

# POLITIKA TEČAJA

---

**Brmež, Fabio**

**Undergraduate thesis / Završni rad**

**2021**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **Josip Juraj Strossmayer University of Osijek, Faculty of Economics in Osijek / Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku, Ekonomski fakultet u Osijeku**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:145:652663>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-07-26**



*Repository / Repozitorij:*

[EFOS REPOSITORY - Repository of the Faculty of Economics in Osijek](#)



Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet u Osijeku

Preddiplomski studij Financijski menadžment

Fabio Brmež

## **POLITIKA TEČAJA**

Završni rad

Osijek, 2021.

Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku

Ekonomski fakultet u Osijeku

Preddiplomski studij Financijski menadžment

Fabio Brmež

## **POLITIKA TEČAJA**

Završni rad

Kolegij: Monetarne financije

JMBAG: 0010225403

e-mail: [fabiobrmez@gmail.com](mailto:fabiobrmez@gmail.com)

Mentorica: izv. prof. dr. sc. Ivana Bestvina Bukvić

Osijek, 2021.

Josip Juraj Strossmayer University of Osijek

Faculty of Economics in Osijek

Undergraduate Study Financial management

Fabio Brmež

## **EXCHANGE RATE POLICY**

Final paper

Osijek, 2021.

**IZJAVA**

**O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI,  
PRAVU PRIJENOSA INTELEKTUALNOG VLASNIŠTVA,  
SUGLASNOSTI ZA OBJAVU U INSTITUCIJSKIM REPOZITORIJIMA  
I ISTOVJETNOSTI DIGITALNE I TISKANE VERZIJE RADA**

1. Kojom izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je završni rad isključivo rezultat osobnoga rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu. Potvrđujem poštivanje nepovredivosti autorstva te točno citiranje radova drugih autora i referiranje na njih.
2. Kojom izjavljujem da je Ekonomski fakultet u Osijeku, bez naknade u vremenski i teritorijalno neograničenom opsegu, nositelj svih prava intelektualnoga vlasništva u odnosu na navedeni rad pod licencom *Creative Commons Imenovanje – Nekomercijalno – Dijeli pod istim uvjetima 3.0 Hrvatska*.
3. Kojom izjavljujem da sam suglasan/suglasna da se trajno pohrani i objavi moj rad u institucijskom digitalnom repozitoriju Ekonomskoga fakulteta u Osijeku, repozitoriju Sveučilišta Josipa Jurja Strossmayera u Osijeku te javno dostupnom repozitoriju Nacionalne i sveučilišne knjižnice u Zagrebu (u skladu s odredbama Zakona o znanstvenoj djelatnosti i visokom obrazovanju, NN br. 123/03, 198/03, 105/04, 174/04, 02/07, 46/07, 45/09, 63/11, 94/13, 139/13, 101/14, 60/15).
4. izjavljujem da sam autor/autorica predanog rada i da je sadržaj predane elektroničke datoteke u potpunosti istovjetan sa dovršenom tiskanom verzijom rada predanom u svrhu obrane istog.

**Ime i prezime studenta:** Fabio Brmež

**JMBAG:** 0010225403

**OIB:** 32899913979

**e-mail za kontakt:** fabiobrmez@gmail.com

**Naziv studija:** Financijski menadžment

**Naslov rada:** Politika tečaja

**Mentor/mentorica diplomskog rada:** Izv. prof. dr. sc. Ivana Bestvina Bukvić

U Osijeku, 14. 09. 2021. godine

Potpis



---

## **Politika tečaja**

### **Sažetak**

Tečajna politika jedno je od najvažnijih područja monetarne vlasti kojom kreatori monetarne politike istodobno mogu utjecati na brojna druga gospodarska kretanja ali i cjelokupnu makroekonomsku situaciju u gospodarstvu. Koliko je važna tečajna politika najbolje svjedoči činjenica kako je pravodoban tečajni režim uz usklađeno djelovanje monetarne i fiskalne politike spriječio potpuni slom Američkog financijskog sustava početkom 21. stoljeća, kad je zavladao financijska kriza. Izbor tečajnog režima vrlo je složen zadatak koji pred kreatora monetarne politike stavlja brojne izazove, posebice ako se uzme u obzir kako djelovanje tečajne politike istodobno ima utjecaj na brojne makroekonomske varijable ali i cjelokupnu gospodarsku stabilnost. Današnja ekonomska praksa poznaje tzv. tri velike skupine tečajnih režima i to: potpuno rigidni ili fiksni tečaj, varijabilni ili fluktuirajući tečaj, te intermedijarni tečajni režim. Koji će režim biti u primjeni ponajviše će definirati određene posebnosti pojedinog gospodarstva. Stoga je primjena jednog režima unutar jednog gospodarstva ne znači nužno da će isti režim biti najbolji i unutar nekog drugog gospodarstva. Konačno, svrha i cilj tečajne politike danas se ponajviše ogleda u pronalasku optimalne tečajne politike i postizanju najboljih rezultata koje su gospodarstvu na raspolaganju. U okviru istraživačkog dijela rada analiziran je sadašnji tečajni režim Republike Hrvatske s ciljem ocjene njegove učinkovitosti te pronalaska odgovora na pitanje mogućeg utjecaja fleksibilnijeg tečajnog režima na gospodarstvo. Unutar ovog završnog rada teoretski će se prikazati i analizirati postojeći tečajni režimi s osobitim naglaskom na režim koji je u primjeni u Republici Hrvatskoj. Cilj rada je analizirati i prikazati tečajne režime te njihove prednosti i nedostatke s teoretskog aspekta kako bi se konačno mogli donijeti zaključci o funkcionalnijim tečajnim režimima, čiji će se izbor vršiti u nekoj bližoj budućnosti.

**Ključne riječi:** monetarna politika, politika tečaja, devizni režim, realni devizni tečaj

## **Exchange rate policy**

### **Abstract**

Exchange rate policy is one of the most important area of monetary authority in which monetary policy makers can simultaneously influence many other economic trends, but also the overall macroeconomic situation in the economy. The importance of exchange rate policy is best evidenced by the fact that a timely exchange rate regime with coordinated monetary and fiscal policy prevented the complete collapse of the American financial system at the beginning of the 21st century, when a severe financial crisis prevailed. The choice of exchange rate regime is a very complex task that poses numerous challenges to monetary policy makers, especially if we consider that the operation of exchange rate policy has an impact on many macroeconomic variables and overall economic stability. Today's economic practice knows the so-called three large groups of exchange rate regimes: a fully rigid or fixed exchange rate, a variable or fluctuating exchange rate, and an intermediate exchange rate regime. Which regime will be applied will mostly define the certain specifics of an individual economy. The acceptance of one regime within one economy does not necessarily mean that the same regime will be the best within another economy. Finally, the purpose and goal of exchange rate policy today is mostly reflected in finding the optimal exchange rate policy and achieving the best results available for the economy. The research part of the paper analyzes the current exchange rate regime of the Republic of Croatia in order to assess its effectiveness and find an answer to the question of the possible impact of a more flexible exchange rate regime on the economy. Within this final paper, the known exchange rate regimes will be theoretically presented and analyzed, with special emphasis on the regime in force in the Republic of Croatia. The aim of this paper is to analyze and present exchange rate regimes and their advantages and disadvantages from a theoretical point of view in order to finally draw conclusions about more functional exchange rate regimes in order to have the best possible alternative of exchange rate policy in near future.

**Keywords:** monetary policy, exchange rate policy, exchange rate regime, real exchange rate

# SADRŽAJ

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. UVOD</b> .....  | <b>1</b>  |
| <b>2. METODOLOGIJA RADA</b> .....   | <b>3</b>  |
| <b>3. TEORIJSKA POGLOGA I DEFINICIJSKA ODREĐENJA</b> .....                              | <b>4</b>  |
| 3.1. Definijska određenja deviznog tečaja.....  | 4         |
| 3.2. Fiksni i fluktuirajući tečaj.....  | 6         |
| 3.1. Tečajni režim iznad i ispod „optimalne razine“ .....                               | 8         |
| 3.1.1. Sustav deviznog tečaja bez domaće valute.....                                    | 9         |
| 3.1.2. Valutni – monetarni odbori .....   | 9         |
| 3.1.3. Ostali konvencionalni aranžmani fiksno vezanog tečaja.....                       | 11        |
| 3.1.4. Sustav padajućeg vezanog prilagođavanja .....                                    | 12        |
| 3.1.5. Sustav puzećeg raspona deviznog tečaja .....                                     | 13        |
| 3.1.6. Sustav upravljano plivajućeg deviznog tečaja bez određenog smjera kretanja ..... | 14        |
| 3.1.7. Slobodno fluktuirajući devizni tečaj.....  | 15        |
| 3.2. Marshall – Lernerov uvjet .....  | 15        |
| 3.3. Problematika izbora deviznog tečaja.....   | 16        |
| 4.1. Analiza tečajnih režima izabranih zemalja Europske unije.....                      | 18        |
| 4.1.1. Tečajna politika Mađarske .....  | 18        |
| 4.1.2. Tečajna politika Češke .....   | 21        |
| 4.2. Analiza tečajnog režima Republike Hrvatska .....                                   | 22        |
| 4.2.1. Tečajni režim Republike Hrvatske .....   | 24        |
| 4.2.2. Stabilizacijski – antiinflacijski program Republike Hrvatske .....               | 25        |
| 4.2.3. Poststabilizacijsko razdoblje u Republici Hrvatskoj .....                        | 27        |
| <b>5. RASPRAVA</b> .....  | <b>28</b> |
| <b>6. ZAKLJUČAK</b> .....   | <b>30</b> |
| <b>LITERATURA</b> .....   | <b>31</b> |
| <b>POPIS TABLICA</b> .....  | <b>35</b> |



|                             |           |
|-----------------------------|-----------|
| <b>POPIS SLIKA.....</b>     | <b>36</b> |
| <b>POPIS GRAFIKONA.....</b> | <b>37</b> |

## 1. UVOD

Tečajna politika kao instrument monetarne politike od neizostavne je važnosti pri razvoju i postizanju stabilnosti svake nacionalne privrede. Iako su kreatori ekonomske i monetarne vlasti u današnjim turbulentnim uvjetima poslovanja u sve većoj mjeri pod utjecajem problema pronalaska optimalnog rješenja za postizanje stabilnog deviznog tečaja, koji bez obzira na gospodarske uvjete neće dovesti u pitanje stabilnost cijena i samim time stabilnost cjelokupne nacionalne privrede, u središte pozornosti danas se sve više stavljaju uzročno – posljedični odnosi makroekonomskih politika koje djeluju kroz politiku tečaja. U skladu s navedenim, konačni cilj monetarnih vlasti ogleda se u pronalasku optimalne tečajne politike i postizanju maksimalnog potencijala i najboljih rezultata koje su gospodarstvu na raspolaganju. Točnije, tečajna politika jedna je od ključnih varijabli ekonomske politike koja utječe na sva makroekonomska kretanja, stoga je svakom gospodarstvu u interesu da izabere devizni režim koji će podupirati ostvarenje ciljeva gospodarske politike. Međutim, važno je znati kako izbor i pronalazak optimalnog ujedno i najprihvatljivijeg tečajnog režima nije niti malo jednostavan zadatak. Razlog toga upravo leži u uzročno posljedičnim odnosima i prelijevanju učinaka s jednog na druga tržišta. Stoga je danas nerijetko napuštanje i odustajanje od nekih manjih ciljeva, kako bi se postigli neki veći koji će na koncu doprinijeti cjelokupnoj ekonomiji.

Brojna su danas razvijena svjetska gospodarstva, primjeri dobre prakse koji su kroz tečajni režim poboljšala svoj izvozni potencijal bez da su dovela u pitanje stabilnost cijena kao i razvoj inflacijskih šokova. Primjerice, Republika Mađarska koja je i u vrijeme revidiranja tečajnih režima generirala pozitivan neto izvoz, ili pak Češka koja je kao najmanje reformirana država u tri navrata potpuno mijenjala tečajni režim i danas postala jedna od pozitivnih ekonomskih primjera u kojima postoji potpuni sklad između fiskalne i monetarne politike. Republika Hrvatska je relativno nova članica Europske unije koja ima vlastitu monetarnu politiku i valutu kojom samostalno upravlja. Već dugi niz godina Republika Hrvatska ostvaruje postavljene ciljeve glede stabilnosti inflacije i domaće valute. Istraživačko pitanje propituje je li sadašnji tečajni režim Republike Hrvatske učinkovit i utječe li primjena fleksibilnijeg tečajnog režima na gospodarstvo. S ciljem pronalaženja odgovora na postavljeno istraživačko pitanje provedena je analiza makroekonomskih pokazatelja odabranih zemalja iz okruženja (Mađarske i Češke) te njihova usporedba s rezultatima makroekonomskih pokazatelja Republike Hrvatske. S obzirom na iskustva s početka 1990-ih godina kada je hrvatsko gospodarstvo zahvatila hiperinflacija, današnja monetarna politika uglavnom je određena upravljano–promjenjivim tečajnim

režimom koji koordinira Hrvatska narodna banka (HNB). Stoga ovaj završni rad daje sustavan pregled i analizu postojećih tečajnih režima s osobitim naglaskom na tečajni režim koji je u primjeni u Republici Hrvatskoj. Objašnjene su varijable koje se reflektiraju i utječu na izbor tečajne politike, kao i cjelokupni makroekonomski značaj tečajne politike. Osim toga, u središnjem dijelu rada vrlo sažeto su predstavljene tečajni režimi izabranih europskih zemalja, koje su primijenile različite tečajne aranžmane, te uz njih ostvarile pozitivne učinke po gospodarstvo. Osnovni cilj završnog rada jeste usporediti s jedne strane fiksni, a s druge strane plivajući tečajni režim u izabranim državama članicama Europske unije. Kako bi se dobio bolji uvid u utjecaj tečajnog režima na stanje i kretanje cjelokupnog gospodarstva, u radu će se prikazati izabrani makroekonomskih pokazatelja u tri države članice Europske unije. U radu su analizirani podaci Republike Hrvatske, Mađarske i Češke u razdoblju od 2012. do 2017. godine. U metodološkom smislu, korištena je komparativna metoda, kao i metode analize i sinteze, pri čemu su analizirani sekundarni izvori podataka.

Rad je podijeljen u tri osnovna djela. Prvi dio rada daje ključna definicijska određenja kao i problematiku definiranja optimalnog deviznog tečaja. Tečajni režimi i njihova primjena među izabranim zemljama članicama prikazani su u drugom dijelu rada, dok treći dio rada objašnjava daljnje mogućnosti i ograničenja razvoja tečajnog režima Republike Hrvatske.

## 2. METODOLOGIJA RADA

Budući da je tečajna politika jedna od ključnih politika koja ima vrlo veliku ulogu pri stabilnosti i daljnjem rastu i razvoju cjelokupnog gospodarstva, predmet ovog završnog rada jest važnost tečajnih režima, ali i njihov učinak na cjelokupno gospodarstvo. Osim toga, rad daje uvid u ključna teorijska određenja deviznog sustava, devizne politike, ali i različitih tečajnih režima koje danas poznaje ekonomska praksa. Stoga je temeljni cilj rada prikazati, analizirati i ocijeniti tečajne režime usporedivih zemalja kao instrument ekonomske politike koji kroz brojne varijable utječu na stanje i kretanje cjelokupne privrede. U okviru istraživačkog dijela rada analiziran je sadašnji tečajni režim Republike Hrvatske s ciljem ocjene njegove učinkovitosti te pronalaska odgovora na pitanje mogućeg utjecaja fleksibilnijeg tečajnog režima na gospodarstvo. Kako bi se dobio puno bolji uvid u prednosti i nedostatke tečajnih režima, ali i problematiku njihova donošenja unutar ovog rada vrlo sažeto su prikazani režimi koji su bili u primjeni u izabranim zemljama članicama Europske unije, ali i režim koji je u primjeni u Republici Hrvatskoj.

Ovo istraživanje ima za cilj prikazati i analizirati pozitivne i negativne odrednice tečajnih režima koji će biti prikazani u ovom radu. Stoga se doprinos ove analize ponajviše ogleda u donošenju zaključaka o izboru tečajnog režima. U skladu s opisanom problematikom za izradu ovog istraživanja korišteni su isključivo sekundarni podaci, kao što su rezultati nekih prethodnih istraživanja iz sličnog tematskog područja, studije, knjige, časopisi i druga literatura koja obrađuje definirano tematsko područje. U metodološkom kontekstu, korištene su deskriptivna metoda, metoda analize i sinteze, te komparacijska i indikacijska istraživačka metoda.

### **3. TEORIJSKA POGLOGA I DEFINICIJSKA ODREĐENJA**

„Izbor adekvatne tečajne politike jedna je od ključnih odluka nosioca monetarne vlasti u današnjem turbulentnom svijetu, pri čemu je sam izbor tečajnog režima vrlo kompleksno područje koje treba implementirati i modificirati makroekonomskoj situaciji“ (Lazović, 2007:119). Iako su aktualnosti tečajne politike bile na najvišoj razini raspadom Bretton Woodskog sporazuma, njezine značajke po cjelokupnu ekonomiju i danas plijene najveću pozornost makroekonomskih teoretičara i znanstvenika. U tom kontekstu, unutar ovog poglavlja biti će dana osnovna teorijska određenja i značajke koje su vezane za tečajnu politiku i režim deviznog tečaja. Osim toga u ovom poglavlju navedeni su ključni indikatori koji imaju vrlo važnu ulogu pri izboru tečajnog režima.

#### **3.1. Definijska određenja deviznog tečaja**

Broj jedinica jedne valute koji se može kupiti za jedinicu druge valute naziva se deviznim tečajem. Odnosno, devizni je tečaj cijena ili vrijednost jedne valute, iskazane u jedinicama druge valute, postignute na deviznom tržištu primjenom zakona ponude i potražnje za devizama. Budući da se osnovna svrha deviznog tečaja danas ponajviše zasniva na povezivanju kapitalnih tokova i cjenovnih struktura jedne države s cjenovnim strukturama i tokovima drugih država njegovo uspješno ispunjavanje danas je ponajviše zasnovano na odnosu nominalnog i realnog deviznog tečaja (Marić, 2012:49).

Ako se vrijednost strane valute izražava u jedinicama domaće valute govori se o nominalnom deviznom tečaju. Točnije, nominalni devizni tečaj može se definirati kao kvantitativni odnos dvije valute, izražen kao jedinice jedne valute koje se mogu dobiti za jedinice druge valute. Pri tome valja imati na umu, ako se takav nominalni devizni tečaj stavlja u kontekst dvije valute, tada je riječ o bilateralnom nominalnom deviznom tečaju.

„Kretanje nominalnog deviznog tečaja odražava se kroz promjene aprecijacije kada cijena domaće valute poraste u terminima strane valute, te padom cijene strane valute u terminima domaće valute, te deprecijacije kada cijena domaće valute pada u terminima strane valute te dolazi do rasta tečaja. On ne daje informacije o relativnoj konkurentnosti domaćih dobara i kupovnoj moći kao realni devizni tečaj, već komparira vrijednosti dvije ili više valuta međusobno“ (Blanchard i suradnici, 2013: 226). Kako su vrijednosti deviznih tečaja vrlo varijabilnog karaktera i međusobno diversificirane u odnosu jedna na drugu, realan uvid u

tendenciju kretanja i konkurentnost može se dobiti isključivo efektivnim deviznim tečajem koji predstavlja ponderiranu vrijednost tečaja stavljenu u odnos na druge valute.

„Realni devizni tečaj predstavlja jednu od ključnih komponenti koja igra vrlo važnu ulogu pri odluci o izboru i investiranju u nacionalnu privredu. Može se reći kako je realni devizni tečaj zapravo vrijednost nominalnog deviznog tečaja korigirana stopom inflacije dakako izražene u jedinicama iste valute“ (Marić, 2012: 47). Stoga suština realnog deviznog tečaja leži u komparaciji kupovne moći tuzemnog i inozemnog stanovništva i kao takav izražava kvocijent cijena robe između tuzemstva i inozemstva čime ujedno definira uvjet razmjene ili konkurentnost pojedinih valuta. Prema Blanchardu i suradnicima (2013: 142) realni se devizni tečaj u kvantitativno smislu izražava sljedećom funkcijom:

$$R = E * \frac{P^f}{P^d}(1)$$

u kojoj R predstavlja realni devizni tečaj, E nominalni devizni tečaj,  $P^f$  indeks inozemnih cijena i  $P^d$  indekse domaćih ili tuzemnih cijena (Blanchard i suradnici, 2013:143).

Prema Krugmanu i Obstfeldu (2009: 21) „promjena indeksa realnog deviznog tečaja odražava promjenu međunarodne konkurentske pozicije zemlje prema inozemstvu. Stoga sniženje realnog deviznog tečaja znači realnu aprecijaciju domaće valute, a povećanje realnog deviznog tečaja znači realnu deprecijaciju domaće valute.“ (Krugman i Obstfeld, 2009: 21) Konkretno, depreciran realni tečaj domaće valute ujedno znači povećanje konkurentnosti domaće valute na međunarodnom deviznom tržištu, dok aprecirani realni tečaj ujedno ukazuje na smanjenje ili pogoršanje cjenovne konkurencije domaće valute na međunarodnom deviznom tržištu. Brojne su mjere koje danas mogu dovesti do promjene vrijednosti domaće valute. Do realne deprecijacije domaće valute (ili aprecijacije inozemne valute) nedvojbeno će dovesti povećanje vrijednosti nominalnog deviznog tečaja u odnosu na domaći tečaj, sniženje cijena u tuzemstvu ili povećanje cijena u inozemstvu, pri čemu vrijedi i obrnuto. Odnosno, realnu aprecijaciju domaće valute (ili deprecijaciju inozemne valute) uzrokovat će smanjenje vrijednosti nominalnog deviznog tečaja, povećanje tuzemnih (domaćih) cijena ili smanjenje cijena u inozemstvu.

### 3.2. Fiksni i fluktuirajući tečaj

Od raspada Bretton Woodskog sustava 1973. godine pa sve do danas razvijeno je više različitih tečajnih režima koji su se uglavnom zasnivali na kombinaciji fiksnih i plivajućih (varijabilnih) režima kao dvije krajnosti. U današnje vrijeme nije nimalo jednostavno definirati ključnu razliku između pojedinih sustava jer su razlike u određenim režimima gotovo nevidljive. Stoga se unutar ovog odjeljka autor detaljno fokusirao isključivo na dvije razine tečajnih režima - fiksnog i plivajućeg, a svi ostali režimi izvedenice su iz ove dvije temeljne kategorije stoga su njihove prednosti i nedostaci u većoj ili manjoj mjeri kompatibilne s opisanim karakteristikama. U nastavku je prikazan kratki pregled ključnih prednosti i nedostataka fiksnog i fluktuirajućeg tečajnog režima (Tablica 1).

**Tablica 1.** Prednosti i nedostaci fiksnog i plivajućeg tečajnog režima

|                  | FIKSNI TEČAJNI REŽIM   | PLIVAJUĆI TEČAJNI REŽIM  |
|------------------|--|--|
| <b>Prednosti</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ograničava tečajni rizik na međunarodne transakcije i međunarodne investicije,</li> <li>• Smanjuje troškove pristupa prema međunarodnim financijskim tržištima,</li> <li>• Smanjuje domaće kamatne stope,</li> <li>• Omogućuje smanjenje inflacije,</li> <li>• Sprječava monetarno financiranje fiskalnog deficita,</li> <li>• Neutralizira utjecaje monetarnih šokova</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Neutraliziran je utjecaj eksternih šokova</li> <li>• Neutraliziran je utjecaj stvarnih šokova</li> <li>• Neutraliziran je efekt inflacije na izvoznu konkurentnost</li> </ul>   |
| <b>Nedostaci</b> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Kredibilitet je upitan, a u slučaju krize, prilagodbe mogu biti preskupe</li> <li>• Ovisnost o monetarnoj politici zemlje za koju je valuta vezana</li> <li>• Visok stupanj osjetljivosti prema vanjskim i unutarnjim šokovima</li> <li>• Rizik stvarne tečajne aprecijacije i pogoršanja tekućeg računa</li> </ul>   | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Uzrok uvozne inflacije</li> <li>• Velika volatilnost uzrokuje negativne efekte na trgovinske i financijske transakcije</li> <li>• Uzrok regionalne nestabilnosti u slučaju kompetitivne devalvacije</li> <li>• Može dovesti do odgode potrebnih strukturalnih prilagodbi</li> </ul> |

Izvor: preuzeto u cijelosti (Poirson, 2001: 45)

Fleksibilni ili plivajući tečajni režimi uglavnom su danas zasnovani na djelovanju tržišta i oni kao takvi neovisnoj monetarnoj politici daju određenu samostalnost i mogućnost automatske prilagodbe tečaja tržišnim situacijama u zemlji ili inozemstvu. Osim toga omogućuju izbjegavanje različitih valutnih špekulacija i autonomno vođenje monetarne politike. Međutim, takva razina autonomije monetarne politike zahtjeva dovoljno dobru tržišnu infrastrukturu financijskih tržišta i tržišta kapitala kako bi se na efikasan način mogli ograničiti negativni učinci, trgovinski šokovi, te izbjegavanje špekulativnih napada, da se pri tome ne ugrozi stabilnost domaćeg tečaja. U državama koje preferiraju ovakav režim nositelji monetarne politike uglavnom interveniraju na deviznom tržištu kupovinom ili prodajom inozemne valute u zamjenu za domaću valutu, a sve s ciljem „fiksiranja – ograničenja“ vrijednosti tečaja. Konkretno, primjenom plivajućih tečajnih režima nositelji monetarne politike u bilo kojem trenutku mogu samostalno izazvati monetarnu ekspanziju (po potrebi) samim time i deprecijaciju vlastite valute što će kao posljedicu imati rast potražnje za domaćim dobrima. Plivajući režimi uglavnom su u primjeni od 1970-ih godina, a broj država koje su ga uvele kao vlastiti režim bio je u intenzivnom porastu. Budući da ovakvi režimi zahtijevaju visoku dostupnost financijskih instrumenata, prihvatljiviji su za veća i visoko razvijena gospodarstva koja su sama po sebi financijski otpornija, što su konstatirali Stockmana (1999) i Poirsona (2001) koji su analizirali prednosti i nedostatke fiksnih i plivajućih tečajnih režima.

Kod plivajućih tečajnih režima značajno je veća učinkovitost monetarne politike no fiskalne politike čije je djelovanje kod ovakvog režima vrlo ograničene naravi. Ključno pitanje koje se veže za plivajuće režime jeste pitanje usklađenja ciljeva, instrumenata i aktivnosti fiskalne i monetarne politike. Neupitno je, ako se u ovakvim režimima koristi djelovanje samo jedne politike (fiskalne ili monetarne) bez intervencija druge politike postići će se ograničeni učinak i neusklađeno djelovanje što će se posljedično odraziti na druge makroekonomske varijable kao što su platna bilanca, kamatna stopa ili dohodak.

Međutim, važno je znati kako je sama efikasnost fiskalne politike kod plivajućih režima uglavnom ovisnog karaktera, a ovisi prije svega o razini mobilnosti (pokretljivosti) kapitala. Logično, što je razina pokretljivosti kapitala veća efikasnost fiskalnih mjera je manja jer veća količina novca u optjecaju neupitno stvara veći pritisak na cjelokupno gospodarstvo.

Prema Higgartu (1999: 76) „u sustavu fiksnog tečajnog režima, zemlja veže svoju valutu po fiksnom tečaju prema nekoj drugoj valuti, a najčešće sa zemljom s kojom ima značajne trgovinske veze. U pravilu ovaj tečajni režim odgovara malim zemljama koje imaju visok



stupanj otvorenosti trgovine, fiskalne mehanizme za ublažavanje recesije, visoku mobilnost faktora proizvodnje te visoku povezanost sa zemljom za koju se domaća valuta veže.“ (Higgart, 1999: 76) Fiksni tečajni režimi u usporedbi s plivajućim režimima „uklanjaju“ određenu razinu tečajnih rizika i značajno smanjuju kamatne stope koje se plaćaju prema intenzitetu rizika. Nadalje, ovakav režim ograničava mogućnosti podcjenjivanja ili precjenjivanja tečaja do kojih dolazi prilikom fluktuacije tečaja. Kao jedna od temeljnih prednosti fiksiranog tečaja u odnosu na plivajući navodi se strogo fiksirani nominalni devizni tečaj čime je kompetitivna deprecijacija i visoka inflacija svedena na minimum. „Osim toga, fiksiranjem tečaja središnja banka koja nadzire cjelokupni tečajni mehanizam stječe dodatni kredibilitet što posljedično može imati izuzetno povoljan utjecaj na investicije i trgovinu, posebice ukoliko je tečaj fiksiran prema nekom većem i boljem paritetu deviza“ (Bilas, 2005:137).

U uvjetima fiksiranog tečajnog režima jasno je kako je fiskalna politika daleko efikasnija od monetarne politike. Prema Radoševiću (2012.) stabilna fiskalna pozicija bez većih oscilacija uz mobilni kapital ključni je preduvjet razvoja fiksnog tečajnog režima. Djelovanje fiskalne politike u uvjetima niske pokretljivosti kapitala vodi ka povećanju kamatnih stopa, ali i realnog dohotka, što se posljedično reflektira rastom potražnje za uvozom i deprecijacijom domaće valute. Suprotno tomu, savršeno mobilan kapital rezultirat će suficitarnim rezultatom bilance plaćanja, povećanjem dohotka te apreciranim tečajem (Radošević, 2012: 67).

Naposljetku, prilikom izbora tečajnog režima vrlo je važno uzeti u obzir sve karakteristike i posebnosti pojedinih gospodarstava. Kakav će utjecaj izabrani tečajni režim imati na gospodarstvo prije svega ovisit će upravo o tim posebnostima. Ranih 1990–ih godina došlo je do naglog restrukturiranja i promjene tečajnih režima brojnih europskih gospodarstava koji su napuštanjem tzv. fiksnog režima prešli na plivajući tj. uvjetno – plivajući tečajni režim (Kunovac i Pavić, 2018).

### **3.1. Tečajni režim iznad i ispod „optimalne razine“**

Dostupna ekonomska literatura poznaje nekolicinu tečajnih režima, a njihova klasifikacija i opis ponajprije ovisi o autoru i kontekstu u kojem su objašnjeni. Dok Cruz-Rodriguez (2009) klasifikaciju tečajnih režima vrši s aspekta de jure podjele čije osnove počivaju na odrednicama MMF –a iz 1990. godine, Guisinger i Singer (2010: 315) analizirali su odrednice de facto klasifikacije, a koja se ujedno danas smatra i klasifikacijom modernih režima deviznog tečaja. Frankel (2003: 33) kao i brojni drugi teoretičari razlikuje čak devet različitih tečajnih režima. Međunarodni monetarni fond (2004) pak istu klasifikaciju kategorizira na pet tečajnih režima.

„Međutim, MMF u svojoj klasifikaciji ne pravi razliku između dolarizacije i monetarne unije, te čistog fluktuirajućeg i slobodno plivajućeg deviznog tečaja, niti navodi košaricu valuta kao zaseban devizni režim“ (Ribnikar, 2004: 11).

Između dvije ekstremne varijante režima (fiksno i fluktuirajućeg deviznog tečaja), postoji niz različitih alternativnih deviznih sustava, počevši od onih rigidnijih ka onim fleksibilnijima. Fiksni devizni režim kao što mu i sam naziv kaže, tečaj je vezan i fiksiran za neku drugu devizu ili robu. Suprotno tomu, fleksibilni tečajni režimi uglavnom su varijabilnog karaktera i nisu prethodno vezani za neku drugu vrijednost. „Ako država odluči da će svoju valutu vezati za neku eksternu vrijednost, zemlja mora odlučiti i za koju, te hoće li to biti pojedina valuta ili skup - košarica valuta“ (Salvatore, 2007: 280).

### **3.1.1. Sustav deviznog tečaja bez domaće valute**

U sustavu deviznog tečaja bez primjene domaće valute u opticaju riječ je o režimu u kojem se kao zakonsko sredstvo plaćanja koristi valuta druge zemlje ili neka nadnacionalna valuta (najčešće euro ili dolar). Najčešće ovakav režim egzistira među državama članicama koje čine jedinstvenu monetarnu uniju i imaju jednake uvjete kao i sredstvo plaćanja koje je jedinstvenom među svim državama koje su u uniji (Koški, 2008:31-32).

Iako je ovakav režim vrlo rigidan, on kao i svaki drugi ima svoje specifičnosti, prednosti i manjkavosti. Kao najveći nedostatak monetarne unije i jedinstva nedvojbeno je nepostojanje nacionalnog institucionalnog tijela – nacionalne središnje banke koja kontrolira, nadzire i prati kompletnu monetarnu politiku, a samim time i tečajna kretanja. Prednosti ovakvog režima najbolje su vidljive među državama koje su prihvatile ovakav sustav poput Monaka, države Vatikan, San Marina i brojnih drugih. Dakle, prednosti ovakvog režima zrcale se uključenim segmentima poput kontrola nastanka inflacije, minimiziranje rizika devalvacije valute, smanjenje kamatnih stopa, jačanje transparentnosti, te brojne druge.

### **3.1.2. Valutni – monetarni odbori**

„Valutni odbor je monetarni režim, odnosno monetarna institucija u kojoj se monetarne vlasti, temeljem zakonskog propisa, obvezuju emitirati primarni novac samo do iznosa vrijednosti međunarodnih pričuva kojima raspolažu, te u svakom trenutku, po unaprijed utvrđenom fiksnom deviznom tečaju, otkupiti bilo koji iznos primarnog novca u zamjenu za međunarodne pričuve“ (Koški, 2008: 32). Ovaj monetarni režim zasnovan je na čvrstim pravilima u kojem

postoji potpuno pokriće nacionalne valute, stabilnom stranom valutom (tzv. rezervna valuta), pri čemu je nacionalna valuta u svakom trenutku zamjenjiva (konvertibilna) u stranu (stabilnu) valutu za koju je vezana. (Lazović, 2007: 138). „Središnja banka i nacionalna valuta postoje i u ovom slučaju, ali su njihove funkcije i mogućnosti značajno drugačije i ograničene. Stoga je uloga središnje banke značajno manja nego u klasičnom sustavu, budući da može emitirati samo onoliko novca koliko ima međunarodnih pričuva i da joj je zabranjeno poslovanje sa državom u bilo kojem obliku“ (Mečev, 2012: 33). U nastavku (slika 1) je prikazana osnovna razlika između bilance valutnih odbora i središnje banke kod klasičnih modela deviznog tečaja u kojima središnja banka koordinira tečajnom politikom.

#### **BILNACA VALUTNOG ODBORA**

| <b>AKTIVA</b>              | <b>PASIVA</b>   |
|----------------------------|---|
| <b>MEĐUNARODNE PRIČUVE</b> | Gotovina (Depoziti poslovnih banaka)<br>Neto vrijednost |

#### **BILANCA SREDIŠNJE BANKE**

| <b>AKTIVA</b>                                   | <b>PASIVA</b>   |
|---|---|
| <b>MEĐUNARODNE PRIČUVE I<br/>DOMAĆA IMOVINA</b> | Gotovina (Depoziti poslovnih banaka)<br>Neto vrijednost |

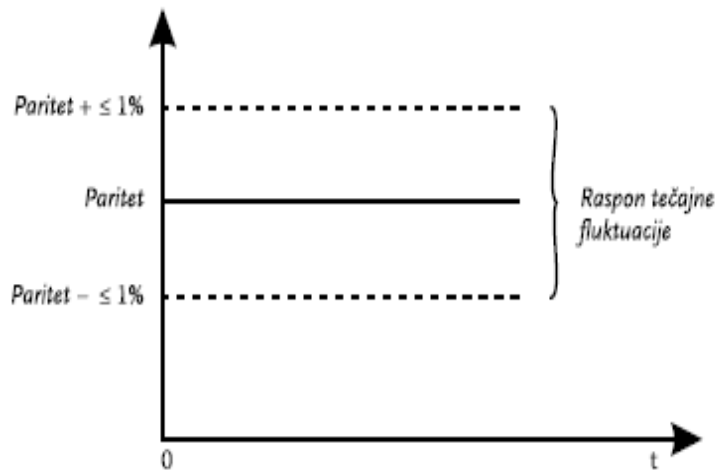
**Slika 1.** Bilanca valutnoga odbora i bilanca središnje banke (preuzeto u cijelosti: Koški, 2008: 32)

Iz prethodnog prikaza proizlazi kako valutni odbor raspolaže isključivo međunarodnim pričuvama i kao takav ima jedino mogućnost odobravanja zaduženja koja proizlaze iz primarne emisije koja je do visine međunarodnih pričuva. U okviru valutnih odbora nosioci monetarne politike teže postizanju veće međunarodne rezerve u odnosu na primarni novac koji se emitira, a osnovna svrha mu je osiguranje potpune konverzije domaće valute prema inozemnim valutama. Nasuprot toga, režim u kojem dominantnu ulogu ima središnja banka, ukupnu aktivu čini domaća imovina zajedno s međunarodnim rezervama, stoga je uloga središnje banke puno veća kao i autonomija u odnosu na razinu koju ima valutni odbor. „Režim valutnog odbora posljednjih godina privlači sve veći interes zbog brojnih uspjeha u dijelu „makroekonomske stabilizacije, a najvažnije performanse koje valutni odbor osigurava su: konvertibilnost, niska inflacija i kredibilitet ekonomske politike.“ (Kešetović i Nuhanović, 2009: 1) Model valutnog odbora od 1800-tih godina kada je razvijen, pa sve do današnjih dana, pokazao se vrlo dobrim

za mala otvorena gospodarstva u kojima je razina upravljanja od strane banke ograničenog karaktera.

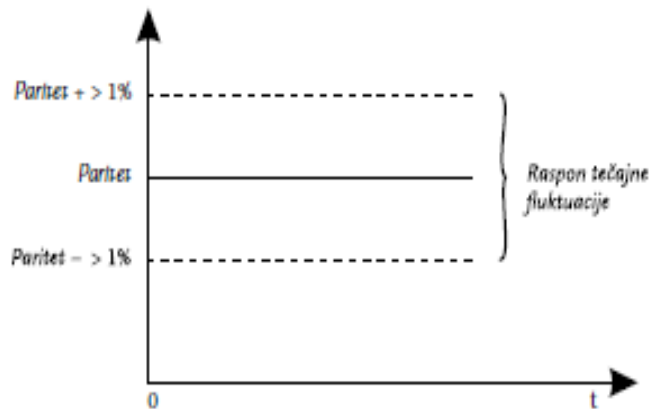
### 3.1.3. Ostali konvencionalni aranžmani fiksno vezanog tečaja

„Sustav fiksno deviznog tečaja danas je jedan je od najzastupljenijih režima među brojnim svjetskim gospodarstvima koji je ostao u nasljeđu od 1940–ih godina kada su sve države morale uvesti i primjenjivati sustav fiksno deviznog tečaja“ (Marić, 2012: 18). Ono što ovaj režim čini specifičnim u usporedbi s ostalim režimima vidljivo je upravo u fiksiranom tečaju koji se uvijek održava na istoj razini uz interval kretanja od oko  $\pm 1\%$  uz obvezno interveniranje monetarnih vlasti što se vidi i na slici 2.



**Slika 2.** Sustav fiksno deviznog tečaja (preuzeto u cijelosti: Koški, 2008: 33)

Vrijednost deviznog tečaja u sustavu fiksno deviznog tečaja odražava se unutar granica zadanog rasponu manjeg od  $\pm 1\%$  oko središnjeg tečaja (slika 2.). U slučajevima većih odstupanja monetarne vlasti obvezne su putem deviznih intervencija održati fiksni devizni paritet na utvrđenoj razini. Kretanja deviznog tečaja unutar zadanog raspona određuje se na tržištu deviza, primjenom zakona ponude i potražnje pri čemu u svakoj oscilaciji reagira središnja banka primjenom ostalih monetarnih agregata, kako bi zadržala tečaj na unaprijed propisanim granicama. Ono što ovaj režim razlikuje od prethodna dva opisana režima jeste upravo razina fleksibilnosti koji je veća od ovog režima nego li kod prethodno opisanih režima. U nastavku je prikazan sustav fiksno deviznog tečaja unutar definiranog raspona kretanja (slika 3).

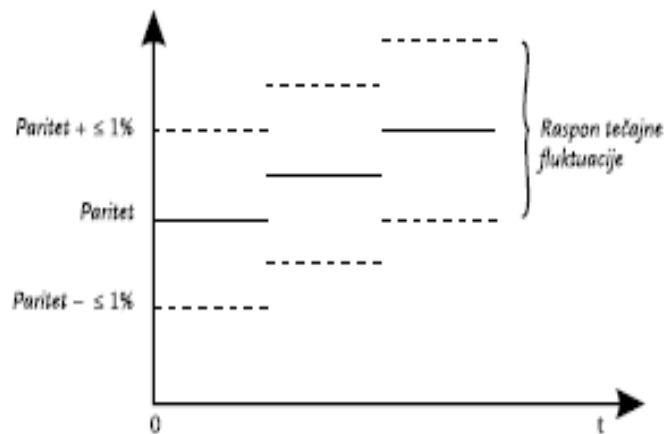


**Slika 3.** Kretanje vrijednosti domaće valute u sustavu vezanoga deviznog tečaja  
(preuzeto u cijelosti: Koški, 2008:34)

Kod fiksnog deviznog tečaja sa definiranim rasponom kretanja (slika 3.), visina deviznog tečaja uspostavlja se unutar definiranog raspona kretanja koji je u ovom slučaju veći od  $\pm 1\%$  oko središnjeg tečaja, pri čemu su i ovdje monetarne vlasti dužne intervenirati u slučajevima većih odstupanja, kako bi održale fiksni devizni paritet unutar zadanog raspona.

#### **3.1.4. Sustav padajućeg vezanog prilagođavanja**

Kod sustava padajućeg deviznog tečaja ili kako ga često nazivaju puzećeg vezivanja deviznog tečaja, valuta se najčešće prilagođava u minimalnim i vrlo malim vrijednostima unaprijed definiranog fiksnog deviznog tečaja. Jednostavnije rečeno, ono što ovaj model čini specifičnim u odnosu na ostale režime jesu periodični intervali kretanja pariteta domaće valute koji monetarne vlasti prilagođavaju po unaprijed definiranom deviznom tečaju. Upravo ti periodični intervali kretanja, ovaj režim čine vrlo zahtjevnim za monetarne vlasti, stoga ga često poistovjećuju s fiksnim režimima jer je raspon kretanja i ovog tečaja unutar  $\pm 1\%$  (Mečev, 2012).

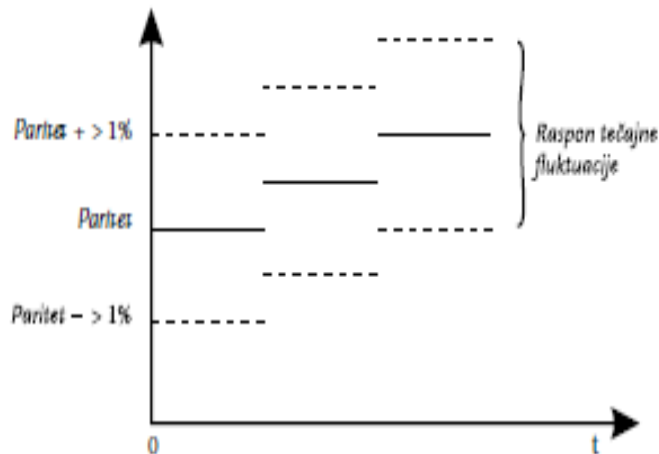


**Slika 4.** Sustav puzećega vezanja deviznoga tečaja (preuzeto u cijelosti: Koški, 2008:34)

U ovom slučaju (slika 4.) vrijednost valute se prilagođava s vrlo malim rasponima kretanja u kojima je dopušteni interval kretanja najviše do  $\pm 1\%$ , pri čemu ta razina „puzanja“ može biti toliko niska da posljedično uzrokuje inflacijske promjene vrijednosti valute ili može biti na razini određene fiksne stope. Primjena tečajnog režima ovakvog tipa donosi brojne prednosti po gospodarstvu, posebice one koje se ogledaju u sprječavanju malverzacije i špekulacije koje su vrlo česte na financijskim tržištima. Točnije, sustav padajućeg vezanog prilagođavanja uglavnom primjenjuje prednosti fleksibilnijih režima, budući da su promjene tečaja unaprijed najavljene, čime je ta razina zloupotreba i špekulacija značajno manja nego li kod nekog drugog režima.

### 3.1.5. Sustav puzećeg raspona deviznog tečaja

„Temeljna razlika između sustava puzećega vezanja deviznog tečaja i puzećega raspona deviznoga tečaja sastoji se u tome što je u potonjem sustavu dopušten raspon tečajne fluktuacije u odnosu na paritet veći od  $\pm 1\%$ “ (Mečev, 2012: 35), kako je prikazano na slici 5.



**Slika 5.** Sustav puzećeg raspona deviznog tečaja (preuzeto u cijelosti: Koški, 2008:33)

Dakle, vrijednost valute se i u ovom slučaju povremeno prilagođava s vrlo malim rasponima kretanja prema unaprijed definiranom rasponu koji je u ovom slučaju minimalno od  $\pm 1\%$  oko srednjeg tečaja. Ovakav režim prema Mečev (2012: 24) ima tri ključne značajke: „puzajući središnji paritet, obvezu monetarnih vlasti da interveniraju kada je potrebno podržati sustav i široku zonu fluktuacije, u pravilu veću od  $5\%$  a najčešće između  $10$  i  $15\%$ “ (Mečev, 2012: 24-25).

### **3.1.6. Sustav upravljano plivajućeg deviznog tečaja bez određenog smjera kretanja**

Sustav upravljano – fluktuirajućeg deviznog tečaja sam po sebi je specifičan upravo zbog dopuštene fluktuacije domaće valute, ali samo djelomično i to prema jasno definiranim fiksnim paritetima bez ikakvog javnog obavještanja. Kao i u svim drugim fluktuirajućim režimima, kada takva kretanja dosegnu određenu razinu u kojoj bi mogla narušiti njezinu stabilnost, kreatori monetarne politike interveniraju na deviznom tržištu određenim deviznim agregatima. Budući da javnost nema informaciju o kretanju tečaja, nepoznat je središnji devizni tečaj koji čini osnovu za projekciju ili izračun raspona fluktuacije tečaja. Stoga ovaj režim monetarnim vlastima omogućava potpunu diskreciju i samostalnost u kreiranju devizne politike. Važno je reći kako je u Republici Hrvatskoj tako „formalno“ usvojen upravljano fluktuirajući tečajni režim koje se samo formalno pokazao „fluktuirajućim“. Naime, u stvarnosti je on djelovao više fiksnim (tečaj kune u odnosu na euro), pri čemu je dopuštena fluktuacija (neobjavljena) uvijek bila fiksna oko  $5\%$  (Kobsa, 2008: 77).

### **3.1.7. Slobodno fluktuirajući devizni tečaj**

Kao što je već poznato, sustav fleksibilnog deviznog tečaja režim je u kojem se vrijednost tečaja uspostavlja na deviznom tržištu, djelovanjem zakona ponude i potražnje. No, ono što čini potpunu slobodu, jest djelovanje monetarnih vlasti pri čemu oni interveniraju s minimalnim kretanjima, ali bez ikakve obveze održavanja tečaja stabilnim. „Nedvojbeno je kako je ovakav model potpuno nemoguć i nezamisliv u stvarnosti, jer devizno tržište čini jedno od ključnih financijskih tržišta da bi bilo prepušteno samo sebi“ (Koški, 2008: 34).

### **3.2. Marshall – Lernerov uvjet**

S obzirom da devizna politika čini jednu od ključnih politika financijskih tržišta koja ima utjecaj na kretanja cjelokupnog gospodarstva neupitno je prelijevanje utjecaja između tržišta kao i svih povezanost sektora na nacionalnoj razini. Ono što je važno prilikom analize i definiranja bilo kojeg deviznog režima, jest utvrditi optimalnu razinu, odnosno da sam tečaj ni u kojem trenutku ne bude apreciran ili depreciran bez obzira u kojem kontekstu ih stavljali. Aprecirani tečaj može biti pozitivan po domaće stanovništvo, gdje dolazi do većeg priljeva devize u odnosu na domaću valutu što jasno djeluje na nacionalna kretanja. S druge pak strane, na inozemnom tržištu dolazi do povećanja neto izvoza jer su devize jeftinije u odnosu na domaću valutu (Krugman i Obstfeld, 2009: 76-77).

Nasuprot tomu, depreciran devizni tečaj dovodi do povećanja izvoza, rasta vrijednosti deviza u odnosu na domaću valutu. Točnije, domaći potrošači za danu količinu novca mogu kupiti puno veću valutnu košaricu domaće valute, nego li što bi mogli kupiti one inozemne. Stoga će takva kretanja nedvojbeno pozitivno utjecati na povećanje domaćeg dohotka kao i domaće proizvodnje (Krugman i Obstfeld, 2009: 78). Osim toga, fluktuacija realnog deviznog tečaja uzročno – posljedično će imati utjecaj na ukupni izvoz gospodarstva što će se opet posljedično preliti izravno ili neizravno na cjelokupno gospodarstvo.

U tom kontekstu, BeniĆ (2015: 436) zaključuje da, „kako bi realna deprecijacija imala pozitivan ekonomski efekt, izvoz se mora povećati dovoljno visoko, a uvoz smanjiti dovoljno nisko da bi se anuliralo povećanje cijene uvoza. Ovaj uvjet nazvan je po čuvenim ekonomistima Alfredu Marshallu i Abbi Lerneru.“ Prema Tica i Posedel (2009: 22) „Marshall – Lernerovim uvjetom tvrdi se kako će deprecijacija poboljšati bilancu plaćanja i rezultirati suficitom, samo ako je suma elastičnosti domaće potražnje za uvozom i inozemne potražnje za domaćim izvozom veća od jedan, uz pretpostavku da je početno stanje bilance plaćanja jednako 0.“



### 3.3. Problematika izbora deviznog tečaja

Iako su i danas zastupljena mišljenja među ekonomskim teoretičarima kako su fleksibilniji režimi pogodniji za gospodarstvo, koliko su varijabilni režimi optimalni i pogodni za određenu privredu ponajviše ovisi o individualnim posebnostima izabrane privrede kao i konačnim ciljevima ekonomske politike. No, gospodarske prednosti koje čine okosnicu izbora deviznog režima ne određuje samo jedna zemlja, već naprotiv, čitav skup zemalja definiranih u izabranom vremenskom razdoblju. Stoga je prilikom definiranja deviznog režima vrlo važno uzeti u obzir kretanja koja su se odvijala u razvijenijim zemljama, a čiji se učinci (bilo pozitivni ili negativni) ponajprije odražavaju na financijska tržišta svim drugih zemalja. Upravo je zbog toga razloga devizno tržište jedno od najosjetljivijih financijskih tržišta na kojem se nepovoljna međunarodna kolanja najviše osjete. Prema Nuti (2000: 53) u tranzicijskim državama između 1990. i 1999. godine tečajni režimi su se kretali od slobodno fluktuirajućih do fiksnih tečaja, uslijed razlika u raspoloživim deviznim rezervama i makroekonomskim uvjetima, preferencijama Vlade između inflacije i nezaposlenosti.

Nakon brojnih polemika o tome koji je režim bolji za koje gospodarstvo i iz kojih razloga, Međunarodni monetarni fond (MMF) u svom istraživanju iz 2003. godine konstatirao je „kako su one zemlje koje su domaću valutu vezale uz dolar ili marku imale izrazito nisku stopu inflacije, ali isto tako zemlje koje su koristile neke od intermedijarnih deviznih tečajeva imale su više stope gospodarskog rasta“ (HNB, 2017: n.p.) Naposljetku, nedvojbeno je kako je tako vezani devizni tečaj uglavnom i vezan za nisku stopu inflacije, puno veću razinu volatilnosti kao i bolji međunarodni pristup.

Prema Benaziću i Kersan – Škrabić (2016) Brojni makroekonomski stručnjaci danas tvrde, kako zapravo ne bi trebalo biti polemika između fiksnih i varijabilnih tj. fleksibilnih tečajnih režima, već naprotiv između pozitivnih i negativnih makroekonomskih posljedica koje izabrani režim stvara. Dok se fiksnog tečajnog režima polazi od ne mobilnosti kapitala, gdje se sve promjene očituju na unutarnjem prilagođavanju pri promjenama kamatnih stopa, dohotka ili platnih bilanci. Zagovornici fiksnih režima tvrde kako je kod ovakvih režima fiskalna politika daleko učinkovitija od one monetarne, jer svaka promjena monetarnih varijabli (poput kamatnih stopa) vodila bi ka porastu potražnje za uvozom i deprecijaciju domaće valute. Takvi učinci ograničavaju djelovanje monetarne politike da „odgovori“ na vanjske šokove i time spriječi kamatne krize, jer će bi u ovakvim slučajevima monetarna politika težila stabilizaciji gospodarstva kroz prodaju deviznih rezervi i smanjenja nova u opticaju. Nasuprot tomu,

zagovornici fleksibilnijeg režima dodatno kritiziraju fiksne režime kroz visoku neizvjesnost i devalvaciju što posljedično ima neefikasne odgovore na financijske špekulacije. Osim toga, fiksirani režimi zahtijevaju određenu kontrolu u međunarodnoj razmjeni i financijskoj imovini što za monetarnu politiku može biti vrlo skupo i neefikasno jer ne garantira nikakvu zaštitu financijskih tržišta (Benazić i Kersan – Škrabić, 2016: 126-127).

Iako danas ne postoje univerzalni režimi i sustavi koji bi bili prihvatljivi u svim zemljama, kreatori monetarne vlasti koji dobro poznaju svoj kulturološki i geopolitički položaj već sami trebaju znati koji je režim najprihvatljiviji njihovoj ekonomiji i iz kojih razloga. Dostupna istraživanja koja su proveli Stockman (1999.) i Frankel (2003), nedvojbeno su konstatirali kako fiksni devizni tečaj značajno povećava sigurnost inozemnih sredstava (investitora), ali isto tako značajno povećava rizik od financijske krize i prekomjernog javnog duga. Brojni su danas primjeri svjetskih gospodarstava poput „Kanade, Japana, Australije koja su primjenom fiksnog deviznog tečaja uspjele generirati značajne pomake i stope rasta“ (Jeff, 2012:178). Stoga su u nastavku poglavlja predstavljeni neki od primjera dobre prakse koji su uspješno revidirali tečajnu politiku i promijenili tečajni režim.

## **4. ANALIZA REZULTATA**

Performanse alternativnih tečajnih režima teško je procijeniti iz više razloga, kao npr. jer se performanse mogu miješati ili zbog toga što ovise o instrumentima fiskalne i monetarne politike (Nutti, 2000: 53).

Nekoliko je novijih zemalja članica Europske unije koje imaju stabilan tečajni režim i na dobrom su tragu ka uvođenju eura. U nastavku ovog poglavlja analizirane su tečajne politike tri europska gospodarstva, kao i tečajna politika Republike Hrvatske kojoj je ipak posvećen najveći značaj.

### **4.1. Analiza tečajnih režima izabranih zemalja Europske unije**

Kako bi se ispunili ciljevi koji su predstavljeni na samom početku ovog završnog rada u ovom središnjem odjeljku ukratko su prikazani tečajni režimi tri izabrane zemlje članice Europske unije – Mađarske i Češke koje su među posljednjim tranzicijskim državama pristupile Europskoj uniji, prema određenim ekonomskim karakteristikama vrlo su slične Hrvatskoj. Osim toga, obje države primijenile su različite tečajne režime koji su se naposljetku i različito odrazili na cjelokupna gospodarstva. Češka je jedna od europskih država koja je uspješno promijenila tečajni režim te potpuno uskladila djelovanje fiskalne i monetarne politike, te se kao takva može smatrati jednim od primjera dobre europske prakse. U drugom dijelu ovog poglavlja prikazane su osnovne karakteristike i značajke tečajne politike u Hrvatskoj.

#### **4.1.1. Tečajna politika Mađarske**

Iako je Mađarska već dugogodišnja članica Europske unije koja je na dobrom tragu za revidiranje i uvođenje eura kao službene valute, njezini konvergencijski pokazatelji još uvijek ne ispunjavaju zahtjeve za ulazak u europsku monetarnu uniju. Naime, osim gospodarskih i makroekonomskih pokazatelja, njezin regulatorni okvir i zakonska regulativa još uvijek nisu usklađeni s regulativom EU. Prema Europskoj Komisiji (2018: 82) Mađarska još uvijek nije zadovoljila kriterije tečajne politike u kojoj mađarska valuta (forinta) još uvijek nije uključena u europski tečajni mehanizam (ERM II). Dostupni podaci ukazuju kako od 2014. godine mađarska forinta oscilira na 314 - 316 HUF prema euru, što i dalje ne zadovoljava postavljene kriterije konvergencije prema kojima udio javnog duga u BDP–u ne bi trebao prelaziti kritičnih 40 %. Međutim, u slučaju Mađarske udio javnog duga u BDP–u prema podacima iz 2014. godine prelazi 65 % s kamatnom stopom od 6,2 %. Takvim kretanjima ne zadovoljava uvjete za ulazak u sustav ERM II. Devizni tečaj forinta/dolar sve do kraja dvadesetog stoljeća kretao

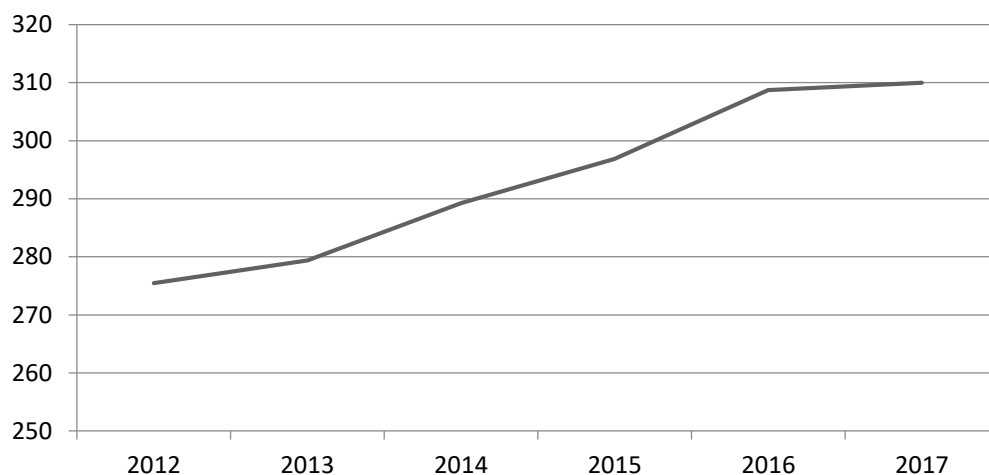
se uglavnom stabilno. Međutim, kompletnim restrukturiranje gospodarstva koje je ubrzo uslijedilo, dovelo je do visokog rasta cijena i deprecijacije domaće valute. Nakon ulaska Mađarske u punopravno članstvo Europske unije, cjelokupna politička situacija stabilizirala se što se posljedično odrazilo i na stabilnost tečaja početkom drugog tisućljeća. (Dapontas, 2011: 13). Kao i većina zemalja nakon ulaska u Europsku uniju pa tako i Mađarska evidentirala je pozitivne stope rasta cjelokupnog gospodarstva s izuzetno stabilnim stopama deviznog tečaja. Prema Zdilar (2021: 47) zbog situacije u kojoj se Mađarska nalazila tijekom globalne ekonomske krize, dok je imala visok vanjski dug i veliki deficit tekućeg računa, došlo je do povećanja procjene rizika mađarskog bankarskog sektora. Stanje i tendencije kretanja Mađarskog gospodarstva prikazano je u tablici 2. primjenom ključnih makroekonomskih pokazatelja.

**Tablica 2.** Kretanje ključnih makroekonomskih pokazatelja Mađarske u razdoblju od 2012 do 2017. godine

| Godina | Makroekonomski pokazatelji |                          |                           |
|--------|----------------------------|--------------------------|---------------------------|
|        | Stope Rasta BDP-a (%)      | Stope nezaposlenosti (%) | Neto izvoz (Izvoz – uvoz) |
| 2012   | 1,6                        | 11                       | 8,7                       |
| 2013   | 2,4                        | 10,2                     | 9,0                       |
| 2014   | 4,0                        | 7,0                      | 9,0                       |
| 2015   | 3,1                        | 7,7                      | 9,5                       |
| 2016   | 2,0                        | 6,8                      | 9,8                       |
| 2017   | 2,5                        | 5,5                      | 7,9                       |

Izvor: prilagođeno prema podacima Eurostata (2012; 2013; 2014; 2015; 2016, 2017)

Nakon pada gospodarstva od 6,8 % tijekom gospodarske krize 2009. godine, već krajem iduće godine (2010.) Mađarska ostvaruje pozitivne tendencije i rast gospodarstva od 0,7 % BDP-a što se može vidjeti u tablici 3. Stope nezaposlenosti s maksimalnih 11 % tijekom 2012. godine smanjile su se na 5,5 % s velikim napretkom tijekom 2017. godine. Dok je kroz čitavo promatrano razdoblje stopa nezaposlenosti bila u konstantnom padu, stopa rasta BDP-a sve do 2014. godine bila je progresivnog karaktera, nakon koje opada. Istraživanje koje su proveli Hledik i suautori (2016: 87) ukazalo je kako je vrijednost deviznog tečaja u Mađarskoj ponajviše određena kretanjima ključnih makroekonomskih varijabli, kao što su neto izvoz ili investicije, a što se posljedično održava na kretanje BDP -a.



**Grafikon 1.** Kretanje Mađarske forinte u razdoblju od 2012 do 2017. godine u odnosu na kretanje BDP-a, neto izvoza i stope nezaposlenosti

Izvor:: izrada autora prema podacima Eurostata (2012; 2013; 2014; 2015; 2016, 2017)

Na prikazanom grafikonu (grafikon 2) i tablici 2 jasno je vidljivo kako Mađarska i u slučaju deprecinirane domaće valute ima pozitivan neto izvoz tj. veći izvoz od uvoza u čitavom promatranom razdoblju. Najviše stope izvoza ostvarene su u 2016. godini kada je i stopa neto izvoza bila najveća. Ovakvim pozitivnim kretanjima svakako je pridonijelo vođenje postojeće tečajne politike. Međutim, što će se dogoditi s mađarskim gospodarstvom ako u nekom trenutku mađarska forinta naglo aprecira ostaje otvorenim pitanjem. U svakom slučaju, „nositelji monetarne politike Mađarske moraju u budućnosti biti izuzetno oprezni u vidu svoje tečajne politike budući da tečaj kao instrument ekonomske politike može izazvati devijacije u gospodarstvu koje se mogu kasnije osjećati godinama“ (Dapontas, 2011: 10).

#### 4.1.2. Tečajna politika Češke

„Sve do početka drugog tisućljeća Češka kao samostalna država bila je najmanje reformirana država u usporedbi s zemljama u okolici i zemljama nekadašnje Jugoslavije“ (Gurgu i Lach, 2013: 75). Kako bi zadržala makroekonomsku stabilnost i tržišnu poziciju češka monetarna politika sve do 1997. godine bila je zasnovana na isključivo fiksnom tečajnom režimu i isključivo restriktivnoj fiskalnoj i monetarnoj politici. Međutim, kako bi zadržala svoj prosperitet 1996. godine češka monetarna vlast odlučuje se na prelazak s fiksnog tečaja na intermedijarni režim, a 1997. godine i na potpuno fleksibilni tečajni režim s njemačkom markom kao referentnom valutom. Takve aktivnosti za posljedicu su imale više nego pozitivna kretanja na cjelokupno gospodarstvo. Stanje i kretanja Češkog gospodarstva najbolje se može vidjeti iz kvantitativnih makroekonomskih pokazatelja koji su prikazani u tablici 3.

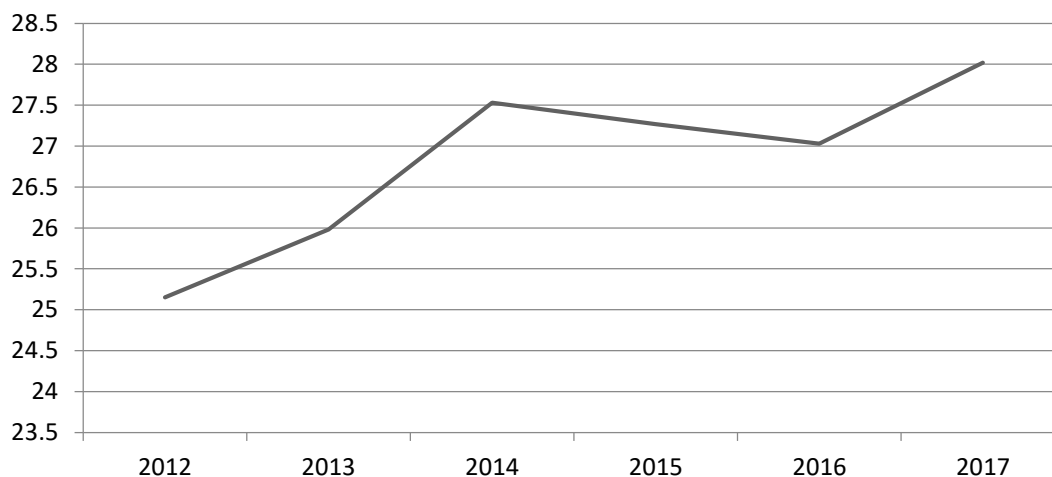
**Tablica 3.** Kretanje ključnih makroekonomskih pokazatelja Republike Češke u razdoblju od 2012 do 2017. godine

| Godina | Makroekonomski pokazatelji |                               |                           |
|--------|----------------------------|-------------------------------|---------------------------|
|        | Stope rasta BDP (%)        | Stope rasta nezaposlenost (%) | Neto izvoz (Izvoz – uvoz) |
| 2012   | 4,8                        | 7,9                           | 16,7                      |
| 2013   | 5,5                        | 7,1                           | 18,9                      |
| 2014   | 6,4                        | 5,3                           | 21,0                      |
| 2015   | 6,9                        | 4,4                           | 16,4                      |
| 2016   | 7,2                        | 4,4                           | 17,0                      |
| 2017   | 8,1                        | 4,2                           | 17,0                      |

Izvor: prilagođeno prema podacima Eurostata (2012; 2013; 2014; 2015; 2016, 2017)

Nakon 2009. godine češko gospodarstvo evidentiralo je pad BDP-a za 4,8 %. Kao što se može vidjeti iz prethodnog prikaza, stope BDP-a i stope nezaposlenosti kretale su se povoljnom dinamikom, obrnuto proporcionalno. Od 2012. godine (4,8 %) pa sve do 2017. godine (8,1 %) stopa BDP –a povećala se za 3,3 %, dok je se stopa nezaposlenosti smanjila za 3,7 %. Takva kretanja mogu se povezati nešto sporijim oporavkom proizvodnje u razdoblju koje je slijedilo nakon nastanka ekonomske krize (između od 2009. i 2013. godine) i stagnacijom domaće potrošnje te snažnim oporavkom u razdoblju koje slijedi. Republika Češka je na samom vrhuncu ekonomske krize, dakle 2009. godine imala najniže stope nezaposlenosti u usporedbi s ostalim članicama Europske unije.

Tijekom 2012. i 2013. godine došlo je do postupnog slabljenja stope rasta BDP što bi se moglo povezati s blagom deprecijacijom češke krune u odnosu na euro. Prema podacima Češke narodne banke, „olabavljeni monetarni uvjeti uz poboljšanje cjelokupnog gospodarstva tijekom 2013. godine doveli se do povećanja rasta Češkog BDP-a za 0,7 do 1,7 postotnih bodova u 2014. godini“ (Hledik i suradnici, 2016: 86).



**Grafikon 2.** Kretanje Češke krune u razdoblju od 2012 do 2017. godine u odnosu na kretanje BDP –a, stope nezaposlenosti i neto izvoza

Izvor: izrada autora prema podacima Eurostata (2012; 2013; 2014; 2015; 2016, 2017)

Ako se povežu podaci koji su prikazani na grafikonu 1 i tablici 2. vidljivo je kako Republika Češka kroz čitavo promatrano razdoblje ima pozitivan neto izvoz (izvoz veći od uvoza) što nedvojbeno vodi ka zdravim i stabilnim temeljima monetarne politike koja čini osnovu razvoja cjelokupnog gospodarstva. Prema Hlediku i suradnicima (2016: 96) Češka narodna banka reagirala je pravodobno i adekvatno kako bi zaštitila domaću valutu i na taj način pridonijela cjelokupnoj ekonomiji da lakše prebrodi ekonomsku krizu.

Međutim, Češka do danas još ne ispunjava uvjete konvergencije za uvođenje eura kao službene valute jer njezini regulatorni okvir i zakonska regulativa nisu u potpunosti usklađeni s regulativom Europske unije. Odnosno, „češki zakon o Središnjoj banci nije u potpunosti kompatibilan s člankom 131 TFEU, pri čemu češka kruna ne sudjeluje u ERM II. Tijekom 2014. i 2015. godine češka kruna je aprecirala prema euru 1,6 %“ (Europska Komisija, 2018)

#### **4.2. Analiza tečajnog režima Republike Hrvatska**

Unutar ovog poglavlja biti će predstavljene posebnosti i specifičnosti tečajne politike kao i deviznog režima koji je u primjeni u Republici Hrvatskoj. Budući da je tema uvođenja eura kao

službene valute u Republici Hrvatskoj u posljednje vrijeme vrlo aktualna, ovo poglavlje u kratkim crtama predstaviti će povijesno kretanje deviznog režima, od visoke inflacije, preko stabilizacijskog programa i naposljetku sve do posstabilizacijskog razdoblja. U posljednjem dijelu ovog završnog rada prikazane su mogućnosti Republike Hrvatske kao i njezina ograničenja oko uvođenja eura kao službene valute.

Dostupni podaci za Republiku Hrvatsku ukazuju kako je kroz čitavo promatrano razdoblje ukupni neto izvoz bio negativan, sa oko 1 % razlike u korist ukupnog uvoza. Najviše stope uvoza evidentirane su u 2014. godini što se može povezati sa ekonomskom krizom koja je hrvatsko gospodarstvo zahvatila 2013. godine. Osim toga, prosječna stopa nezaposlenosti u promatranom razdoblju imala je degresivni karakter, pri čemu je najviša stopa nezaposlenosti ostvarena na početku razdoblja (2012) od 20,8 %, dok je najniža ostvarena na kraju promatranog razdoblja (2017) od 11,2 %.

**Tablica 4.** Kretanje ključnih makroekonomskih pokazatelja Republike Hrvatske u razdoblju od 2012. do 2017. godine

| Godina      | Makroekonomski pokazatelji |                               |                           |
|-------------|----------------------------|-------------------------------|---------------------------|
|             | Stope rasta BDP (%)        | Stope rasta nezaposlenost (%) | Neto izvoz (Izvoz – uvoz) |
| <b>2012</b> | -2,4                       | 20,8                          | -0,4                      |
| <b>2013</b> | -0,4                       | 19,2                          | -0,4                      |
| <b>2014</b> | -0,3                       | 17,3                          | -1,2                      |
| <b>2015</b> | 2,4                        | 16,2                          | -0,7                      |
| <b>2016</b> | 3,5                        | 13,1                          | -0,8                      |
| <b>2017</b> | 3,4                        | 11,2                          | -0,8                      |

Izvor: Državni zavod za statistiku (2012), (2013), (2014), (2015), (2016), (2017)

Kao što je vidljivo u tablici stope rasta bruto domaće proizvoda (BDP) u Republici Hrvatskoj sve do 2015 imaju negativan predznak. Odnosno, u razdoblju od 2012 pa sve do 2015. godine prosječni bruto domaći proizvod je opadao i to u prosjeku od oko 0,4 %. Nakon 2015. godine stopa rasta BDP –a evidentira pozitivna kretanja i ima progresivan karakter. Najviše stope rasta BDP- a evidentirana je 2016. godine, pri čemu je najveći pad BDP-a od -2,4 % ostvaren na početku promatranog razdoblja, 2012. godine. Negativan kretanja BDP-a mogu se povezati s razdobljem recesije u kojem se Republika Hrvatska nalazila.



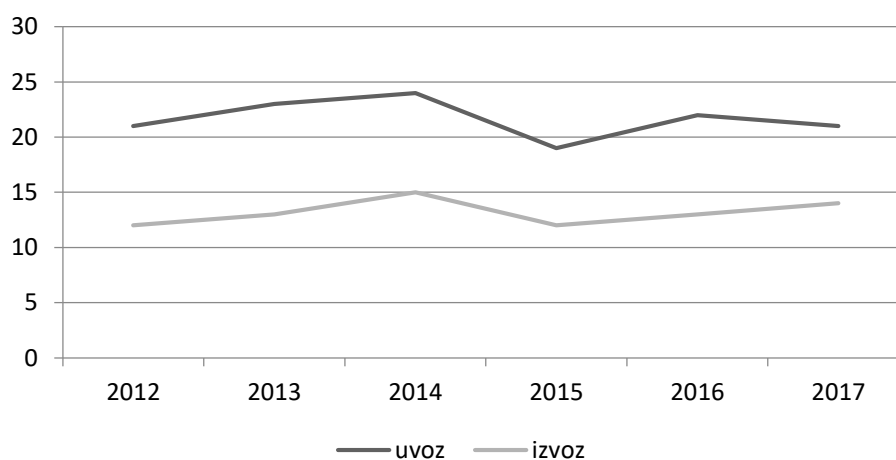
#### 4.2.1. Tečajni režim Republike Hrvatske

Republika Hrvatska je od svog osamostaljenja imala u primjeni dva sustava ili režima deviznog tečaja. U početku, fiksni devizni tečaj koji je bio u primjeni od 1991. pa sve do 1994. godine, koji se ravnao usporedno s kretanjem njemačke marke. Drugi režim koji je bio u primjeni je upravljano plutajući sustav deviznog tečaja koji je ušao u primjenu 1993. godine i u punoj primjeni je i danas. Međutim, kada se govori o upravljano plutajućem sustavu deviznog tečaja, valja imati na umu kako se upravo takav sustav ne može promatrati u okvirima fiksnog i fleksibilnog (vezanog) režima deviznog tečaja prema euru bez skokovitih i naglih fluktuacija. Ovu tvrdnju podupiru podaci HNB-a koji prikazuju postojanja fluktuacija sa  $\pm 6\%$  u razdoblju između 1993. i 2003. godine (HNB, 2017: n.p.).

U osnovi, primjena ovakvog monetarnog režima ispunila je konačnu svrhu – dugoročnu stabilnost inflatornih kretanja. Međutim, posljedično se negativno odrazilo na javni dug i nezaposlenost koji su temeljni makroekonomski agregati. Visoka i prekomjerna razina javnog duga koja je generirana u vrijeme bivše države, a nakon osamostaljenja Republike Hrvatske dosegla je svoj vrhunac upravo u istom razdoblju. Osim toga, nedovoljna razina ostvarenog BDP-a nikako ne idu u prilog prekomjerno visokom javnom dugu. Stoga su Šošić i Faulend, (2001: 61) naglašavali „kako je prekomjerno zaduženje“...“ u inozemstvu posljedica visokih inozemnih kreditnih zaduženja, koji su dakako ovisna varijabla koja je definirana ponudom strane valute na stranom tržištu.“ (Šošić i Faulend, 2001: 61) Bez obzira o kojoj se vrsti ili namjeni radilo takvo zaduženje dugoročno je neodrživo za bilo koje gospodarstvo, jer ne potječe od stvarnih trgovačkih uvjeta nego od troškova kapitala koji se intenzivno povećavaju. (Šošić i Faulend, 2001: 63) Unatoč takvim negativnim tendencijama, Hrvatska narodna banka (HNB) kao samostalna institucija koja nadzire i koordinira tečajnu politiku do danas nije imala problema s očuvanjem tečaja budući da su joj devizne pričuve do danas veće od novčane mase koja fluktuiru u gospodarstvu (HNB, 2011).

Republika Hrvatska već gotovo dva desetljeća vodi uglavnom upravljano – plutajući tečajni režim u kojem je vrijednost hrvatske kune vezana prema euru i kroz čitav period oscilirala je između 7,1 – 7,8 kuna prema jednom euru. Kako bi zadržala stabilnost tečajne politike HNB je izdala nekoliko priopćenja (2010), (2014) u kojima razlaže i analizira gospodarske razloge protiv aprecirane i deprecirane kune. U kontekstu, visokog pritiska i velikog broja građana koji su „blokirani“ i u uvjetima deprecirane kune, nedvojbeno je kako bi za otplatu postojećih obveza trebalo izdavati veći dohodak, što nije poželjno. Kroz gotovo posljednjih 20 –ak godina

tečaj kune je uglavnom oscilirao oko 7,5 kuna prema jednom euru te su se odstupanja tijekom razdoblja, promatrano u odnosu na prethodnu godinu kretala u rasponu od  $\pm 0,2\%$ .



**Grafikon 3.** Kretanje ukupnog hrvatskog uvoza i izvoza u razdoblju od 2012. do 2017. godine

Izvor: Državni zavod za statistiku (2012), (2013), (2014), (2015), (2016), (2017)

Grafikon 3. prikazuje kretanje ukupno uvoza i izvoza u Republici Hrvatskoj u promatranom razdoblju od 2012. do 2017. godine. Iz navedenog prikaza više nego je jasno kako kroz čitavo razdoblje Republika Hrvatska ima negativan ukupan neto izvoz (uvoz veći od izvoza). Kroz čitavo promatrano razdoblje vidljivo je kako se ukupni izvoz niti u jednom trenutku nije približio ukupnom uvozu. Zbog takve velike ovisnosti o uvozu (gotovo 60 % dobara potječe iz uvoza) domaće cijene vrlo su osjetljivog karaktera posebice na vrijednosti tečaja. Ukoliko bi se vrijednost tečaja kune prema euru naglo porasla došlo bi jednako tako do naglog rasta cijena dobara tj. inflacije, što bi posljedično stvorilo dodatni pritisak na gospodarstvo tj. na osobnu potrošnju. U uvjetima velike ekonomske krize stvaraju se veliki pritisci na monetarnu politiku i deprecijaciju hrvatske kune prema euru, a kojoj je konačni cilj pomoć domaćoj proizvodnji i veća konkurentnosti domaćih dobara. Međutim, hrvatsko gospodarstvo je danas opterećeno visokim uvozom, ali ponajviše i javnim dugom koji dodatno ograničava poboljšanje konkurentnosti ili naposljetku prelaza na neki od „fleksibilnijih“ tečajnih režima (Sudarić i Glavota, 2018: 452, 453).

#### 4.2.2. Stabilizacijski – antiinflacijski program Republike Hrvatske

Stabilizacijski proces ili tzv. antiinflacijska politika skup je makroekonomskih mjera koje se primjenjuju na nacionalnoj razini s ciljem sprječavanja i stabilizacije inflacije. Konačni razlozi

zbog kojih se Republika Hrvatska našla unutar stabilizacijskog programa jesu ekonomska kriza iz 1993. godine i skokoviti rast cijena, što se naposljetku odrazilo kao dodatno produbljenje krize, a ne njezino jenjavanje (Benić, 2015).

Jedan od ključnih uzroka kontinuiranih negativnih kretanja koja prate hrvatsko gospodarstvo još od osamostaljenja ponajprije su vidljivi u preuzimanju i nasljeđu dugova nastalih još u bivšoj državi. Pod naslijeđenim javnim dugom Republike Hrvatske iz bivše države obično se podrazumijevaju neidentificirane obveze države u sklopu Pariškog i Londonskog kluba u kojem je Republika Hrvatska sudjelovala sa 8,4 %. Međutim, „zbog operacija Narodne banke Jugoslavije (NBJ) i utjecaja političke elite na kreditnu politiku poslovnih banaka, u naslijeđeni javni dug treba ubrojiti i skriveni javni dug, priznat mjerama linearne sanacije banaka 1991. godine, te troškove zaštite i obrane u Domovinskom ratu“ (Božić, 2000: 34). Osim toga, tomu u prilog svakako je pridonijela nekoordinirana fiskalna i restriktivna monetarna politika koja je rezultirala povećanjem kamatnih stopa što se posljedično odrazilo na opterećenost potrošača i dodatno produbljenje krize i smanjenje konkurentnosti čitavog gospodarstva. Osim toga, u „Hrvatskoj je došlo do nedostatka domaće obrazovne radne snage, upravitelja, poslodavaca i menadžera. Kriza se produbila, a Hrvatska početkom devedesetih nije imala formirano nacionalno bogatstvo. Tada je Hrvatska pretrpjela velike ratne štete (37 milijardi \$) u razdoblju od 1990. do 1995. godine.“ (Hora, 2017:49) Privatizacija je postala prioritet stavivši potrebe za modernizacijom i restrukturiranjem poslovanja u drugi plan. „Tako su provjera sposobnosti kupaca gospodarskih subjekata i vrijeme početka same privatizacije predstavljali jedan od ključnih uzroka neuspjeha“ (Kobsa, 2008: 82).

Produbljivanje krize uzrokovano je sanacijom bankarske industrije i ulaskom stranog kapitala na domaće tržište. Nagla promjena tečajnog režima i restriktivna tečajna politika aprecirala je tečaj kune što se posljedično odrazilo na odljev domaćeg kapitala u inozemstvo (povećanje uvoza) i prekomjernu nezaposlenost (Babić, 2006: 42).

Hiperinflacija s kojom se Republika Hrvatska borila u ratno doba (od 1991. do 1993. godine) posljedično se prelila na druge makroekonomske agregate što je imalo vrlo važnu ulogu pri ulasku u recesiju. Babić (2006: 31) „navodi osnovne ciljeve stabilizacijske politike u koju je Republika Hrvatska bila uključena:

- Stabiliziranje i jačanje hrvatskog gospodarstva
- Stvaranje tržišne klime i prikladne vlasničke strukture sa smanjenom ulogom države u gospodarstvu

- Zaštita najsiromašnijih od razarajuće moći preraspodjele u uvjetima hiperinflacije
- Stvaranje uvjeta za stabilan razvitak i razvoj“ (Babić, 2006:31)

Naposljetku, stabilizacijski program koji je bio u primjeni u Republici Hrvatskoj pripada tzv. „heterodoksnj terapiji“ koja vrlo brzo dovodi do usporavanja negativnih kretanja. Takav pristup osim u Republici Hrvatskoj bio je u primjeni i u drugim europskim zemljama koje su također bile suočene s hiperinflacijom. „Osim antiinflacijske politike, restriktivne monetarne i fiskalne politike, primijenjeni su i drugi instrumenti i programi koji su rezultirali usporavanjem krize, ali i dugoročnim oporavkom s kojim se po svemu sudeći RH bori i dva desetljeća nakon krize“. (Kunovac i Pavić, 2018: 92-93).

#### **4.2.3. Poststabilizacijsko razdoblje u Republici Hrvatskoj**

Neupitno je kako je za objektivnu sliku i zaključke potreban ipak detaljniji uvid u kretanja i stanje pojedinih makroekonomskih pokazatelja, dakako i usporedba s podacima drugih zemlja. Budući da osnovna svrha ovog završnog rada nije analiza antiinflacijskog programa, unutar ovog odjeljka autor nije detaljno ulazio u problematiku i analizu stanja pojedinih pokazatelja, već ih je vrlo oskudno objasnio kako bi se stekao sveopći dojam.

Poststabilizacijsko razdoblje i razdoblje nakon recesije obilježeno je laganim uzletom gospodarstva koji se ponajprije očitovao stabilizacijom inflacije i rastom domaće potrošnje što se naposljetku odrazilo i na rast BDP-a. Nakon fiskalne konsolidacije pa sve do drugog tisućljeća Republika Hrvatska je imala najviše stope nezaposlenosti među tranzicijskim gospodarstvima. Slično tomu bilo je i kretanje BDP-a po stanovniku. (Babić, 2006: 71 -74).

Dok su sva gospodarstva težila stabilizaciji cijena, rastu izvoza i niskom deficitu, hrvatsko gospodarstvo svoje trenutne manjkavosti nastojalo je rješavati servisiranjem duga i dodatnim zaduženjima u inozemstvu, čije su cijene (kamate) intenzivno rasle da bi konačno dovele do prezaduženosti cjelokupnog gospodarstva. Iako je svrha monetarne politike bila održavanje konkurentnosti cjelokupnog gospodarstva, kako bi se postigli postavljeni ciljevi, u takve aktivnosti potrebno je uključiti politike mikroekonomskih subjekata koji čine najveći dio cjelokupnog gospodarstva.

## 5. RASPRAVA

Iz prethodno prikazane analize ključnih makroekonomskih pokazatelja izabраних država članica Europske unije (Mađarske i Češke) i izabраних pokazatelja Republike Hrvatske vidljivo je da su obje države članice u čitavom promatranom razdoblju evidentirale pozitivno kretanje neto izvoza, Republika Hrvatska je imala neto izvoz negativan, s vrlo visokim udjelom u odnosu na ostvaren BDP. U usporedbi s ostalim europskim državama vidljivo je da su Rumunjska i Hrvatska države članice Europske unije s najlošijim omjerom neto izvoza i ostvarenog BDP-a.

Nadalje, Republika Češka posljednjih nekoliko godina ima veći izvoz od uvoza, s vrlo niskom razinom nezaposlenosti, stoga se s pravom smatran jednim od najekonomičnijih europskih gospodarstava. Osim toga, Češka jedan je od najboljih europskih primjera koji pokazuje koordinirano djelovanje fiskalne i monetarne politike pri čemu je u uvjetima pada gospodarstva i recesije monetarna politika težila deprecijaciji domaće valute, odnosno, u uvjetima ekspanzije i rasta aprecijaciji domaće valute. S druge pak strane, Mađarska, unatoč ranijem zaostajanju, u posljednjih nekoliko godina također evidentira pozitivne rezultate. Naime, prikazani podaci jasno ukazuju kako i Mađarska u promatranom razdoblju generira pozitivan neto izvoz s stopom nezaposlenosti od oko 5 % i rastom BDP-a od 2 % u posljednjoj promatranj godini (tablica 3). Dok je u promatranom razdoblju češka kruna aprecirala za 2,8 %, mađarska forinta deprecirala za 1,6 %.

Podaci za Republiku Hrvatsku jasno ukazuju kako je od sve tri promatrane države upravo Republika Hrvatska evidentirala najlošije rezultate. Jedina je do država koja je imala negativne stope rasta BDP-a, nezaposlenosti i izvoza. U čitavom promatranom razdoblju ukupan neto izvoz bio je negativan, pri čemu je najveći uvoz ostvaren 2014. godine, a najniži tijekom 2012. godine.

Republika Hrvatska baš kao i Češka i Mađarska prešla je s potpuno fiksnog na fleksibilni tečajni režim, ali i dalje uz povremeno neusklađeno djelovanje fiskalne i monetarne politike. Takvo nekoordinirano djelovanje rješava dijelom jedan, a posljedično stvara drugi problem. Odnosno, autonomno djelovanje monetarne politike rješava probleme na financijskim tržištima, ali ograničava djelovanje fiskalne politike koja je po svemu sudeći djeluje zapostavljenom i onom koja je „dužna“ prilagoditi se monetarnim režimima, a u pravilu bi i fiskalna i monetarna politika težiti boljitku i pozitivnim kretanjima gospodarstva. Fiskalna politika kroz djelovanje

makroekonomskih agregata (BDP–a, stopa zaposlenosti, uvoz/izvoz), a monetarna politika kroz financijske instrumente i financijska tržišta (kamatne stope, devizni tečaj i dr.).

Konačno, može se zaključiti kako su države s potpuno fleksibilnim tečajnim režimom (Mađarska i Češka) kroz čitavo promatrano razdoblje evidentirale bolje gospodarske pokazatelje u usporedbi s Republikom Hrvatskom koja i danas primjenjuje određeno fiksni tečajni režim. Stoga je promjenu tečajnog režima u Republici Hrvatskoj trebalo provesti puno prije kada hrvatsko gospodarstvo nije bilo toliko opterećeno dugom pri čemu bi se doprinijelo većoj konkurentnosti hrvatskih poduzeća na međunarodnim tržištima i jačanju cjelokupnog gospodarstva.

## 6. ZAKLJUČAK

Osnovna svrha ovog završnog rada bila je prikazati, analizirati i ocijeniti tečajne režime koji su poznati u današnjoj ekonomskoj literaturi. Na osnovu prikazanih rezultata provedenog istraživanja može se zaključiti kako su svi prikazani tečajni režimi uglavnom zasnovani na kombinaciji fiksnih i plivajućih tečajnih režima, uz neka manja odstupanja i ograničenja koja se javljaju ovisno o izabranom režimu. Dok fleksibilniji tečajni režimi daju određenu autonomiju i samostalnost monetarne politike, fiksni tečajni režimi ulijevaju određenu razinu sigurnosti od iznenadnih inflacijskih šokova. Do početka drugog tisućljeća brojne ekonomske studije zagovarale su intermedijarne režime kao srednje i optimalne režime. Međutim, stvarni učinci i makroekonomske indikacije izabranih tečajnih režima vratili su podvojena mišljenja o tradicionalnim (fiksni i plivajućim) režimima kao najprihvatljivijim režimima za sva gospodarstva.

Republika Hrvatska baš kao i mnoga europska gospodarstva ranih 1990-ih godina u procesu tranzicije restrukturirala je svoju tečajnu politiku i prešla je s isključivo fiksnog na umjereno plivajući tečajni režim, a koji ne daje baš najbolje rezultate. Tomu u prilog jasno idu podaci do kojih se došlo unutar provedene analize, a koji ukazuju na puno bolje rezultate izabranih makroekonomskih pokazatelja država koje koriste potpuno fleksibilan tečaj režim (Mađarska i Češka) od rezultata koje je ostvarila Republika Hrvatska u promatranom razdoblju. Kroz čitavo promatrano razdoblje obje države (Mađarska i Češka) imale su pozitivne stope rasta i BDP-a, nezaposlenosti kao i neto izvoza, dok je Republika Hrvatska u četiri uzastopne godine imala negativan predznak gotov svih izabranih makroekonomskih pokazatelja (bruto domaći proizvod, stope nezaposlenosti, neto izvoz). Također je neto izvoz, kao važan pokazatelj daljnjeg napretka i konkurentnosti, kroz šesterogodišnje razdoblje bio negativan. Međutim, okolnosti vezane za promjenu tečajnog režima nisu niti malo jednostavne, budući da isti tečajni režim ne mora nužno rezultirati poboljšanjem gospodarskih uvjeta u istoj mjeri u svim gospodarstvima. Naime, upravo je ta kategorija pod utjecajem brojnih čimbenika. No, vrlo je važno dobro i precizno sagledati sve mogućnosti u okviru ovog područja kao i makroekonomske pokazatelje kako bi se jasno postavila i primijenila izabrana politika. Osim toga, nužno je usuglasiti djelovanje fiskalne i monetarne politike čijim će se djelovanjem moći generirati puno bolji rezultati od onih koji se danas postižu.

## LITERATURA

1. Babić, M. (2006). Od dezinflacije u zaduženosti – Hrvatska privreda u vremenu 1994 - 2004. Zagreb: Binoza press d.o.o.
2. Benić, M. (2015). Načela makroekonomije. Zagreb: Školska knjiga
3. Benazić, M. i Kersan – Škrabić, I. (2016). The determinants of exchange rate in Croatia. *Eastern journal of european studies*, 7(1), pp. 125 - 149.
4. Bilas, V. (2005). Teorija optimalnog valutnog područja; euro i europska monetarna unija. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu vol 3 No 1. Zagreb
5. Blanchard, O. i Johnson, D. R. (2013). *Macroeconomics*. Boston: Pearson
6. Božić, M. (2000). Javni dug Republike Hrvatske u tranziciji. *Financijska teorija i praksa*. (Online). Institut za javne financije Zagreb 24(4) str. 637-655. Raspoloživo na: <http://zakladahanzekovic.ijf.hr/2000/bozic.htm> (Pristupljeno 22.08.2021)
7. Cruz-Rodriguez, A., (2009), Choosing and assessing exchange rate regimes: A Survey of the Literature, MPRA Paper No. 16314. Raspoloživo na: <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/16314/> (pristupljeno: 13.09.2021.)
8. Dapontas, D. (2011). Currency crises: the case of Hungary (2008 - 2009) using two stage least squares. Athens, Bank of Greece
9. Državni zavod za statistiku (2012). Hrvatska u brojkama – 2012. raspoloživo na: [https://www.dzs.hr/Hrv\\_Eng/CroInFig/croinfig\\_2012.pdf](https://www.dzs.hr/Hrv_Eng/CroInFig/croinfig_2012.pdf) (Pristupljeno 11.09.2021)
10. Državni zavod za statistiku (2013). Hrvatska u brojkama – 2013. Raspoloživo na: [https://www.dzs.hr/Hrv\\_Eng/CroInFig/croinfig\\_2013.pdf](https://www.dzs.hr/Hrv_Eng/CroInFig/croinfig_2013.pdf) (Pristupljeno 11.09.2021)
11. Državni zavod za statistiku (2014). Hrvatska u brojkama – 2014. Raspoloživo na: [https://www.dzs.hr/Hrv\\_Eng/CroInFig/croinfig\\_2014.pdf](https://www.dzs.hr/Hrv_Eng/CroInFig/croinfig_2014.pdf) (Pristupljeno 11.09.2021)
12. Državni zavod za statistiku (2015). Hrvatska u brojkama – 2015. Raspoloživo na: [https://www.dzs.hr/Hrv\\_Eng/CroInFig/croinfig\\_2015.pdf](https://www.dzs.hr/Hrv_Eng/CroInFig/croinfig_2015.pdf) (Pristupljeno 11.09.2021)
13. Državni zavod za statistiku (2016). Hrvatska u brojkama – 2016. Raspoloživo na: [https://www.dzs.hr/Hrv\\_Eng/CroInFig/croinfig\\_2016.pdf](https://www.dzs.hr/Hrv_Eng/CroInFig/croinfig_2016.pdf) (Pristupljeno 11.09.2021)
14. Državni zavod za statistiku (2017). Hrvatska u brojkama – 2017. Raspoloživo na: [https://www.dzs.hr/Hrv\\_Eng/CroInFig/croinfig\\_2017.pdf](https://www.dzs.hr/Hrv_Eng/CroInFig/croinfig_2017.pdf) (Pristupljeno 11.09.2021)
15. Europska Komisija (2018). *Convergence Report*. Institutional paper 7. Raspoloživo na: [https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/convergence-report-2018\\_en](https://ec.europa.eu/info/publications/economy-finance/convergence-report-2018_en) (Pristupljeno 12.08.2021).



16. Eurostat (2012). Raspoloživo na: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-statistical-books/-/ks-ha-12-001> (Pristupljeno 11.09.2021)
17. Eurostat (2013). Raspoloživo na: <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/3217494/5784301/KS-HA-13-001-EN.PDF> (Pristupljeno 11.09.2021)
18. Eurostat (2014). Raspoloživo na: <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/3217494/5785629/KS-HA-14-001-EN.PDF> (Pristupljeno 11.09.2021)
19. Eurostat (2015). Raspoloživo na: <https://ec.europa.eu/eurostat/documents/3217494/7018888/KS-HA-15-001-EN-N.pdf> (Pristupljeno 11.09.2021)
20. Eurostat (2016). Raspoloživo na: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-statistical-books/-/ks-ha-16-001> (Pristupljeno 11.09.2021)
21. Eurostat (2017). Raspoloživo na: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-statistical-books/-/ks-ha-17-001> (Pristupljeno 11.09.2021)
22. Frankel, J. A. (2003). Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies. Massachusetts Avenue Cambridge. Macmillan Press
23. Guisinger A. i Singer D. A. (2000). Exchange Rate Proclamations and Inflation-Fighting Credibility: *International Organization, Cambridge University Press*. Str. 313.-315
24. Gurgu, H. i Lach, L. (2013). Two deficits and economic growth: Case of CEE countries in transition. AGH University of Science and Technology. Department of Applications of Mathematics in Economic
25. Higgart, B. (1999). Exchange- Rate Regimes: Possible Options. Parliamentary Research Branch. Canada. Library of Parliament
26. Hledik, T., Holub, T. i Kral, P. (2016). The Czech National Bank's Role since the global crisis. *Public Finance Quarterly*. str. 65-93
27. Hora, A. (2017). Tečajna politika u novim članicama Europske unije. Diplomski rad. Sveučilište u Jurja Dobrile u Puli. Raspoloživo na: <https://zir.nsk.hr/islandora/object/unipu:2055/datastream/PDF?cv=1&session-id=197675d573a547d3999eb8b1ba152221> (Pristupljeno 27.09.2021)
28. Hrvatska narodna banka (2010). Priopćenje. Raspoloživo na: [https://www.hnb.hr/priopcenja/pretrazivanje?p\\_p\\_id=archivefilterassetpublisher\\_WAR\\_hnbportlet&p\\_p\\_lifecycle=0&p\\_p\\_state=normal&p\\_p\\_mode=view&archivefiltera](https://www.hnb.hr/priopcenja/pretrazivanje?p_p_id=archivefilterassetpublisher_WAR_hnbportlet&p_p_lifecycle=0&p_p_state=normal&p_p_mode=view&archivefiltera)

- [ssetpublisher WAR hnbportlet pagingExecuted=true&p\\_r\\_p\\_ddmId=a6e976b3-61ab-5e0e-2f9f-567d1665e660& archivefilterassetpublisher WAR hnbportlet resetCur=false&p\\_r\\_p\\_categoryId=117282& archivefilterassetpublisher WAR hnbportlet cur=45](https://www.hnb.hr/-/hnb-tecajna-politika-ostaje-ista)  
(Pristupljeno 25.09.2021)
29. Hrvatska narodna banka (2011). Tečajna politika koja ostaje ista. Raspoloživo na <https://www.hnb.hr/-/hnb-tecajna-politika-ostaje-ista> (Pristupljeno 22.8.2021).
30. Hrvatska narodna banka (2014). Priopćenje. Raspoloživo na: [https://www.hnb.hr/hr/priopcenja/pretrazivanje?p\\_p\\_id=archivefilterassetpublisher WAR hnbportlet&p\\_p\\_lifecycle=0&p\\_p\\_state=normal&p\\_p\\_mode=view& archivefilterassetpublisher WAR hnbportlet pagingExecuted=true&p\\_r\\_p\\_ddmId=a6e976b3-61ab-5e0e-2f9f-567d1665e660& archivefilterassetpublisher WAR hnbportlet resetCur=false&p\\_r\\_p\\_categoryId=117282& archivefilterassetpublisher WAR hnbportlet cur=35](https://www.hnb.hr/hr/priopcenja/pretrazivanje?p_p_id=archivefilterassetpublisher WAR hnbportlet&p_p_lifecycle=0&p_p_state=normal&p_p_mode=view& archivefilterassetpublisher WAR hnbportlet pagingExecuted=true&p_r_p_ddmId=a6e976b3-61ab-5e0e-2f9f-567d1665e660& archivefilterassetpublisher WAR hnbportlet resetCur=false&p_r_p_categoryId=117282& archivefilterassetpublisher WAR hnbportlet cur=35)  
(Pristupljeno 25.09.2021)
31. Hrvatska narodna banka (2017.). Stalno raspoložive mogućnosti. Raspoloživo na: <http://www.hnb.hr/temeljne-funkcije/monetarnapolitika/instrumenti/stalnoraspolzivemogucnost>(Pristupljeno 03.08.2021)
32. Jeff, M. (2012). International Financial Management. 11th. South - Western, Cengage Learning
33. Kobsa, O. (2008). Stabilizacijska politika Hrvatske 199.-2005. *Pravnik; časopis za pravna i društvena pitanja*. vol. 42 (86).str. 73 -88.
34. Kunovac, D. i Pavić, N. (2018). Može li uvođenje eura u Hrvatskoj sniziti trošak zaduživanja? *Privredna kretanja i nacionalna politika* . vol.27(142). str. 71 -94
35. Kešetović, I. i Nuhanović, S. (2009). Monetarna politika Bosne i Hercegovine kao pretpostavka makroekonomske stabilnosti. (Online). Raspoloživo na: [boss.ba/.../Kesetovic%20-%20Nuhanovic-%20posljednja%20verzija.doc](http://boss.ba/.../Kesetovic%20-%20Nuhanovic-%20posljednja%20verzija.doc) (Pristupljeno 18.08.2021)
36. Krugman, P. i Obstfeld, M. (2009). Međunarodna ekonomija – teorija i ekonomska politika. Zagreb: Mata d.o.o.
37. Koški, D. (2008). Izbor optimalnog sustava deviznog tečaja za Republiku Hrvatsku. *Ekonomski vjesnik*. Vol. 21(2). str. 31 -41

38. Lazović, L. (2007). Da li je valutni odbor podsticaj ili kočnica razvoja ekonomije? Sarajevo. Ekonomski fakultet u Sarajevu. str. 119 -138
39. Marić, Ž. (2012). Realni devizni tečaj i interno prilagođavanje. *Tranzicija*. vol. 14(29). str. 13 -26
40. Mečev, D. (2012). Izbor režima deviznog tečaja. *Zbornik radova Veleučilišta u Čakovcu*. God.7., sv 21, str. 1-61
41. Nuti, D. M. (2000). The Polish Zloty, 1990.-1999. *Success and Under performance*. American Economic Review. 90 (2). Str. 53-58
42. Poirson, H., (2001), How Do Countries Choose Their Exchange Rate Regime, *IMF Working Paper* WP/01/46. Raspoloživo na: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0146.pdf> (Pristupljeno: 09.08.2021.)
43. Ribnikar, I. (2004). Exchange rate regimes and monetary arrangements. Zbornik radova Sveučilišta u Rijeci, Ekonomski fakultet. God.22., sv.2., str. 9-2
44. Radošević, D. (2012.) Kapitalni tokovi, tečaj i Europska unija. Zagreb. Visoka škola međunarodnog odnosa i diplomacije Dag Hammarskjöld. Stega tisak d.o.o.
45. Salvatore, D. (2007). International Economics. 9th edition, Wiley
46. Stockman, A.,C., (1999), Choosing an exchange- rate system, Journal of Banking & Finance, Volume 23, Issue 10. Raspoloživo na: <https://doi.org/10.1016/S0378-4266.doc> (pristupljeno: 25.09.2021)
47. Sudarić, Ž., i Glavota, M. (2018). The influence of an excessive public debt on the economic trends in the Republic of Croatia. *Economic and social devalopment* 3. Str. 449 -549
48. Šošić, V. i Faulend, M. (2001). Dolarizacija i neslužbeno gospodarstvo: slučajni partneri *Financijska teorija i praksa*. 26(1), 57-81.
49. Tica, J. i Posedel, P. (2009). Threshold Model of the Exchange Rate Pass- Through Effect, *Eastern European Economics*, Vol.47. str. 43-59.
50. Zdilar, A. (2021). Determinate deviznog tečaja u malom otvorenom gospodarstvu. Diplomski rad. Sveučilište u Dubrovniku. Raspoloživo na: [view \(nsk.hr\)](view (nsk.hr)) (Pristupljeno 27.09.2021)

## POPIS TABLICA

|            |  |    |
|------------|--|----|
| Tablica 1. | Prednosti i nedostaci fiksnog i plivajućeg tečajnog režima.....  | 6  |
| Tablica 2. | Kretanje ključnih makroekonomskih pokazatelja Mađarske u razdoblju od 2012 do 2017. godine.....            | 19 |
| Tablica 3. | Kretanje ključnih makroekonomskih pokazatelja Republike Češke u razdoblju od 2012 do 2017. godine.....     | 21 |
| Tablica 4. | Kretanje ključnih makroekonomskih pokazatelja Republike Hrvatske u razdoblju od 2012. do 2017. godine..... | 23 |

## POPIS SLIKA

|          |  |    |
|----------|--|----|
| Slika 1. | Bilanca valutnoga odbora i bilanca središnje banke.....                  | 10 |
| Slika 2. | Sustav fiksnog deviznog tečaja.....                                      | 11 |
| Slika 3. | Kretanje vrijednosti domaće valute u sustavu vezanoga deviznog tečaja... | 12 |
| Slika 4. | Sustav pužećega vezanja deviznoga tečaja.....                            | 13 |
| Slika 5. | Sustav pužećeg raspona deviznog tečaja.....                              | 14 |

## POPIS GRAFIKONA

|             |   |    |
|-------------|---|----|
| Grafikon 1. | Kretanje Mađarske forinte u razdoblju od 2012 do 2017. godine u odnosu na kretanje BDP-a, neto izvoza i stope nezaposlenosti..... | 20 |
| Grafikon 2. | Kretanje Češke krune u razdoblju od 2012 do 2017. godine u odnosu na kretanje BDP –a, stope nezaposlenosti i neto izvoza.....     | 22 |
| Grafikon 3. | Kretanje ukupnog hrvatskog uvoza i izvoza u razdoblju od 2012. do 2017. godine.....   | 25 |