HNB (2019); *Upravljanje međunarodnim pričuvama* , dostupno na <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/medunarodne-pricuve/upravljanje> (pristupljeno 06.06.2020)

<sup>27</sup> Ibid.

<sup>28</sup> Ibid

financijskih institucija i zemalja ograničena su, čime se kreditni rizik diversificira. Na kraju 2019. malo manje od polovice sredstava međunarodnih pričuva Republike Hrvatske bilo je uloženo u države čiji se kreditni rejting nalazi u dva najviša ranga<sup>29</sup>.

Graf 9. Udio ulaganja u instrumente u strukturi međunarodnih pričuva Republike Hrvatske u 2019. godini



Izvor: HNB(2020); Redovne publikacije; *Godišnje Izvješće*, dostupno na <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/godisnje-izvjesce> (pristupljeno 15.07.2020)

<sup>29</sup> HNB(2020); Redovne publikacije; *Godišnje Izvješće*, dostupno na <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/godisnje-izvjesce> (pristupljeno 15.07.2020)



## 6. RIZICI KOJI SE POJAVLJUJU U MEĐUNARODNIM PRIČUVAMA REPUBLIKE HRVATSKE

S poslovnog aspekta rizik se definira kao vjerojatnost nastupanja određenih događaja koji će imati negativne učinke na vrijednost očekivanih zarada, novčanih tokova i vrijednost poduzeća<sup>30</sup>. Najčešći rizici pri upravljanju međunarodnim pričuvama su valutni rizik, kreditni rizik, rizik kamatne stope, rizik likvidnosti i operativni rizik. Strategiju i politiku upravljanja međunarodnim pričuvama te okvir upravljanja rizicima određuje Savjet Hrvatske narodne banke<sup>31</sup>. Valutni rizik predstavlja negativan utjecaj na zaradu i kapital banke koji nastaje mijenjanjem deviznog tečaja. Promjena deviznog tečaja utječe na otvorene devizne pozicije. On proizlazi iz fluktuacije međunarodnih odnosa između kune i eura ili kune i američkog dolara. Moguće rješenje problema otvorene valutne pozicije u bilanci banke je mogućnost zaštite od valutnog rizika, no zaštitom od valutnog rizika smanjuje se raspoloživost pričuva i poništava se svrha postojanja istih. Također i troškovi nisu uračunati u takve akcije. Tržišne prilike za zaštitu od valutnog rizika za velike iznose kao što su i međunarodne pričuve u maloj zemlji čija valuta nema status rezervne svjetske valute ne postoje<sup>32</sup>. Zaštita od valutnog rizika u zemljama članicama Europske Unije tržišno je izvediva jer većinu svoje imovine članice drže u eurima. Zaštita domaćom valutom od valutnog rizika razlikuje se od pokrivanja jedne devizne izloženosti nekom drugom. Kod zaštite imovine u američkom dolaru imovinom u euru, ne dolazi do potpune eliminacije valutnog rizika, te se ta politika može prikazati opravdanom u smislu financijskog rezultata središnje banke i ona nosi značajan financijski trošak koji ne mora jamčiti ostvarivanje pozitivnog tečaja dobiti<sup>33</sup>. Treba imati na umu da su neto tečajne razlike akumulirane od 2003. godine do 2018. godine bile pozitivne i pridonijele su formiranju općih pričuva na kapitalnim računima HNB-a

Kreditni rizik jest rizik nepodmirenja obveza, odnosno mogućnost da se uložena sredstva neće pravodobno ili u potpunosti vratiti te da se neće vraćati planiranom

---

<sup>30</sup> Miloš Sprčić D.; *Upravljanje rizicima - temeljni koncepti, strategije i instrumenti*, Zagreb: Sinergija, 2013 (monografija) str. 17.

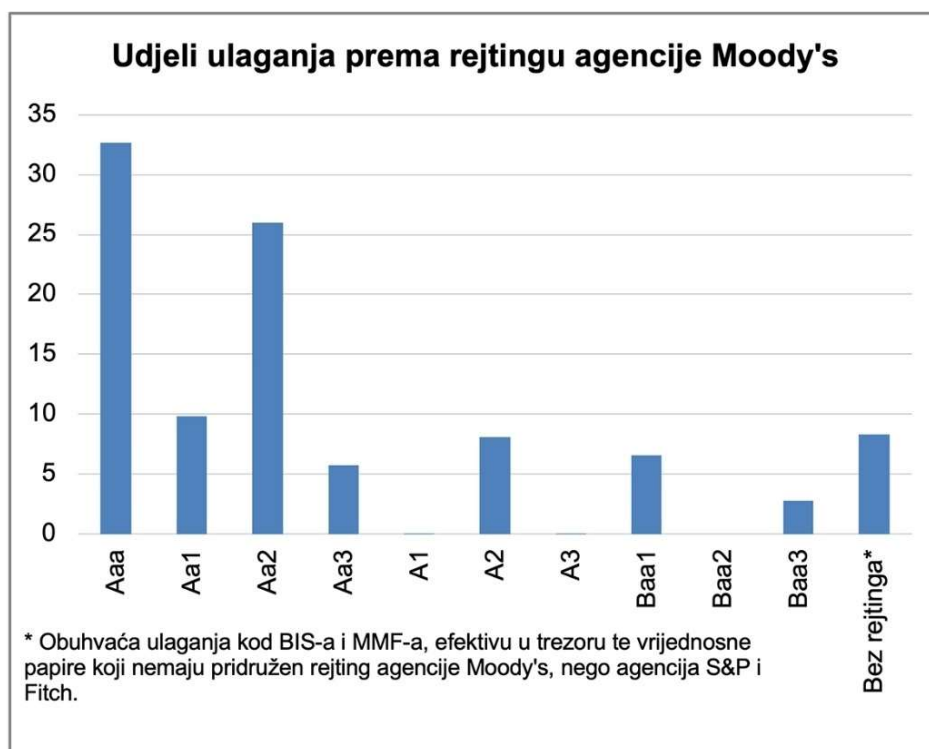
<sup>31</sup> HNB(2020); *Rizici u međunarodnim pričuvama*, dostupno na <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/medunarodne-pricuve/rizici> (pristupljeno 12.06.2020)

<sup>32</sup> HNB(2020); Ljubaj, I. (2020). Međunarodne pričuve, tečajne razlike i financijski rezultat poslovanja HNB-a; dostupno na <https://www.hnb.hr/-/p-045> str.4 (pristupljeno 21.07.2020)

<sup>33</sup> Ibid.

dinamikom, također HNB ograničuje izloženost kreditnom riziku ulaganjem u obveznice država visokoga rejtinga, u kolateralizirane i nekolateralizirane depozite nekih financijskih institucija visokog kreditnog rejtinga i postavljanjem ograničenja maksimalne izloženosti u svakoj kategoriji ulaganja.<sup>34</sup>

Graf 10. Struktura ulaganja prema kreditnom riziku



Izvor: HNB(2020); *Struktura međunarodnih pričuva*, dostupno na <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/medunarodne-pricuve/struktura> (pristupljeno 25.06.2020)

<sup>34</sup> HNB(2020); *Rizici u međunarodnim pričuvama*, dostupno na <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/medunarodne-pricuve/rizici> (pristupljeno 12.06.2020)

Rizik kamatne stope prikazuje izloženost bankovnog financijskog stanja nepovoljnom kretanju kamatnih stopa. Rizik kamatne stope utječe na novčane tijekove po bilančnim i izvanbilančanim pozicijama banke. Upravljanje ovim rizikom obuhvaća upravljanjem aktive i strukture banke. Mjeri se prosječnim vremenom vezivanja, a kontrolira se primjenom referentnih odnosno „benchmark“ portfelja kao i ulaganjima u portfelj koji se drži do dospjeća, instrumenti referentnog portfelja izabrani su tako da cjelokupni referenti portfelj zadovoljava traženi iznos rizika i dobiti, te odražava dugoročnu strategiju ulaganja međunarodnih pričuva HNB-a.<sup>35</sup> Neraspolaganjem dovoljnim sredstvima dovodi do rizika likvidnosti, on se može pojaviti zbog neuspješnosti banke u naplati svojih potraživanja i promjeni kamatne stope. On se kontrolira ulaganjem međunarodnih pričuva u lako utržive obveznice i ponekad u depozitne instrumente sa kraćim vremenom dospjeća. Kako bi se spriječio taj rizik banke neprestano rade analizu sredstava i obveza po skupinama dospjeća. Operativni rizik je rizik gubitka zbog neadekvatnih unutarnjih postupaka ili propusta, zbog ljudskih pogrešaka i pogrešaka u sustavu te zbog vanjskih događaja, kontrolira se strogim razdjeljivanjem funkcija i odgovornosti, točno propisanim metodologijama i procedurama te redovitim unutarnjim i vanjskim revizijama.<sup>36</sup>

---

<sup>35</sup> HNB(2020); *Rizici u međunarodnim pričuvama*, dostupno na <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/medunarodne-pricuve/rizici> (pristupljeno 12.06.2020)

<sup>36</sup> Ibid.

## 7. MEĐUNARODNE PRIČUVE U FINACIJSKIM IZVJEŠĆIMA REPUBLIKE HRVATSKE

Međunarodne pričuve postepeno rastu svake godine. Primjera radi 2003. godine međunarodne pričuve Republike Hrvatske iznosile su 6.930,78 milijuna eura dok su već do kraja 2009. godine narasle na 10,4 milijarde eura. Prema financijskim izvješćima iz 2018. godine ukupne pričuve iznosile su 16.114,03 mil. eura odnosno 1.971.437 tisuća kuna i veće su za 215.524 tisuća kuna u odnosu na 31. prosinac 2017. godine kada su iznosile 11.755.913 tisuća kuna<sup>37</sup>. Utjecaj primjene Međunarodnih standarda financijskog izvještavanja MSFI-ja 9<sup>38</sup> na dan 1. siječnja 2018. rezultirao je povećanjem ukupnih pričuva za iznos od 792.131 tisuću kuna, a ostali sveobuhvatni gubitak u iznosu od 108.234 tisuće kuna i pokrivanje gubitka za 2018. godinu u iznosu od 468.373 tisuće kuna na teret općih pričuva utjecali su na smanjenje općih pričuva<sup>39</sup>. Međunarodne pričuve na kraju 2019. godine iznosile su 18.562,4 mil. EUR odnosno porasle su za 6,4% u odnosu na kraj 2018. godine, što se vidi i na grafu 8. U tom istom razdoblju neto pričuve porasle su za 1.549,7 mil. EUR što je porast od 9,8% u odnosu na 2018. i tada su dosegnule vrijednost od 17.369 mil. EUR. Rekord međunarodnih pričuva dosegnut je 31. prosinca 2019. godine sa razinom od 18,6 mlrd. eura, što je povećanje od 6,4% u odnosu na kraj 2018. godine. Rast međunarodnih pričuva ostvaren je zahvaljujući otkupu deviza iz banaka. Međunarodne pričuve nastavljaju trend rasta sve do početka krize uzrokovane pandemijom korona virusa.

---

<sup>37</sup> HNB(2020); Redovne publikacije; *Godišnje Izvješće*, dostupno na <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/godisnje-izvjesce> str. 39. (pristupljeno 15.07.2020)

<sup>38</sup> Međunarodni standard financijskog izvještavanja 9 - Priznavanje i mjerenje sa krajnjim ciljem pojednostavljenja priznavanja financijske imovine, ali i potraživanja od kupaca, koji su u djelokrugu ovih standarda.

<sup>39</sup> HNB(2020); Redovne publikacije; *Godišnje Izvješće*, dostupno na <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/godisnje-izvjesce> str. 43. (pristupljeno 15.07.2020)

Graf 11. Rast međunarodnih i neto pričuva u 2019. godini

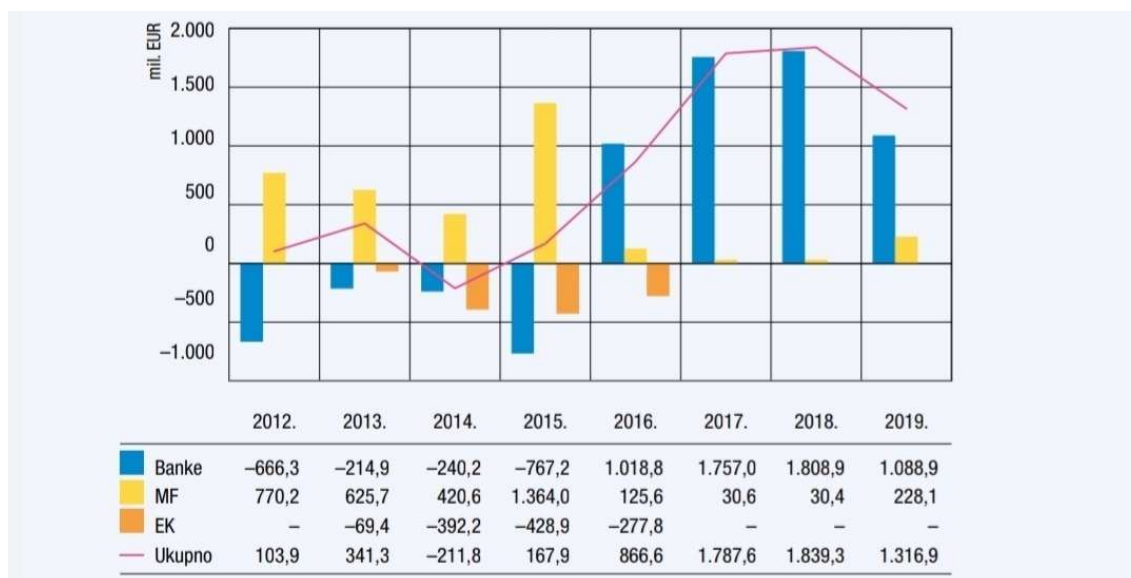


Izvor: HNB(2020); Redovne publikacije; *Godišnje Izvješće* , dostupno na <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/godisnje-izvjesce> (pristupljeno 01.07.2020)

Smanjena razina ugovorenih repo poslova umanjila je rast ukupnih pričuva. Zbog razloga da repo poslovi ne utječu na kretanje neto pričuva one su u 2019. godine ostvarile veći rast nego ukupne pričuve. HNB je u deviznim transakcijama 2019. godine otkupila 1.316,9 mil. EUR, čime je ukupna likvidnost dosegla razinu od 9,7 mlrd. kuna<sup>40</sup>. Najveći dio deviznih transakcija odnosi se na kupnju deviza od banaka a ostali iznos na neto kupnju od ministarstva financija.

<sup>40</sup> HNB(2020); Redovne publikacije; *Godišnje Izvješće* , dostupno na <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/godisnje-izvjesce> str. 41. (pristupljeno 15.07.2020)

Graf 12. Smanjen intenzitet otkupa deviza HNB-a od banaka u 2019. godini



Izvor: HNB(2020); Redovne publikacije; *Godišnje Izvješće*, dostupno na <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/godisnje-izvjesce> (pristupljeno 01.07.2020)

Financijska tržišta u 2019. godini doživljavaju zaokret od očekivane normalizacije monetarne politike, uvedeno je ponovno pokretanje programa otkupa vrijednosnih papira i produljenje horizonta održavanja niskih i negativnih kamatnih stopa<sup>41</sup>. Ekspanzivna monetarna politika utjecala je na pad prinosa državnih obveznica i rast vrijednosti globalnih dioničkih iznosa. HNB je ipak unatoč opisanim uvjetima ostvario osiguravajuću zaradu kod upravljanja pričuvama ponajviše kontroliranom prilagodbom. U neto pričuvama ostvaren je prihod od 59,9 mil. eura. Na europski portfelj ostvarena je stopa povrata od 0,07% dok je za dolarski portfelj ona iznosila 2,10%. Europski investicijski portfelj ostvario je povrat od 0,91% dok dolarski ima stopu

<sup>41</sup> HNB(2020); Redovne publikacije; *Godišnje Izvješće*, dostupno na <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/godisnje-izvjesce> str. 43. (pristupljeno 15.07.2020)

povrata 1,83% (Graf13.). Portfelji za trgovanje čine 49% neto pričuva, kratkog su vremena dospjeća i služe kao izvor likvidnosti. Portfelj za investiranje čini 48% neto pričuva, duljeg su vremena dospjeća i služe kao izvor stabilizacije. Dolarska sredstva čine 3% i ona omogućuju dodatnu diversifikaciju.

Graf 13. Portfelj međunarodnih pričuva osiguranja adekvatne stope povrata u razdoblju povijesno niskih prihoda



Izvor: HNB(2020); Redovne publikacije; *Godišnje Izvješće* , dostupno na <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/godisnje-izvjesce> (pristupljeno 01.07.2020)

## 8. UTJECAJ KRIZE UZROKOVANE COVID-19 VIRUSOM NA MEĐUNARODNE PRIČUVE REPUBLIKE HRVATSKE

Neizvjesnost u vrijeme pandemije COVID-19 virusa koja se pojavila u 2020. godini i epidemiološke mjere imali su veliki negativni utjecaj na financijska kretanja u Republici Hrvatskoj. HNB, naravno uz Vladu i Hrvatsku agenciju za nadzor financijskih usluga (Hanfu) provode cijeli niz aktivnosti kako bi se manje osjetile posljedice virusa na ekonomiju i očuvali stabilni uvjeti. HNB se za očuvanje financijske stabilnosti koristio monetarnim mjerama, kao što su devizne intervencije, strukturne i redovne operacije i otkup državnih obveznica. Također koristile su se supervizorske mjere kao što su obustava određenih supervizorskih aktivnosti i odgoda ispunjavanja supervizorskih mjera. Bankovni sustav dočekao je krizu sa velikim brojem rezervi kapitala i likvidnosti koje su bile akumulirane u razdoblju povoljnih financijskih i makroekonomskih uvjeta. Shodno tome HNB od ožujka 2020. godine započinje sa otpuštanjem rezerva likvidnosti. Glavne aktivnosti HNB-a u razdoblju krize su bile održavanje stabilnosti tečaja kune u odnosu na euro, očuvanje stabilnosti na tržištu državnih vrijednosnih papira i osiguranje kunske likvidnosti domaćeg financijskog sustava<sup>42</sup>. Ulaskom u ERM 2<sup>43</sup> Republika Hrvatska dobiva opciju valutnog *swapa* s Europskom središnjom bankom što znači da može razmijeniti kune za eure u iznosu od 2 mlrd. eura čime može osigurati dodatnu likvidnost financijskim institucijama bez korištenja međunarodnih pričuva. HNB intervenira na tržištu uspostavljanjem tog valutnog *swapa*. Tako želi očuvati stabilnost tečaja domaće valute u odnosu na euro. Radi ublažavanja pritiska na slabljenje domaće valute u odnosu na euro, HNB je tijekom ožujka i travnja provela pet deviznih intervencija na kojima je, uz nekoliko transakcija provedenih izvan aukcija, domaćim bankama prodano 2,5 mlrd. EUR<sup>44</sup>. Donesena je odluka o smanjenju opće stope pričuva sa 12% na 9%. Deprecijacija kune dovodi do prodaje deviza u vrijednosti od 2,2 mlrd. eura, dok je u razdoblju od sredine ožujka pa do sredine travnja prodano još 0.3 mlrd. eura, čime su međunarodne pričuve smanjene za 2,5 mlrd eura. Krajem travnja 2020. godine bruto međunarodne pričuve iznosile su

---

<sup>42</sup> HNB (2020); Lukinić Čardić G. (2020). *Ima li Hrvatska dovoljno međunarodnih pričuva*, dostupno na <https://www.hnb.hr/-/ima-li-hrvatska-dovoljno-me-unarodnih-pricuva> (pristupljeno 04.08.2020)

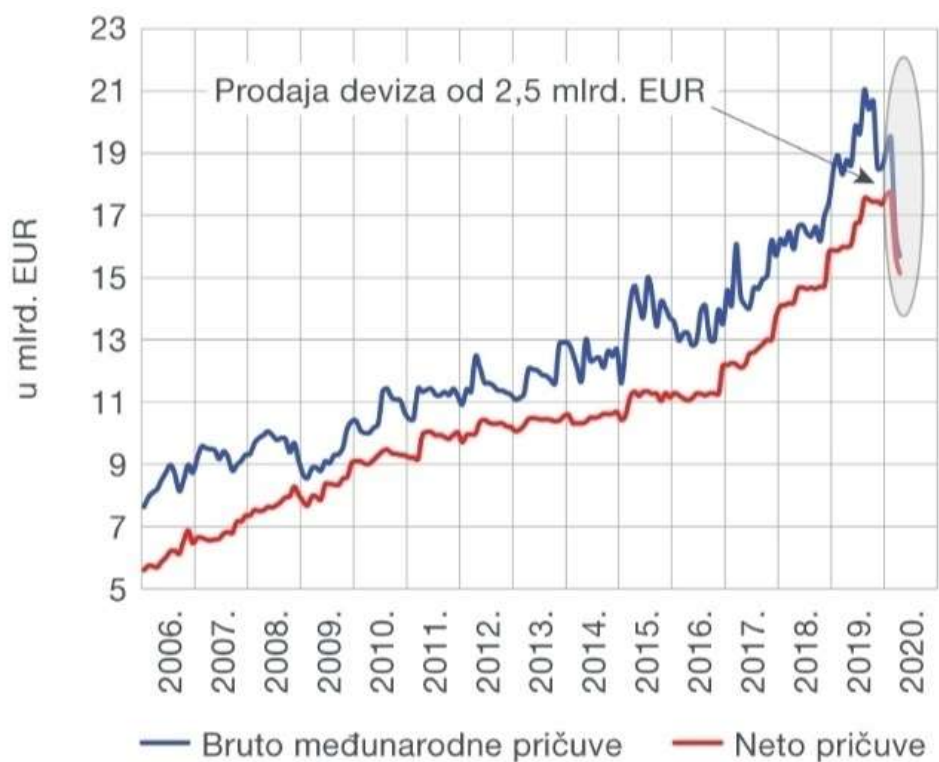
<sup>43</sup> Europski tečajni mehanizam

<sup>44</sup> Ibid.



15,7 mlrd. eura što je manje za 15,5% u odnosu na kraj 2019. godine<sup>45</sup>. Posljedica niže razine ugovorenih repo poslova je veći pad bruto međunarodnih pričuva u odnosu na prodaju deviza. Neto pričuve su pale za 2,2 mlrd. eura u odnosu na kraj 2019. godine i sredinom travnja iznosile su 15,1 mlrd. eura. Ta razina pričuva iz travnja 2020. godine usporediva je sa razinom pričuva koje je republika Hrvatska imala krajem 2018. godine. To nam govori da je Republika Hrvatska akumulirala dovoljan broj međunarodnih pričuva.

Graf 14. Bruto i neto pričuve Republike Hrvatske s obzirom na krizu uzrokovanu COVID-19 virusom



<sup>45</sup> Ibid.

Izvor: HNB (2020); Lukinić Čardić G. (2020). *Ima li Hrvatska dovoljno međunarodnih pričuva* , dostupno na <https://www.hnb.hr/-/ima-li-hrvatska-dovoljno-me-unarodnih-pricuva> (pristupljeno 04.08.2020)

Tablica 2. Ima li Hrvatska dovoljno međunarodnih pričuva ( u mlrd. EUR)

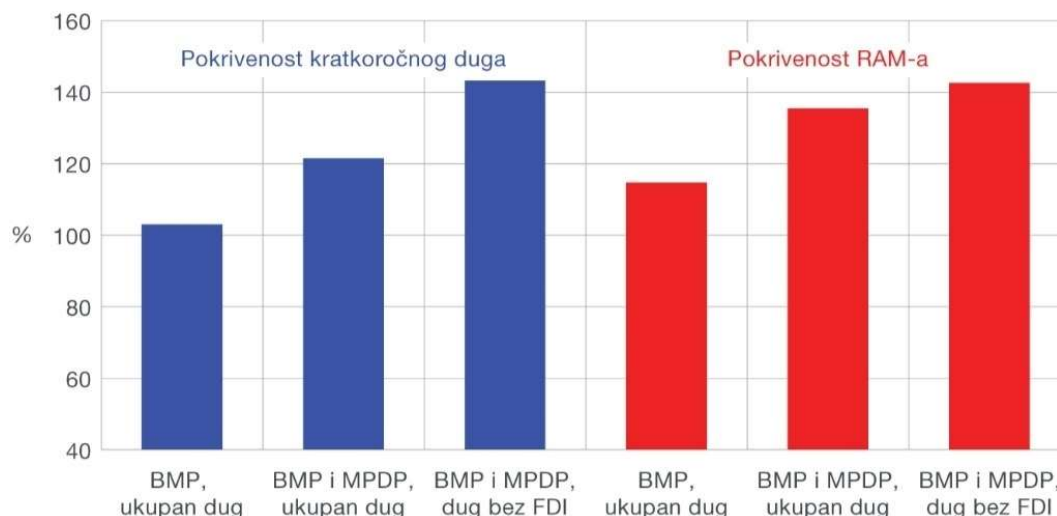
datum	Bruto pričuve	Neto pričuve
12.2017	15,7	13,7
12.2018	17,4	15,8
12.2019	18,6	17,4
3.2020	16,5	15,8
15.4. 2020	15,7	15,1
15.4.2020- 12.2019	-2,9	-2,2
intervencije	-2,5	-2,5

Izvor: HNB (2020); Lukinić Čardić G. (2020). *Ima li Hrvatska dovoljno međunarodnih pričuva* , dostupno na <https://www.hnb.hr/-/ima-li-hrvatska-dovoljno-me-unarodnih-pricuva> (pristupljeno 04.08.2020)

Pričuve se nalaze unutar preporučenog raspona MMF-ove metrike. (Graf 15.). Shodno minimalno potrebnim deviznim potraživanjima središnja banka otpušta dio devizne aktive kad misli da je potrebno, tako se radi dodatna zaštita devizne likvidnosti monetarnog sustava. Ukupni kratkoročni dug obuhvaća i dug poduzeća prema vlasničkim povezanim vjerovnicima<sup>46</sup>.

<sup>46</sup> HNB (2020); Lukinić Čardić G. (2020). *Ima li Hrvatska dovoljno međunarodnih pričuva* , dostupno na <https://www.hnb.hr/-/ima-li-hrvatska-dovoljno-me-unarodnih-pricuva> (pristupljeno 04.08.2020)

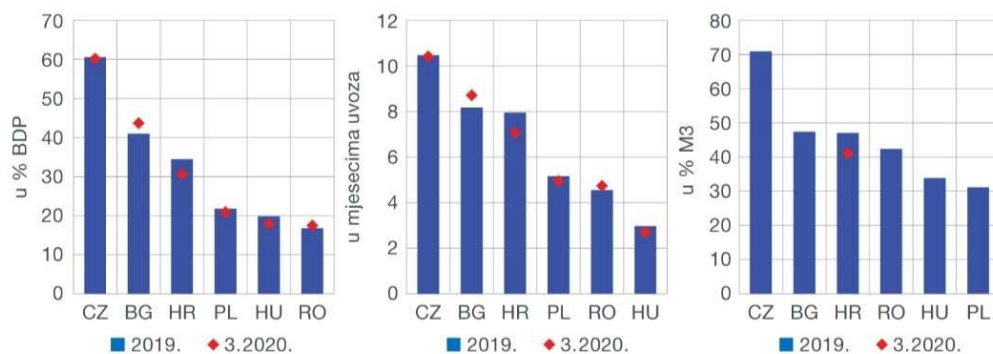
Graf 15. Pokrivenost kratkoročnog duga i MMF-ove metrike međunarodnim pričuvama



Izvor: HNB (2020); Lukinić Čardić G. (2020). Ima li Hrvatska dovoljno međunarodnih pričuva , dostupno na <https://www.hnb.hr/-/ima-li-hrvatska-dovoljno-me-unarodnih-pricuva> (pristupljeno 04.08.2020)

U usporedbi sa drugim zemljama Europske unije koje još nisu uvele euro kao nacionalnu valutu Republika Hrvatska ne zaostaje po mjerenjima relativnih razina pričuva (Graf 16.). Od zemalja koje uspoređujemo u Grafu 16. veće međunarodne pričuve imaju Češka i Bugarska a manje imaju Poljska, Mađarska i Rumunjska. Standardni pokazatelji adekvatnosti pričuva mjereni po pokrivenosti uvoza pokazuje da su pričuve Republike Hrvatske nešto veće od prosjeka usporednih zemalja.

Graf 16. Međunarodna usporedba bruto međunarodnih pričuva



Izvor: HNB (2020); Lukinić Čardić G. (2020). Ima li Hrvatska dovoljno međunarodnih pričuva , dostupno na <https://www.hnb.hr/-/ima-li-hrvatska-dovoljno-me-unarodnih-pricuva> (pristupljeno 04.08.2020)

Unatoč svim posljedicama krize uzrokovane korona virusom, trenutno svi pokazatelji adekvatnosti upućuju da je Republika Hrvatska akumulirala dovoljno međunarodnih pričuva za daljnje održavanje stabilnosti tečaja domaće valute.<sup>47</sup>

<sup>47</sup> Ibid.

## 9. ZAKLJUČAK

Međunarodne pričuve su definirane kao inozemna imovina na raspolaganju monetarne vlasti. Međunarodne pričuve Republike Hrvatske u travnju 2020. godine iznosile 15,1 mlrd. Eura. One su u konstantnom rastu ponajviše zahvaljujući otkupu deviza banaka.

Zaključuje se da je držanje međunarodnih pričuva poželjno i korisno pogotovo u razdoblju kriza. Republika Hrvatska nema zlata koji spada u međunarodne pričuve, za razliku od Europske Središnje Banke kojoj je razina zlata u službenih pričuvama u rastu. Također zlato ima dugoročnu tendenciju rasta vrijednosti. Pričuve omogućuju izgladivanje potrošnje nefinancijskog sektora promjenom transfera. HNB njima mora upravljati služeći se najboljom mogućom strategijom i politikom. Najvažniji kriteriji podjele međunarodnih pričuva prema strukturi je kriterij valute. U valutnoj strukturi najviše se ulaže u eurima. Promjene valutne strukture ugrožavaju ciljeve monetarne politike i štete stabilnosti tečaja.

BDP i nominalni devizni tečaj imaju veliki utjecaj na međunarodne pričuve u Republici Hrvatskoj. Dokazano je da se veća elastičnost međunarodnih pričuva Republike Hrvatske na promjene njihovih odrednica vidi na nižim razinama samih pričuva. Rizicima koji se javljaju u pričuvama upravlja savjet Hrvatske narodne banke. Veliki utjecaj ima valutni rizik koji nastaje zbog razloga što HNB ima visok udio međunarodnih pričuva u svojoj aktivi. Također primarni novac i novčana masa su pokriveni u međunarodnim pričuvama Republike Hrvatske, dok operacije na otvorenom tržištu sa domaćom valutom imaju manju važnost pa je i samim time imovina relativno mala.

Međunarodne pričuve su bile u konstantnom rastu sve do početka krize uzrokovane COVID-19 virusom. Iako se broj međunarodnih pričuva smanjio Republika Hrvatska i dalje ima dovoljnu količinu međunarodnih pričuva da bi se osigurala stabilnost domaćeg tečaja. Republika Hrvatska je akumulirala dovoljnu količinu pričuva.

S vremenom međunarodne pričuve potiču korištenje dostupnog proračuna za upravljanje rizicima i osiguranje dovoljne količine likvidnih sredstava potrebno za provođenje devizne politike što je i glavna svrha međunarodnih pričuva. Međunarodne pričuve također potiču najbolju praksu upravljanja portfeljom, te pridonose stalnom toku povrata ulaganja.

## LITERATURA

### KNJIGE:

1. Božina L.; *Monetarna teorija i politika*, Pula: Sveučilište Jurja Dobrile u Puli, 2012 str.341
2. Božina L.; *Novčana ekonomija: novac i bankarstvo*, Pula: Fakultet ekonomije i turizma, 2008 str.168
3. Miloš Sprčić D.; *Upravljanje rizicima - temeljni koncepti, strategije i instrumenti*, Zagreb: Sinergija, 2013 (monografija) str.17

### ČASOPISI:

1. Čeh, A.M. i Krznar, I. (2008). Optimalne međunarodne pričuve: primjer Hrvatske. *Financijska teorija i praksa*, 32 (4), 421-461.
2. Bošnjak, M., Kordić, G. i Budimir, I. (2019). ODREDNICE MEĐUNARODNIH DEVIZNIH PRIČUVA U HRVATSKOJ: PRISTUP KVANTILNE REGRESIJE. *Ekonomska misao i praksa*, (1), 159-173.
3. Ljubaj, I. (2020). *Međunarodne pričuve, tečajne razlike i financijski rezultat poslovanja HNB-a*; dostupno na <https://www.hnb.hr/-/p-045> (pristupljeno 21.07.2020)

### WEB LINKOVI

1. HNB (2019); *Upravljanje međunarodnim pričuvama* , dostupno na <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/medunarodne-pricuve/upravljanje> (pristupljeno 06.06.2020)
2. HNB(2020); Redovne publikacije; *Godišnje Izvješće* , dostupno na <https://www.hnb.hr/analize-i-publikacije/redovne-publikacije/godisnje-izvjesce> (pristupljeno 15.07.2020)

3. HNB(2020); *Struktura međunarodnih pričuva* , dostupno na <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/medunarodne-pricuve/struktura> (pristupljeno 25.06.2020)
4. Lukinić Čardić G. (2020). *Ima li Hrvatska dovoljno međunarodnih pričuva* , dostupno na <https://www.hnb.hr/-/ima-li-hrvatska-dovoljno-me-unarodnih-pricuva> (pristupljeno 04.08.2020)
5. HNB(2020); *Temeljne funkcije međunarodnih pričuva* , dostupno na <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/medunarodne-pricuve/meunarodne-pricuve-rh> (pristupljeno 05.06.2020)
6. HNB(2020); *Rizici u međunarodnim pričuvama* , dostupno na <https://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/medunarodne-pricuve/rizici> (pristupljeno 12.06.2020)
7. ESB(2020); *Devizne pričuve i vlastita sredstva* , dostupno na <https://www.ecb.europa.eu/ecb/tasks/reserves/html/index.hr.html> (pristupljeno 23.05.2020)
8. Vlada Republike Hrvatske; HNB(2018) *Strategija za uvođenje eura kao službene valute u Republici Hrvatskoj* , dostupno na <https://www.mingo.hr/page/vlada-donijela-strategiju-za-uvodenje-eura-kao-sluzbene-valute-u-republici-hrvatskoj> (pristupljeno 10.09.2020)
9. HNB(2020) *Mjere Hrvatske narodne banke za ublažavanje ekonomskih posljedica pandemije* , dostupno na <https://vlada.gov.hr/UserDocImages/2016/Sjednice/2020/O%C5%BEujak/214%20sjednica%20VRH/214%20-%202.pdf> (pristupljeno 27.09.2020)
10. Šurina M. (2015) *Vlada otkrila kako su prodane zlatne rezerve* , dostupno na <https://www.tportal.hr/vijesti/clanak/vlada-otkrila-kako-su-prodane-zlatne-rezerve-20150521> (pristupljeno 26.09.2020)
11. BankaZlata.com (2020) *Ima li Hrvatska zlatne rezerve* , dostupno na <https://www.bankazlata.com/zlatne-rezerve/> ( pristupljeno 26.09.2020)
12. : ECB (2019); *Trends in central banks' foreign currency reserves and the case of the ECB* , dostupno na <https://www.ecb.europa.eu/pub/economic->

[bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201907\\_01~c2ae75e217.en.html#toc2](https://bulletin/articles/2019/html/ecb.ebart201907_01~c2ae75e217.en.html#toc2)  
(pristupljeno 03.12.2020)



## POPIS TABLICA

Tablica 1. Elastičnosti međunarodnih deviznih pričuva na različitim kvantilima.....	5
Tablica 2. Ima li Hrvatska dovoljno međunarodnih pričuva ( u mlrd. EUR).....	28

## POPIS GRAFIKONA

Graf 1. Elastičnosti međunarodnih deviznih pričuva na promjene njihovih determinanti na različitim kvantilima.....	6
Graf 2. Kretanje ukupnih pričuva HNB-a i struktura promjene.....	8
Graf 3. Zlato u međunarodnim pričuvama Republike Hrvatske u 2001. godini.....	10
Graf 4. Službene pričuve ESB-a i Eurosustava .....	12
Graf 5. Kompozicija službenih pričuva ESB-a .....	13
Graf 6. Raznolikost potražnje za zlatom.....	14
Graf 7. Valutna struktura međunarodnih pričuva HNB-a u razdoblju od 2000.-2018. godine.....	16
Graf 8. Valutna struktura međunarodnih pričuva u 2019. godini.....	17
Graf 9. Udio ulaganja u instrumente u strukturi međunarodnih pričuva Republike Hrvatske u 2019. godini.....	18
Graf 10. Struktura ulaganja prema kreditnom riziku.....	20
Graf 11. Rast međunarodnih i neto pričuva u 2019. godini.....	23
Graf 12. Smanjen intenzitet otkupa deviza HNB-a od banaka u 2019. godini.....	24
Graf 13. Portfelj međunarodnih pričuva osiguranja adekvatne stope povrata u razdoblju povijesno niskih prihoda.....	25
Graf 14. Bruto i neto pričuve Republike Hrvatske s obzirom na krizu uzrokovanu COVID-19 virusom.....	27
Graf 15. Pokrivenost kratkoročnog duga i MMF-ove metrike međunarodnim pričuvama.....	29
Graf 16. Međunarodna usporedba bruto međunarodnih pričuva.....	30

## SAŽETAK

### MEĐUNARODNE PRIČUVE REPUBLIKE HRVATSKE

U ovom radu riječ je o međunarodnim pričuvama u Republici Hrvatskoj. Međunarodne pričuve su inozemna imovina kojom se upravlja u svrhu osiguranja likvidnosti, profitabilnosti i stabilnosti tečaja. Upravljanje međunarodnim pričuvama omogućuje i lakši pristup međunarodnom tržištu kapitala. BDP i nominalni devizni tečaj su odrednice koji imaju značajan utjecaj na međunarodne pričuve u Republici Hrvatskoj. Najveći dio portfelja međunarodnih pričuva ulaže se u državne vrijednosnice, kolateralizirane i nekolateralizirane instrumente. Pretežno međunarodne pričuve u Republici Hrvatskoj su uložene u euro dok je manji dio uložen u američki dolar. Značajan utjecaj na međunarodne pričuve ima i valutni rizik. Republika Hrvatska je bilježila konstantan rast međunarodnih pričuva sve do pojave COVID-19 virusa kada te pričuve započinju sa padom zbog deprecijacije kune i zatvaranja ekonomske aktivnosti. Unatoč krizi koja nas očekuje zaključak je da je Hrvatska akumulirala dovoljnu razinu međunarodnih pričuva.

Ključne riječi : Međunarodne pričuve, Hrvatska Narodna Banka, likvidnost, valutni rizik

## SUMMARY

### FOREIGN RESERVES OF THE REPUBLIC OF CROATIA

This thesis discusses the foreign reserves of the Republic of Croatia. Foreign reserves are foreign assets managed to ensure liquidity, profitability and exchange rate stability. Managing foreign reserves also provides easier access to the foreign capital market. The GDP and the nominal exchange rate are main determinants of Croatia's foreign reserves. Most of the portfolio of foreign reserves is placed in government securities, collateralised and non-collateralised instruments. As for currencies, Croatia's foreign reserves are primarily euro denominated while a smaller part is denominated in US dollars. Currency risk also has a significant impact on foreign reserves. The Republic of Croatia recorded a steady growth in foreign reserves until the emergence of the COVID-19 pandemic when reserves began to decline due to depreciation of kuna and closure of economic activities. Despite the crisis that awaits us, the conclusion is that Croatia has accumulated a sufficient level of foreign reserves.

Keywords : foreign Reserves, Croatian National Bank, liquidity, currency risk