

# Određivanje deviznog tečaja: teorija, primjeri i ekonomska politika

---

**Stanković, Petra**

**Master's thesis / Diplomski rad**

**2023**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Dubrovnik / Sveučilište u Dubrovniku**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:155:893278>

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

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-07-28**



*Repository / Repozitorij:*

[Repository of the University of Dubrovnik](#)



zir.nsk.hr



DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

SVEUČILIŠTE U DUBROVNIKU  
ODJEL ZA EKONOMIJU I POSLOVNU EKONOMIJU

PETRA STANKOVIĆ

ODREĐIVANJE DEVIZNOG TEČAJA – TEORIJA, PRIMJERI I  
EKONOMSKA POLITIKA

DETERMINATION OF EXCHANGE RATE - THEORY, EXAMPLES  
AND ECONOMIC POLICY

DIPLOMSKI RAD

Dubrovnik, 2023.

SVEUČILIŠTE U DUBROVNIKU  
ODJEL ZA EKONOMIJU I POSLOVNU EKONOMIJU

ODREĐIVANJE DEVIZNOG TEČAJA – TEORIJA, PRIMJERI I  
EKONOMSKA POLITIKA

DETERMINATION OF EXCHANGE RATE - THEORY, EXAMPLES  
AND ECONOMIC POLICY

DIPLOMSKI RAD

Kolegij: Ekonomske integracije i regionalna politika

Studij: Ekonomija

Razina: Diplomski studij

Mentor: izv. prof. dr.sc. Marija Bečić

Student: Petra Stanković

JMBAG: 0275059963

Dubrovnik, 2023.

## SAŽETAK

Tečajna politika neke zemlje jedna je od važnih odrednica njezina smjera kretanja u pogledu razvoja i ostvarenja razina stabilnosti gospodarstava. Prema tome, proces odabira deviznog tečaja za svaku zemlju predstavlja potragu za optimalnim rješenjem koje svojim djelovanjem neće ostvariti negativne posljedice, prvenstveno kada je u pitanju stabilnost cijena unutar gospodarstva. Utjecaj na monetarnu politiku, a posljedično tomu i na odabir tečajnog režima ostvaruju i značajna gospodarska kretanja. Stoga je nužan odabir one tečajne politike koja će rezultirati ispunjenjem makroekonomskih ciljeva. U pogledu Republike Hrvatske, zabilježene su značajne promjene od trenutaka njezina nastanka i djelovanja unutar zajednica, pa sve do razdoblja samostalnosti, a potom i ulaska u Europsku uniju te eurozonu. Osnovni cilj empirijskog dijela rada je analiza utjecaja uvođenja eura na stanje hrvatskog gospodarstva u pogledu porasta cijena te komparacije istih sa susjednom Republikom Slovenijom i posljedicama uvođenja eura u njezino gospodarstvo.

Ključne riječi: devizni tečaj, euro, europodručje, tečaj, tečajni režim

## **ABSTRACT**

The exchange rate policy of a country is one of the important determinants of its direction of movement in terms of the development and achievement of levels of economic stability. Therefore, the process of selecting the exchange rate for each country is a search for an optimal solution that will not have negative consequences, primarily when it comes to price stability within the economy. Significant economic developments also have an influence on monetary policy, and consequently on the choice of the exchange rate regime. Therefore, it is necessary to choose the exchange rate policy that will result in the fulfillment of macroeconomic goals. Regarding the Republic of Croatia, significant changes were recorded from the moment of its creation and activity within the communities, until the period of independence, and then the entry into the European Union and the Eurozone. The main goal of the empirical part of the work is to analyze the impact of the introduction of the euro on the state of the Croatian economy in terms of price increases and to compare them with the neighboring Republic of Slovenia and the consequences of the introduction of the euro in its economy.

*Key words:* exchange rate, euro, euro area, exchange rate, exchange rate regime

# SADRŽAJ

|   |           |
|---|-----------|
| <b>1. UVOD</b>  | <b>1</b>  |
| <b>2. VAŽNOST DEVIZNOG TEČAJA KAO INSTRUMENTA EKONOMSKE POLITIKE I NJEGOVO FORMIRANJE</b> | <b>4</b>  |
| 2.1. Definicija i važnost deviznog tečaja u globalnoj ekonomiji                           | 5         |
| 2.2. Teorije o formiranju deviznog tečaja   | 9         |
| 2.2.1. Teorija pariteta kupovne moći – PPP teorija  | 9         |
| 2.2.2. MFE teorija  | 10        |
| 2.2.3. Monetarni pristup  | 12        |
| 2.2.4. Portfolio pristup  | 13        |
| 2.3. Maršala - Lernerov uvjet   | 14        |
| 2.4. Vrste i značajke tečajnih režima   | 17        |
| 2.4.1. De facto i de jure klasifikacija tečajnih režima                                   | 18        |
| 2.4.2. Čimbenici koji utječu na izbor politike i režima deviznog tečaja                   | 20        |
| <b>3. UČINKOVITOST EKONOMSKE POLITIKE U RAZLIČITIM SUSTAVIMA DEVIZNOG TEČAJA</b>          | <b>24</b> |
| 3.1. Obilježja monetarne i fiskalne politike u sustavu fiksnog deviznog tečaja            | 24        |
| 3.2. Obilježja monetarne i fiskalne politike u sustavu fluktuirajućeg deviznog tečaja     | 25        |
| <b>4. TEČAJNA POLITIKA EUROPSKE UNIJE I REPUBLIKE HRVATSKE</b>                            | <b>29</b> |
| 4.1. Organizacija u Europskoj ekonomskoj i monetarnoj uniji                               | 29        |
| 4.2. Teorija optimalnog valutnog područja i mehanizam deviznog tečaja                     | 31        |
| 4.3. Tečajna politika Republike Hrvatske i uvođenje eura                                  | 35        |
| 4.3.1. Stabilizacijski i antiinflacijski program i poststabilizacijsko razdoblje          | 36        |
| 4.3.2. Proces uvođenja eura   | 38        |
| <b>5. ULAZAK REPUBLIKE HRVATSKE U EUROZONU – KOMPARATIVNA ANALIZA</b>                     | <b>42</b> |

|  |           |
|--|-----------|
| <b>5.1. Pregled literature</b>                       | <b>42</b> |
| <b>5.2. Analiza kretanja cijena u RH i Sloveniji</b> | <b>44</b> |
| <b>6. ZAKLJUČAK</b>                                  | <b>51</b> |
| <b>7. LITERATURA</b>                                 | <b>53</b> |
| <b>8. PRILOZI</b>                                    | <b>57</b> |
| <b>Popis slika</b>                                   | <b>57</b> |
| <b>Popis tablica</b>                                 | <b>57</b> |
| <b>Popis grafikona</b>                               | <b>57</b> |
| <b>IZJAVA O AUTORSTVU I IZVORNOSTI RADA</b>          | <b>58</b> |

## 1. UVOD

Tečajna se politika smatra jednim od instrumenata koji se koristi u monetarnoj politici, a također je i jedan od neizostavnih elemenata prilikom razvoja i ostvarenja stabilnosti kada je u pitanju gospodarstvo bilo koje države. Iako kreatore suvremene ekonomske i monetarne politike sve više okupiraju problemi uzrokovani dinamikom uvjeta poslovanja, a povezuju se s iznalaženjem optimalnih rješenja za odabir deviznih tečajeva, koji neovisno o gospodarskim kretanjima neće utjecati na stabilnost cijena, te posljedično tome i cjelokupnog nacionalnog gospodarstva. U suvremenim ekonomijama sve se veći naglasak stavlja na uzročno – posljedične odnose u makroekonomskoj politici koji proizlaze iz politike tečaja.

Sukladno navedenom, konačnim ciljem monetarne politike smatra se pronalazak optimalne tečajne politike te ostvarenje maksimalnih potencijala i optimalnih rezultata za cjelokupno gospodarstvo. Odnosno, za tečajnu se politiku može istaknuti i kako se smatra jednom od ključnih varijabli u ekonomskoj politici, a koja se dotiče svih makroekonomskih kretanja, prema tome za svako gospodarstvo je ključno da se odabere devizni režim koji će doprinosti ostvarenju ciljeva gospodarske politike. Međutim, vrlo je važno za razumjeti i kako izbori i pronalasci optimalnih, a ujedno i najpovoljnijih oblika tečajnih režima ne predstavljaju jednostavne zadatke. Razlog tomu proizlazi iz uzročno posljedičnog odnosa te prelijevanja učinaka s jednog tržišta na drugo. Prema tome, nije rijetkost da se u suvremenom dobu odustaje od ispunjenja nekih manjih ili kratkoročnih ciljeva, a u svrhu dugoročnih i većih, koji će u konačnici imati pozitivan učinak na cjelokupnu ekonomiju.

S obzirom da su devizni tečajevi jedna od okosnica pravilnog i uspješnog provođenja i ekonomske i monetarne politike u svakoj svjetskoj zemlji, pa tako i u Republici Hrvatskoj, osnovni je predmet prikaza ovog rada opći pojam, klasifikacija te karakteristike deviznih tečajeva te njihov utjecaj na gospodarstvo, s posebnim osvrtom na Republiku Hrvatsku i odabrani devizni tečaj, te ulazak u monetarnu uniju sa zajedničkom valutom euro.



Svrha ovog rada prikazati je opće pojmove koji se povezuju s područjem monetarne politike, posebice deviznih tečajeva te njihova utjecaja na cjelokupno državno gospodarstvo.

Osnovni cilj ovog rada je analizirati utjecaj odabira deviznog tečaja na monetarnu i ekonomsku politiku Republike Hrvatske, te prikazati utjecaj na proces pristupa monetarnoj uniji i uvođenju eura kao službene valute.

Znanstvene metode izrade ovog rada uključuju metodu analize, metodu sinteze, metodu klasifikacije, metodu kompilacije te deduktivnu metodu.

Rad se sastoji do teorijskog i empirijskog dijela. Prvi dio rada je Uvod. Teorijski dio rada sastoji se od nekoliko osnovnih poglavlja od kojih se prvo odnosi na definiciju i važnost deviznog tečaja kao jednog od instrumenata ekonomske politike. Pritom, istaknuta je definicija te je prikazana važnost deviznih tečajeva za gospodarstvo svake države. Opisane su teorije koje se tiču formiranja deviznog tečaja te pritom i teorija pariteta kupovne moći zajedno s MFE teorijom. Također, u ovom poglavlju prikazan je i Marshal – Lernerov uvjet. Drugo poglavlje teorijskog dijela rada prikazuje klasifikaciju te karakteristike deviznih tečajeva te su kroz isto prikazani i de facto i de jure klasifikacije tečajnih režima te čimbenici koji utječu na izbor politike i režima deviznog tečaja. Slijedeće poglavlje prikazuje učinkovitost ekonomske politike kroz različite sustave deviznih tečajeva, stoga se prikazuju obilježja ekonomske i monetarne politike u sustavu fiksnog i fluktuirajućeg tečaja, zajedno s prednostima i nedostacima svakog od njih. Posljednje poglavlje teorijskog dijela rada prikazuje tečajnu politiku koja se provodi na području europske unije te Republike Hrvatske. Opisana je organizacija Europske ekonomske i monetarne unije, teorija optimalnog valutnog područja zajedno s mehanizmom deviznog tečaja te tečajna politike u Republici Hrvatskoj i proces uvođenja eura kao službene valute. Empirijski dio rada se sastoji od pregleda literature kojim se pobliže prikazuje ulazak Republike hrvatske u eurozonu, ali isto tako i Republike Slovenije, sa svrhom kasnije komparacijske analize kretanja potrošačkih cijena i njihova povećanja koje je uslijedilo nakon pristupa eurozoni.



## **2. VAŽNOST DEVIZNOG TEČAJA KAO INSTRUMENTA EKONOMSKE POLITIKE I NJEGOVO FORMIRANJE**

Proces globalizacije uzrokovao je napredak na značajnom broju područja uključujući trgovinu, investicije, financije te turizam, ali i brojna druga. Osim toga povećava se stopa svih oblika migracija te se povećava uloga deviznog tečaja, koji se u suvremenoj ekonomiji karakterizira kao jedan od najvažnijih kategorija unutar svjetskog gospodarstva. Budući da proces međunarodne ekonomske integracije podrazumijeva postojanje izloženosti međunarodnim financijskim i komercijalnim tokovima, jasno je kako s time raste i razina zabrinutosti sudionika koji su uključeni ili izloženi unutar područja međunarodne trgovine i financija. Kada je riječ o relativno zatvorenim gospodarstvima kretanje valuta ne smatra se područjem od neke posebne važnosti, dok se druge strane, kada je riječ o otvorenom gospodarstvu u kojemu se globalizacija očituje povećanjem broja organizacije, raspoložive radne snage, na njihovo bogatstvo direktno utječe devizni tečaj zajedno s trgovinskim i financijskim tokovima, stoga sam devizni tečaj te njegova dnevna kretanja privlače značajnu pozornost (Frieden, 2008).

Kada se proučavaju dvije zemlje koje pripadaju kategorijama otvorenog gospodarstva zajedno s područjima njihove međusobne trgovine, moguće je uočiti značajne razlike u transakcijama koje se odvijaju između domaćih i stranih rezidenata, posebno iz razloga što jednu od osnovnih uloga ima upravo različitost nacionalnih valuta te različitost u deviznim tečajevima. Primjerice, može se promatrati primjer uvoznika iz Hrvatske koji američkom uvozniku plaća u američkim dolarima te Britanskom izvozniku u funtama. Kako bi bilo moguće ostvariti međusobnu trgovinu uvoznik koji djeluje u Hrvatskoj primoran je na kupnju navedenih valuta te plaćanje izvoznika koristeći njihove nacionalne valute. Sve spomenute radnje moguće je provoditi isključivo putem deviznog tržišta na kojemu se odvija trgovina različitim nacionalnim valutama, a osnovna pažnja usmjerena je upravo na devizni tečaj. Prema tome, iz navedenog proizlazi činjenica kako je nužno definirati devizni tečaj te istaknuti važnost koju ima u suvremenim i globaliziranim ekonomskim sustavima

te pridodati odgovarajuću pažnju i načinima njegova formiranja unutar pojedine države (Broz, Frieden, Weymouth, 2008).

### **2.1. Definicija i važnost deviznog tečaja u globalnoj ekonomiji**

Ukoliko se u obzir uzme i najjednostavnija definicija, za devizni se tečaj može reći kako iskazuje odnos cijena između dviju nacionalnih valuta, odnosno vrijednost jedne valute koja se izražava u drugoj valuti. Drugim riječima, devizni tečaj se smatra načinom konvergencije jedne valute u neku drugu. Primjerice, na početku lipnja 2022. godine u republici Hrvatskoj su građani zamjenom jednog eura u vlastitu nacionalnu valutu, hrvatsku kunu mogli dobiti 7,51 kn, zamjenom jednog američkog dolara dobili bi 7,21 kn dok bi zamjenom jedne britanske funte dobili 8,87 kn. osim navedenoga, devizni se tečajevi koriste prilikom izračuna troškova koji se povezuju s robom i uslugama, a koje se proizvode u drugim zemljama, stoga njihova važnost postoji i u području međunarodne trgovine te međunarodnih investicija. Primjerice, kada je riječ o potrošačima u Hrvatskoj isti koriste devizni tečaj kako bi izračunali cijene koštanja provođenja godišnjeg odmora u nekoj drugoj zemlji, primjerice na Tajlandu, a da pritom dobiju cijenu izraženu u domaćoj valuti, dok s druge strane investitori pažnju posvećuju deviznom tečaju kako bi primjerice mogli pratiti prinos od ulaganja u različite oblike vrijednosnih papira (Nelson, 2018).

Vrijednost jedne valute u odnosu na drugu odrediti će se pomoću zakona ponude i potražnje za valutama, koji se formiraju na deviznim tržištima, odnosno na tržištima na kojima se trguje valutama. Zapravo, nemoguće je posjetiti jednu, centralnu, lokaciju na kojoj bi se isključivo moglo promatrati kako se određuje devizni tečaj. Odnosno, za trgovanje valutama ne postoje burze, kao što je to primjerice Njujorška. Umjesto toga, devizna se tržišta organiziraju kao oblici „over the counter“ (OTC) tržišta na kojima sudjeluje stotine trgovaca, uglavnom banaka, čiji je osnovni cilj kupnja odnosno prodaja depozita koji se iskazuju u stranim valutama. Devizna tržišta, s obzirom na važnost koju ostvaruju u suvremenim ekonomijama značajno su napredovala i po pitanju dnevnog prometa, koji je primjerice u 2007. godini iznosio oko 3,3 trilijuna dolara, u 2019. godini se ostvaruje u prosjeku oko 6,6 trilijuna dolara dnevno (Bošnjak, Kordić, Budimir, 2019).

Ukoliko se u obzir uzmu vrijednosti odnosno odnosi kupovnih moći kada su u pitanju dvije valute moguće je razlikovati nominalni i realni devizni tečaj. Kada se devizni tečaj spominje kao cijena jedne valute koju je moguće izraziti vrijednošću druge valute uglavnom se govori o nominalnom deviznom tečaju. Nominalnim deviznim tečajem moguće je izraziti kvantitativan odnos između valuta koje se uspoređuju bez obzira na kupovnu moć, stoga se pomoću ove vrste deviznog tečaja ne izražava stupanj konkurentnosti neke zemlje. Nominalni tečaj je moguće izražavati na dva načina. Prvim načinom cijena strane valute iskazuje se u domaćoj valuti, drugim načinom čini se obrnuto, odnosno domaća se valuta iskazuje vrijednošću neke druge valute. U osnovne karakteristike ovog oblika tečaja ubraja se činjenica da isti može rasti ili padati. U slučaju porasta nominalnog tečaja govori se o njegovoj deprecijaciji, dok se njegov pad naziva aprecijacija (Bošnjak, Kordić, Budimir, 2019).

Međutim, ukoliko se uspoređuje područje trgovine, odnosno kupovine stranih i domaćih dobara, korištenjem nominalnog tečaja mogu se ostvariti tek neke od potrebnih informacija odnosno isti se smatra nedovoljno preciznim pokazateljem pomoću kojega se ne može u točnoj mjeri odrediti koliko određene količine novčanih jedinica uistinu i vrijede. U ključne čimbenike koji se tiču odluke o kupnji domaćih ili stranih proizvoda treba uključiti i relativnu cijenu inozemnih dobara u usporedbi s domaćim dobrima. Takav oblik cijene naziva se realni tečaj (Nelson, 2018).

Prema tome, za razliku od nominalnog tečaja pomoću kojega se izražava cijena jedne valute izražena vrijednošću druge valute, realni tečaj se iskazuje odnosom cijena dobara između različitih zemalja, odnosno cijene dobara koje se iskazuju istom valutom. Prema tome, može se istaknuti i kako se realnim tečajem iskazuje i kupovna moć dviju valuta. Realni devizni tečaj može se iskazati i slijedećim matematičkim izrazom:

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

pri čemu je (Broz, Frieden, Weymouth, 2008):

R= realni devizni tečaj

E= nominalni devizni tečaj

P\*= razina cijena u inozemstvu

$P$  = razina cijena u tuzemstvu

Svaki porast u deviznom tečaju naziva se realna deprecijacija domaće valute, dok se pad u deviznom tečaju naziva realnom aprecijacijom domaće valute. Sukladno tomu, realnom se deprecijacijom može smatrati situacija u kojoj dolazi do porasta nominalnog deviznog tečaja, porasta cijena u inozemstvu, ali može biti uzrokovan i smanjenjem domaćih cijena. U suprotnosti s tim, realnom aprecijacijom smatra se posljedica smanjenja nominalnih deviznih tečajeva, smanjenja inozemnih cijena ili povećanja domaćih cijena (Broz, Frieden, Weymouth, 2008).

U realnom svijetu, ni jedna zemlja ne proizvodi samo jedan proizvod, prema tome prilikom kreiranja deviznih tečajeva moguće je koristiti indekse cijena dviju zemalja. Na primjer, realni tečaj Hrvatske i Češke predstavljao bi umnožak nominalnog tečaja te češkog indeksa inflacije, koji se dijeli s hrvatskim indeksom inflacije. Realni tečajevi koji se računaju takvim načinom nazivaju se bilateralnim tečajevima, prvenstveno iz razloga što se računaju isključivo temeljem podataka dviju zemalja. Međutim, u ovom primjeru potrebno je shvatiti i činjenicu kako ni Hrvatska, kao ni bilo koja druga svjetska zemlja ne trguju isključivo s jednom zemljom, već više njih, a svaki se realni tečaj u odnosu na drugu zemlju drugačije i kreće, stoga je nužno izračunati ponderirane prosjeke realnih tečajeva u odnosu na sve partnere s kojima se vrši trgovina. Takav oblik ponderiranog prosjeka bilateralnih deviznih tečajeva zove se efektivnim odnosno multilateralnim realnim tečajem. Prilikom sastavljanja prosjeka koristi se bilateralni realni tečajevi koji uključuju najveće trgovinske partnere, a u ponderu se ubrajaju ponderi za svakog partnera u ukupnoj razini trgovinske razmjene s ostatkom svijeta (Tica, Posedel, 2009).

Iz navedenog vidljivo je kako se devizni tečajevi odražavaju i na područje međunarodne trgovine i investicija. S obzirom na činjenicu da na devizni tečaj utječu i objektivni i subjektivni čimbenici i varijable, utvrđivanje točke njegove ravnoteže smatra se vrlo kompleksnim procesom. S jedne strane, značajan broj objektivnih faktora definira zakon ponude i potražnje koji se tiče deviza i prisutan je na deviznim tržištima, a s druge strane subjektivni čimbenici utječu na autonomne promjene u procesima ponude i potražnje na

deviznim tržištima. Istaknuti čimbenici podrazumijevaju varijable kao što su primjerice osnovni trendovi prisutni na tržištu, tržišna očekivanja koja se tiču terminskog tečaja, špekulativno kretanje kapitala, promjene u uvjetima na tržištu u pogledu monetarne i fiskalne politike koja se provodi u svrhu kontrole deviznog tečaja. U kontekstu međunarodne trgovine, devizni tečaj ima utjecaj na cijenu koja se formira za svaki izvoz koji napušta matičnu zemlju te svakog uvoza koji ulazi u zemlju s kojom se trguje, a jedan od rezultata tog procesa je promjena deviznog tečaja koja se odražava na tijekove u trgovini. U slučajevima kada dolazi do pada vrijednosti domaće valute odnosno njezine deprecijacije u odnosu prema drugim valutama njezin izvoz postaje značajno jeftinijim za strance, dok proces uvoza postaje skupljim kada su u pitanju domaći potrošači. Ovakvi oblici promjena u deviznim tečajevima mogu rezultirati porastom razina izvoza te smanjenjem razina uvoza. Primjerice, deprecijacija eura u odnosu na britansku funtu, izvoz hrvatskih proizvoda čini jeftinijim za potrošače u Britaniji, dok britanski uvozni proizvodi postaju skuplji hrvatskim potrošačima. Posljedično tomu, u ovom primjeru se može istaknuti kako će izvoz iz Hrvatske u Britaniju biti u porastu, dok će uvoz proizvoda iz Britanije biti u padu. Kod obrnutog slučaja, kada bi došlo do aprecijacije eura odnosno porasta njegove vrijednosti u hrvatskoj bi bilo jeftinije kupovati uvozne proizvode iz Britanije dok bi uvozni hrvatski proizvodi postali skuplji za britanske potrošače. Takva bi situacija rezultirala opadanjem stopa hrvatskog izvoza u Britaniju, dok bi uvoz britanskih proizvoda u Hrvatsku bio u porastu (Babić, 2006).

Devizni se tečaj na područje međunarodnih investicija odražava na dva moguća načina. Prvo, deviznim se tečajem utječe na određivanje vrijednosti trenutnog inozemnog ulaganja. U situacijama kada je valuta u procesu deprecijacije vrijednost investicije koja se denominira u predmetnu valutu opada kada su u pitanju inozemni ulagači, dok prilikom procesa aprecijacije valute vrijednost investicija koje se denominiraju u tu valutu rastu kada su u pitanju inozemni ulagači. S druge strane, devizni tečaj ima značajan utjecaj na tijek prekograničnih investicija. Primjerice u slučajevima u kojima investitor očekuje da valuta deprecira, inozemni investitor može oklijevati u postupku ulaganja u imovinu koja se denominira u predmetnu valutu zbog straha da bi njihovo ulaganje moglo tijekom

vremena izgubiti na vrijednosti. Na isti način, ukoliko investitori očekuju rast valute tijekom vremena, ulaganje koje se denominira u predmetnu valutu postaje znatno privlačnije inozemnim investitorima, posebno iz razloga što isti mogu smatrati kako će protekom vremena takvo ulaganje ostvariti veći prinos za investitora (Bošnjak, Kordić, Budimir, 2019).

## **2.2. Teorije o formiranju deviznog tečaja**

Zabilježen je značajan broj teorija povezanih s formiranjem deviznih tečajeva, no među najvažnije ubrajaju se dvije: teorija pariteta kupovne moći odnosno PPP teorija te međunarodni Fisherov efekt odnosno MFE teorija.

### *2.2.1. Teorija pariteta kupovne moći – PPP teorija*

Teorija pariteta kupovne moći smatra se jednom od ključnih teorija čija je osnovna svrha objašnjavanje i kvantifikacija odnosa između inflacije i deviznih tečajeva. Sukladno pretpostavkama ove teorije određeni standardizirani proizvodi koji se prodaju u različitim zemljama trebali bi imati jednake cijene. Što znači da su devizni tečajevi, pritom, ispravno određeni iz razloga što isti proizvod u različitim zemljama može kupiti po jednakoj cijeni. Upravo iz ovog razloga ova teorija nosi i naziv „zakona jedne cijene“. Ukoliko to nije slučaj, a sukladno pretpostavkama PPP teorije devizni tečaj jedne od dviju valuta mora biti promijenjen. Može se istaknuti i kako u dugom roku ova teorija zaista i vrijedi, međutim kada su u pitanju kratki rokovi zabilježene su značajne devijacije i nestabilnosti (Lovrinović, 2015).

Kada bi se teorija pariteta kupovne moći koristila kao jedini čimbenik od utjecaja na nominalnu razinu deviznih tečajeva kada su u pitanju dvije valute, realni bi devizni tečajevi s vremenom postali konstantni. Osim toga, teoriju pariteta kupovne moći moguće je prepoznati u dva osnovna oblika:

#### **1. Apsolutna teorija pariteta kupovne moći**



## 2. Relativna teorija pariteta kupovne moći

Apsolutna teorija pariteta kupovne moći temeljena je na pretpostavci da unutar područja međunarodne razmjene ne postoji nikakav oblik trgovinske barijere, kao ni koncept troškova transporta te da svaki potrošač kupuje proizvod na mjestu na kojemu su isti najjeftiniji. Ukoliko je predmetna pretpostavka zadovoljena moguća je usporedba cijena između dviju zemalja. Za ovu teoriju moguće je dati i primjer dviju košarica koje se sastoje od istih proizvoda, od kojih se jedna proizvodi u Americi, a druga u Velikoj Britaniji. Ukoliko je cijena košarice koja je proizvedena u Americi jeftinija, u tom slučaju je uvoz u Britaniju jeftiniji. Sukladno teoriji pariteta kupovne moći ova činjenica trebala odraziti na devizni tečaj koji u odnos stavlja funtu i dolar, kako bi bilo moguće uskladiti cijenu standardiziranih proizvoda. Međutim, u realnim gospodarstvima i transportni troškovi, ali i različiti oblici trgovinskih barijera su stvarni. Prema tome nije moguće ostvariti apsolutnu teoriju pariteta kupovne moći, a očit je i jaz između cijena koji je uglavnom uvijek prisutan. Primjerice, ukoliko bi porastao transportni trošak robe iz Amerike, u tom slučaju bi cijena proizvoda u američkoj košarici bila jednaka ili pak skuplja od proizvoda u Velikoj Britaniji, pa bi samim time takvi proizvodi izgubili svoju konkurentsku prednost. S druge strane, Relativna teorija pariteta kupovne moći uključuje i sve oblike tržišnih nesavršenosti primjerice sve transportne troškove, sve oblike trgovinskih barijera, kvote, tarife, te je istu moguće izračunavati sukladno određenim baznim razdobljima. Sukladno ovoj teoriji, cijena jednakih proizvoda unutar različitih zemalja nisu jednake ukoliko se mjere vrijednošću jedne valute, sve dok ne dođe do promjene u trgovinskim barijerama i transportnim troškovima (Madura, 2008).

### 2.2.2. MFE teorija

Uz pomoć međunarodnog Fisherovog efekta objašnjavaju se veze koje se tiču kretanja kamatnih stopa i deviznih tečajeva određenih valuta. Prije nego se pojasni utjecaj promjena kamatnih stopa na devizne tečajeva, vrlo je važno definirati poveznicu između kamatnih stopa i stope inflacije. Naime, svaki od investitora želi ostvariti prinose na

ulaganja u različitim zemljama, i to u jednakoj mjeri ukoliko je i razina rizika jednaka. U takvim slučajevima jedan od uzroka razlike u kamatnim stopama između različitih zemalja je postojanje različitih očekivanja u stopi inflacije (Lovrinović, 2015).

Međunarodni Fisherov efekt odnosno MFE teorija pretpostavlja kako će valuta koja podrazumijeva postojanje viših kamatnih stopa deprecirati, kao i određene valute kod kojih se bilježe visoke stope inflacije. Osim toga, Fisher ne koristi isključivo razliku u kamatnim stopama kako bi opisao promjene u deviznim tečajevima. U primjeru zemalja X i Y Fisher ističe da ukoliko su kamatne stope više u zemlji X te unutar iste se ne bilježi priljev kapitala, onda se razlog tomu može istaknuti činjenicom da se na tržištu očekuje deprecijacija odnosno devalvacija u odnosu na valutu zemlje Y. Prema tome, može se istaknuti kako pretpostavke MFE teorija ne podržava mišljenje kako više kamatne stope u nekoj zemlji služe kao svojevrsan magnet za investitore iz drugih zemalja. Na područjima na kojima se očekuju veće kamatne stope ne postoji razlog za vjerovanje kako će se ostvarivati pritisak na tečaj, iz razloga što više kamatne stope kompenziraju očekivanu deprecijaciju prema sugestijama teorije pariteta kupovne moći odnosno PPP teorije (Madura, 2008).

Sukladno navedenom, MFE teorija pretpostavlja kako će devizni tečaj između dviju zemalja biti definiran s razlikom u nominalnoj vrijednosti kamatnih stopa između predmetnih zemalja. Osim toga, u takvim slučajevima valute država koje imaju niže nominalne kamatne stope apreciraju u odnosu na one s višima kamatnim stopama. Nominalne kamatne stope jednake su realnim kamatnim stopama koje se uvećavaju za stopu inflacije. Ukoliko su unutar neke zemlje zabilježene visoke kamatne stope tijekom dužeg perioda, ista se očito suočava s problemima inflacije. Postojanje iznimno visokih stopa inflacije natjerava stanovništvo da se rješava gotovog novca te da se isti pretvara u robu. Bez obzira na postojanje visokih kamatnih stopa u tim slučajevima se ne stimulira štednja već dolazi do porasta aktivnosti koje se tiču sklonosti prema iznajmljivanju novca, posebno iz razloga što se vjeruje kako će se u kasnijim razdobljima izdvajati više novca za kupnju isti proizvoda. U ovakvim situacijama ni postojanje visokih kamatnih stopa neće utjecati na investitore da ulažu vlastiti novac u takvu državu, posebno iz razloga što

postoje vrlo visoka inflatorna očekivanja koja utječu na činjenicu da će valuta pojedine zemlje u kojoj postoje visoke kamatne stope, s vremenom slabjeti. S druge strane, ukoliko se dogodi porast kamatnih stopa unutar zemlje koja tijekom dužeg vremena ima stabilnu kamatnu stopu, kod investitora se neće pojaviti očekivanje u obliku kompenzacijskog efekta kroz pad vrijednosti valute (Lovrinović, 2015).

### 2.2.3. Monetarni pristup

Ovaj pristup započeli su krajem 1960-ih Robert Mundell i Harry Johnson, a potpuno se razvio tijekom 1970-ih godina. Monetarni pristup predstavlja proširenje domaćeg monetarizma (koji proizlazi iz Čikaške škole) na međunarodnu ekonomiju u smislu da platnu bilancu promatra kao suštinski monetarni fenomen. Odnosno, novac dugoročno igra presudnu ulogu i kao poremećaj i kao prilagodba u nacionalnoj platnoj bilanci. Monetarni pristup počinje postuliranjem da je potražnja za nominalnim saldov novca pozitivno povezana s razinom nominalnog nacionalnog dohotka i da je dugoročno stabilna. Stoga se jednadžba potražnje za novcem može napisati kao:

$$M_d = kPY \quad (2)$$

Pri čemu je:

$M_d$  tražena količina nominalnog novčanog salda

$k$  željeni omjer nominalnih novčanih salda i nominalnog nacionalnog dohotka

$P$  razina domaćih cijena

$Y$  realni output

Prema tome, u nacionalnom gospodarstvu dugoročno ne postoji kontrola nad opskrbom novcem u sustavu fiksnog tečaja. Odnosno, veličina nacionalne novčane mase bit će na onoj razini koja je dugoročno u skladu s ravnotežom u platne bilance. Samo zemlja s rezervnom valutom, poput Sjedinjenih Država, dugoročno zadržava kontrolu nad svojom opskrbom novcem u sustavu fiksnog tečaja i to iz razloga što jer stranci zadržavaju dolare.

U sustavu fleksibilnog tečaja, neravnoteže u platnoj bilanci odmah se ispravljaju automatskim promjenama tečaja bez ikakvog međunarodnog protoka novca ili rezervi. Prema tome, pod sustavom fleksibilnog tečaja, unutar nacionalnog gospodarstva zadržava se dominantna kontrola nad opskrbom novcem i monetarnom politikom. Usklađivanje se događa kao posljedica promjene domaćih cijena koja prati promjenu tečaja. Na primjer, deficit u platnoj bilanci (koji je rezultat viška ponude novca) dovodi do automatske deprecijacije nacionalne valute, što uzrokuje porast cijena, a time i potražnje za novcem, i to u dovoljnoj mjeri da apsorbira višak ponude novca i automatski eliminira deficit bilance plaćanja (Salvatore, 2013).

#### *2.2.4. Portfolio pristup*

Pristup portfeljne ravnoteže ili portfolio pristup (također nazvan pristup tržišta imovine) razlikuje se od monetarnog pristupa po tome što se pretpostavlja da su domaće i strane obveznice nesavršeni supstituti, te postuliranjem da je tečaj određen u procesu ili uravnoteženja dionica ili ukupne potražnje i ponude financijskih sredstava (u svakoj zemlji). Stoga se pristup ravnoteže portfelja može smatrati realističnijom verzijom monetarnog pristupa. Pristup portfeljne ravnoteže razvijen je sredinom 1970-ih, a uvedene su mnoge varijante osnovnog modela. U najjednostavnijem modelu tržišta imovine, pojedinci i tvrtke drže svoje financijsko bogatstvo u nekoj kombinaciji domaćeg novca, domaćih obveznica i stranih obveznica denominiranih u stranoj valuti. Poticaj za držanje obveznica (domaćih i stranih) proizlazi iz prinosa ili kamata koje one pružaju. Međutim, isti također nose rizik neplaćanja i rizik koji proizlazi iz varijabilnosti njihove tržišne vrijednosti tijekom vremena. Domaće i strane obveznice nisu savršena zamjena, a strane obveznice ujedno predstavljaju dodatni rizik u odnosu na domaće obveznice. Držanje domaćeg novca, s druge strane, je bezrizično, ali ne donosi nikakav prinos ili kamatu. Stoga je oportunitetni trošak držanja domaćeg novca propušteni prinos na držanje obveznica. Što je veći prinos ili kamata na obveznice, to je manja količina novca koju će pojedinci i tvrtke htjeti zadržati. U bilo kojoj određenoj vremenskoj točki, pojedinac će htjeti dio svog financijskog bogatstva držati u novcu, a dio u obveznicama, ovisno o njegovim ili njezinim preferencijama i stupnju

averzije prema riziku. Pojedinci i tvrtke žele držati dio svog bogatstva u obliku novca (a ne obveznica) kako bi izvršiti poslovna plaćanja (transakcijska potražnja za novcem). Međutim, i što su veće kamate na obveznice, manji je iznos novca koji će htjeti zadržati (tj. štedjet će na korištenju novca) (Salvatore, 2013).

### **2.3. Marshall - Lernerov uvjet**

Ako se u obzir uzme činjenica kako je devizna politika jedna od osnovnih koje se provode na financijskim tržištima, a koja je ujedno od utjecaja na kretanje u cjelokupnom gospodarstvu uopće nije upitno prelijevanje utjecaja između tržišta te svih drugih povezanih područja na razini države. Vrlo bitna kategorija koja se pojavljuje tijekom analize i isticanja bilo kojega od deviznih režima je utvrđivanje njegove optimalne razine, odnosno činjenice da se ni u jednom trenutku ne dogodi da valuta aprecira ili deprecira bez obzira na situaciju u kojoj se nalazi. Aprecirani tečajevi se mogu na pozitivan način odraziti na domaće stanovništvo neke zemlje, jer u tom trenutku se događa veći priljev deviza u odnosu na domaću valutu što ima jasan utjecaj na nacionalna kretanja. S druge strane, očigledno je kako na inozemnim tržištima dolazi do povećanja u neto izvozu iz razloga što su devize jeftinije u usporedbi s domaćim valutama (Krugman, Obstfeld, 2009).

U suprotnosti s navedenim, deprecirani devizni tečajevi utječu na povećanje izvoza, porasta vrijednosti u devizama kada se uspoređuju s domaćom valutom. Točnije, lokalni potrošači će za određenu količinu izdvojenog novca moći kupiti znatno veću valutnu košaricu kada je riječ o domaćoj valuti, nego što je to slučaj s inozemnim valutama. Prema tome, očigledno je kako će takvi oblici kretanja imati pozitivan utjecaj na povećanje u domaćem dohotku, ali i razini domaće proizvodnje. Osim toga, fluktuacije u realnom deviznom tečaju kroz uzročno – posljedičnu vezu imaju značajan utjecaj na ukupnu razinu izvoza gospodarstva, što se s druge strane ponovno, na izravan ili neizravan način, prelijeva na cjelokupnu državnu ekonomiju (Krugman, Obstfeld, 2009).

U takvom kontekstu moguće je istaknuti i kako bi realne deprecijacije valute ostvarile pozitivne ekonomske efekte mora se utjecati na dovoljno visoko povećanje izvoza, dok se

uvoz mora smanjiti na dovoljno niske razine kako bi se postiglo anuliranje povećanja cijene uvoza. Ovakav uvjet dobio je naziv prema poznatim ekonomistima Alfredu Marshallu i Abbi Lerneru. Odnosno, pomoću Marshall – Lernerovog uvjeta moguće je tvrditi kako deprecijacija može poboljšavati bilancu plaćanja te pritom rezultirati suficitima i to isključivo ako je suma elastičnosti u domaćoj potražnji za uvozom te u inozemnoj potražnji za domaćim izvozom veća od jedan, uz obveznu pretpostavku da je početno stanje u bilanci plaćanja jednako 0 (Tica, Posedel, 2009).

Da bi se objasnio utjecaj deprecijacije na neto izvoz (NX) potrebno je prvo definirati potražnje za uvozom i izvozom. Domaća potražnja za uvozom (Z) funkcija je realnog tečaja ( $\epsilon$ ) i realnog domaćeg dohotka, a inozemna potražnja za domaćim izvozom ( $Z^*$ ) funkcija realnog tečaja i realnog stranog dohotka ( $Y^*$ ):

$$Z = Z(\epsilon, Y) \frac{\partial Z}{\partial \epsilon} < 0; \frac{\partial Z}{\partial Y} > 0 \quad (3)$$

$$Z^* = Z^*(\epsilon, Y^*) \frac{\partial Z^*}{\partial \epsilon} > 0; \frac{\partial Z^*}{\partial Y^*} > 0 \quad (4)$$

S obzirom na prikazane jednadžbe, utjecaj realne deprecijacije na neto izvoz može biti prikazan kao zbog utjecaja količine i cijene:

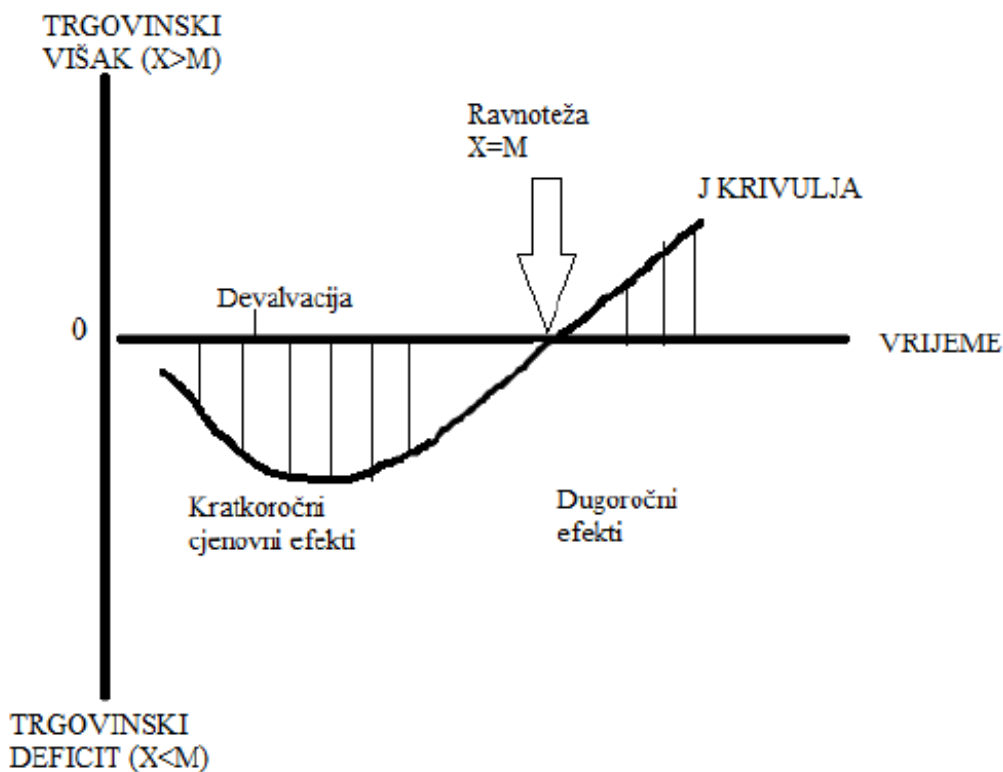
$$\frac{\partial NX}{\partial \epsilon} = \frac{\partial Z^*}{\partial \epsilon} - \epsilon \frac{\partial Z}{\partial \epsilon} - Z \quad (5)$$

Utjecaj količina u ovom slučaju utječe na poboljšanje trgovačkih bilanci, posebno iz razloga što se nakon provedenih deprecijacija znatno više dobara izvozi, te značajno manje uvozi. Utjecaj cijena, pritom djeluje u suprotnom smjeru, odnosno ukoliko tečaj deprecira vrijednost uvezenog dobra izražena kroz domaću valutu vrijedi više, odnosno isto rezultira povećanjem uvoza. Ovisno o tomu koji će efekt prevladati deprecijacija može imati pozitivne ili negativne učinke kada je u pitanju neto izvoz. Ukoliko je zadovoljen Marshall – Lernerov uvjet (MLC) realne deprecijacije rezultirati će poboljšanjima u trgovačkoj bilanci, a u suprotnom ista će se pogoršati. Prema tome, ukupan efekt deprecijacije može se iskazati kao (Tica, Nazifovski, 2012):

$$\text{UKUPAN EFEKT DEPRECIJACIJE NA BDP} = \Delta \text{NX} + \Delta \text{C} \quad (6)$$

Grafičkim izrazom razvoja tekućeg računa platne bilance nakon novčanih amortizacija smatra se J krivulja.

**Slika 1.** Prikaz J krivulje



Izvor: Tica, Posedel (2009, str. 17)

Sukladno Marshall – Lernerovom uvjetu ukoliko je potražnja za izvozom dobara elastična, proporcionalni porasti u potražnji biti će znatno veći od razine pada cijene. S druge strane, ukoliko je potražnja za uvozom također elastična, smanjenje potražnje biti proporcionalno većem porastu u cijenama. Tako se, zbrajanjem ostvarenih rezultata poboljšava i trgovinska bilanca (Tica, Nazifovski, 2012).

## 2.4. Vrste i značajke tečajnih režima

Propise pomoću kojih je moguće regulirati odnose prilikom deviznih transakcija, u to se uključuju i devizni tečajevi, način organiziranja deviznih tržišta i slične kategorije, naziva se deviznim režimima. Devizni tečajevi se, s druge strane, definiraju se kao cijena domaćeg novca koja se izražava u vrijednosti novčane valute neke druge zemlje. Unutar Republike Hrvatske, kao i u značajnom broju drugih zemalja koristi se sustav direktnog kotiranja pomoću kojega se iskazuje koliko vrijedi jedna jedinica stranog novca kada se istu izrazi u domaćem novcu. Izbor između tečajnih režima ostvaruje izravne i neizravne učinke na gospodarstvo pojedine države. Izravne je učinke moguće sagledati kao ublažavanje nastanka unutarnjih i vanjskih šokova, dok je neizravne učinke moguće sagledati kroz posredne utjecaje na razinu investicija, međunarodnu razmjenu te razvoj financijskog sektora. Kada je riječ o izboru deviznog režima moguće je istaknuti i čimbenike kao što je stupanj liberalizacije tržišta kapitala, stopu inflacije, veličinu i otvorenost države, stupnjeve integracija unutar međunarodnih financijskih tijekova, strukturu vanjske trgovine, stupnjeve neovisnosti u monetarnoj ekonomiji te nacionalnoj središnjoj banci, mogućnosti provođenja odrednica monetarne politike i brojne druge (Babić, Babić, 2008).

Klasifikaciju deviznih režima moguće je provesti na značajan broj načina od kojih su i kriteriji koji uključuju dvije najčešće kategorije, a to su de facto i de jure devizni režimi. Osim toga, neke od najčešće korištenih klasifikacija uključuju i klasifikaciju režima prema Frankelu te prema izvještaju Međunarodnog monetarnog fonda. Kod klasifikacije prema Frankelu razvidno je kako je isti u tri osnovne kategorije svrstao ukupno devet deviznih režima, i to od najrigidnijih prema fleksibilnima:

- 1) Fiksni devizni režimi:
  - a) Monetarna unija
  - b) Dolarizacija ili Euroizacija
  - c) Valutni odbor
- 2) Intermedijarni devizni režimi:
  - a) Prilagodljivi pariteti
  - b) Puzajući pariteti



- c) Košarica valuta
  - d) Ciljana zona
- 3) Fleksibilni devizni režimi:
- a) Slobodno fluktuirajući režim
  - b) Dirigirano fluktuirajući režim (Markota, 2016)

S druge strane, Međunarodni monetarni fond (MMF) još od 1950-ih godina izdaje vlastite godišnje izvještaje koji uključuju devizne režime i njihova ograničenja pod nazivom IMF's Annual Report on Exchange Rate Arrangements and Exchange Restrictions. Kreiranje ovog izvještaja uključuje sve oblike informacija s kojima MMF raspolaže kada su u pitanju devizni režimi pojedinih zemalja, a s druge strane, izrađuje se i u suradnji s nacionalnim tijelima pojedinih zemalja. Do 1983. godine, izrada ovog izvještaja temeljena je na razlikama između fiksnih i ostalih oblika deviznih režima, a svaka zemlja se deklarativno izjašnjava koji režim će primjenjivati. U razdoblju između 1983. i 1998. godine službeno je klasifikaciju činilo ukupno 4 režima, i to: fiksnih režima koji su se vezali uz određene valute, ograničeno fleksibilnih režima, fleksibilnih režima te slobodnog fluktuiranja. U 1999. godini prvi put se u upotrebu stavlja i složenija klasifikacija koja je uključivala devet oblika deviznih režima i njihova je primjena dosljedna sve do 2009. godine. Nakon tog razdoblja, odnosno u veljači 2009. godine, s ciljem ostvarivanja većih stopa objektivnosti i dosljednosti klasifikacijama deviznih režima, te nužnog utjecaja na povećanje transparentnosti rada MMF-a na bilateralnim i multilateralnim razinama nadzora, uvedena je i još složenija klasifikacija koja uključuje deset tečajnih režima (Babić, Babić, 2008).

#### *2.4.1. De facto i de jure klasifikacija tečajnih režima*

U procesu određivanja deviznih tečaja unutar određene zemlje u najveće probleme ubraja se činjenica da pojedina zemlja u praksi (de facto) koristi potpuno različit tečajni režim od onoga koji deklarira kao službeni oblik (de jure). Zajedno s problemom raskoraka koji nastaje između službeno istaknutog tečajnog režima te stvarno korištenog, moguće je uočiti i dvije dodatne kategorije koje se klasificiraju kao Strah od fiksiranja te strah od

fluktuiranja. Strahom od fluktuiranja karakterizira se značajan broj zemalja s de jure fluktuirajućim deviznim režimima koje u značajnom broju slučajeva imaju intervencije na deviznim tržištima. Strah od fluktuiranja, dodatno se izražava varijablama deviznog tečaja, deviznim rezervama, kamatnim stopama, monetarnim agregatima te razinama cijena. Osnovni zaključak koji iz toga proizlazi je taj da postojanje relativno male varijabilnosti u deviznom režimu, velike promjenjivosti u razini deviznih rezervi, kamatnih stopa, monetarnih agregata i razina cijena ukazuje na postojanje ovog oblika straha. Značajan broj istraživanja, također je dokazao kako značajan broj zemalja koje uključuju de jure slobodne ili dirigirajuće režime ima problem upravo sa strahom od fluktuiranja. Nedostaci koji se povezuju s kredibilitetom monetarne vlasti, činjenice koje uključuju devalvaciju ili deprecijaciju koje su uglavnom recesivnog karaktera kod većine zemalja u razvoju koje imaju i veće razine zaduženosti u stranim valutama, zajedno s nepovoljnim uvjetima zaduživanja uzrokovanih nestabilnostima navode se također kao jedni od razloga za strah od fluktuiranja (Markota, 2016).

Strah od fiksiranja, s druge strane, pojavljuje se u zemljama koje, iako imaju de jure fiksne devizne režime vrlo često utječu na prilagođavanje istih. Pritom, pojava straha od fiksiranja prisutna je i kod zemalja koje imaju vrlo slabe institucije i ekonomsku politiku koja nema određene razine kredibiliteta, posebno iz razloga što iste zbog nesposobnosti vlastitih vlada ne mogu održati vlastitu makroekonomsku stabilnost koja se smatra jednim od osnovnih preduvjeta kada je u pitanju održavanje fiksnog tečaja te u konačnici dolazi do napuštanja pariteta. S druge strane, kada je riječ o zemljama koje imaju vrlo stabilne institucije i kredibilnu ekonomsku politiku strah od fluktuiranja se može pojaviti kao posljedica vrlo čestih intervencija na deviznom tržištu, iako je definiran de jure fluktuirajući devizni režim. Ovakav je slučaj moguće objasniti i pomoću potrebe monetarne vlasti da utječe na podizanje kredibiliteta ekonomske politike na deviznim tržištima te takvim načinom ukazuje sudionicima postojanje veće stabilnosti (Kordić, 2014).

#### 2.4.2. Čimbenici koji utječu na izbor politike i režima deviznog tečaja

Kada je riječ o izboru politike deviznih tečajeva nužno je u obzir uzeti neke do općih pretpostavki, koje se smatraju zajedničkim za sva gospodarstva. Raspoloživa ekonomska literatura ističe postojanje određenog broja determinanti za koje se smatra kako utječu na odluku o odabiru sustav deviznih tečajeva:

1. Ekonomska veličina gospodarstva – što je nacionalna ekonomija unutar neke zemlje veća, smatra se učinkovitijim korištenje fluktuirajućih oblika deviznog tečaja
2. Stupanj otvorenosti ekonomije – ukoliko su stupnjevi otvorenosti ekonomije vrlo visoki, smatra se boljim i učinkovitijim korištenje sustava fiksnih deviznih tečajeva
3. Stupanj diverzifikacije proizvodnje i struktura izvoza – ukoliko ekonomija raspolaže niskim stupnjevima diversifikacije, a da je pritom udio jednog vanjskotrgovinskog partnera vrlo visok, smatra se kako je bolje koristiti sustave vezivanja deviznih tečajeva uz valutu te zemlje
4. Divergencija među stopama domaće i inozemne inflacije . što su stupnjevi inflacije viši, smatra se učinkovitijim koristiti sustave fluktuirajućih deviznih tečajeva, iako u ovoj situaciji sustavi fiksnih tečajeva mogu biti korisni za stabilizacijsku politiku
5. Stupnjevi ekonomske i financijske razvijenosti – što su ovi stupnjevi na većim razinama, učinkovitijim se smatra koristiti sustave fluktuirajućih deviznih tečajeva
6. Stupanj mobilnosti faktora rada – što je stupanj mobilnosti faktora rada niži smatra se učinkovitijim koristiti sustave fluktuirajućih deviznih tečajeva
7. Stupanj mobilnosti u kapitalnim tokovima – viši stupnjevi mobilnosti toka kapitala impliciraju postojanje velikih poteškoća tijekom održavanja sustava fiksnog deviznog tečaja

8. Pojava inozemnih nominalnih šokova – ukoliko je ekonomija pod utjecajem ovog oblika šokova preporučljivo je da koristi sustave fluktuirajućeg deviznog tečaja
9. Pojava domaćih nominalnih šokova – ukoliko je ekonomija pod utjecajem ovog oblika šokova preporuča se korištenje sustava fiksnih deviznih tečajeva
10. Pojava realnih šokova – ukoliko se ekonomija smatra izloženom realnim šokovima (neovisno o tome da li se radi o domaćim ili inozemnim oblicima) preporučuje se korištenje sustava fluktuirajućeg deviznog tečaja
11. Stupanj kredibilitnosti nositelja makroekonomske politike – što su obi stupnjevi niži smatra se učinkovitijim koristiti sustave fiksnog deviznog tečaja (Mečev, 2012).

U procesu utvrđivanja optimalnih sustava deviznih tečajeva za pojedinu zemlju nužno je da se u obzir uzmu dvije osnovne pretpostavke. Prva pretpostavka ističe kako niti jedan sustav deviznih tečajeva sam po sebi nije isključiv i trajan, a druga pretpostavka ističe kako pojedine zemlje imaju značajne varijacije u vlastitim sustavima deviznih tečajeva kada je u pitanju odabir između različitih opcija koje ovise o konkretnim makroekonomskim situacijama, stoga pojam optimalnog sustava deviznog tečaja može varirati kada su u pitanju pojedine ekonomije. Upravo iz tog razloga smatra se vrlo složenim procesom, kada je u pitanju procjena koja se tiče prijedloga optimalnih sustava deviznih tečajeva za pojedine zemlje (Koški, 2008).

Jednom od osnovnih barijera koje se tiču odabira deviznih režima smatra se teorija nemogućeg trojstva, iz koje ujedno proizlaze i bipolarni pogledi kada su u pitanju devizni tečajevi i njihov odabir. Sukladno ovoj teoriji, kreatori ekonomske politike unutar nekog gospodarstva istovremeno imaju na raspolaganju samo dvije do tri varijable koje se povezuju s makroekonomskom politikom, a koje se odnose na: postojanje fiksnog tečajnog režima, slobodu međunarodnih tokova kapitala te samostalnost monetarne politike (Kordić, 2014).

Slika 2. Prikaz nemogućeg trojstva



Izvor: Markota (2016, str. 13)

Ako se u obzir uzme činjenica da je stupanj mobilnosti kapitala na međunarodnim tržištima doveden skoro do savršenstva, monetarna vlast u pojedinoj državi može birati između kategorija upravljanja tečajem ili upravljanja monetarnom politikom. Pritom, ukoliko se monetarna vlast odluči na fiksaciju deviznih tečajeva u tom slučaju gubi mogućnost utjecaja na stvaranja pretpostavki monetarne politike zemlje. S druge strane, ukoliko monetarna vlast tečaj prepusti tržištu u tom slučaju ima priliku kreirati samostalnu monetarnu politiku. Ukoliko dođe do djelomične kontrole i deviznog tečaja i monetarne politike, isto se može postići isključivo korištenjem jednog od intermedijarnih deviznih režima (Markota, 2016).

### **3. UČINKOVITOST EKONOMSKE POLITIKE U RAZLIČITIM SUSTAVIMA DEVIZNOG TEČAJA**

Iako i u suvremenim ekonomijama postoje ekonomski teoretičari koji zastupaju mišljenje kako je fleksibilniji tečajni režim pogodniji kada je u pitanju utjecaj na gospodarstvo, koliko je varijabilni režim optimalan i pogodan za primjenu u određenim privredama značajno ovisi i o individualnim karakteristikama svake od ekonomija, kao i o postavljenim ciljevima proizašlim iz ekonomskih politika. Međutim, gospodarska prednost koja značajno utječe na izbor deviznog režima ne tiče se samo jedne zemlje, već naprotiv, cijelog skupa zemalja koje se definiraju unutar izabranog vremenskog razdoblja. Prema tome, tijekom procesa donošenja odluke o izboru deviznog režima nužno je u obzir uzeti i kretanja koja se odvijaju na područjima razvijenih zemalja, a čiji se učinci na pozitivan ili negativan način, mogu odraziti na financijsko tržište u svim ostalim zemljama. Upravo iz tog razloga devizna se tržišta smatraju jednim od najosjetljivijih financijskih tržišta koja u najvećoj mjeri odražavaju nepovoljne oblike međunarodnih kolanja (Brmež, 2021).

#### **3.1. Obilježja monetarne i fiskalne politike u sustavu fiksnog deviznog tečaja**

Kada je riječ o sustavima fiksnih tečajnih režima, ekonomije svijete valute vežu prema fiksnim tečajevima uz neku drugu valutu, a koja u najvećem broju slučajeva odražava zemlju s kojom ista ostvaruje najznačajniju trgovinsku povezanost. U pravilu, ovaj oblik tečajnog režima pogodan je za male ekonomije kod kojih je očit visok stupanj u otvorenosti područja trgovine, fiskalnih mehanizama za ublažavanje pojave recesije, visoka mobilnost proizvodnih faktora te značajne razine povezanosti sa zemljom s kojom se domaća valuta povezuje. Fiksni tečajni režimi, za razliku od plivajućih režima, imaju mogućnost uklanjanja određenih razina tečajnih rizika te utječu na značajno smanjenje kamatnih stopa koje se povezuju s intenzitetom i razinama rizika. Također, ovakav oblik režima utječe i na mogućnost ograničavanja podcjenjivanja ili precjenjivanja tečaja koji se mogu pojaviti kao posljedica fluktuacije tečaja. Jednom od osnovnih prednosti ovog oblika deviznog tečaja smatra se fiksirani nominalni devizni tečaj koji pojave kao što je kompetitivna deprecijacija te visoke stope inflacije svodi na minimum. Osim toga,

fiksiranje tečaja omogućuje središnjoj banci, čija je svrha nadziranje cjelokupnog tečajnog mehanizma, stjecanje dodatnog kredibiliteta, što kao posljedicu ima izuzetno povoljne utjecaje na područje investicija i trgovine, a posebno u slučajevima kada se tečaj fiksira prema nekom od većih i boljih pariteta deviza (Bilas, 2005).

U uvjetima u kojima je tečajni režim fiksiran očigledno je kako se fiskalna politika smatra daleko efikasnijom od monetarne politike. Naime, stabilnost fiskalne pozicije, kod koje nema većih oscilacija, uz postojanje mobilnog kapitala smatra se ključnim preduvjetom za razvoj fiksnih tečajnih režima. Djelovanjem fiskalne politike u uvjetima niske pokretljivosti kapitala utječe se na povećanje kamatnih stopa, ali i razina realnog dohotka, što za posljedicu može imati porast potražnje za uvozom te deprecijaciju domaće valute. S druge strane, savršene razine mobilnosti kapitala posljedično će se odraziti na suficitaran rezultat u bilanci plaćanja, povećanje dohotka te aprecijaciju tečaja (Radošević, 2012).

### **3.2. Obilježja monetarne i fiskalne politike u sustavu fluktuirajućeg deviznog tečaja**

U suvremenoj ekonomiji fleksibilni odnosno plivajući tečajni režimi zasnovani su na tržišnim djelovanjima te kao takvi utječu na stvaranje samostalnih prilika za makroekonomsku politiku i automatske prilagodbe tečaja tržišnoj situaciji unutar zemlje ili na inozemnom tržištu. Osim toga, ovakvim se oblikom tečaja utječe na mogućnost izbjegavanja različitih oblika valutne špekulacije te autonomnih oblika vođenja monetarne politike. Međutim, kada je u pitanju takav oblik autonomije koji se povezuje s monetarnom politikom nužno je raspolagati dovoljno dobrom tržišnom infrastrukturom na financijskim i tržištima kapitala kako bi se na efikasne načine moglo ograničiti neke od negativnih učinaka, trgovinskih šokova, te izbjeći špekulativne napade, a da se pritom u pitanje ne dovodi stabilnost domaćeg tečaja. Unutar država koje preferiraju ovakve oblike režima, kreatori monetarne politike uglavnom na tržište interveniraju putem kupnje ili prodaje inozemnih valuta u zamjenu za domaću, a sve s osnovnim ciljem fiksiranja odnosno ograničenja vrijednosti tečaja. Konkretno, primjenom plivajućeg tečajnog režima, kreatori monetarne politike tijekom bilo kojeg vremenskog perioda mogu samostalno



utjecati na izazivanje monetarne ekspanzije ukoliko je to potrebno, te samim time i deprecijacije vlastite valute što se posljedično može odraziti na porast potražnje kada su u pitanju domaća dobra. Plivajući režimi se primjenjuju još od 1970-ih godina, a u tom vremenskom razdoblju zabilježen je intenzivan porast broja država koje su ga prihvatile kao vlastiti tečajni režim. Uzevši u obzir da ovakav oblik režima zahtjeva visoku dostupnost kada su u pitanju financijski instrumenti, prihvatljiviji je kada se radi o većem i visokorazvijenom gospodarstvu, koje je i samo po sebi otpornije od malih ekonomija (Brmež, 2021).

Kod plivajućeg tečajnog režima učinkovitost monetarne politike znatno je veća od fiskalne politike, čije se djelovanje kod ovog režima smatra vrlo ograničenim. U ključna pitanja koja se povezuju s plivajućim režimima povezuje se s usklađenjem ciljeva, instrumenata i aktivnosti koje se provode u okvirima fiskalne i monetarne politike. Jasno je također, ako se unutar ovog režima koriste mogućnosti samo jedne od politika, bilo fiskalne bilo monetarne, bez intervencije one druge, moguće je ostvariti isključivo ograničene učinke te neusklađenosti u djelovanjima što se, s druge strane može kao posljedica odraziti i na ostale makroekonomske varijable, u koje je moguće ubrojiti platnu bilancu, kamatnu stopu ili razinu dohotka (Stockman, 1999).

Isto tako, vrlo je važno razumjeti kako postojanje efikasnosti fiskalne politike kada su u pitanju plivajući tečajni režimi uglavnom ima ovisni karakter, a njegova ovisnost je uglavnom o stupnjevima mobilnosti kapitala. Naravno, ukoliko je stupanj mobilnosti kapitala izrazito visok smanjena je efikasnost mjera fiskalne politike, iz razloga što povećanje količine novca u optjecaju utječe na stvaranje većeg pritiska na cjelokupnu ekonomiju (Brmež, 2021).

Od razdoblja raspada Bretton Woodskog sustava u 1973. godini pa sve do suvremenog doba razvijen je značajan broj kategorija različitih tečajnih režima koji uglavnom predstavljaju kombinaciju fiksnog i plivajućeg režima kao dviju krajnosti. U suvremenim ekonomijama nije ni malo lagan posao definiranje ključnih razlika kada su u pitanju različiti sustavi jer neki režimi međusobno gotovo nemaju vidljivih razlika (Kunovac, Pavić, 2018).

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

|           | FIKSNI TEČAJNI REŽIMI  | PLIVAJUĆI TEČAJNI REŽIMI   |
|-----------|--|--|
| PREDNOSTI | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Mogućnost ograničavanja tečajnog rizika kod međunarodnih transakcija i međunarodnih investicija</li> <li>• Smanjenje troškova pristupa prema međunarodnom financijskom tržištu</li> <li>• Smanjenje domaćih kamatnih stopa</li> <li>• Utjecaj na smanjenje stope inflacije</li> <li>• Sprječavanje monetarnog financiranja fiskalnog deficita</li> <li>• Neutralizacija utjecaja monetarnih šokova</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Neutralizacija utjecaja vanjskih šokova</li> <li>• Neutralizacija utjecaja stvarnih šokova</li> <li>• Neutralizacija efekata inflacije po pitanju izvozne konkurentnosti</li> </ul>   |
| NEDOSTACI | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Upitnost kredibiliteta, u slučaju pojave krize, prilagodba može biti vrlo skupa</li> <li>• Postojanje ovisnosti o monetarnoj politici one zemlje za koju se valuta vezuje</li> <li>• Visoki stupnjevi osjetljivosti prilikom pojave vanjskih i unutarnjih šokova</li> <li>• Rizici povezani sa stvarnim tečajnim aprecijacijama i pogoršanjima u tečajnim računima</li> </ul>                                 | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Osnovni uzrok uvozne inflacije</li> <li>• Postojanje velike volatilnosti utječe na pojavu negativnih efekata u trgovinskim i financijskim transakcijama</li> <li>• Prilikom pojave kompetitivnih devalvacija predstavlja uzrok regionalnih nestabilnosti</li> <li>• Može rezultirati odgodom nužne strukturalne prilagodbe</li> </ul> |

Izvor: Brmež (2021, str. 6)

U konačnici, u procesu izbora deviznog tečaja ključno je da se u obzir uzmu sve karakteristike i individualne posebnosti pojedinih ekonomija. Utjecaj izabranog tečajnog

režima na ekonomiju, u prvom redu ovisiti će upravo o individualnim posebnostima ekonomije (Kunovac i Pavić, 2018).

## 4. TEČAJNA POLITIKA EUROPSKE UNIJE I REPUBLIKE HRVATSKE

### 4.1. Organizacija u Europskoj ekonomskoj i monetarnoj uniji

Prvi počeci na regionalnoj integraciji zemalja na europskom tlu mogu se zamijetiti nakon završetka Drugoga svjetskog rata u dvadesetom stoljeću. Posljedice rata bile su za europske zemlje katastrofalne, Europa je bila opustošena, a gospodarstva zemalja su bila razorena i iscrpljena. U to vrijeme, već najveća gospodarska i vojna sila na svijetu, Sjedinjene Američke Države, su od 1947. godine započele s planom oporavka europskih zemalja i budućeg ujedinjenja, a to i kao dio strategije obrane od rastućih tendencija prodiranja socijalističkih ideja pod vodstvom SSSR-a, te je George Marshall, američki državni tajnik vanjskih poslova, krenuo s pripremom pomoći zapadnoeuropskim zemljama, pod uvjetom da se iste dogovore o visinama potrebne pomoći te donesu zajednički plan obnove. U vremenu od 1947. do 1952. godine, u okviru Marshallovog plana, zemljama zapadne Europe bespovratno je dodijeljeno oko 15 milijardi američkih dolara u cilju njihovog gospodarskog oporavka te je u okviru provođenja Marshallovog plana utemeljena Organizacija za europsku ekonomsku suradnju (OEEC), kojoj je cilj bio koordinacija i povećavanje trgovine između zemalja zapadne Europe, Sjedinjenih Američkih Država i Kanade pa je pojava te organizacije predstavljala početak ekonomskog integriranja na području Europe (Šarić, 2017).

Kada je riječ o monetarnom području, već u 1950. godini došlo je do osnutka Europske platne unije (EPU), s osnovnim ciljem omogućavanja prijelaza s bilateralnih oblika plaćanja na multilateralne oblike za zapadnoeuropske zemlje, čime su ujedno ostvareni i uvjeti za uspostavljanje pune konvertibilnosti za svaku od tih zemalja. EPU se uglavnom odnosila na stvaranje multilateralne unije putem koje je bilo moguće obavljati i postupke prebijanja potraživanja za zemlje članice, a sve putem banke za međunarodne obračune koja je bila smještena u Baselu te koja je glasila kao obračunsko mjesto Europske platne unije. U istoj godini stvorena je i valuta, odnosno europska obračunska jedinica (EUA) koja je imala ograničenu upotrebu te je služila glavnom knjigovodstvenim svrhama (Mileticki, 2020).

Tijekom narednog desetljeća zabilježena je značajan razina stagnacije koja se povezuje s monetarnim područje, te traje sve do kraja šezdesetih odnosno početka sedamdesetih godina 20. stoljeća. To je razdoblje, s druge strane okarakterizirano svjetskom monetarnom krizom te se sukladno tomu pojavljuje i značajan broj inicijativa čija je osnovna svrha osnivanje mehanizma za ostvarenje monetarne suradnje između zemalja koje su tada činile Europsku ekonomsku zajednicu, a sve to s ciljem sprječavanja pogoršanja odnosa između zemalja unutar monetarne sfere (Šarić, 2017).

Nužno je za istaknuti kako uvođenje Europskog monetarnog sustava zajedno s valutom ECU predstavlja jedan od značajnih koraka prema naprijed u monetarnoj integraciji područja Europske zajednice. Osim toga, predstavlja i jednu od reakcija, ali i mehanizam koji utječe na obranu od politike upravljanja tečajem američkog dolara te nastojanja u federalnim rezervama Sjedinjenih Američkih Država da uz pomoć politike niske kamatne stope održi željeni deprecirani tečaj dolara, što se negativno odražavalo i na zapadnoeuropske zemlje, ali i na ostatak svijeta. Na takav način došlo je do uspostavljanja Europskog monetarnog sustava, za sve zemlje članice, i to za vrijeme trajanja nestabilnosti na svjetskom tržištu koje je bilo globalnih razmjera na samim počecima osamdesetih godina. Ovaj je sustav djelovao kao jedan od izdvojenih regionalnih monetarnih sustava koji je za zemlje članice bio osiguranje monetarne stabilnosti koja je nužna prilikom održavanja gospodarskog rasta te je služio za obranu od američkog dolara (Mileticki, 2020).

U suvremenom ekonomskom sustavu, organizacija Europske ekonomske i monetarne unije kakva danas djeluje smatra se vrlo složenom, ali i nužnom kako bi se osigurala kontrola u slojevitom multilateralom sustavu (Brmež, 2021).

Dio tog sustava čini i Europski sustav centralnih banaka koji se sastoji od Europske centralne banke, te nacionalnih središnjih banaka u svakoj državi članici, dok je s druge strane eurosustav sačinjen od Europske centralne banke i nacionalnih središnjih banaka ali samo onih članica Unije koje čine europodručje odnosno onih članica koje su prihvatile euro kao vlastitu nacionalnu valutu. Europska središnja banka institucija je koja odgovara

Ekonomskoj i monetarnoj uniji te se istovremeno smatra središtem eurosustava te Europskog sustava središnjih banaka (Mileticki, 2020).

Jedan od osnovnih ciljeva osnivanja Europskog sustava središnjih banaka je osiguranje stabilnosti cijena te, u slučajevima kada je to moguće i ostvarivo, pružanje maksimalne podrške ekonomskoj politici Europske unije. Europski sustav središnjih banaka funkcionira u okvirima otvorene ekonomije te slobodnog tržišta kroz koje je moguće podupirati i održivost u iskorištavanju svih oblika resursa. Osim toga, moguće je definirati i osnovne zadaće Europskog sustava središnjih banaka:

- uređivanje i provođenje monetarne politike EU,
- obavljanje deviznih poslova,
- držanje i upravljanje službenim deviznim pričuvama država članica,
- promicanje nesmetanog funkcioniranja platnih sustava (Mileticki, 2020).

#### **4.2. Teorija optimalnog valutnog područja i mehanizam deviznog tečaja**

Kada je riječ o pitanjima koja se povezuju s optimalnim valutnim područjem (Optimal currency area – OCA) te zemljama za koje smatra optimalnim da međusobno fiksiraju tečajeve ili uvode zajedničku valutu, ista su započela kroz rad Milтона Friedmana u 1953. godini. Osim toga, s tom problematikom povezuju se i tri ključna ekonomska teoretičara: Mudellov (1961.), McKinnonov (1963.) i Kennenov (1969.). Njihova su istraživanja provedena sa svrhom analize kriterija koje je potrebno zadovoljiti kako bi zemlja mogla doći u fazu prihvaćanja zajedničke valute. Početna faza ovog procesa trajala je sve do 1970-ih godina. Tijekom iste došlo je do definiranja kriterija koji su nužni u procesu uvođenja zajedničkih valuta, odnosno za početak monetarne integracije, a prikazuju se kako slijedi:

1. Razina mobilnosti faktora proizvodnje - osnovna pretpostavka podrazumijeva kako je kapital, kao i rad, mobilan. Kada bi se povećali stupnjevi njihove mobilnosti tada

bi primjena nominalnih deviznih tečajeva i promjena u realnim cijenama faktora proizvodnje bila korištena u značajno manjoj mjeri.

2. Fleksibilnost u cijenama i nadnicama – ukoliko je razina cijena i nadnica rigidna, a faktori proizvodnje su nemobilni između zemalja, uslijed djelovanja asimetričnih šokova promjene deviznih tečajeva jedini su instrument za suzbijanje inflacije ili nezaposlenosti.
3. Stupnjevi ekonomske otvorenosti – u optimalno valutno područje trebaju ući isključivo one zemlje kod kojih se bilježi visok stupanj trgovinske otvorenosti. Naime, što je viši stupanj otvorenosti neke zemlje i njezino uključanje u trgovinske tokove veće, moguće je ostvarenje značajno većih koristi od prihvaćanja zajedničke valute. Prednosti od stupnja ekonomske otvorenosti bit će znatno veća ukoliko zemlja ima sličnu trgovinsku ili proizvodnu strukturu te se također smatra kako u tom slučaju asimetrični šokovi imaju znatno manju mogućnost pojave
4. Integracija financijskog tržišta – ukoliko se ostvaruju visoki stupnjevi financijskih integracija, posljedično će se smanjiti i kamatni diferencijal među različitim zemljama, što će ujedno utjecati i na efikasniju alokaciju resursa
5. Diverzifikacija proizvodnje i potrošnje – ovaj kriterij može rezultirati postizanjem simetričnosti šokova koji se pojavljuju u određenim razdobljima, te se pritom smanjuje potreba za korištenjem valutnih tečajeva
6. Fiskalna integracija - kod zemalja koje imaju zajedničke sustave fiskalnih transfera, a koji ostvaruju ulogu preraspodjela sredstava prema ekonomijama u kojima se događaju asimetrični šokovi, zabilježena je i manja potreba prilagođavanja korištenjem tečajeva
7. Sličnost u stopama inflacije – uvjeti trgovanja smatrati će se stabilnima ukoliko se ostvari sličnost stope inflacije među zemljama, što je odražava i na ravnotežu tekuće bilance (Mongelli, 2002).

Ideje o europskom monetarnom sustavu realizirane su 1979. godine. Bit se sastoji u zajedničkoj valutnoj jedinici ECU (European Currency Unit) kao denominatoru za utvrđivanje pariteta i uspoređivanje deviznih tečajeva valuta zemalja članica, ograničenom

fluktuiranju središnjeg deviznog tečaja valutne sudionice kako u odnosu na drugu valutu, tako i u odnosu na ECU (fluktuacije iznose  $\pm 2,25\%$ , osim na talijansku liru  $\pm 6\%$ ) uz obvezu središnje banke da intervenira kada se dostigne divergentni prag u fluktuiranju pojedine valute, u kreditnim olakšicama koje odobrava EFMS (Europski fond za monetarnu suradnju) članici za financiranje platno-bilančnih teškoća (Perišin, Šokman, Lovrinović, 2001).

**Slika 3.** Košarica valuta EUA i ECU (1975., 1979-1999.)

| Valuta              | EUA 1975 |       | 13.03.1979.-<br>16.09.1984. |        | 17.09.1984.-<br>21.09.1989. |        | 21.09.1989.-<br>31.12.1999. |        |
|---------------------|----------|-------|-----------------------------|--------|-----------------------------|--------|-----------------------------|--------|
|                     | iznos    | %     | iznos                       | %      | iznos                       | %      | iznos                       | %      |
| Njemačka marka      | 0.828    | 27.3  | 0.828                       | 32.98  | 0.719                       | 32.08  | 0.6242                      | 31.92  |
| Francuski franak    | 1.150    | 19.5  | 1.150                       | 19.83  | 1.310                       | 19.06  | 1.332                       | 20.31  |
| Britanska funta     | 0.0885   | 17.5  | 0.0885                      | 13.34  | 0.0878                      | 14.98  | 0.08784                     | 12.45  |
| Nizozemski gulden   | 0.286    | 9.0   | 0.286                       | 10.51  | 0.256                       | 10.13  | 0.2198                      | 9.87   |
| Belgiski franak     | 3.66     | 7.9   | 3.66                        | 9.28   | 3.85                        | 8.57   | 3.301                       | 8.18   |
| Talijanska lira     | 109.0    | 14.0  | 109.0                       | 9.49   | 140.0                       | 9.98   | 151.8                       | 7.84   |
| Španjolska pezeta   | —        | —     | —                           | —      | —                           | —      | 6.885                       | 4.14   |
| Danska kruna        | 0.217    | 3.0   | 0.217                       | 3.06   | 0.219                       | 2.69   | 0.1976                      | 2.65   |
| Irska funta         | 0.00759  | 1.5   | 0.00759                     | 1.15   | 0.00871                     | 1.20   | 0.008552                    | 1.09   |
| Portugalski eskudo  | —        | —     | —                           | —      | —                           | —      | 1.393                       | 0.70   |
| Grčka drahma        | —        | —     | —                           | —      | 1.15                        | 1.31   | 1.44                        | 0.44   |
| Luksemburški franak | 0.14     | 0.3   | 0.14                        | 0.36   | *                           | *      | 0.13                        | 0.32   |
| Ukupno              | —        | 100.0 | —                           | 100.00 | —                           | 100.00 | —                           | 100.00 |

Izvor: Hora (2017, str. 12)

ECU je 1979. godine preuzeo vrijednost iste košarice valuta koja je vrijedila za EUA - europsku obračunsku jedinicu. Kako je i ranije spomenuto, EMS i ECU nastale su kao reakcija zbivanja u međunarodnim plaćanjima i intervalutnim odnosima valuta SAD-a i zapadnoeuropskih zemalja. ECU je predstavljao košaricu valuta koje su činile valute zemalja članica. Vrijednost se izračunavala dnevno na temelju deviznih tečajeva u košarici. Tako je uspostavljen mehanizam deviznih tečajeva kojem je cilj monetarna stabilnost, obrana od politike deviznog tečaja dolara koja je štetila Europi i svijetu (Kersan, Škabić, 2012).



Nadalje, Ugovorom iz Maastrichta koji je temeljen na principima gradualizma te konvergencije, utvrđeno je kako će se Europska monetarna unija uvoditi kroz tri osnovne faze. Prva je faza započela u 1990. godini te je trajala sve do 1993. godine, a unutar iste sve su zemlje uklonile sve oblike kapitalnih kontrola te je došlo do postupka liberalizacije kapitalnih računa. Tijekom druge faze koja je započela u 1994. godini i trajala sve do 1998. godine provodio se postupak konvergencije ekonomske politike u državama članicama te se radilo na ojačavanju suradnje između nacionalnih središnjih banaka. Došlo je i do osnivanja Europskog monetarnog instituta (EMI) s osnovnom svrhom jačanja suradnje između nacionalnih središnjih banaka te provođenja mjera koje su se povezivale s uvođenjem jedinstvene valute (Hora, 2017).

**Slika 4.** Tijek uspostavljanja EMU-a

| 01. 06. 1990.   | 01. 01. 1994.                            | 15/16. 12. 1995.                     | početak 1998.                             | 01. 01. 1999.                                  | 01. 01. 2002.                                      |
|---|--|--------------------------------------|---|--|--|
| Početak prve etape EMU                                | Početak druge etape EMU                  | Rezolucija Vijeća Europe u Madridu □ | Rezolucija Vijeća Europe                  | Početak treće etape EMU                        | Početak zamjene valuta u euro – efektivni novac    |
| Prva etapa  |  | Druga etapa                          |   | Treća etapa                                    |  |
| puna liberalizacija kretanja kapitala                 | osnovan Europski monetarni institut      | ime Europske valute bit će euro      | odluka o konačnom početku EMU 01.01.1999. | uspostava neopozivo fiksnih deviznih tečajeva  | euro postaje definitivno novac                     |
| koordinacija ekonomske, fiskalne i monetarne politike | autonomija nacionalnih središnjih banaka | ustanovljen scenarij tranzicije      | odabir zemalja članica EMU                | odgovornost za monetarnu politiku preuzima ECB | zamjena valuta u euro novčanice i kovanice         |
|   |  |                                      | osnivanje Europske središnje banke (ECB)  | počinje zamjena u euro u financijskom sektoru  | denominacija svih financijskih instrumenata u euro |
|   |  |                                      | Faza A                                    | Faza B   | Faza C   |

Izvor: Hora, S., (2017, str. 16)

Posljednja faza započela je s provođenjem i 1999. godini, a karakterizira je postupno uvođenje eura kao jedinstvene valute te provedba zajedničke monetarne politike Europske središnje banke koja počinje sa svojim radom. Europska središnja banka,

pritom, izdaje euro kao zajedničku valutu, dok su Ugovorom iz Maastrichta uspostavljeni svi kriteriji koji se odnose na konvergenciju (Kersan Šakbić, 2012).

Napredniji stupnjevi koji se odnose na ekonomsku integraciju obuhvaćaju provođenje zajedničke monetarne i ekonomske politike unutar zemalja članica. Također, podrazumijeva razvijanje unutarnjeg tržišta isključivo u okvirima monetarnih sustava koji osiguravaju upravljanje deviznim tečajem. Pritom, Europska monetarna unija smatra se rezultatom produbljivanja gospodarskih integracija unutar Europske unije. Osnovna karakteristika tržišta su zajedničke odredbe koje se tiču proizvoda i slobodnog kretanja riba, kapitala, radne snage te usluga. Osim toga, uvođenje jedinstvene valute ima i značajan broj prednosti od kojih se kao najvažnije ističu: smanjenje troškova povezanih s financijskim transakcijama, pojednostavljivanje putovanja, te značaja i uloga Europske unije na međunarodnim razinama (Hora, 2017).

#### **4.3. Tečajna politika Republike Hrvatske i uvođenje eura**

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 (Brmež, 2021).

Može se reći kako je primjena ove vrste monetarnog režima u potpunosti ispunila vlastitu svrhu te osigurala neke od oblika dugoročne stabilnosti u inflatornim kretanjima. Međutim, isto se negativno odrazilo na kretanje javnog duga te razina nezaposlenosti, koji se smatraju temeljenim makroekonomskim agregatima. Visoke i prekomjerne razine koje karakteriziraju javni dug, a koje su generirane za vrijeme bivše države, nakon osamostaljenja Republike hrvatske dosegle su svoje maksimalne vrijednosti. Osim toga, nedovoljne razine ostvarenja BDP-a nikako nisu išle u prilog prekomjerno visokim razinama javnog duga. Prema tome, moguće je istaknuti kako je prekomjerno inozemno zaduženje posljedica kreditnog zaduženja na stranim tržištima. Bez obzira o kojoj se vrsti ili

namjeni radilo takva se zaduženja smatraju dugoročno neodrživima, neovisno o kojem gospodarstvu se radi, posebno iz razloga što ne potječe od stvarnih trgovačkih uvjeta nego od troškova kapitala koji se intenzivno povećavaju. Unatoč postojanju ovakvih negativnih tendencija, hrvatska narodna banka (HNB) kao jedna od samostalnih institucija osnovana je sa svrhom nadzora i koordinacije tečajne politike, a koja tijekom svog postojanja nije imala značajnih problema u očuvanju tečaja budući da joj je razina deviznih pričuva veća od novčane mase koja je u fluktuaciji u gospodarstvu (Šošić, Faulend, 2001).

#### *4.3.1. Stabilizacijski i antiinflacijski program i poststabilizacijsko razdoblje*

Stabilizacijski proces odnosno provođenje antiinflacijske politike podrazumijeva skup makroekonomskih mjera koje je moguće primijeniti u okviru nacionalne razine, s osnovnom svrhom sprječavanja povećanja i stabilizacije stopa inflacije. U konačne razloge zbog kojih se Republike Hrvatska našla u provedbi stabilizacijskog programa je ekonomska kriza koja se dogodila 1993. godine, popraćena značajnim povećanjem razine cijena, što je u konačnici dodatno odrazilo na produbljanje kriznog razdoblja, umjesto izlaska iz istoga (Benić, 2015).

Pritom, 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 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. 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. Došlo je do produbljenja krize, a Hrvatska početkom devedesetih nije imala formirano nacionalno bogatstvo. Osim toga, u tom periodu, Hrvatska pretrpjela velike ratne štete (procijenjene vrijednosti 37 milijardi dolara). Nadalje, 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 daljnjih neuspjeha (Kobsa, 2008). Dodatno produbljenje krize uzrokovano je i sanacijama koje su se provodile u bankarskoj industriji te procesom ulaska stranog kapitala u lokalno tržište. Nagle promjene u tečajnom režimu te provođenje restriktivne tečajne politike utjecale su na aprecijaciju tečaja kune, što je dodatno potaknulo odljev domaćeg kapitala u inozemstvo odnosno potaknulo povećanje razina uvoza te ostvarenje prekomjernih stopa nezaposlenosti (Babić, 2006).

Hiperinflacija koja je bila prisutna u razdoblju od 1991. do 1993. godine utjecaja je i na djelovanje drugih makroekonomskih agregata što je imalo i značajan utjecaj na samu recesiju. Pritom, moguće je navesti neke osnovne ciljeve stabilizacijske politike koji je Republika Hrvatska provodila:

- Stabilizacija i jačanje hrvatskog gospodarstva
- Stvaranje tržišne klime i prikladnih vlasničkih struktura, zajedno sa smanjenjem uloge države u gospodarstvu
- Zaštita najsiromašnijih od razarajuće moći preraspodjele u uvjetima hiperinflacije
- Stvaranje uvjeta za stabilan razvitak i razvoj (Babić, 2006)

U konačnici, stabilizacijski program koji se primjenjivao na području Republike hrvatske dio je takozvane heterodoksne terapije koja uglavnom rezultira vrlo brzim usporavanjem negativnih kretanja. Ovakav je oblik pristupa, osim u Hrvatskoj, primijenjen i u značajnom broju ostalih europskih zemalja koje su se također suočavale s hiperinflacijom. Također, osim antiinflacijske politike, restriktivnih oblika monetarne i fiskalne politike primjenjivali

su se i drugi oblici instrumenata koji su u konačnici doveli do usporavanja krize , ali i dugoročnog oporavka (Kunovac, Pavić, 2018).

Poststabilizacijsko razdoblje te post recesijsko razdoblje karakterizirano je laganim stopama porasta gospodarstva koje su vidljive kroz stabilizaciju stopa inflacije te porastom u domaćoj potrošnji, što je u konačnici dovelo i do porasta BDP-a (Babić, 2006).

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 rastle 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 (Brmež, 2021).

#### *4.3.2. Proces uvođenja eura*

Bilo koja država koja želi prihvatiti euro kao svoju službenu nacionalnu valutu prvenstveno mora ostvariti zadovoljenje postavljenih kriterija, no ujedno ovisi i o podršci koju pružaju ostale članice u europodručju, koje utječu na donošenje odluka o daljnjem širenju monetarne unije. Osnovne uvijete koji se povezuju s uvođenjem eura kao nacionalne valute propisuje Ugovor o funkcioniranju Europske unije, a karakteriziraju ih zahtjevi za visokim stupnjevima nominalne konvergencije koja je definirana stabilnošću cijena te stabilnošću deviznog tečaja u odnosu na euro, ali i održivosti javnih financija te konvergenciji u dugoročnim kamatnim stopama. Postizanje ciljanih rezultata ocjenjuje se u okvirima Europske komisije te Europske centralne banke i to u najmanje jedan put u periodu od dvije godine ili sukladno zahtjevu zemlje članice (Šonje, 2019).

Euro se smatra najznačajnijom valutom kada je u pitanju gospodarstvo Republike Hrvatske. U uvjetima koji podrazumijevaju visoku razinu euriziranosti te potrebu za održavanjem stabilnosti tečaja kune u odnosu na euro, vrlo je značajna i stabilnost cijena te bankovnog sustava unutar zemlje. Tečaj eura smatra se ključnom referentnom točkom

kada je u pitanju proces provođenja monetarne i tečajne politike od strane Hrvatske narodne banke, a što podrazumijeva i postojanje povremenih intervencija središnje banke prema deviznim tržištima. Vrlo je važna i činjenica da gotovo dvije trećine vrijednosti štednje građana unutar bankovnog sustava ima vrijednost u eurima, a isto tako i gotovo dvije trećine zaduženja koja se ostvaruju kroz bankarskih sustav povezuju se s eurom. Poveznicu s eurom moguće je uočiti i kroz područje turizma te činjenicu kako hrvatske tvrtke preko 60% vlastitog prometa obavljaju u suradnji s tvrtkama sa područja Europske unije, dok više od 90% izravnih stranih ulaganja u gospodarstvo republike Hrvatske ostvaruju investitori iz članica Europske unije (HNB, 2014).

Hrvatsku karakterizira visoki stupanj valutne supstitucije koja se može mjeriti udjelom deviznih depozita u ukupnim depozitima u bankovnom sustavu, trenutno oko 80%. U valutnoj strukturi depozita dominantno je zastupljen euro. Banke su prema zakonskom pravu i načelima upravljanja rizicima dužne voditi računa o tečajnom riziku. HNB nije institucija koja odlučuje o uvođenju ili ukidanju pojedinih zakonskih odredbi, već je u njenim zakonskim zadaćama briga o stabilnosti financijskog sustava. Nesumnjivo je da će Hrvatska uvođenjem eura, gledano s makroekonomske strane, neutralizirati rizike za gospodarstvo koji proizlaze iz euroiziranosti te smanjiti troškove konverzije valute povezane s vanjskom trgovinom i turizmom. Građanima će biti lakša usporedba cijena za vrijeme putovanja u države europodručja, ali trebat će vremena da se prilagode na euro pri kupovini. Uvođenje eura je obilježeno među građanima kao strah od povećanja razine cijena (Hora, 2017).

Vlada republike hrvatske zajedno s Hrvatskom narodnom bankom u travnju 2018. godine objavila je dokument Eurostrategije unutar kojega se analiziraju svi oblici ekonomskih koristi i troškova koji se povezuju s uvođenjem eura, ali se opisuju i različiti oblici poslovnih procesa zajedno s aktivnostima koje su nužne za poduzimanje kada je u pitanju proces uvođenja eura kao službene nacionalne valute u Republici Hrvatskoj. Dokument je objavljen pod nazivom „Strategija za uvođenje eura kao službene valute u Hrvatskoj“. U glavne naglaske dokumenta ubrojene su teze kao što je:

1. Prihvaćanje eura kao nacionalne valute pridonosi ostvarenju većih koristi u odnosu na troškove uvođenja
2. Uklanja se značajna razina valutnog rizika za građane, tvrtke i državu
3. Smanjuju se kamatne stope i transakcijski troškovi
4. Ostvaruje se povećanje razine investicija s nižim kamatnim stopama
5. Gubitak samostalne i tečajne politike neće predstavljati značajne troškove
6. Očekuje se neznatan utjecaj uvođenja eura na razinu cijena (Strategija za uvođenje eura kao službene valute u Republici Hrvatskoj, 2018).

Prvi korak od kojega se sastojao Hrvatski put prema uvođenju eura uključivao je pregovore s postojećim članicama europodručja te institucijama Europske unije, a potom i s radnom skupinom europodručja, pri čemu je bilo potrebno iznijeti i državne ciljeve ulaska u tečajni mehanizam. Trajanje pregovora nema vremensko ograničenje, i razlikuje se za svaku državu pojedinačno. Kroz drugi korak razmatrani su makroekonomski čimbenici. Gospodarski i financijski odbori raspravljali su o primjerenim razinama središnjeg pariteta, kao i o granicama fluktuacije, što je ujedno i jedan od ključnih dijelova pregovora. Prije postupka ulaska u pregovore Vlada Republike Hrvatske zajedno s Hrvatskom narodnom bankom utvrdila je ciljanu razinu kune naspram eura, kao i ciljane granice fluktuacija u deviznom tečaju u odnosu na definirani središnji paritet. Treći korak se odvija unutar sastanka koji se provodi sa svrhom određivanja središnjeg pariteta te fluktuacija. Relevantnost središnjeg pariteta očituje se u činjenici da središnji pariteta koji je primijenjen u tijeku sudjelovanja u tečajnom mehanizmu u kasnijim razdobljima postaje fiksnom stopom konverzije po kojoj je moguće izvršiti zamjenu valute. Potom, objavljeno je i priopćenje u kojem je naveden konačan datum ulaska u tečajni mehanizam, vrijednost središnjeg pariteta, granica fluktuacije te dogovorene obveze prilikom vođenja politike (Šonje, 2019).

Republika Hrvatska od 01. siječnja 2023. godine kao službenu nacionalnu valutu prihvatila je euro te je postala članicom europodručja.





## 5. ULAZAK REPUBLIKE HRVATSKE U EUROZONU – KOMPARATIVNA ANALIZA

### 5.1. Pregled literature

Nakon što je Republika Hrvatska izašla iz procedure koja je uključivala prekomjerne razine deficita, u 2017. godini stečeni su uvjeti za Vladu Republike Hrvatske te Hrvatsku narodnu banku za ostvarivanje obveze pristupanja eurozoni. Ovaj obveza Republici Hrvatskoj dodijeljena nakon ratifikacije Europskog ugovora, odnosno nakon pristupanja Europskoj uniji. Na kraju iste godine javnosti je predstavljen dokument Eurostrategije odnosno Strategije uvođenja eura kao službene valute u Republici hrvatskoj, a koji je proizašao iz analitičkih odjela Hrvatske narodne banke. Kroz dokument Strategije istaknuto je kako će koristi od uvođenja eura kao službene valute biti znatno veće u odnosu na njegove nedostatke. Sukladno tomu, isti je usvojen na sjednici Vlade održanoj u svibnju 2018. godine. Potom, bilo je potrebno pridružiti se neformalnim razgovorima i potrazi za europskim partnerima u svrhu osiguravanja potpore u trenutku kada se preda pristupnica za ulazak u ERM II. Naime, potporu je nužno prvenstveno ostvariti na razinama članica Europske unije koje su ranije uvele euro kao svoju službenu valutu (Šonje, 2019).

Sukladno preporukama i pravilima Republika hrvatska je u srpnju 2019. godine aplicirala za ulazak u tečajni mehanizam ERM II putem izravnog pisma namjere. Pismo namjere upućeno je svim članicama europodručja i Danskoj te temeljnim institucijama Europske unije te je na takav način ujedno ispunjen prvi korak prema pristupu tečajnom mehanizmu koji se ujedno i korak prije uvođenja eura kao službene valute. Osim predaje pisma namjere usvojen je i Akcijski plan kroz koji se Republika Hrvatska obvezuje i na provođenje određenih reformi kako bi se moglo odobriti pristupanje ERM II. Nedugo nakon njegova podnošenja pismo namjere je prihvaćeno od svih potrebnih strana, a određen je i rok za provođenje svih mjera te usvajanje kriterija koji je definiran kao druga polovica 2020. godine (Arčabić, 2018).

Po isteku uspostavljenih rokova, nadležne institucije donijeti će konačnu odluku o zadovoljavanju postavljenih kriterija te pristupu Republike hrvatske tečajnom režimu. Na ovakav način, republika hrvatska se obvezala i na provođenje reformi koje se povezuju s osnaživanjem bankovnog sustava kroz povećanje suradnje između HNB-a i ESB-a, osnaživanjem mehanizama za borbu protiv pranja novca, ulaganjem u sustave za procese prikupljanja, obrade i objave relevantnih statističkih podataka i izvještaja, kvalitetnijim upravljanjem javnim sektorom te smanjenjem značajnih administrativnih i financijskih pritisaka na cjelokupno gospodarstvo (Pufik, 2018).

U neke od osnovnih prednosti koje se povezuju se monetarnom integracijom ističu se slijedeće: sve su cijene transparentne, izražavaju se u jednoj valuti, a njihova usporedba je vrlo jednostavna, dolazi do smanjenja transakcijskih troškova koji se povezuju s trgovinom odnosno uklanjanje tečajnih razlika koje su se pojavljivale u periodu od ugovaranja posla do njegove isplate. Spomenuto se svakako odražava na porast unutar regionalnih oblika trgovine. Korištenje jedinstvene valute smatra se i mjerilom vrijednosti, a time se utječe i na poboljšavanje alokacije resursa, prvenstveno zbog smanjenja postojećih nesigurnosti te nepredvidivosti tečaja. Osim toga, ističe se i kako se smanjuje opasnost od špekulativnih napada, prvenstveno zbog korištenja isključivo jedne valute, u odnosu na ranije korištenje više valuta, od strane svake države zasebno (Obadić, Tica, 2016).

Sukladno navedenom može se istaknuti kako je prednost ulaska republike hrvatske u eurozonu vrlo jasna i objašnjiva, međutim važno je istaknuti i kako se u praksi može pokazati i drugačije. Kakvi će se učinci ostvariti u konačnici može se samo nagađati, ali i prepustiti procesu, koji će zasigurno trajati i do nekoliko godina.

U najvažnije troškove odnosno nedostatke koje će uvođenje eura donijeti u gospodarstvo Republike hrvatske ubraja se prvenstveno porast razine cijena te gubitak njezine monetarne suverenosti, a osim navedenih pojavljuje se i pitanje troška konverzije te novonastalih obveza Republike Hrvatske prema ESB-u i Europskom mehanizmu za stabilnost. Predviđa se kako će porast razine cijena biti blag te se pojaviti kao posljedica konverzije nacionalne valute odnosno kune u euro. Jedan od razloga tomu leži i u činjenici

da se može pojaviti i simetrično zaokruživanje cijena na više, primjerice proizvod koji je do sada koštao 12 kuna mogao bi se cjenovno povisiti na 2 eura, ali i u troškovima koji proizlaze iz potrebe za promjenom cjenika te marketinškim i informatičkim uslugama (Arčabić, 2018).

## 5.2. Analiza kretanja cijena u RH i Sloveniji

Kretanje potrošačkih cijena uzrokovano je značajnom brojem čimbenika koji proizlaze iz ekonomskih kretanja u gospodarstvu. Na području Republike Hrvatske cijene dobara i usluga mjere se indeksom potrošačkih cijena koji se prati na godišnjoj razini.

**Slika 5.** Kretanje indeksa potrošačkih cijena od lipnja 2003. godine do lipnja 2023. godine

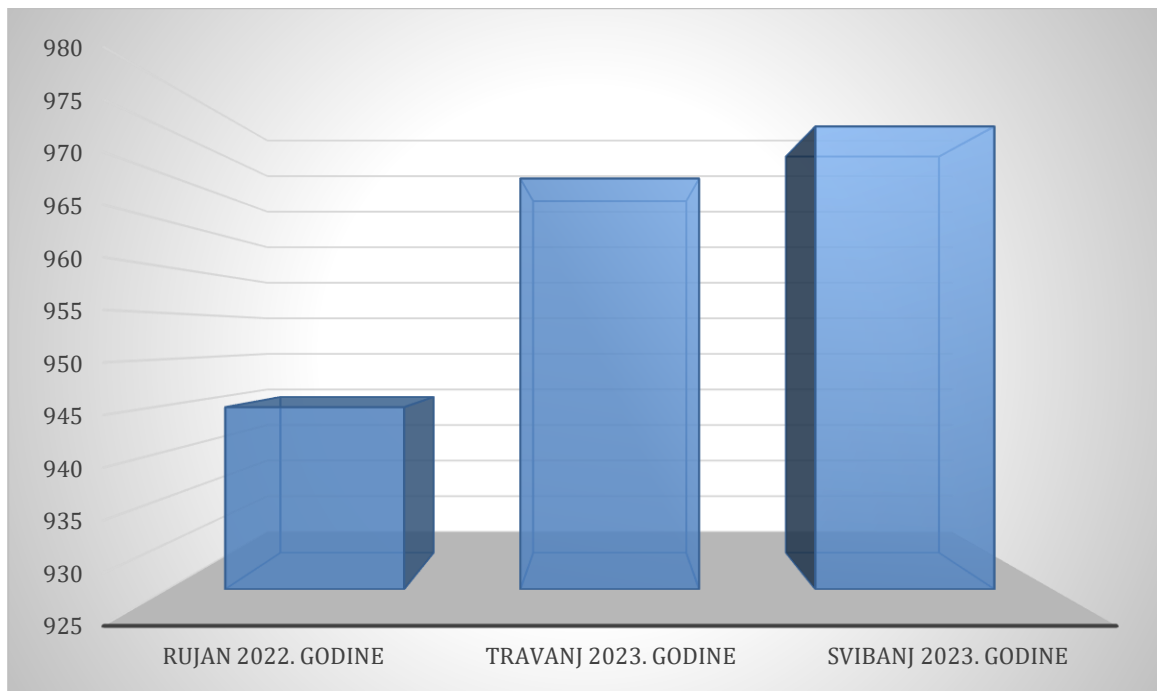


Izvor: DZS

Nastavno na proces ulaska Republike Hrvatske u eurozonu Ministarstvo gospodarstva i održivog razvoja u suradnji s Državnim zavodom za statistiku, potaknuto značajnom stopom inflacije organizira nekoliko načina praćenja kretanja cijena proizvoda i usluga na području Republike Hrvatske za koje se vjeruje kako su posljedicom uvođenja eura kao službene valute. Pritom, kao referentne cijene uzimaju se prosječne cijene koje su zabilježene u rujnu 2022. godine (Ministarstvo gospodarstva i održivog razvoja, 2023).

Sukladno promatranim proizvodima koji čine potrošačku košaricu, a odnose se na 103 proizvoda odnosno 78 roba i 25 usluga, zabilježeno je kako je potrošačka košarica ostvarivala vrijednost od 944,77 eura (7.118,37 kuna) u rujnu 2022. godine, dok je u travnju 2023. godine iznosila 969,64 eura (7.305,75 kuna), a ponovni porast zabilježen je već u svibnju iste godine kada iznosi 975,30 eura (7.349,40 kuna).

**Grafikon 1.** Kretanje prosječnih cijena u potrošačkoj košarici (prije i nakon uvođenja eura)



Izvor: izrada autorice prema podacima DZS

Ako se promatra prema ukupnim vrijednostima potrošačkih košarica, cijene u travnju 2023. godine veće su za 2,6% u odnosu na rujnu 2022. godine, dok su cijene u svibnju 2023. godine u odnosu na isto razdoblje veće za 3,2%. razlika u cijenama u travnju i svibnju 2023. godine pokazuje očito povećanje od 0,6%.

Osim navedenog, i kroz različite udruge za zaštitu potrošača moguće je pratiti kretanje cijena na tržištu Republike Hrvatske, posebno u okvirima projekata kao što je „*Tajni kupac za zaštitu potrošača u procesu uvođenja eura u Republici Hrvatskoj*“.

Prema podacima Državnog zavoda za statistiku indeks potrošačkih cijena koji je praćen i u lipnju 2023. godine te uspoređen istim mjesecom prethodne godine te svibnjem 2023. godine ukazuje na dodatna povećanja cijena.

**Tablica 2.** Indeks potrošačkih cijena u lipnju 2023. godine

|    | ECOICOP  | Usporedba 06/2023<br>i 06/2022 | Usporedba 06/2023<br>i 05/2023 |
|----|--|--------------------------------|--------------------------------|
| 00 | INDEKS POTROŠAČKIH CIJENA -<br>UKUPNO                          | 107,6                          | 100,9                          |
| 01 | Hrana i bezalkoholna pića                                      | 114,7                          | 101,3                          |
| 02 | Alkoholna pića i duhan   | 107,7                          | 102                            |
| 03 | Odjeća i obuća   | 108,1                          | 98                             |
| 04 | Stanovanje, voda, električna<br>energija, plin i ostala goriva | 106,9                          | 100                            |
| 05 | Pokućstvo, oprema za kuću i<br>redovito održavanje kućanstva   | 109,7                          | 100,6                          |
| 06 | Zdravlje   | 106,9                          | 100,3                          |
| 07 | Prijevoz   | 94,7                           | 101,5                          |

|    |                      |       |       |
|----|----------------------|-------|-------|
| 08 | Komunikacija         | 100,8 | 100   |
| 09 | Rekreacija i kultura | 107   | 101,6 |
| 10 | Obrazovanje          | 103   | 101,1 |
| 11 | Restorani i hoteli   | 115,7 | 104   |
| 12 | Razna dobra i usluge | 110,6 | 100,3 |

Izvor: izrada autorice prema DZS

Prosječan porast cijena u lipnju 2023. godine u odnosu na isti mjesec u 2022. godini iznosi 7,6%, dok u odnosu na prethodni mjesec iznosi 0,9%, a najveće poskupljenje zabilježeno je u kategoriji restorana i hotela i to u obje vrste mjerenja.

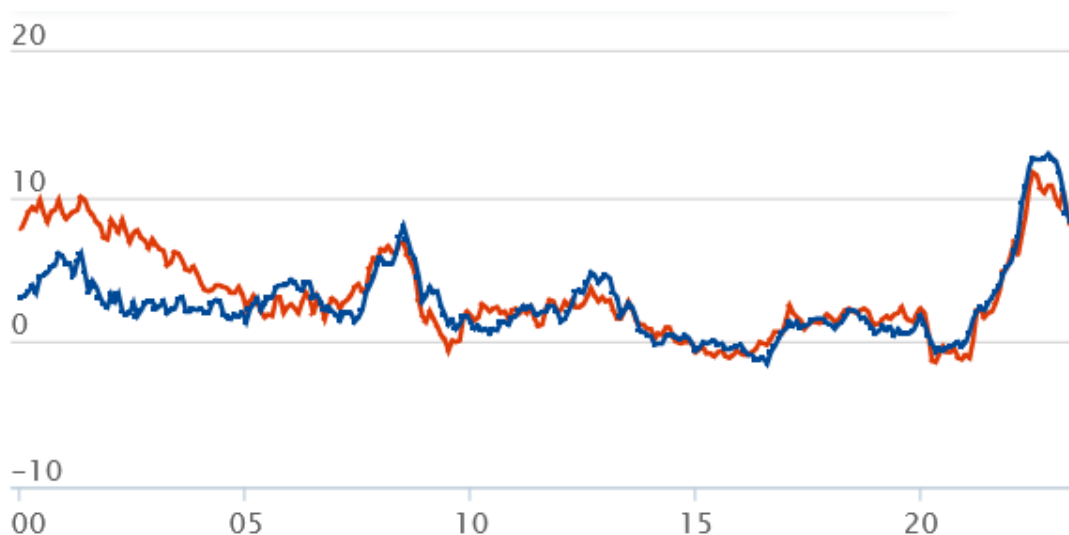
Osim što je Republike Hrvatska ušla u eurozonu te na takav način pretrpjela određena povećanja u razinama cijena, nužno je spomenuti i svjetsku energetska krizu, kao i rat na području Ukrajine, koji su također značajnim dijelom doprinijeli povećanju trenutnih cijena proizvoda, ne samo u Republici Hrvatskoj već i u ostalim članicama i Europske unije i euro područja.

U usporedbi s Republikom Hrvatskom nužno je provesti komparativnu analizu s još jednom članicom Europske unije, a koja je u sličnim uvjetima uvela euro kao službenu valutu, i to popraćeno svjetskom gospodarskom krizom 2008. godine. Naime, 01. siječnja 2007. godine Republika Slovenija je prihvatila euro kao nacionalnu valutu te na takav način zamijenila svoj do tada korišteni tolar. U ovom slučaju vrlo je važno za napomenuti kako se tijekom svog pristupa Europskoj uniji 2004. godine Slovenija nalazila u vrlo povoljnoj gospodarskoj situaciji u kojoj nije zabilježeno niti postojanje duga niti proračunskog deficita. Međutim, nakon završetka procesa uvođenja eura, a kao osnovni razlog navodi se

jeftino zaduživanje unutar međunarodnog okruženja, dogodio se i porast vanjskog duga zemlje i to do razine od 36% BDP-a, što je dodatno potaknulo i nastanak novih problema. Zbog ove situacije, slovenske su banke potraživale gotovo milijarde eura koje su im bile potrebne kako bi potaknule ponovni oporavak te sanirale nastalu štetu, dok je slovensko gospodarstvo izgubilo značajne razine konkurentne prednosti. Potom, Slovenija je morala pristupiti provođenju značajnog broja strukturnih reformi koje su se povezivale sa smanjenjem javne potrošnje te povećanjem stopa poreza. S obzirom na činjenicu da rješavanje problema u ovom slučaju nije bilo moguće uz pomoć nacionalne banke i tečajne politike, a koje su u ranijim razdobljima regulacijom tolara pomagale u obrani od nastalih šokova te osnaživale gospodarstvo i razine izvoza, nužni su koraci uključivali provođenje strukturnih reformi te interne devalvacije. Kroz narednih nekoliko godina od trenutka uvođenja eura, Slovenija je u potpunosti izgubila svoju financijsku, ali i ekonomsku ravnotežu. Isto tako, nastala situacija dovela je do značajnog porasta u troškovima života i cijenama, međutim isto je popraćeno i porastom plaća u kasnijim razdobljima. Osim ovih negativnih efekata nužno je istaknuti i kako je nakon desetak godina od uvođenja eura kao službene valute slovensko gospodarstvo ostvarilo i velike stupnjeve internacionalizacije te utjecala na podizanje vlastitog kreditnog rejtinga na vrlo visoke razine. Osim toga ispunjeni su ciljevi koji su postavljeni tijekom provođenja mjera za smanjenje javnog duga i procesa stabilizacije javnih financija (Stošić, 2022).

Prema tome, može se istaknuti kako su cijene u Sloveniji, neposredno nakon uvođenja eura značajno porasle, o čemu su izvještavale i slovenske organizacije za zaštitu potrošača, a poskupljenja su se uglavnom odnosila na uslužni sektor odnosno ugostiteljstvo. Međutim, guverner slovenske nacionalne banke, tvrdio je kako uvođenje eura kao službene valute ne nosi potpunu krivicu za sva poskupljenja, već je tome kriva i stopa inflacije, koja je u tom razdoblju bila najviša na cijelom području eurozone, što je dovelo i do porasta indeksa potrošačkih cijena za čak 20,2%.

**Grafikon 2.** Usporedba kretanja stope inflacije u Hrvatskoj i Sloveniji od 2000. do 2023. godine



Izvor: Euro Area Statistics

Porast stope inflacije nastavljen je i u 2008. godini, nakon koje se počinje bilježiti njezin pad. Kasnije analize pokazale su kako u periodu od 8 godina od uvođenja eura kao službene valute cijene za određene artikle, kao što je šalica kave, porasle i za 48% ili za usluge frizera i do 29%. Ukupan prosječni rast cijena u periodu nakon uvođenja eura u Sloveniji je, sukladno analizama iznosio 15%. Prema izvještajima slovenskog Državnog zavoda za statistiku životni su se troškovi u periodu nakon uvođenja eura povećali za 20,2%, dok su plaće porasle i do 30%. U pogledu kamatnih stopa, iste su smanjene s početnih 4,23% koliko su iznosile u 2007. godini na 1,61% koliko su iznosile u kasnijim razdobljima. Prosječna mjesečna plaća, za osobe zaposlene na puno radno vrijeme iznosila



je ono 810 eura, dok je u kasnijem razdoblju narasla do 1.200 eura, odnosno može se istaknuti kako je od trenutka uvođenja eura porasla za gotovo 50% (Stošić, 2022).

## 6. ZAKLJUČAK

Važnost tečajnih režima dokazana je kroz povijest te kroz primjere različitih država i njihove primjene različitih deviznih tečaja, ali i utjecaja istih na svjetska gospodarska kretanja. Odabir tečajnog režima za pojedinu zemlju znači mnogo, prije svega osigurava stabilnost razina cijena te financijsku stabilnost u cjelokupnom gospodarstvu, utječe se na stvaranje i održavanje konkurentnosti na međunarodnim tržištima.

Slučaj Republike hrvatske može se promatrati kroz periode u kojima je djelovala unutar zajednica država, a potom i kao samostalna odnosno neovisna Republike koja je svojim tečajnim režimom uspješno kontrolirala i stope inflacije unutar zemlje, ali i stabilnost svojega gospodarstva. Od 2013. godine Republika Hrvatska je i članica Europske unije, a prilikom pristupanja potpisala je Europski ugovor koji je obvezuje na uvođenje eura kao službene valute umjesto dosadašnje kune.

Ovaj proces je svakako popraćen značajnim gospodarskim promjenama od kojih se porast razine cijena svakako smatra jednim od najzanimljivijih za ispitivanje. Naime, osim uvođenja eura, trenutna globalna situacija pokazuje i pojavu energetske krize koja je jednim dijelom uzrokovana i ratnim događanjima koja se odvijaju na europskom području, točnije u Ukrajini. Prema tome, očigledno je da je u republici hrvatskoj nakon uvođenja eura, u usporedbi s prošlom, 2022. godinom, došlo do povećanja razine cijena na gotovo svim promatranim područjima, a najviše zabilježene stope porasta odnose se na područje ugostiteljstva odnosno uslužnog sektora. U usporedbi s Republikom Slovenijom koja je euro također uvela netom prije nastupa velike svjetske gospodarske krize. U obje situacije uvođenja eura kao službene valute zabilježeno je povećanje razine cijena, a samim time i potrošačkog indeksa. No, iz Slovenskog primjera jasno je kako se u određenom razdoblju prvotno negativne posljedice pretvaraju u pozitivne, te je došlo i do stabilizacije gospodarstva ali i do porasta plaća i to kroz 15 godina u iznosi od 50%. S obzirom na nedavno uvođenje eura kao službene valute u republici Hrvatskoj svakako je potrebno prikupljati i dodatne podatke kroz različita razdoblja koji će rezultirati detaljnijim utjecajem istoga na gospodarstvo, a samim time i relevantnijim zaključcima povezanim s

gospodarskim kretanjima, standardom života te kretanjem cijena i točnim uzrocima povećanja istih.

## 7. LITERATURA

1. Arčabić, V. (2018). Hrvatska na putu u Eurozonu: analiza poslovnih ciklusa. Zbornik radova znanstvenog skupa: Modeli razvoja hrvatskog gospodarstva, Zagreb: Ekonomski fakultet
2. Babić, M. (2006). Od dezinflacije u zaduženosti – Hrvatska privreda u vremenu 1994 -2004. Zagreb: Binoza press d.o.o.
3. Babić, M., Babić, A. (2008). Međunarodna ekonomija, Sigma savjetovanja, Zagreb
4. Bilas, V. (2005). Teorija optimalnog valutnog područja; euro i europska monetarna unija. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu vol 3 No 1. Zagreb
5. Benić, M. (2015). Načela makroekonomije. Zagreb: Školska knjiga
6. Bošnjak, M., Kordić, G., Budimir, I. (2019). Odrednice međunarodnih deviznih pričuva u hrvatskoj: pristup kvantilne regresije. *Ekonomski misao i praksa*, (1), 159-173.
7. Brmež, F., (2021). Politika tečaja, Osijek: Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera
8. Broz, J. L., Frieden, J., Weymouth, S. (2008). Exchange rate policy attitudes: direct evidence from survey data. *IMF Staff Papers*, 55(3), 417-444.
9. Frieden, J., (2008) *Globalization and exchange rate policy*, Princeton University Press
10. HNB (2014.) Pristupanje EU/EMU. Dostupno na: [www.old.hnb.hr/medjunarodna\\_suradnja/h-euro.htm](http://www.old.hnb.hr/medjunarodna_suradnja/h-euro.htm)
11. Hora, S., (2017). Tečajna politika u novim članicama Europske unije, Pula: Sveučilište Jurja Dobrile
12. Kersan Škabić, I. (2012.) *Ekonomija Europske Unije*, Pula: Sveučilište Jurja Dobrile u Puli.
13. Krugman, P. Obstfeld, M. (2009). *Međunarodna ekonomija – teorija i ekonomska politika*. Zagreb: Mata d.o.o.

14. Kobsa, O. (2008). Stabilizacijska politika Hrvatske 199.-2005. Pravniki; časopis za pravna i društvena pitanja. vol. 42 (86).str. 73 -88.
15. Kordić G. (2014.). Devizni tečaj i gospodarstvo, problemi izbora tečajnih režima, Ekonomski fakultet u Zagrebu, međunarodne financije
16. Koški, D. (2008). Izbor optimalnoga sustava deviznoga tečaja za Republiku Hrvatsku. Ekonomski vjesnik. Br. 1-2, Osijek, Ekonomski fakultet u Osijeku.
17. 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
18. Lovrinović, I. (2015). Globalne financije, ACCENT, Zagreb
19. Madura, J. (2008). International Financial Management, Thomson HigherEducation, 9th edition
20. Markota, J., (2016) Značaj intermedijarnih deviznih režima u financijskoj krizi i razdoblju recesije, Split: Sveučilište u Splitu
21. Mileticki, M., (2020). Monetarna politika Europske unije, Osijek: Sveučilište Josipa Jurja Strossmayera
22. Ministarstvo gospodarstva i održivog razvoja (2023.) Dostupno na: <https://podaci.dzs.hr/2023/hr/58315>
23. Mečev, D. (2012). Izbor režima deviznog tečaja. Zbornik radova Međimorskog veleučilišta u Čakovcu, 3(1), 61-69.
24. Mongelli, P. (2002.) New views on the optimum currency area theory: What is EMU telling us?. ECB. Working paper No. 138.
25. Nelson, R.M., (2018) Debates over Exchange Rates: Overview and Issues for Congress, Congressional Research Service, pp.1-29
26. Obadić A., Tica J. (2016.): Gospodarstvo Hrvatske. Ekonomski fakultet Sveučilišta u Zagrebu. Zagreb
27. Prerišin, I., Šokman, A., Lovrinović, I. (2001.) Monetarna politika. Rijeka: Sveučilište u Rijeci
28. Pufnik, A. (2018.) Učinci uvođenja eura na kretanje potrošačkih cijena i percepcije inflacije: pregled dosadašnji iskustava i ocjena mogućih učinaka u Hrvatskoj, Privredna kretanja i ekonomska politika, 27(1), str. 135 -142

29. Radošević, D. (2012.) Kapitalni tokovi, tečaj i Europska unija. Zagreb. Visoka škola međunarodnog odnosa i diplomacije Dag Hammarskjold. Stega tisak d.o.o.
30. Salvatore, D., (2013) International Economics, 11th Edition, Wiley
31. Stockman, A.,C., (1999), Choosing an exchange- rate system, Journal of Banking & Finance, Volume 23, Issue 10.
32. Stošić, P., (2022) Što se dogodilo Sloveniji nakon uvođenja eura?, Dostupno na: <https://www.index.hr/vijesti/clanak/sto-se-dogodilo-sloveniji-nakon-uvodjenja-eura/2424836.aspx>
33. Strategija za uvođenje eura kao službene valute u Republici Hrvatskoj, 2018. dostupno na: <https://euro.hnb.hr/documents/2070751/2104255/h-strategija-za-uvodenje-eura-kao-sluzbene-valute-u-HR.pdf/69a1c208-c601-4df3-95f6-d336f665b5f9>
34. Šarić, V., (2017) Monetarna integracija Republike hrvatske u Europsku monetarnu uniju, Pula: Sveučilište Jurja Dobrile
35. Šošić, V. i Faulend, M. (2001). Dolarizacija i neslužbeno gospodarstvo: slučajni partneri Financijska teorija i praksa. 26(1), 57-81.
36. Šonje, V. (2019). Euro u Hrvatskoj za i protiv, Zagreb, Arhivanalitika d.o.o
37. Tica, J. i Posedel, P. (2009). Threshold Model of the Exchange Rate Pass-Through Effect, Eastern European Economics, Vol.47. str. 43-59.
38. Tica, J. i Nazifovski L. (2012) Utjecaj tečajne politike na ekonomsku aktivnost u visoko zaduženoj zemlji, Zagreb: Sveučilište u Zagrebu



## 8. PRILOZI

### Popis slika

|   |    |
|---|----|
| <b>Slika 1.</b> Prikaz J krivulje.....  | 16 |
| <b>Slika 2.</b> Prikaz nemogućeg trojstva .....   | 22 |
| <b>Slika 3.</b> Košarica valuta EUA i ECU (1975., 1979-1999.).....                                      | 33 |
| <b>Slika 4.</b> Tijek uspostavljanja EMU-a.....   | 34 |
| <b>Slika 5.</b> Kretanje indeksa potrošačkih cijena od lipnja 2003. godine do lipnja 2023. godine ..... | 44 |

### Popis tablica

|  |    |
|--|----|
| <b>Tablica 1.</b> Prednosti i nedostaci fiksnog i fluktuirajućeg tečajnog režima ..... | 27 |
| <b>Tablica 2.</b> Indeks potrošačkih cijena u lipnju 2023. godine .....                | 46 |

### Popis grafikona

|  |    |
|--|----|
| <b>Grafikon 1.</b> Kretanje prosječnih cijena u potrošačkoj košarici (prije i nakon uvođenja eura) .....     | 45 |
| <b>Grafikon 2.</b> Usporedba kretanja stope inflacije u Hrvatskoj i Sloveniji od 2000. do 2023. godine ..... | 49 |



## IZJAVA O AUTORSTVU I IZVORNOSTI RADA

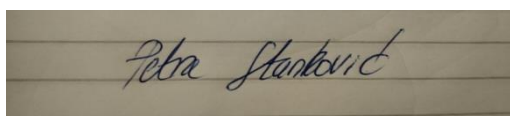
kojom ja Petra Stanković, **0275059963**, izjavljujem pod punom moralnom odgovornošću da:

- sam diplomski rad pod naslovom: Određivanje deviznog tečaja – teorija, primjeri i ekonomska politika, na studiju: Sveučilište u Dubrovniku-odjel za ekonomiju i poslovnu ekonomiju-ekonomija, izradio samostalno, pod mentorstvom izv. Prof. dr.sc Marija Bečić.
- Sam u izradi koristio navedenu literaturu i pri tome se pridržavao etičkih standarda u citiranju i korištenju izvora te niti jedan dio rada nije izravno preuzet iz tuđih radova.
- Sam suglasan da se sadržaj moga rada trajno pohrani i objavi u Repozitoriju Sveučilišta u Dubrovniku te se time, putem interneta učini javno i bez naknade dostupan **svima**.
- sadržaj moga rada u potpunosti odgovara sadržaju obranjenog i eventualno nakon obrade uređenog rada.
- sam prilikom korištenja slika s interneta poštovao autorska prava

Ime i prezime studenta:

Petra Stanković

Potpis

A photograph of a handwritten signature in black ink on a light-colored, lined paper background. The signature reads "Petra Stanković" in a cursive script.

U Dubrovniku, 20.7.2023.