

IZBOR OPTIMALNOGA SUSTAVA DEVIZNOGA TEČAJA ZA REPUBLIKU HRVATSKU

SAŽETAK

Cilj istraživanja, čiji su rezultati prikazani u ovome članku, bio je izabrati optimalan sustav deviznoga tečaja za Republiku Hrvatsku, dakako prije njezina ulaska u Europsku uniju. Analizirani su sustavi deviznoga tečaja – od sustava slobodno-fluktuirajućega deviznog tečaja do sustava bez domaće valute u optjecaju, naravno, uvažavajući klasifikaciju Međunarodnoga monetarnog fonda. Nakon toga provedena je komparacija temeljnih ekonomskih prednosti i nedostataka sustava fiksnoga deviznog tečaja u odnosu na sustav fluktuirajućega deviznog tečaja. Iako je riječ o krajnje ekstremnim sustavima, apstrahirajući sustav bez domaće valute u optjecaju, njihova komparacija omogućuje sasvim dovoljnu osnovu za donošenje pravilnih zaključaka o izboru optimalnoga sustava deviznoga tečaja za Republiku Hrvatsku.

Uvažavajući njezine gospodarske posebnosti, u ovome je trenutku sustav upravljano-fluktuirajućega deviznoga tečaja, bez unaprijed obznanjenoga smjera tečaja, svakako optimalan za Republiku Hrvatsku. Naime, u okviru ovoga sustava ograničene fluktuacije deviznoga tečaja umanjuju devizni rizik, ali i dopuštaju monetarnim vlastima, barem djelomice, vođenje neovisne monetarne politike.

KLJUČNE RIJEČI: fiksni devizni tečaj, fluktuirajući devizni tečaj, sustav deviznoga tečaja, trilema monetarne politike (nemoguće trojstvo), Maastrichtski kriteriji;

KEY WORDS: fixed exchange rate, floating exchange rate, exchange rate system, monetary policy trilemma (impossible trinity), Maastricht criteria;

1. Uvod

Odlukom o prihvaćanju članstva Republike Hrvatske u Međunarodnome monetarnom fondu¹ te Zakonom o prihvaćanju članstva Republike Hrvatske u Međunarodnome monetarnom fondu i drugim međunarodnim financijskim organizacijama na temelju sukcesije², Republika Hrvatska postala je članicom Međunarodnoga monetarnog fonda na temelju sukcesije članstva bivše SFRJ u Fondu, a u skladu s uvjetima iz Odluke Izvršnog odbora Fonda od 14. prosinca 1992. godine.

* Viši asistent, Ekonomski fakultet u Osijeku, Gajev trg 7, 31000 Osijek, Tel.: 031/224-486, 031/561-671

1 Odluka o prihvaćanju članstva Republike Hrvatske u Međunarodnome monetarnom fondu, Narodne novine br. 87, Zagreb, 1992.

2 Zakon o prihvaćanju članstva Republike Hrvatske u Međunarodnome monetarnom fondu i drugim međunarodnim financijskim organizacijama na temelju sukcesije, Narodne novine br. 89, Zagreb, 1992.

Temeljem Statuta Međunarodnoga monetarnog fonda s amandmanima³ svaka zemlja članica obvezna je izabrati jedan od sljedećih aranžmana za tečaj svoje valute⁴:

- održavanje vrijednosti valute u odnosu na specijalna prava vučenja ili neki drugi denominator osim zlata, po vlastitom izboru, ili
 - zajednički aranžman kojim će s drugim članicama održavati vrijednost svoje valute u odnosu na vrijednost valute ili valuta drugih članica, ili
 - drugi tečajni aranžman prema vlastitom izboru;
- Iz navedenoga proizlazi da formiranje deviznih tečajeva na deviznom tržištu, s gledišta uloge monetarnih vlasti, može biti:
- slobodno – u okviru sustava slobodno-fluktuirajućih deviznih tečajeva,
 - administrativno – u okviru svih drugih sustava;

3 Statut Međunarodnoga monetarnog fonda s amandmanima, Međunarodni ugovori br. 2, Zagreb, 1992.

4 Prilagođeno prema: Statut Međunarodnoga monetarnog fonda s amandmanima, ibid., članak IV., odjeljak 2.

Tečajni aranžmani mogu biti utemeljeni na paritetu koji može biti stabilan ili prilagodljiv. Međutim, zemlja članica ne mora utvrditi paritet svoje valute, ali treba osigurati da njezin tečaj bude u skladu sa svrhom Fonda, te da bude dostatan za udovoljavanje njezinim obvezama.

U sustavu fiksnih deviznih tečajeva zemlja može fiksirati vrijednost vlastite valute s obzirom na drugu valutu ili skupinu valuta, dok u sustavu fluktuirajućih deviznih tečajeva denominator fluktuacija također može biti druga valuta ili skupina valuta, ali i neki drugi indikator primjerice indeks opće razine cijena.

Kroz povijest međutim devizni tečajevi nikada nisu bili apsolutno fiksni. U sustavu zlatne valute devizni tečajevi fluktuirali su oko gornje i donje zlatne točke odnosno točke izvoza i točke uvoza zlata. Ove su točke bile determinirane troškovima prijevoza zlata iz jednoga valutnog područja u drugo⁵. Potpisivanjem Statuta Međunarodnoga monetarnog fonda u Bretton Woodsu 1944. godine, zemlje potpisnice prihvatile su sustave fiksnih deviznih tečajeva za svoje valute uz mogućnost tečajnih fluktuacija u iznosu od $\pm 1\%$. Smithsonijanskim sporazumom iz 1971. godine raspon tečajnih fluktuacija proširen je na $\pm 2,25\%$, a od 1973. godine zemlje mogu, po vlastitom izboru, prihvatiti sustav slobodno-fluktuirajućih deviznih tečajeva.

2. Vrste sustava deviznoga tečaja

S obzirom na promjenjivost tečaja svoje valute zemlja članica može izabrati između više vrsta sustava deviznih tečajeva, koje Međunarodni monetarni fond razvrstava ovako⁶:

- sustav bez domaće valute u optjecaju
- valutni odbor (*Currency board*)
- sustav konvencionalno-vezanoga deviznog tečaja
- sustav vezanoga deviznog tečaja u okviru horizontalnoga raspona
- sustav puzećega vezanja deviznoga tečaja (*Crawling peg*)
- sustav puzećega raspona deviznoga tečaja (*Crawling band*)
- sustav upravljano-fluktuirajućega deviznog tečaja bez njegova unaprijed određenoga smjera

⁵ Više o tome u: Babić, A.; Babić, M.: "Međunarodna ekonomija", 7. izmj. i dop. izdanje, Sigma savjetovarija d. o. o., Zagreb, 2008., str. 327.-330.

⁶ <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2006/eng/0706.htm> od 09. 09. 2008.

- sustav slobodno-fluktuirajućih deviznih tečajeva. Navedeni sustavi deviznih tečajeva bit će podrobnije objašnjeni u nastavku.

2.1 SUSTAV BEZ DOMAĆE VALUTE U OPTJECAJU

U sustavu bez domaće valute u optjecaju kao sredstvo plaćanja koristi se strana valuta – najčešće američki dolar ili euro.

O dogovoru između dvije ili više zemalja koje koriste istu valutu ovisi stupanj kontrole nad monetarnom politikom tih zemalja. Naime u uvjetima sustava bez domaće valute u optjecaju, jasno je da vođenje autonomne monetarne politike nije moguće. Zbog toga zemlje koje su preuzele tuđu valutu kao vlastito sredstvo plaćanja ili u potpunosti podliježu monetarnoj politici zemlje od koje su preuzele valutu, ili s tom zemljom vode zajedničku monetarnu politiku, odnosno stvaraju monetarnu uniju.

2.2 VALUTNI ODBOR (CURRENCY BOARD)

Valutni odbor je monetarni režim, odnosno monetarna institucija u kojoj se monetarne vlasti, temeljem zakonskoga propisa, obvezuju emitirati primarni novac samo do iznosa vrijednosti međunarodnih pričuva kojima raspolažu, te u svakom trenutku, po unaprijed utvrđenom fiksnom deviznom tečaju, otkupiti bilo koji iznos primarnoga novca u zamjenu za međunarodne pričuve.

O valutnom odboru kao monetarnom režimu J. Williamson kazuje:

"Valutni odbor je u biti aranžman koji ozakonjuje posebno monetarno pravilo: pravilo da će promjene u monetarnoj bazi biti jednake suficitu ili deficitu ukupne bilance plaćanja, (to jest sumi tekućega i kapitalnog računa). To zemlji daje visoko-vjerodostojan mehanizam za obranu fiksnoga deviznog tečaja, ali uz trošak napuštanja njezina monetarnoga suvereniteta."

Kao monetarna institucija, valutni odbor znatno se razlikuje od središnje banke, što je vidljivo na slici⁸ 1.

⁷ Williamson, J.: "What Role for Currency Boards?", Institute for International Economics, Washington D. C., 1995., str. 1.

⁸ Williamson, J.: "What Role for Currency Boards?", ibid., str. 3.

Aktiva	Pasiva
Međunarodne pričuve	Gotovina (Depoziti poslovnih banaka) Neto vrijednost

a) bilanca valutnog odbora

Aktiva	Pasiva
Međunarodne pričuve Domaća imovina	Gotovina (Depoziti poslovnih banaka) Neto vrijednost

b) bilanca središnje banke

Slika 1: Razlika između bilance valutnoga odbora i bilance središnje banke

U dijelu a) slike 1 prikazana je bilanca valutnoga odbora, dok je u dijelu b) te slike prikazana bilanca središnje banke. Za razliku od bilance središnje banke bilanca valutnoga odbora ne sadrži domaću imovinu, čiji najveći dio čine potraživanja od države poslovnih banaka i ostalih domaćih sektora. Drugim riječima, valutni odbor ne može odobravati kredite iz primarne emisije, jer po definiciji može emitirati samo onoliko novca koliko ima međunarodnih pričuva.

Na strani pasive u dijelu a) slike 1 vidljiva je stavka pod nazivom neto vrijednost. Ona je rezultat većih međunarodnih pričuva od primarnoga novca i obično iznosi 5-10 % njegove vrijednosti⁹. Naime, monetarne vlasti u okviru valutnoga odbora nastoje imati nešto veće međunarodne pričuve od primarnoga novca kako bi osigurale bezuvjetnu i potpunu mogućnost konverzije domaćega novca na strani, čak i u slučaju kapitalnih gubitaka na međunarodnim pričuvama. Također monetarne vlasti mogu ova sredstva koristiti i za davanje kredita poslovnim bankama u svrhu premošćivanja privremene nelikvidnosti.¹⁰

Nadalje, valutni odbor može, ali i ne mora držati depozite poslovnih banaka¹¹. Zbog toga je ova stavka u dijelu a) slike 1 prikazana u zagradi.

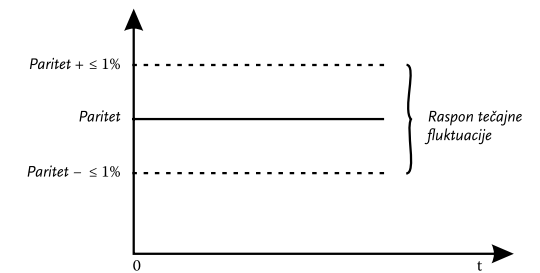
⁹ Vidjeti o tome u: Humpage, F. O.; McIntire, M. J.: "An Introduction to Currency Boards", Economic Review, Issue 1, Federal Reserve Bank of Cleveland, Cleveland, 1995., str. 6.

¹⁰ Vidjeti o tome u: Ho, C.: "A survey of institutional and operational aspects of modern-day currency boards", BIS Working Papers, No. 110, Bank for International Settlements, Basel, 2002., str. 15.-17.

¹¹ Vidjeti o tome u: Ho, C.: "A survey of institutional and operational aspects of modern-day currency boards", ibid., str. 13.-15.

2.3 SUSTAV KONVENCIONALNO-VEZANOGA DEVIZNOG TEČAJA

U sustavu konvencionalno-vezanoga deviznog tečaja vrijednost domaće valute vezana je barem tri mjeseca¹² za odabrani denominator, ali uz mogućnost tečajne fluktuacije u rasponu do $\pm 1\%$. Raspon dopuštene tečajne fluktuacije u okviru ovoga sustava prikazana je na slici 2.

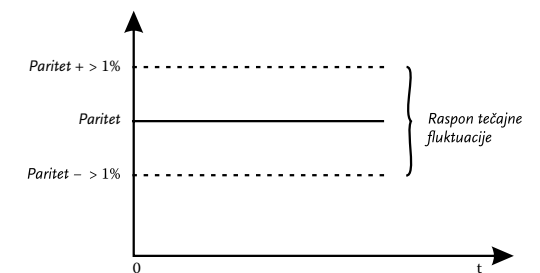


Slika 2: Fluktuacija vrijednosti domaće valute u sustavu konvencionalno-vezanoga deviznog tečaja

Zemlje članice Međunarodnoga monetarnoga fonda morale su, od 1944. do 1971. godine, primjenjivati ovaj sustav, pa je on do danas ostao jedan od najzastupljenijih sustava deviznih tečajeva.

2.4 SUSTAV VEZANOGA DEVIZNOG TEČAJA U OKVIRU HORIZONTALNOGA RASPONA

Posebnost sustava vezanoga deviznog tečaja u okviru horizontalnoga raspona sastoji se u održavanju vrijednosti domaće valute u rasponu fluktuacije većem od $\pm 1\%$ od vrijednosti pariteta.



Slika 3: Fluktuacija vrijednosti domaće valute u sustavu vezanoga deviznog tečaja u okviru horizontalnoga raspona

¹² Prilagođeno prema: <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2006/eng/0706.htm> od 09. 09. 2008.

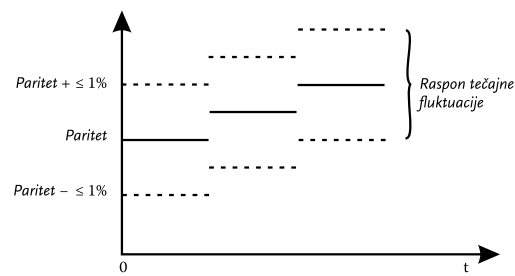
Mogućnost fluktuacije vrijednosti domaće valute u sustavu vezanoga deviznog tečaja u okviru horizontalnoga raspona prikazana je na slici¹³ 3.

Naravno, kad bi raspon tečajne fluktuacije bio do $\pm 1\%$, više ne bi bila riječ o ovom sustavu već o sustavu konvencionalno-vezanoga deviznog tečaja.

2.5 SUSTAV PUZEĆEGA VEZANJA DEVIZNOGA TEČAJA (CRAWLING PEG)

Sustav puzećega vezanja deviznoga tečaja osobit je po tome što, periodično, prema unaprijed obznanjenome obrascu, monetarne vlasti prilagođavaju paritet domaće valute, i to ili u malim fiksnim iznosima, ili u odnosu na odabrane kvantitativne makroekonomske pokazatelje kao što je primjerice razlika inflacije u tuzemstvu i inozemstvu.

Granice dopuštene tečajne fluktuacije u ovome sustavu predočene su na slici¹⁴ 4.



Slika 4: Fluktuacija vrijednosti domaće valute u sustavu puzećega vezanja deviznoga tečaja (Crawling peg)

Sa slike 4 vidljivo je da raspon dopuštenih tečajnih fluktuacija u okviru sustava puzećega vezanja deviznoga tečaja iznosi najviše $\pm 1\%$.

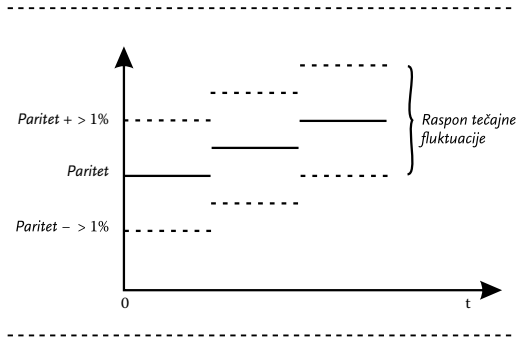
2.6 SUSTAV PUZEĆEGA RASPONA DEVIZNOGA TEČAJA (CRAWLING BAND)

Temeljna razlika između sustava puzećega vezanja deviznog tečaja (Crawling peg) i puzećega raspona deviznoga tečaja (Crawling band) sastoji se u tome što je u potonjem sustavu dopušten raspon tečajne fluktuacije u odnosu na paritet veći od $\pm 1\%$. To je prikazano na slici 5.

Slika 5: Fluktuacija vrijednosti domaće valute u sustavu puzećega raspona deviznoga tečaja (Crawling band)

13 Prilagođeno prema: Salvatore, D.: "International Economics", 7th edition, John Wiley & Sons, New York, 2001., str. 723.

14 Prilagođeno prema: Salvatore, D.: "International Economics", ibid., str. 723.



Inače, izraz *Crawling band* predložio je početkom 90-tih godina prošloga stoljeća J. Frenkel ondašnji guverner Banke Izraela kao naziv za sustav deviznih tečajeva koji je Izrael tada primjenjivao¹⁵.

2.7 SUSTAV UPRAVLJANO-FLUKTUIRAJUĆEGA DEVIZNOGA TEČAJA BEZ UNAPRIJED OBZANJENOGA SMJERA TEČAJA

Sustav upravljano-fluktuirajućega deviznoga tečaja bez unaprijed obznanjenoga smjera tečaja osobit je po tome što monetarne vlasti dopuštaju fluktuaciju tečaja domaće valute u unaprijed određenom rasponu koji nije obznanjen javnosti. Kada fluktuacije dosegnu određenu vrijednost, monetarne vlasti interveniraju na deviznom tržištu na potpuno isti način kao i u ostalim sustavima.

Također u ovome sustavu javnosti nije poznat niti središnji tečaj koji služi kao osnovica za izračun raspona fluktuacije, što monetarnim vlastima omogućuje potpunu diskreciju u vođenju politike deviznoga tečaja.

2.8 SUSTAV SLOBODNO-FLUKTUIRAJUĆEGA DEVIZNOGA TEČAJA

U sustavu slobodno-fluktuirajućega deviznog tečaja, tečaj deviza mijenja se slobodno kao rezultat promjena ponude i potražnje na deviznom tržištu.

Bitno je istaknuti da i u okviru ovoga sustava monetarne vlasti mogu intervenirati na deviznom tržištu s namjerom utjecaja na kretanje deviznog tečaja, ali da se ne obvezuju da će ga održati na određenoj razini.

Nadalje ovaj sustav omogućuje monetarnim

15 Prilagođeno prema: Williamson, J.: "The Crawling Band as an Exchange Rate Regime: Lessons from Chile, Colombia, and Israel", Institute for International Economics, Washington D. C., 1996., str. 1.

vlastima potpunu slobodu u vođenju monetarne politike, no istodobno rezultira visokim deviznim rizikom posebice u malim i otvorenim gospodarstvima.

S obzirom na odnos ponude i potražnje, slobodno fluktuirajući devizni tečajevi predstavljaju ravnotežne vrijednosti. Međutim kao i u prethodno opisanim sustavima deviznih tečajeva, i u ovome one mogu biti održavane umjetno – primjerice zaduživanjem u inozemstvu ili rasprodajom državne imovine. U takvim uvjetima, devizni tečajevi mogu biti ravnotežni, ali dugoročno neodrživi.

3. Izbor sustava deviznoga tečaja

Uvažava li se dane gospodarske posebnosti promatrane zemlje, izbor sustava deviznoga tečaja temelji se na analizi prednosti i nedostataka fiksnoga deviznog tečaja u odnosu na fluktuirajući. Pritom treba uočiti da, ovisno o izabranome sustavu, devizni tečaj može biti cilj, ali i instrument ekonomske politike. O problemu dvojakosti deviznoga tečaja u odnosu na ekonomsku politiku, P. Jurković ističe:

*"Problem je u stvari u intermedijarnom karakteru ciljeva ekonomske politike, koji to nisu samo u odnosu na društvene ciljeve u užem smislu, nego i u međusobnoj relaciji."*¹⁶

Budući da sustava deviznih tečajeva ima više, a u svojoj ukupnosti i sadržajnosti predstavljaju kontinuum od ekstremno fiksnoga do ekstremno fluktuirajućega deviznog tečaja, potrebno je, daka-ko, izabrati onaj sustav koji će najbolje pridonijeti ostvarenju postavljenih ciljeva ekonomske politike. Međutim gospodarske posebnosti koje su temelj izbora sustava deviznoga tečaja ne određuju samo jednu zemlju u odnosu na drugu, već se tijekom vremena mijenjaju. Zato J. A. Frankel naglašava:

*"Niti jedan valutni režim nije ispravan za sve zemlje ili za sva vremena."*¹⁷

U nastavku će biti podrobno analizirati ekonomske prednosti i nedostatke sustava fiksnoga u odnosu na sustav fluktuirajućega deviznog tečaja. Dakako, svi intermedijarni sustavi, navedeni u prethodnom poglavlju, predstavljaju svojevrsan kompromis koji je, uvažavajući gospodarske zbilju promatrane zemlje, nužno uzeti u obzir.

3.1 EKONOMSKE PREDNOSTI I NEDOSTACI

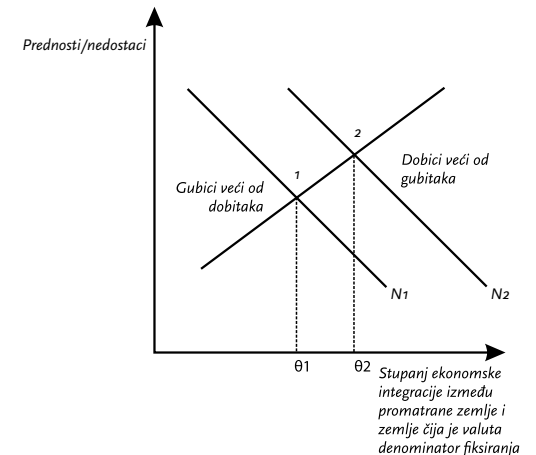
16 Jurković, P.: "Javne financije", Masmedia, Zagreb, 2002., str. 189. ili: Jurković, P.; Jašić, Z.: "Uvod u teoriju ekonomske politike", Narodne novine, Zagreb, 1988., str. 20.

17 Frankel, J. A.: "No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times", Working Paper No. 7338, NBER, Cambridge, 1999.

SUSTAVA FIKSNOGA U ODNOSU NA SUSTAV FLUKTUIRAJUĆEGA DEVIZNOGA TEČAJA

Na najvišoj razini apstrakcije odnos ekonomskih prednosti i nedostataka prihvaćanja sustava fiksnoga u odnosu na sustav fluktuirajućega deviznog tečaja moguće je prikazati slikom 6¹⁸.

Slika 6: Odnos ekonomskih prednosti i nedostataka prihvaćanja sustava fiksnoga u odnosu na sustav fluktuirajućega



deviznog tečaja

Pravac P na slici 6 prikazuje prednosti od prihvaćanja sustava fiksnoga deviznog tečaja koji rastu zajedno s rastom stupnja ekonomske integracije promatrane zemlje sa zemljom čiju je valutu promatrana zemlja uzela kao denominator fiksiranja tečaja. Naime, povećanje stupnja trgovinske razmjene rezultira većom monetarnom efikasnošću proizašlom iz smanjenog rizika te manjih transakcijskih troškova nego u uvjetima sustava fluktuirajućih deviznih tečajeva. S druge strane pravci N1 i N2 prikazuju nedostatke ekonomske stabilnosti koji se smanjuju s povećanjem ekonomske integracije promatranih zemelja, pri čemu je stupanj ekonomske integracije određen veličinom vanjskotrgovinske razmjene i mobilnošću čimbenika proizvodnje. U točki 1 promatranoj zemlji je sasvim svejedno hoće li se pridružiti valutnom području, jer su prednosti sustava fiksnoga deviznog tečaja jednake nedostacima. No u slučaju povećane varijabilnosti potražnje za proizvodima promatrane zemlje pravac N1 pomaknut će se na N2 što znači da će promatrana

18 Prilagođeno prema: Krugman, P., Obstfeld, M.: "International Economics: Theory and Policy", 5th edition, Addison-Wesley, Boston, 2000., str. 629.

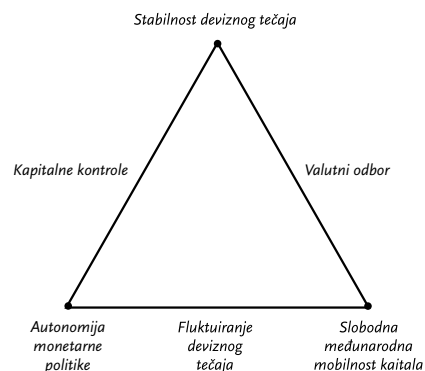
zemlja, *ceteris paribus*, biti manje voljna prihvatiti sustav fiksnoga deviznog tečaja, jer bi to zahtijevalo veći stupanj ekonomske integracije sa zemljom čija je valuta denominator fiksiranja tečaja, odnosno pomak od točke θ_1 na točku θ_2 .

Bitno je također istaknuti da, u uvjetima slobodne međunarodne mobilnosti kapitala, istodobno održavanje sustava fiksnoga deviznog tečaja i vođenje autonomne monetarne politike nije moguće. Ovo pravilo proizlazi iz poznatoga Mundell-Flemingova modela¹⁹, a u literaturi je poznato pod imenom trilema monetarne politike²⁰ ili nemoguće trojstvo²¹. O njegovoj važnosti C. Henderson kazuje:

*“Otkriće ovoga pravila bilo je stvar briljantnosti, monetarni ekvivalent otkrića penicilina; ipak, povijest je zakrčena s primjerima političara koji su ga ignorirali na svoj trošak.”*²²

Trilema monetarne politike prikazana je na slici²³ 7.

Slika 7: Trilema monetarne politike



Slika 7 implicira da se promatrana zemlja u određenom trenutku može nalaziti samo na jednoj

19 O Mundell-Flemingovu modelu vidjeti primjerice u: Babić, M.: "Makroekonomija", 15. izmij. i dop. izd., MATE, 2007., str. 484.-488.

20 Obstfeld, M.; Shambaugh, J. C.; Taylor, A. M.: "The Trilemma in History: Tradeoffs Among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility", Review of Economics and Statistics, Vol. 87, No. 3, The MIT Press, Cambridge, 2005.

21 Frankel, J. A.: "No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times", Working Paper No. 7338, NBER, Cambridge, 1999., str. 7.

22 Henderson, C.: "Currency Strategy: The Practitioner's Guide to Currency Investing, Hedging and Forecasting", John Wiley and Sons, Chichester, 2002., str. 31.

23 Krugman, P., Obstfeld, M.: "International Economics: Theory and Policy", 5th edition, Addison-Wesley, Boston, 2000., str. 713.

od triju moguće stranice trokuta, odnosno da je suočena s izborom samo jedne od triju mogućnosti (otuda i naziv trilema), i to:

1. sustava fiksnoga deviznog tečaja i slobodne međunarodne mobilnosti kapitala u okviru valutnoga odbora, ili
2. sustava fiksnoga deviznog tečaja i autonomije monetarne politike, ali uz nametanje kapitalnih kontrola, ili
3. autonomije monetarne politike i slobodne međunarodne mobilnosti kapitala, ali u sustavu fluktuirajućih deviznih tečajeva.

Primjerice ako promatrana zemlja, u ozračju slobodne međunarodne mobilnosti kapitala i sustava fiksnoga deviznog tečaja, želi voditi autonomnu monetarnu politiku kroz smanjenje domaće kamatne stope u odnosu na inozemnu, prouzročit će odljev kapitala iz tuzemstva u inozemstvo. S obzirom na to da devizni tečaj mora ostati fiksni, odljev kapitala u inozemstvo značit će smanjenje novčane mase i međunarodnih pričuva, što će, na kraju, rezultirati rastom kamatne stope dakle u danim uvjetima nemogućnošću vođenja autonomne monetarne politike.

Konkretnije govoreći, temeljne prednosti sustava fiksnoga deviznog tečaja u odnosu na sustav fluktuirajućega deviznog tečaja su:

1. uklanjanje tečajnoga rizika, što može imati barem dvije pozitivne posljedice:
 - smanjenje troškova pokrivanja tečajnoga rizika
 - smanjenje kamatnih stopa u kojima je bila uračunana premija na tečajni rizik;
2. uklanjanje mogućih precijenjenosti i podcijenjenosti deviznoga tečaja do kojih bi dolazilo u slučaju njegove fluktuacije
3. smanjenje političkih pritisaka za zaštitom od inozemne konkurencije nastalih kao rezultat oštrog promjena realnoga deviznog tečaja²⁴
4. nepostojanje mogućnosti nastanka inflacije kao posljedice deprecijacije domaće valute
5. mogućnost postignuća kredibiliteta kao rezultat odustajanja od vlastite monetarne politike. Na taj način moguće je smanjiti visoku stopu inflacije u promatranoj zemlji. Međutim isti cilj moguće je postići i povećanjem autonomije središnje banke u zemlji.

Kao nedostatke sustava fiksnoga deviznog tečaja moguće je navesti:

24 Prilagođeno prema: Obstfeld, M., Rogoff, K.: "Foundations of International Macroeconomics", Massachusetts University Press, Cambridge, 1996., str. 633.

1. onemogućena je uporaba deviznoga tečaja kao instrumenta ekonomske politike u vanjskoj trgovini
2. ne postoji mogućnost uporabe deviznoga tečaja kao instrumenta upravljanja visinom cijena, to jest inflacijom, a poznato je da inflacija može pridonijeti smanjenju javnoga duga (ako javni dug nije indeksiran)
3. ako inflacija prihvaćanjem sustava fiksnoga deviznog tečaja ipak ne bude zaustavljena, realni će tečaj domaće valute aprecirati što može rezultirati visokom inozemnom zaduženošću i, konačnici, rastom nezaposlenosti odnosno smanjenjem gospodarskoga rasta. Na ovu pojavu posebno upozorava P. B. Kenen: *"...oni koji nastavljaju preporučavati ovu vrstu šok terapije isto su tako brzi upozoriti da bi vlade koje ju prihvaćaju trebale također pronaći izlaznu strategiju – način uvođenja tečajne fleksibilnosti prije nego realni tečaj bitno aprecira."*²⁵
4. ako je stupanj integracije na međunarodna financijska tržišta visok, odnosno ako je visoka međunarodna mobilnost kapitala, sustav fiksnoga deviznog tečaja onemogućuje autonomno vođenje monetarne politike, što proizlazi iz već opisane trileme monetarne politike
5. u uvjetima pojave asimetričnih šokova, sustav fiksnih deviznih tečajeva može prouzročiti nepovoljne makroekonomske posljedice ako ne postoji mobilnost čimbenika proizvodnje u zemljama vezanim fiksnim deviznim tečajem, na što je davno prije ukazao nobelovac R. A. Mundell²⁶, ili diverzificirana industrijska struktura promatrane zemlje, što je istaknuo P. B. Kenen²⁷,
6. ako je *non-tradeble* sektor²⁸ značajno veći od *tradeble* sektora²⁹ tada ne treba prihvatiti sustav fiksnoga deviznog tečaja, uvjerava R. I. McKinnon³⁰. Naime, ako *non-tradeble* sektor omogućuje stanovništvu reprezentativnu košaru ekonomskih

25 Kenen, P. B.: "Fixed Versus Floating Exchange Rates", Cato Journal, Vol. 20, No. 1, Cato Institute, Washington D. C., 2000., str. 113.

26 Mundell, R. A.: "A Theory of Optimum Currency Areas", American Economic Review, Vol. 51, No. 4, American Economic Association, Nashville, 1961.

27 Kenen, P. B.: "The Theory of Optimum Currency Areas: An Eclectic View", u zborniku radova: Mundell, R. A.; Swoboda, A. K. (eds.): "Monetary Problems of the International Economy", University of Chicago Press, Chicago, 1969.

28 *Non-tradeble* sektor sastoji se od dobara koji nisu predmetom vanjskotrgovinske razmjene.

29 *Tradeble* sektor obuhvaća dobra koja su predmetom vanjskotrgovinske razmjene.

30 McKinnon, R. I.: "Optimum Currency Areas", American Economic Review, Vol. 53, No. 4., American Economic Association, Nashville, 1963., str. 722.

dobara, tada može biti optimalno prihvatiti sustav fluktuirajućih deviznih tečajeva, jer taj sustav osigurava stabilnost kupovne moći novca pri kupnji tih (*non-tradeble*) dobara.

Sinteza prednosti i nedostataka sustava fiksnoga deviznog tečaja o odnosu na sustav fluktuirajućega deviznog tečaja primijenjena na Republiku Hrvatsku, prikazana je u nastavku.

3.6.2.2

IZBOR NAJPOVOLJNIJEGA SUSTAVA DEVIZNOGA TEČAJA ZA REPUBLIKU HRVATSKU

U Republici Hrvatskoj tečaj domaće valute fluktuirao u rasponu koji donedavno nije bio službeno objavljen javnosti. Ipak, u jednom od svojih intervjua guverner Hrvatske narodne banke Ž. Rohatinski izjavio je da će Banka i dalje održavati relativnu stabilnost tečaja kune prema euru, uz njebove tržišne fluktuacije u rasponu manjem od 5 %, kako bi održala nisku inflaciju i stabilnost visokoeuroiziranoga gospodarstva³¹. Razumno je očekivati da će, budu li pritisci na tečaj kune veći od očekivanih, Banka poduzeti i dodatne mjere.

Kretanje nominalnoga tečaja eura u razdoblju od 2003. do 2007. prikazano je na slici³² 8.

Slika 8: Nominalni tečaj eura u razdoblju od 2003. do 2007. godine

Na slici 8 vidljiva je blaga aprecijacija kune u proma-

Tečaj eura



tranome razdoblju. Ona je većim dijelom posljedica

31 Rohatinski, Ž.: "Tražim saborsku raspravu o inozemnom dugu Hrvatske", intervju za Večernji list od 02. 04. 2004., <http://www.hnb.hr/prioppc/hprioppc.htm?tsfsg=aca6127c847fb302db84b072de5a5355>, od 09. 09. 2008.

32 Slika je izrađena temeljem podataka objavljenih na: http://www.rba.hr/my/bank/rates/rates_range.jsp?language=HR od 09. 09. 2008. Riječ je o dnevним srednjim tečajevima eura Hrvatske narodne banke, i to samo u danima u kojima je nastupila promjena tečaja u odnosu na prethodni dan.

zaduživanja Republike Hrvatske u inozemstvu.

Nadalje u tablici 1. navedeni su statistički pokazatelji uvidom u koje je moguće zaključiti koliki je doista bio raspon tečajnih fluktuacija u promatranom razdoblju.

Tablica 1.

Napomena: pokazatelje je izračunao autor ovoga rada.

Statistički pokazatelji tečajnih fluktuacija u razdoblju od 2002. do 2006.

Aritmetička sredina	Standardna devijacija	Minimum	Maksimum
7,42382 HRK/EUR	0,11785 HRK/EUR	7,23609 HRK/EUR	7,71769 HRK/EUR
Koeficijent varijacije	Razlika min. i aritmetičke sred.	Razlika maks. i aritmetičke sred.	Razlika maks. i min.
1,58747%	-2,52878%	3,95851%	6,65559%

Temeljem tablice 1. uočljivo je nekoliko pojednosti:

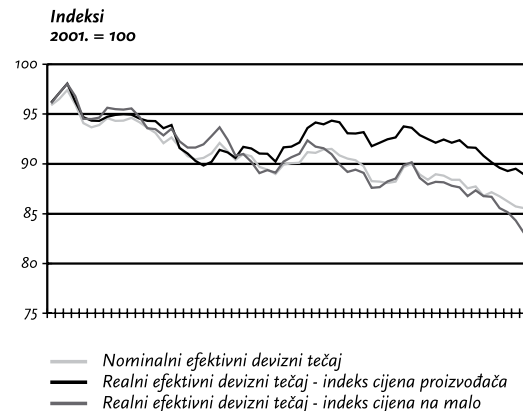
- prosječno odstupanje nominalnog tečaja eura od aritmetičke sredine iznosilo je, tijekom promatranog razdoblja, 0,11785 HRK/EUR, što, izraženo u postotku, iznosi 1,58747 %
- minimalni nominalni tečaj eura ostvaren u promatranom razdoblju bio je za 2,52878 % niži od aritmetičke sredine
- maksimalni nominalni tečaj eura postignut u promatranom razdoblju bio je za 3,95851 % viši od aritmetičke sredine
- razlika između maksimalnog i minimalnog tečaja eura iznosila je 6,65559 %.

Uvažavajući prednosti i nedostatke analiziranih sustava deviznih tečajeva, sustav slobodno-fluktuirajućega deviznoga tečaja bio bi štetan za uvoznou ovisnu Republiku Hrvatsku, jer bi tečajne fluktuacije, osim visokoga deviznog rizika, prouzročile i znatne fluktuacije cijena. S druge strane sustav konvencionalno-vezanoga deviznog tečaja, u uvjetima međunarodne mobilnosti kapitala, u potpunosti bi onemogućio samostalno vođenje monetarne politike. Kao kompromisno rješenje nameće se jedan od intermedijarnih sustava deviznog tečaja. Pritom je potrebno uzeti u obzir da objavljivanjem smjera tečaja monetarne vlasti mogu izgubiti kredibilitet u slučaju uspješnih špekulacijskih napada. Zbog toga je u osvine trenutku postojeći sustav upravljano-fluktuirajućega deviznoga tečaja, bez unaprijed obznanjenoga smjera tečaja, svakako optimalan za Republiku Hrvatsku, ponajprije zato što ograničene

fluktuacije deviznoga tečaja umanjuju devizni rizik, ali i dopuštaju monetarnim vlastima, barem u određenoj mjeri, vođenje neovisne monetarne politike.

No, problem se pojavljuje u opadajućem realnom deviznom tečaju, što je vidljivo sa slike 9.

Izvor: Izrađeno temeljem podataka objavljenih na: http://www.hnb.hr/publikac/bilten/statisticki_pregled/h11.xls od 09. 09. 2008.



Slika 9: Nominalni i realni mjesečni efektivni devizni tečajevi u razdoblju od 2003. do 2007.

Sa slike 9 vidljivo je umjereno opadanje nominalnoga, ali i realnih efektivnih deviznih tečajeva tijekom promatranoga razdoblja. Ovaj pad predstavlja nominalnu i realnu aprecijaciju kune, odnosno smanjenje cjenovne konkurentnosti hrvatskoga gospodarstva u inozemstvu. Zbog toga je temeljna obveza monetarnih vlasti Republike Hrvatske, i to ne samo *de lege*³³, boriti se protiv inflacije.

U trenutku kad postane članica Europske unije, Republika Hrvatska preuzet će obvezu ulaska u Ekonomsku i monetarnu uniju (*Economic and monetary union – EMU*), što će, u konačnici, za posljedicu imati preuzimanje eura kao vlastite valute sa svim ekonomskim prednostima i nedostacima takve odluke. Međutim uvjet ulaska u Ekonomsku i monetarnu uniju je ispunjenje četiriju kriterija konvergencije proizašlih iz Ugovora o Europskoj uniji³⁴, a poznatih pod imenom Maastrichtski kriteriji.

³³ Zakonom o Hrvatskoj narodnoj banci propisan je njezin osnovni cilj – borba protiv inflacije. Vidjeti u: *Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci*, Narodne novine br. 75/2008., Narodne novine, Zagreb, 2008., čl. 3. st. 1.

³⁴ Office for Official Publications of the European Communities: "Treaty on European Union", Official Journal of European Communities, No. C 191/1, Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg, 1992.

Maastrichtski kriteriji su³⁵:

1. stopa inflacije ne smije biti viša od 1,5 postotnih poena u odnosu na neponderiranu aritmetičku sredinu stopa inflacije tri zemlje članice Europske unije s najnižom inflacijom
2. krajem fiskalne godine koja prethodi godini ulaska u Ekonomsku i monetarnu uniju:
 - a) omjer proračunskoga deficita i bruto domaćega proizvoda ne smije prelaziti 3 % i
 - b) omjer javnoga duga i bruto domaćega proizvoda ne smije prijeći 60 %
3. zemlja mora biti sudionica Europskoga tečajnog mehanizma (*Exchange Rate Mechanism – ERM II*) barem dvije uzastopne godine i tijekom tog razdoblja ne bi smjela devalvirati svoju valutu
4. nominalna dugoročna kamatna stopa ne smije biti viša od dva postotna poena u odnosu na aritmetičku sredinu istih stopa tri zemlje članice Europske unije s najnižim stopama inflacije.

Iz navedenoga je vidljivo da se jedan Maastrichtski kriterij odnosi na devizni tečaj, preciznije, na nemogućnost devalvacije vlastite valute te obvezu sudjelovanja u Europskom tečajnom mehanizmu. Dopusćeni raspon fluktuacije vrijednosti domaće valute u odnosu na euro o okviru Europskoga tečajnog mehanizma je ± 15 %. No toliki raspon tečajnih fluktuacija vrlo je rizičan s motrišta ispunjavanja ostalih Maastrichtskih kriterija, pa će Republika Hrvatska zasigurno održavati niži raspon fluktuacije tečaja kune u odnosu na euro.

4. Sinteza rezultata istraživanja

Izbor optimalnoga sustava deviznoga tečaja važna je odrednica ekonomske politike svake zemlje pa tako i Republike Hrvatske. Dok ne postane punopravnom članicom Europske unije i ne prihvati euro kao vlastitu valutu, Republika Hrvatska, kao članica Međunarodnoga monetarnog fonda, može po vlastitom izboru izabrati sustav deviznoga tečaja. Kako svaki sustav ima prednosti i nedostatke, važno je izabrati onaj sustav koji će biti u skladu s njezinim gospodarskim posebnostima i, dakako, u službi ostvarenja ciljeva njezine ekonomske politike.

Analiza pojava oblika pojedinih sustava deviznih tečajeva, primjenjujući klasifikaciju Međunarodnoga monetarnog fonda, te kompara-

³⁵ Prilagođeno prema: Office for Official Publications of the European Communities: "Treaty on European Union", *ibid.*, članak 109j i članci 1-4 Protokola o kriterijima konvergencije koji je sastavni dio Ugovora.

cija prednosti i nedostataka dva krajnje ekstremna sustava – sustava fiksnoga deviznog tečaja i sustava fluktuirajućega deviznog tečaja, pokazala je da bi za Republiku Hrvatsku optimalan bio upravo jedan od intermedijarnih sustava. Naime sustav konvencionalno-vezanoga deviznog tečaja, u ozračju međunarodne mobilnosti kapitala, u potpunosti bi onemogućio samostalno djelovanje monetarnih vlasti, dok bi sustav slobodno-fluktuirajućih deviznih tečajeva prouzročio izrazito štetne fluktuacije cijena te rast tečajnoga rizika. Nadalje monetarne vlasti Republike Hrvatske mogu sačuvati kredibilitet u uvjetima špekulacijskih napada ako unaprijed ne objave smjer tečaja. Stoga je postojeći sustav deviznoga tečaja – sustav upravljano-fluktuirajućega deviznoga tečaja, bez unaprijed obznanjenoga smjera tečaja, optimalan za Republiku Hrvatsku.

Kad postane članica Europske unije te ispuni Maastrichtske kriterije, Republika Hrvatska prihvatit će euro kao vlastitu valutu sa svim ekonomskim prednostima i nedostacima takve odluke.

Literatura

1. Babić, M.: "Makroekonomija", 15. izmij. i dop. izd., MATE, 2007.
2. Babić, A.; Babić, M.: "Međunarodna ekonomija", 7. izmij. i dop. izdanje, Sigma savjetovanja d. o. o., Zagreb, 2008.
3. Blejer, I. M. et al. (ed.): "Optimum Currency Areas: New Analytical and Policy Developments", International Monetary Fund, Washington D. C., 1997.
4. Frankel, J. A.: "No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times", Working Paper No. 7338, NBER, Cambridge, 1999.
5. Hallwood, C. P., MacDonald, R.: "International Money and Finance", 3rd edition, Blackwell Publishers Inc., Oxford, 2000.
6. Henderson, C.: "Currency Strategy: The Practitioner's Guide to Currency Investing, Hedging and Forecasting", John Wiley and Sons, Chichester, 2002.
7. Ho, C.: "A survey of institutional and operational aspects of modern-day currency boards", BIS Working Papers, No. 110, Bank for International Settlements, Basel, 2002.
8. <http://www.hnb.hr/prioppc.htm?tsfg=ac a6127c847fb302db84b072de5a5355>, od 09. 09. 2008.
9. <http://www.imf.org/external/np/mfd/er/2006/eng/0706.htm>, od 09. 09. 2008.

10. http://www.rba.hr/my/bank/rates/rates_range.jsp?language=HR, od 09. 09. 2008.
11. Humpage, F. O.; McIntire, M. J.: *"An Introduction to Currency Boards"*, Economic Review, Issue 1, Federal Reserve Bank of Cleveland, Cleveland, 1995.
12. Jurković, P.; Jašić, Z.: *"Uvod u teoriju ekonomske politike"*, Narodne novine, Zagreb, 1988.
13. Jurković, P.: *"Javne financije"*, Masmedija, Zagreb, 2002.
14. Kenen, P. B.: *"Fixed Versus Floating Exchange Rates"*, Cato Journal, Vol. 20, No. 1, Cato Institute, Washington D. C., 2000.
15. Krugman, P., Obstfeld, M.: *"International Economics: Theory and Policy"*, 5th edition, Addison-Wesley, Boston, 2000.
16. McKinnon, R. I.: *"Optimum Currency Areas"*, American Economic Review, Vol. 53, No. 4, American Economic Association, Nashville, 1963.
17. Mundell, R. A.: *"A Theory of Optimum Currency Areas"*, American Economic Review, Vol. 51, No. 4, American Economic Association, Nashville, 1961.
18. Mundell, R. A.; Swoboda, A. K. (eds.): *"Monetary Problems of the International Economy"*, University of Chicago Press, Chicago, 1969.
19. Obstfeld, M., Rogoff, K.: *"Foundations of International Macroeconomics"*, Massachusetts University Press, Cambridge, 1996.
20. Obstfeld, M.; Shambaugh, J. C.; Taylor, A. M.: *"The Trilemma in History: Tradeoffs Among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility"*, Review of Economics and Statistics, Vol. 87, No. 3, The MIT Press, Cambridge, 2005.
21. *Odluka o prihvatanju članstva Republike Hrvatske u Međunarodnom monetarnom fondu*, Narodne novine br. 87, Zagreb, 1992.
22. Office for Official Publications of the European Communities: *"Treaty on European Union"*, Official Journal of European Communities, No. C 191/1, Office for Official Publications of the European Communities, Luxembourg, 1992.
23. Salvatore, D.: *"International Economics"*, 7th edition, John Wiley & Sons, New York, 2001.
24. *Statut Međunarodnog monetarnog fonda s amandmanima*, Međunarodni ugovori br. 2, Zagreb, 1992.
25. Williamson, J.: *"The Crawling Band as an Exchange Rate Regime: Lessons from Chile, Colombia, and Israel"*, Institute for International Economics, Washington D. C., 1996.
26. Williamson, J.: *"What Role for Currency Boards?"*, Institute for International Economics, Washington D. C., 1995.
27. *Zakon o prihvatanju članstva Republike Hrvatske u Međunarodnom monetarnom fondu i drugim međunarodnim financijskim organizacijama na temelju sukcesije*, Narodne novine br. 89, Zagreb, 1992.
28. *Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci*, Narodne novine br. 75/2008., Narodne novine, Zagreb, 2008.

Dražen Koški, Ph. D.,
Assistant lecturer, Faculty of Economics, Osijek

CHOICE OF OPTIMAL EXCHANGE RATE SYSTEM FOR THE REPUBLIC OF CROATIA

Summary

The aim of research whose results are presented in this article was to choose the optimal system of exchange rate for the Republic of Croatia, of course before its accession to EU. The analyzed exchange rate systems here range from free-floating exchange rate to system without domestic currency in circulation. Naturally, the classification of International Monetary Fund is included in it. After that, the comparison of basic economic advantages and disadvantages of the fixed exchange rate in relation to floating exchange rate were carried out. Although the question is about the extreme systems, disregarding the system without domestic currency in circulation, their comparison makes possible completely satisfactory basis for the right conclusions on the choice of optimal exchange rate system for the Republic of Croatia.

Considering its economic particularities, the system of managed-floating exchange rate without proclaimed exchange direction in advance is certainly optimal for the Republic of Croatia. Namely, within the framework of this system the limited floating exchange rates decrease the foreign exchange risk allowing to monetary authorities, at least partly, the independent monetary policy.

KEY WORDS: fixed exchange rate, floating exchange rate system, monetary policy trilemma (impossible trinity), Maastricht criteria