Determinante izbora tečajnih režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije

Ćorić, Zoltan

Doctoral thesis / Disertacija

2018

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Split, Faculty of economics Split / Sveučilište u Splitu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:124:097637

Rights / Prava: In copyright / Zaštićeno autorskim pravom.

Download date / Datum preuzimanja: **2024-03-28**

Repository / Repozitorij:

REFST - Repository of Economics faculty in Split

SVEUČILIŠTE U SPLITU
EKONOMSKI FAKULTET

POSLIJEDIPLOMSKI SVEUČILIŠNI STUDIJ
EKONOMIJE I POSLOVNE EKONOMIJE

Zoltan Ćorić

DETERMINANTE IZBORA TEČAJNIH REŽIMA POSTTRANZICIJSKIH ZEMALJA U PROCESU EUROINTEGRACIJE

DOKTORSKA DISERTACIJA

Mentor: prof.dr.sc. Mario Pečarić

Split, 2018.

UNIVERSITY OF SPLIT
FACULTY OF ECONOMICS

POSTGRADUATE STUDIES
ECONOMICS AND BUSINESS ECONOMICS

Zoltan Ćorić

DETERMINANTS OF THE EXCHANGE RATE REGIME CHOICE OF POST-TRANSITION COUNTRIES IN THE EUROPEAN INTEGRATION PROCESS

DOCTORAL THESIS

Supervisor: prof.dr.sc. Mario Pečarić

Split, 2018

SADRŽAJ

1. UVOD 5

1.1. Predmet i problem istraživanja 5

1.2. Hipoteze istraživanja 10

1.3. Svrha i ciljevi istraživanja 13

1.4. Metodologija istraživanja 14

1.5. Struktura istraživanja 16

2. TEČAJNI REŽIMI: KLASIFIKACIJA I KARAKTERISTIKE 18

2.1. Evolucija monetarno-tečajnog sustava 19

2.2. Tečajni režimi i monetarna integracija u Europi 33

2.3. Klasifikacija tečajnih režima 47

2.4. Prednosti i nedostaci tečajnih režima 64

2.5. Učinkovitosti makroekonomskih politika u sustavima tečajnih režima 68

3. TEORIJE I DETERMINANTE IZBORA TEČAJNIH REŽIMA 73

3.1. Teorije tečajnih režima 73

3.1.1. Klasična teorija 75

3.1.2. Moderne teorije 83

3.1.2.1. Trilema monetarne politike, kvadrilema i dilema 84

3.1.2.2. Pristup političke ekonomije 93

3.1.2.3. Pristup kriza 94

3.1.2.4. Pristup korner hipoteze 99

3.1.2.5. Pristup straha od plivanja i pristup straha od fiksiranja tečaja 106

3.2. Determinante tečajnih režima 109

3.2.1. Pregled empirijskih istraživanja determinantni tečajnih režima 113

3.2.2. Vrste determinanti tečajnih režima 122

3.2.2.1. Determinante optimalnog valutnog područja 122

3.2.2.2. Makroekonomske determinante 125

3.2.2.3. Institucionalne determinante 128

4. KARAKTERISTIKE TEČAJNIH REŽIMA I PRETPOSTAVLJENIH DETERMINANTI POSTTRANZICIJSKIH ZEMALJA U PROCESU EUROINTEGRACIJE 133

4.1. Karakteristike i analiza tečajnih režima i pretpostavljenih determinanti posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije članica Europske unije 133

4.2. Karakteristike i analiza tečajnih režima i pretpostavljenih determinanti ostalih posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije 155

5. MODEL IZBORA TEČAJNIH REŽIMA POSTTRANZICIJSKIH ZEMALJA U PROCESU EUROINTEGRACIJE 172

5.1. Metodološki aspekt empirijskog istraživanja 172

5.1.1. Postavke modela 173

5.1.2. Metodologija prikupljanja i obrade podataka 174

5.1.3. Analiza podataka i rezultati empirijskog istraživanja 176

5.2. Doprinosi rezultata istraživanja 201

5.3. Ograničenja provedenog istraživanja 203

5.4. Prosudba daljnjih istraživačkih aktivnosti 205

ZAKLJUČAK 207

SAŽETAK 212

ABSTRACT 213

POPIS LITERATURE 214

POPIS TABLICA 222

POPIS GRAFIKONA 225

DODATAK 229

ŽIVOTOPIS 236

1. UVOD

Zašto Bosna i Hercegovina i Bugarska koristi tečajni režim valutnog odbora, a Hrvatska upravljano fluktuirajući tečajni režim? Zašto jedna zemlja koristi jedan, a druga drugi tečajni režim? Od čega ovisi izbor tečajnog režima koji neka zemlja koristi? Ovo su samo neka pitanja koja muče autore posljednjih desetljeća. Prva istraživanja o determinantama tečajnih režima započela su krajem sedamdesetih godina prošlog stoljeća. Sve do danas nisu utvrđeni zaključci koji bi se mogli primjenjivati za sve zemlje u svim vremenima. Razlozi su brojni, a čitava problematika prikazana je u tekstu koji slijedi.

1.1. Predmet i problem istraživanja

Izbor konkretnog tečajnog režima jedna je od temeljnih i najznačajnijih odluka monetarnih vlasti koja zaokuplja sve veće zanimanje znanstvene i stručne javnosti. U prilog tome govore brojne diskusije koje se zadnjih godina rezultirale nizom analiza, ali s malo vrlo malo jasnih stavova i mnogobrojnim neriješenim dilemama. To ne čudi uzme li se u obzir da je izbor tečajnog režima komplementaran monetarnoj i fiskalnoj politici te time dio kompleksne makroekonomske politike.

Teorija i proces izbora podrazumijevaju niz teoretskih argumenata i empirijskih analiza koje argumentiraju i time opravdavaju izbor pojedinog režima. S tim u svezi, vrijedi poznato pravilo kako ne postoji tečajni režim koji bi odgovarao svim zemljama ili u svim vremenima. Izbor (adekvatnog) tečajnog režima time je podložan različitim determinantama i trendovima. Važno je, pri tom, dakle zapaziti da nema gotovih rješenja ni jednoznačnih odgovora.

Na izbor tečajnog režima utjecaj imaju određene varijable, determinante. Od prvih istraživanja do danas njihov broj se mijenjao, jednako kao što su se mijenjale i određene teorije vezane za determinante. Teorije vezane za determinante možemo podijeliti na klasične teorije i moderne teorije. Svakoj teoriji pripadaju i određeni pristupi.

Teorija optimalnog valutnog područja se ubraja pod klasične teorije iako pojedini autori u svojim podjelama spominju i druge teorije (Levy Yeyati, Sturzenegger i Reggio, 2002.). Pod modernim teorijama spadaju brojni pristupi poput „pristupa kriza“, „pristupa političke

ekonomije“, „dileme“, „trileme“ i „kvadrileme monetarne politike“, „pristupa korner hipoteze“ te „pristupa straha od plivanja“. Promjena teorijskog okvira jasno upućuje i na kontekstualnu promjenu institucionalno–financijske strukture te time i determinanti izbora tečajnog režima.

Zemlje koje imaju za cilj ulazak u Europsku uniju, te ulazak u Ekonomsku i monetarnu uniju suočit će se sa važnim izazovima u vođenju makroekonomske politike. Da bi se postigao taj cilj, zemlje moraju ispunjavati niz uvjeta (kriterija iz Maastrichta). Ugovor iz Maastrichta propisuje vrlo specifičan postupak pristupanja i otvara pitanje vođenja i izbora tečajnog režima u procesu pristupanja. Uobičajena logika nalaže da su male otvorene zemlje sklonije fiksiranju svojih tečajeva kako zbog potrebe privlačenja kapitala i visokog udjela međunarodne razmjene u BDP-u, osobito ako nemaju jake institucije te imaju povijest inflacije. Da bi zemlje prihvatile zajedničku valutu moraju fiksirati svoje tečajeve i odreći se slobodne monetarne politike. S druge strane, volatilnost kapitalnih tijekova u kriznim situacijama čini trošak odustajanja od vlastite monetarne politike visokim, posebice u situacijama realnih šokova. Kada se promatra ulazak zemalja u Ekonomsku i monetarnu uniju, analizirajući posttranzicijske zemlje koje su postale članice Ekonomske i monetarne unije, prije i tijekom financijske krize i one koje se nalaze u Europskoj uniji no još nisu postale članice Ekonomske i monetarne unije, moguće je zaključiti da je perspektiva koju je nudila Ekonomska i monetarna unija mnogo manje privlačna sada nego što je to bila prije financijske krize (Kordić, 2015.).

Iskustva s različitim tečajnim režimima u posttranzicijskim zemljama i drugdje uvjerljivo pokazuju da ne postoji jedinstveni tečajni režim koji zemlje pristupnice trebaju usvojiti u procesu eurointegracije.

Proces financijske liberalizacije i euro integracija aktualizirao je problem izbora tečajnog režima u ekonomijama čiji je cilj postati dio europskih integracija. Problem je naglašen ako imamo u vidu značaj tečajnog režima te njegove eventualne promjene, na makroekonomsku stabilnost i potencijalni rast neke ekonomije. Uključivanje u navedene procese postavlja pitanje izbora adekvatnosti režima s obzirom na mijenjajuće procese.

Financijski sustavi potiču ekonomski razvoj i utječu na kretanje kapitala. Financijska liberalizacija vodi prema uklanjanju niza tržišnih restrikcija, koji utječu na financijske posrednike. Ovaj proces vodi ka slabljenju državnih kontrola u financijskom sektoru, i najviše se odnosi na bankarski sektor, dovodi do liberalizacije direktnih stranih investicija i stranih

portfolio investicija te vodi prema liberalizaciji tokova kapitala. Pretpostavlja se da liberalizacija kapitala dovodi do jednostavnijeg i jeftinijeg pristupa kapitalu, domaćim poduzećima. No, financijska liberalizacija može dovesti i do nestabilnosti bankarskog sustava. Liberalizacija uzrokuje ekspanziju kredita i zajmova, što dovodi do inflacije i prekomjernog ulaganja u rizične plasmane. Neke od kriza viđene su u Argentini (1981.), Čileu (1982.), Kolumbiji (1982.), Urugvaju (1982.) i Meksiku (1994.) te, ne zaboravimo, primjer recentne svjetske financijske krize koja je posebno pogodila posttranzicijske zemlje i pretvorila se u recesiju. Liberalizacija utječe i na promjenu makroekonomskog i pravnog okvira u kojem funkcioniraju banke. Direktne strane investicije jedan su od važnijih izvora priljeva kapitala. Pozitivni učinci financijske liberalizacije možemo vidjeti prevladavanju financijskih šokova na tržištu, te može dovesti i do diversifikacije rizika kod investitora. Sa liberalizacijom dolazi i do jednostavnijeg kretanja kapitala, što dovodi do poboljšane alokacije resursa. Prateći dotok kapitala vidljivi su pozitivni učinci na posttranzicijske zemlje, no potrebno je spomenuti i neke negativne. Veliki dotok kapitala može biti osnovni uzročnik apreciranja domaće valute. Aprecijacija domaće valute dovodi do smanjena konkurentnosti domaćih poduzeća, što ima izravan utjecaj, negativni, na platnu bilancu zemlje i zaduženost.

Nabrojavši prednosti koje nosi slobodno međunarodno kretanje kapitala, za zemlju je važno i imati stabilan devizni tečaj kao i autonomnu monetarnu politiku. No, zemlje nisu u mogućnosti ostvariti sve navedene ciljeve, te se moraju odreći jednog cilja. Ovo pravilo u literaturi se naziva „trilema“ monetarne politike ili problem nemogućeg trojstva. U uvjetima liberalizacije tijekova kapitala zemlje se trebaju odreći ili stabilnog deviznog tečaja ili autonomne monetarne politike. Ovisno koji izbor donesu odabrat će plivajući tečajni režim ili fiksni tečajni režim, odnosno spektar deviznih režima koji tendiraju jednom ili drugom temeljnom obliku ili vrsti tečaja. Ukoliko zemlja odabere fiksne tečajne režime, posljedica izbora bit će veći kredibilitet sustava, niska stopa inflacije odnosno stabilnost cijena, te će se zemlja vezati za stabilnu stranu valutu. Negativne karakteristike se ističu kroz odricanje od monetarne politike što može dovesti do veće osjetljivosti na unutarnje i vanjske šokove, te ne posjedovanje instrumenata za obranu od navedenog. Neovisna monetarnu politiku nose sa sobom plivajući tečajni režimi. No ova politika zahtjeva znanje, iskustvo i kredibilitet vlasti i institucija zbog većih zahtjeva i ovlasti koji se pred njih stavljaju. Kasnijim istraživanjima došlo je i do osporavanja „trileme“. Tu se ponajprije ističe „kvadrilema“ monetarne politike (Aizenman, 2013.) i „dilema“ monetarne politike (Rey, 2015.). No o njima će riječi biti kasnije.

Fiksni tečajni režimi pokazali su i mnoge rizike ukoliko se promatra duži vremenski rok. Odabir fiksnog tečajnog režima može za zemlju donijeti neke međusobno povezane procese. Može doći do realne aprecijacije nacionalne valute koja pogoršava deficit bilance plaćanja. Deficit se financira kapitalom iz inozemstva, koji povećava razinu vanjskog duga. Daljnjim tijekom zemlja postaje ovisna o vanjskom zaduživanju i postaje osjetljiva na poremećaje koji bi poremetili tijekove kapitala. Slijedom ovih procesa fiksni tečajni režim ranjiviji je na špekulativne napade, domaća valuta deprecira, te je nužno poduzeti neke korake, a jedan od koraka može biti i promjena fiksnog tečajnog režima.

U procesu eurointegracije, izbor tečajnog režima zemalja svodi se na fiksiranje tečaja ili pak na ograničeno fluktuiranje određeno promjenjivim utjecajem determinanti u vremenu. Problem istraživanja svodi se zato na pitanje: koje su determinante značajne za izbor tečajnog režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije, s obzirom na slobodu kretanja kapitala, potrebe za koordiniranjem tečajne politike i fiksiranjem međusobnih tečajeva a u cilju stabilnog i održivog gospodarskog rasta i pristupanja u Europsku uniju, odnosno Ekonomsku i monetarni uniju?

Na ovo pitanje nije moguće jednostavno odgovoriti. Svaki oblik tečajnog režima ne djeluje jednako za dano gospodarstvo, ali i svaki oblik tečajnog režima ima različite posljedice za različita gospodarstva.

Stoga je nužno postaviti i dodatna pitanja:

- Koliko je adekvatna klasifikacija tečajnih režima?
- Jesu li budućnost deviznih režima krajnja rješenja ili još uvijek ima prostora i za odabir intermedijarnih režima?
- Nestaju li tzv. intermedijarni režimi?
- Kako često se dešavaju promjene tečajnog režima zemlje?
- Zbog čega su fiksni devizni režimi bili i jesu prisutni u posttranzicijskim zemljama u procesu eurointegracije?
- Koliko financijska kriza označava potrebu mijenjanja fiksnih deviznih režima?
- Koliko su postojeće teorije izbora tečajnih režima adekvatne pri izboru optimalnog tečajnog režima zemalja u procesu eurointegracije?
- Je li razvojno bolje za zemlje koje su u procesu eurointegracije zadržati mogućnost nekog oblika tzv. „soft pegiranja“ koja bi omogućila kroz intermedijarni tečajni režim koliko toliko slobodu monetarne politike i bolji utjecaj na rast?

Koristeći se zaključcima „bipolarnog“ pogleda iz devedesetih godina prošlog stoljeća, intermedijarni tečajni režimi se smatraju manje prikladnim za ekonomije koje su značajno uključene u međunarodna tržišta kapitala. Glavni argument za ovo je da takvi tečajni režimi čine zemlje izloženijima na špekulativne udare. S druge strane, pojedini autori imaju suprotne pretpostavke kojima osporavaju bipolarni pogled. Naglašavaju da se za male otvorene ekonomije predlaže primjena intermedijarnih, kombiniranih tečajnih režima kao optimalne tečajne politike (Radošević, 2012.). Navodi se i da su tržišta u nastanku snažnije izložena vanjskim utjecajima i mogla bi imati značajne koristi od uvođenja intermedijarnih tečajnih režima, ako bi naučila kako plivati (Kordić, 2016.).

Popularan je i utjecaj sindroma zvanog „strah od plivanja“ koji govori kako mnoge zemlje u razvoju odabiru fiksne tečajne režime kako ne bi došlo do tečajnih oscilacija. Razlozi zašto se žele izbjeći tečajne oscilacije možemo pronaći i u efektima pretjerane tečajne volatilnosti. Fiksni tečajni režimi eliminiraju tečajni rizik koji utječe na odluke uvoznika, izvoznika kao i domaćih zajmoprimaca na međunarodnom financijskom tržištu. Ovakav režim doprinosi velikom riziku za zemlje u razvoju, jer rezultira gubitkom ekonomskih politika za suočavanje sa vanjskim šokovima, posebice kada nosioci politika nemaju dovoljno rezervi za intervenciju na tržištu. Plivajući tečajni režimi mogu biti od velike pomoći u apsorbiranju kapitalnog priljeva u zaštiti od realnih šokova. Tečajni režimi ukoliko nisu pravilno odabrani mogu uzrokovati brojne gospodarske probleme i usporiti planirane priključke raznim integracijama.

Iz gore navedenog proizlazi i predmet istraživanja: detaljno istražiti utjecaj determinanti na izbor tečajnog režima kod posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije.

Postoje mnogi čimbenici koje treba uzeti u obzir pri odabiru tečajnog režima. Kako bi otkrili koji su čimbenici bitni za izbor tečajnog režima autori su, s različitih teorijskih pozicija, provodili brojne empirijske analize. U svojim analizama, kroz vrijeme, različiti autori testirali su i različite determinante na različitom uzorku, kako vremenskom tako i prostornom. Karakteristično za tečajne režime je da su testirane determinante do današnjeg dana dale oprečne rezultate. Ni jedna determinanta se nije pokazala statistički značajnom samo prema jednom tečajnom režimu. Otvorenost, jedna od determinanti koje su testirane u najvećem broju istraživanja, pokazala se statistički povezanom i sa plivajućim tečajnim režimima i sa fiksnim tečajnim režimima, a dosta puta otvorenost se nije pokazala signifikantnom ni prema plivajućim ni prema fiksnim tečajnim režimima.

Također, uočeno je da vremensko razdoblje analize predstavlja značajan faktor povećanja ili smanjenja utjecaja pojedinog teorijskog okvira odnosno varijabli koje determiniraju izbor tečajnog režima npr. prihvaćanje ili napuštanje bipolarnog pogleda dominantnog devedesetih godina prošlog stoljeća.

Jedan od važnih zaključaka iz pregleda literature je uvid u prednosti i nedostatke izbora pojedine ekonometrijske metode odnosno njene adekvatnosti za pojedino istraživanje. U pregledu dosadašnjih istraživanja uviđa se sve veća upotreba institucionalnih varijabli čemu je donekle doprinijela i sama evolucija teorije optimalnog valutnog područja. Ipak, izboru tečajnog režima se ne treba pripisati uloga najvažnije uloge od koje ovisi blagostanje zemlje i njen dugoročni rast. Zaključak iz analize Calvo i Mishkin (2003.), a sa čijim se stavovima slaže i Staehr (2015.) je da će izbor tečajnog režima vjerojatno biti u drugom redu po važnosti za razvoj dobrih fiskalnih, financijskih i monetarnih institucija u proizvodnji makroekonomskih uspjeha u tržištima u nastajanju i tranzicijskim zemljama. Ovo sugerira da bi manje pozornosti trebalo usmjeriti na opće pitanje je li poželjniji fiksni ili plivajući tečajni režima, a više o tim dubljim institucionalnim aranžmanima. Fokus na institucionalne reforme, a ne na izbor konkretnog tečajnog režima može potaknuti tržišta u nastajanju i posttranzicijske zemlje da budu zdravije i manje sklone krizama koje smo vidjeli posljednjih godina.

1.2. Hipoteze istraživanja

Razjašnjavanje problema ovoga istraživačkog rada, koje se temeljilo na kritičkom razmatranju dosadašnjih teorijskih i empirijskih koncepata i varijabli, odredilo je smjernice u definiranju osnovne i pomoćnih hipoteza ovoga rada. Kako bi se jasnije odredila veza između determinanti tečajnih režima i tečajnih režima definirana je glavna hipoteza. Glavna radna hipoteza ovoga istraživanja glasi:

H0: Makroekonomske, institucionalne i determinante optimalnog valutnog područja utječu na izbor tečajnog režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije.

Glavna hipoteza konstruirana je potrebom davanja odgovora na glavno istraživačko pitanje. Isto je postavljeno vodeći se saznanjima koji su dobiveni pregledom teorijskih i empirijskih istraživanja iz područja tečajnih režima, srodnih područja tečajnih režima kao i područjima koji se bave makroekonomijom otvorenih ekonomija. Naime, polazna osnova ovog

istraživanja jest: koje su to determinante koje su statistički i ekonomski značajne za izbor tečajnih režima? Pretpostavka je da sva tri glavna tipa determinanti utječe na izbor tečajnih režima koje se nalaze pri procesu eurointegracije.

S obzirom na problem i predmet istraživanja pored glavne postavljene su i pomoćne hipoteze. Zbog jednostavnije interpretacije, fiksni tečajni režimi uzeti su kao referentni prilikom postavljanja pomoćnih hipoteza. Pomoćne hipoteze glase:

H01: Veća trgovinska otvorenost vodi prema izboru fiksnog tečajnog režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije.

Dosadašnja literatura ukazuje na vezu između fiksnih tečajnih režima i otvorenosti. Asici (2008.) navodi da zemlje koje karakterizira visoka stopa trgovinske otvorenosti trebaju koristiti neki oblik fiksnih tečajnih režima kako bi došlo do povećanja blagostanja preko stabilnog tečaja. Po njemu plivajući tečajni režimi mogu spriječiti zemlju da ostvare prednosti pri trgovini. Stupanj otvorenosti povećava i prednosti monetarne unije. Ove prednosti proizlaze iz činjenice da uklanjanje promjenjivosti tečaja vodi ka smanjenju transakcijskih troškova i smanjenju volatilnost domaćih cijena. Ovi blagotvorni učinci vjerojatno se povećavaju s većom otvorenosti zemlje (Grauwe, Schnabl 2004.). Frankel (2011.) navodi da bi prednosti izbora fiksnog tečajnog režima, poput lakše trgovine, bili bi veći za otvorenije zemlje, nasuprot izbora plivajućeg tečajnog režima. Temeljeći se na spomenutom postavljena je hipoteza i za zemlje iz uzorka.

H02: Veličina ekonomije ima negativan utjecaj na izbor fiksnog tečajnog režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije.

Jedna od prvih istraživanja o determinantama tečajnih režima ukazala su na povezanost veličine ekonomije i plivajućih tečajnih režima. Veličina ekonomije je vrlo vjerojatno pozitivno povezana sa razinom fleksibilnosti. Što je manja ekonomija to je više osjetljiva na vanjske šokove koji su određeni preko tečaja, te je za ove ekonomije viša vjerojatnost da će koristiti nizak stupanj fleksibilnosti tečajnog režima (Heller, 1978.). Fiksni tečajni režim se preferira u malim ekonomijama jer male ekonomije teže većoj međunarodnoj trgovini (Markiewicz, 2006.).

H03: Ekonomska razvijenost ima negativan utjecaj na izbor fiksnog tečajnog režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije.

Teorija optimalnog valutnog područja govori da otvorenije ekonomije fiksiraju tečajne režime dok su veće ekonomije tj. ekonomije s višom razinom BDP-a po stanovniku sklone odabiru plivajućih tečajnih režima. Drugim riječima rečeno, zemlje sa višom razinom ekonomske razvijenosti karakterizira viša vjerojatnost za korištenje plivajućeg tečajnog režima (Poirson, 2001.).

H04: Veće međunarodne rezerve su karakteristika posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije koje koriste fiksne tečajne režime.

Prema Krugmanovom modelu valutne krize, kolaps fiksnog tečajnog režima je praćen stalnim smanjenjem međunarodnih rezervi. Model se temelji na postojanju proračunskog deficita uz povećanje novčane mase. Kako bi se obranio tečaj, dolazi do trošenja odnosno smanjivanja međunarodni rezervi. Ako bi se nastavilo sa ovom metodom vremenom bi se rezerve potrošile i fiksni tečaj se ne bi mogao održavati. No, u stvarnosti dolazi do sve bržeg smanjenja rezervi, a uzrok su špekulanti koji uviđaju promjene u novčanoj masi, pretpostavljaju da bi moglo doći do promjene tečajnog režima i kreću sa konverzijama domaće valute za stranu, kako bi se zaštitili od potencijalnog rizika koji su procijenili. Zapravo, napad na valutu odmah snižava rezerve i prisiljava vlasti na promjenu tečajnog režima. Dakle, razina međunarodnih pričuva često se koristi kao vodeći pokazatelj valutne krize. Zemlja koja koristi fiksne tečajne režime mora držati visoku količinu međunarodnih pričuva kako bi poboljšala vjerodostojnost svojeg tečajnog režima. U zadnje vrijeme pojavila su se istraživanja (Aizenman, 2013.) koja svjedoče o porastu međunarodnih rezervi u zemljama u razvoju. Porast međunarodnih rezervi je posljedica održavanja financijske stabilnosti za zemlje kako s fiksnim tako i s plivajućim tečajnim režimima. Zbog spomenutih trendova analizirana je determinanta međunarodnih rezervi kako bi se odgovorilo na pitanje jesu li rezerve u stvarnosti karakteristika samo fiksnih tečajnih režima?

H05: Politička stabilnost karakterizira fiksne tečajne režime posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije.

Edwards (1996. i 1999.) je u svojim istraživanjima analizirao institucionalne determinante. Analizirao je determinante koje su mjerile stupanj političke stabilnosti i snagu vlade. Zaključio je da slabija vlada i nestabilno političko okruženje umanjuju vjerojatnost odabira fiksnog tečajnog režima. Promatrajući zemlje zaključio je da snažnija vlada ima veći politički kapacitet za održavanje fiksnog tečajnog režima. Odnosno, snažnija vlada će biti u boljem položaju da se odupre svim pritiscima uzrokovanim mogućom tečajnom krizom. Vodeći se

danim zaključcima postavljena je ista hipoteza i za zemlje u ovome radu. Politički stabilnije zemlje imaju veću vjerojatnost za odabir fiksnog tečajnog režima.

1.3. Svrha i ciljevi istraživanja

Dosadašnja empirijska istraživanja o problematici postavljenoj u ovoj radu ne nude jasnu definiciju izbora tečajnih režima za pojedinu zemlju, kao i koji su to najvažniji faktori odnosno determinante za izbor tečajnih režima. Pojedina istraživanja nudi suprotne odgovore vezano za pojedine determinante i njihov utjecaj na tečajne režime. S obzirom na dosadašnja saznanja, koja su često konfuzna i nedovoljna, može se postaviti i temeljno pitanje koje glasi: koje su to determinante značajne prilikom izbora tečajnih režima zemalja koje se nalaze u procesu eurointegracije. Istraživanje je obuhvatilo i istraživanje ostalih znanstvenih i pragmatičnih ciljeva.

Znanstveni ciljevi se mogu klasificirati kroz pet temeljnih skupina: znanstvenu deskripciju, znanstvenu klasifikaciju, znanstveno otkriće, znanstveno objašnjenje i znanstveno predviđanje. Poštujući spomenuto, kao i pregledom niza bibliografskih jedinica, provedene su sljedeće aktivnosti:

- Vodeći se znanstvenim spoznajama koje su bile temelj za postavljanje hipoteza, postavljen je teorijski i empirijski model kriterija za izbor tečajnih režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije. Model utvrđuje zakonitosti, smjer i jačinu veze između determinanti tečajnih režima i tečajnih režima ponaosob.
- Istražena je statistička značajnost, smjer i intenzitet pojedinih determinanti na izbor tečajnog režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije. Zaključci su se usporedili sa dosadašnjim istraživanjima te utvrdilo njihovo podudaranje ili neslaganje.
- Analizirane su dosadašnje teorije izbora tečajnih režima, od klasičnih (teorija optimalnog valutnog područja) pa do modernih (politička, bipolarna, itd), kao i sve pretpostavke i stajališta dosadašnjih teorija. Dosadašnje teorije imaju više stajališta koja se odnose samo na neke determinante.
- Istraživanje je otvorilo nova područja za buduća istraživanja.

Znanstveni ciljevi rezultirali su znanstvenim spoznajama koje razjašnjavaju do sada nepoznate činjenice, veze i odnose o utjecaju determinanti na tečajne režime.

Pragmatični ciljevi ovog istraživanja ogledaju se u analizi adekvatnosti tečajnih režima spomenutih zemalja. Empirijska analiza je utvrdila da li pojedina zemlja ostvaruje jednake makroekonomske učinke kao i zemlje koje koriste isti tečajni režim. Istraživanje pruža empirijske dokaze adekvatnosti tečajnih režima. Najvažnija pitanja i zadaci definirani su kako slijedi:

- Analitički prikazati determinante i tečajne režime u odabranim zemljama kroz promatrano razdoblje.
- Analizirati eksplanatornu snagu pojedinih dosadašnjih teorija izbora tečajnih režima.
- Utvrditi koji je bio "vijek trajanja" tečajnih režima u promatranim zemljama i zaključiti da li je bilo razlika kod zemalja članica Europske unije i ostalih zemalja koje su analizirane u ovome radu?

Uspostavljanje veze između pojedinih institucionalnih, makroekonomskih ili determinanti optimalnog valutnog područja i tečajnih režima predstavlja temeljni cilj ovoga istraživanja.

Svrha disertacije je utvrditi zakonitosti, smjer i jačinu veze između pojedinih institucionalnih, makroekonomskih ili determinanti optimalnog valutnog područja i tečajnih režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije, dobivene zaključke usporediti sa dosadašnjim istraživanjima te aktualnim teorijskim konceptima, analizirati eksplanatornu snagu dosadašnjih teorija izbora tečajnih režima, od klasičnih (teorija optimalnog valutnog područja) pa do modernih, kao i sve pretpostavke i stajališta dosadašnjih teorija, analitički prikazati učinke u zemljama kroz promatrano razdoblje te empirijski utvrditi značaj pojedinih determinanti izbora tečajnog režima u zemljama koje se nalaze u procesu eurointegracije.

1.4. Metodologija istraživanja

Metodologija rada ogleda se u primjeni odgovarajućih metoda i tehnika istraživanja. U tom kontekstu, u ovom radu koriste se opće metode znanstvenog i stručnog istraživanja i posebne ekonometrijske metode.

U oblikovanju teorijskog dijela rada koristile su se opće metode znanstveno-istraživačkog rada. U empirijskom dijelu ekonometrijske metode. Specifična metodologija rada adekvatna je problemu i predmetu istraživanja.

Podaci su pribavljani pribavljati baza podataka: baza podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators), baza podataka o statistici usmjerenosti trgovine (Direction of trade statistic), baza podataka svjetskog ekonomskog pregleda (World Economic Outlook), baza podataka o globalnom financijskom razvoju (Global Financial Development), baza podataka Bečkog instituta za međunarodne ekonomske studije (WIIW), baza podataka Polity IV Project, baza podataka o političkim institucijama (Database of Political Institutions), baza podataka nevladine Organizacije za promociju građanskih sloboda (Freedom House), NBER, Science Direct, JSTOR i brojne druge.

Središnje mjesto u ovom dijelu istraživanja pripada ekonometrijskoj metodi obrade podataka. Ekonometrijskom metodom se, pojedinačni podaci, dobiveni primjenom tehnike sekundarnog prikupljanja podataka, koriste za spoznaje zakonitosti koje služe za prihvaćanje, odnosno odbacivanje istraživačkih hipoteza. Osim metode obrade podataka korištene su metode prezentiranja rezultata istraživanja kojima su analizirani podaci i predstavljeni putem raznih vrsta grafičkih i tabelarnih prikaza radi jasnijeg, kvalitetnijeg i sigurnijeg predočenja te uspoređivanja brojnih pojava.

Združenim modelom binarne logističke regresije na panel podacima utvrđuje se statistički prihvatljiva značajnost utjecaja određene vrste determinanti na izbor tečajnog režima. Dosadašnja istraživanja koristile su različite vrste analiza. Svaka od tih analiza posjedovala je određenje karakteristike na osnovu kojih se i odabrala adekvatna metoda istraživanja. Neki od autora su koristili binominalnu, dok su drugi koristili multinominalnu metodu. Izbor je ovisio da li će zavisna varijabla biti samo sa izborom dva tečajna režima (fiksni i plivajući) ili će sadržavati tri (intermedijarni). Zbog adekvatnosti metode za potrebe istraživanja odlučili smo se za binarni model. U ovom radu jedna je zavisna varijabla i to binarnog karaktera (engl. dummy), tzv. dihotomna varijabla (0, 1) kojem se opisuje izbor tečajnog režima dok su nezavisne varijable numeričke. Model na temelju skupa izabranih varijabli utvrđuje koje su varijable statistički značajne pri izboru tečajnog režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije.

Prostorna definicija uzorka obuhvatila je zemlje čiji je cilj ulazak u Europsku uniju, a samim tim i u Ekonomsku i monetarnu uniju, te one zemlje koje se već nalaze u sastavu Europsku

uniju, ali još uvijek nisu postale članice Ekonomske i monetarne unije. Zemlje koje namjeravamo promatrati, a nalaze se u sastavu Europske unije su: Bugarska, Rumunjska, Češka, Mađarska, Poljska, i Hrvatska. Pored navedenih zemalja promatraju se i zemlje koje imaju za kratkoročni ili dugoročni cilj ulazak u Europsku uniju, a kasnije i Ekonomsku i monetarnu uniju. Te zemlje sačinjavat će Albanija, Bosna i Hercegovina, Makedonija, Crna Gora i Srbija. Ukupan broj zemalja koje su promatrane je 11. Vremenska definicija uzorka obuhvatila je razdoblje od 1995. godine do 2014. godine. Dakle radi se o seriji od 20 godina. Pažnja se posvetila i na činjenicu da pojedine zemlje nisu postojale svih godina promatranja, te se promatra od godine od kada su pokazatelji dostupni.

1.5. Struktura istraživanja

Doktorska disertacija sastoji se od pet tematskih cjelina, odnosno poglavlja. Detaljnije obrazloženje svakog poglavlja se može pronaći u nastavku.

Uvodni dio ove doktorske disertacije odnosno prvo poglavlje obrađuje predmet i problem istraživanja. Opisane su hipoteze i ciljevi istraživanja, i znanstveni i pragmatični. Nakon ciljeva slijedi i obrada metodologije, odnosno pojašnjenje metoda koje su korištene u ovoj disertaciji. Posljednji dio ovoga poglavlja obuhvaća strukturu istraživanja.

Drugo poglavlje usmjerilo je pažnju na klasificiranje tečajnih režima te osnovne karakteristike tečajnih režima. Na samom početku poglavlja dana je evolucija monetarno-tečajnih sustava. Smisao ovog poglavlja je dati pregled, razvojnost i institucionalno objašnjenje izbora tečajnih režima od razdoblja zlatnog standarda, preko Bretton Woods-a i nakon Bretton-Woods i nakon njega pa sve do danas kao konteksta eurointegracijskog procesa. Nakon pregleda karaktera tečajnih režima, analizira se klasifikacija tečajnih režima. Klasifikacija tečajnih režima nije jedinstvena. Kritički pregled klasifikacija ima za svrhu objašnjenje izbora adekvatne klasifikacije s obzirom na ciljeve istraživanja i karakteristike zemalja u uzorku. Poglavlje završava prikazom učinkovitosti makroekonomskih politika u sustavima različitih tečajnih režima.

Sljedeće poglavlje doktorske disertacije objašnjava teorije i determinante izbora tečajnih režima. Na temelju dosadašnjih teorijskih i empirijskih istraživanja teorijski koncepti podijeljeni su na: klasične teorije tečajnih režima, odnosno teoriju optimalnog valutnog

područja, i moderne teorije. Pod modernim teorijama podrazumijeva se: „pristup kriza“, „pristup političke ekonomije“, „trileme“, „kvadrileme“ i „dileme“ monetarno-tečajne politike, „pristup korner hipoteze“ te „pristup straha od plivanja“ i „straha od fiksiranja tečaja“. Na temelju teorijskih koncepata te empirijskih istraživanja, definirane su determinante i pretpostavljeni utjecaj determinanti. Dio koji govori o vrstama determinantni tečajnih režima obuhvatio je njihovu osnovnu podjelu na determinante optimalnog valutnog područja, makroekonomske determinante i institucionalne determinante. Pregled empirijskih istraživanja obuhvatio je većinu značajnih istraživanja o determinantama tečajnih režima. Ovakav prikaz istraživanja omogućio je bolji pregled korištenih determinanti u istraživanjima kao i analizu rezultata radova.

Četvrto poglavlje disertacije obuhvaća eksplikaciju karakteristika tečajnih režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije. U prvom dijelu su opisane karakteristike tečajnih režima zemlja članica Europske unije koje još nisu postale dijelom Ekonomske i monetarne unije: Bugarska, Češka, Hrvatska, Mađarska, Poljska i Rumunjska. Slijedi opis ostalih zemalja, odnosno zemalja koje još nisu postale članice Europske unije ali su u procesu eurointegracije: Albanija, Bosna i Hercegovina, Crna Gora, Makedonija i Srbija. Dioba na navedene dvije grupe pretpostavlja razlike u izboru i karakteristikama s obzirom na stupanj integriranosti. Analizirani su i rezultati koji su dobili autori koji su imali sličan prostorni uzorak kao i ova disertacija. Ovo poglavlje ima za cilj analizirati karakteristike tečajnih režima i pretpostavljenih determinanti kao temelja za kasniju empirijsku analizu.

Peto poglavlje predstavlja empirijski model izbora tečajnog režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije, te rezultate istraživanja. U ovom poglavlju se, prije detaljne razrade i prezentacije rezultata, obrazlažu postavke modela, metodološki aspekti prikupljanja i obrade podataka, te tablični prikaz deskriptivne statistike. Glavni dio petog poglavlja čini model kojim se utvrđuje smjer i jačinu veze između pojedinih institucionalnih, makroekonomskih ili determinanti optimalnog valutnog područja i tečajnih režima na uzorku od 11 posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije. Uslijedila je prezentacija dobivenih rezultata i komentari rezultata empirijskog istraživanja. Nakon prikaza i komentara rezultata izlažu se glavni doprinosi nastali kao rezultat testiranja postavljenog modela istraživanja, odnosno uklapanje rezultata empirijskog istraživanja u polazni teorijski model. Ukazana su potencijalna ograničenja ovog istraživanja i dala se prosudba za daljnja znanstvena istraživanja. Zaključna razmatranja do kojih se došlo temeljem cjelokupnog (teorijskog i empirijskog) istraživanja dana su na samom kraju.

2. TEČAJNI REŽIMI: KLASIFIKACIJA I KARAKTERISTIKE

Ovo poglavlje obrađuje značaj i karakteristike tečajnih režima, smisao njihove promjene te ulogu izbora tečajnog režima u procesu eurointegracije.

Devizni tečaj može se definirati kao cijenu jedne jedinice strane valute izražena preko jedinica domaće valute. Devizni tečaj može se izraziti i kao cijenu jedne jedinice domaće valute izraženu preko jedinica strane valute. Promjene deviznog tečaja može imati važan učinak na niz makroekonomskih ciljeva i ishoda. Tako promjene deviznog tečaja mogu dovesti do promjena cijena roba i usluga. Promjenom deviznog tečaja dolazi i do promjena u uvozu i izvozu. Stoga za devizni tečaj možemo reći da je važna varijabla ekonomske politike.

Tečajni režim je sustav koji monetarna vlast jedne zemlje oblikuje kako bi se uspostavio tečaj vlastite valute prema drugim valutama. Za zemlju je važno izabrati onaj sustav koji će optimizirati ciljeve njezine ekonomske politike. Zemlja će odabrati tečajni režim koji smatra optimalnim koristeći uglavnom monetarnu, a ponekad i fiskalnu politiku. Može se reći i da devizni tečaj predstavlja vezu preko koje se inozemne cijene iskazuju u domaćoj valuti i domaće cijene iskazuju u stranoj valuti, a tečajni režim predstavlja način na koji se određuju ove cijene. Počesto se u literaturi, posebice stranoj tečajni režim naziva i monetarnim režimom neke zemlje, ili se pod monetarnim režimom podrazumijeva i tečajni režim, što nije čudno imali se u vidu činjenica da izbor tečajnog režima umnogome određuje i monetarni režim neke zemlje. Monetarni režim predstavlja način na koji zemlja uređuje pitanja u svezi novčane jedinice, emisije i opticaja novca. Monetarni sustav predstavlja skup zakona i propisa o poslovanju monetarnih institucija, tj. financijskih institucija koje kreiraju novac kao sredstvo plaćanja. S obzirom na utjecaj financijskih institucija na proces kreiranja novca, financijske se institucije dijele na monetarne i nemonetarne. Monetarne su institucije središnja banka koja izdaje novac, te poslovne banke, koje kreiraju novac multipliciranjem svojih transferabilnih depozita. Nemonetarne su one institucije koje ne otvaraju transferabilne depozite, stoga ne multipliciraju svoje depozite već samo sudjeluju u procesu kreiranja novca.

Poglavlje započinje sa evolucijom monetarnog sustava od razdoblja zlatnog standarda preko monetarnog sustava između dva svjetska rata, Bretton Woodskog monetarnog sustava i monetarnog sustava koji je uslijedio nakon Bretton Woodsa. Svrha je ovog pregleda uočiti i

analizirati glavne karakteristike izbora režima i njihovu razvojnost kao institucionalno okruženje tečajnih režima u procesu eurointegracije. Evolucijom monetarno-tečajnih sustava prikazuju se najvažniji sustavi. Prijelazi na novi sustav nastaju zbog neodrživosti postojećeg sustava. Novi sustavi isprva su nosili mnoge prednosti, ali i nedostatke koje su isplivale nastankom kriza. Bitno je istaći da monetarno-tečajni sustavi nisu dani jednom za uvijek, nego je potrebna kontinuirana prilagodba istih kako bi se nosili sa brojnim izazovima. Za kraj je prikazana teorija o monetarnoj integraciji u Europi, kao i pregled kriterija zemalja Europske unije koje se pripremaju za ulazak u Ekonomsku i monetarnu uniju.

Slijedi kritički prikazana klasifikacija tečajnih režima po različitim pristupima kako bi se zadobila teorijska pozicija za izbor optimalne klasifikacije s obzirom na uzorak zemalja i ciljeve istraživanja.

2.1. Evolucija monetarno-tečajnog sustava

Monetarno-tečajni sustavi, kroz prošlo stoljeće i pol, određeni su različitim konceptualnim rješenjima od sustava zlatnog standarda do niza modernih tečajnih režima. Povijesno gledano, svaki dosadašnji sustav bio je pod utjecajem ekonomije i politike toga vremena. Sažetak najvažnijih monetarnih sustava u spomenutom razdoblju prikazan je u Tablici 1. Vidljivo je da je došlo do promjene u monetarno-tečajnim sustavima, te je bilo značajno istražiti uzroke tih promjena. Činjenica je da su razvoj međunarodne trgovine i kretanja kapitala oduvijek tražili uređenje intervalutarnih odnosa.

Fiksiranjem cijene zlata između zemalja članica nastao je međunarodni zlatni standard. Monetarno zlato je bilo raspodijeljeno prema potrebama zemalja članica za novcem i supstitutima zlata. Poremećaji bilance plaćanja su se automatski rješavali koristeći Ricardo-Humeovom mehanizam prilagodbe (McGee, 1989.). Prema mehanizmu, u zemlju sa zlatnim standardom koja je imala pozitivnu trgovinsku bilancu zlato će se priliti u iznosu za koji je vrijednost izvoza premašila vrijednost uvoza. S druge strane, kod zemalja koje su imale negativnu trgovinsku bilancu, zlato će se odliti u iznosu za koji je vrijednost uvoza veća od vrijednosti izvoza. Ukoliko ne bi došlo do intervencija središnje banke na količinu novca u opticaju, novčana masa će rasti u zemlji s pozitivnim trgovinskom bilancom i obratno. Hume je tvrdio da će u zemljama u kojima se količina novca povećava i inflacija porasti, dok će u

ostalim zemljama doći do deflacije. Više cijene će, u zemljama koje imaju pozitivan saldo robne razmjene, dovesti do smanjenja izvoza i povećanja uvoza, što će promijeniti ravnotežu trgovine na dolje, prema neutralnoj ravnoteži. Ove prilagodbe u trgovinskoj bilanci će se nastaviti sve dok se trgovinska bilanca ne izjednači u svim zemljama koje sudjeluju u razmjeni. U teoriji se podrazumijevalo da će odnos zlata biti u potpunosti fiksan u praksi je odnos ovisio od transakcijskih troškova, rizika i ostalih troškova vezanih za isporuke zlata.

Tablica 1: Evolucija međunarodnog monetarnog sustava

Razdoblje	Monetarni sustav	Glavni izazovi	Procjena	Uzroci za prijelaz na naredno razdoblje
1999 - 2018	Bez sustava (Bretton Woods II)	Globalna neravnoteža	Ekspanzivna politika u Sjedinjenim Američkim Državama potiče na veliki deficit tekućeg računa	Protekcionizam? Financijski Šokovi? Monetarna unija u Aziji? Nesigurnost u euro zoni.
1985 - 1998	Bez sustava (tečajne krize)	Krize u zemljama u razvoju	Zemlje u razvoju	Zemlje u razvoju prelaze na plivajuće tečajne režime ili počinju sa skupljanjem dolarskih rezervi koje će koristiti za ublažavanje budućih šokova. Europska unija ide ka procesu monetarnog integriranja.
1973 – 1984	Bez sustava (plivajući tečaj, dolarski standard)	Inflacija	Neuspješni pokušaji kombiniranja neovisne domaće politike (monetarne i fiskalne) sa upravljano plivajućim tečajnim režimima	De-facto razdvajanje kamatnih stopa između Eurozone i ostatka Europe
1950 – 1970	Bretton Woods	Cjenovna stabilnost	Fiksirani režim prema dolaru (nominalno fiksiranje prema zlatu) koje će osigurati cjenovnu stabilnost. Moguća je neovisna monetarna politika sve dok postoje kapitalne kontrole	Pretjerana razuzdanost Sjedinjenih Američkih Država kako bi se podržali vlastiti vojni i socijalni programi, sukob sa perifernim zemljama, borbe protiv inflacije
1918 – 1939	Nestabilnost između dva rata	Cjenovna stabilnost	Rani pokušaji ponovnog uspostavljanja zlatnog standarda koji nije uspio zbog nastanka Velike gospodarske krize zaključno sa Beggar-Thy-Neighbor (Prosjak-Tvoj-Susjed) politikom	Sukob između ekspanzivnih politika sa depresijom i deflacijskim politikama kojim bi se zadržao paritet
1880 – 1914	Zlatni standard	Cjenovna stabilnost	Fiksirani režim prema zlatu osigurava cjenovnu stabilnost, ali ne i nezavisnu monetarnu politiku	Prvi svjetski rat, širenje demokratske politike koja je otežavala vladama održavanje deflatorne politike kako bi se osigurao tečajni paritet

Izvor: Prilagođeno i dopunjeno prema Escriva i dr. (2008.).

Centralne banke imale su važnu ulogu u međunarodnom zlatnom standardu. Mijenjanjem diskontnih stopa i korištenjem ostalih monetarnih mehanizama imale su mogućnost ubrzanja

prilagodbe neravnoteže bilance plaćanja. Iako su imale mogućnost samostalnog korištenja monetarnih instrumenata, centralne banke su uglavnom pratile rad Centralne banke Engleske. London je rada bio svjetsko središte za zlato, robu i tržište kapitala. Funta je služila za supstitut za zlato. Razdoblje zlatnog standarda trajalo je nekoliko desetljeća, no i tu su se znale pojaviti financijske krize. Tijekom razdoblja financijskih kriza privatni kapitalni tijekovi znali su pomoći bankama. Ova ulaganja protumačena su kao čvrsto vjerovanje u kredibilitet Centralne banke Engleske i u sustav konvertibilnosti.

Zlatni standard sadržavao je samo-regulirajući mehanizam koji bi osigurao dugoročnu monetarnu i cjenovnu stabilnost. Opća razina cijena u svijetu bila je određena međudjelovanjem novčanog i robnog tržišta. Kupovna moć bila je određena od robnog tržišta, a razina cijena bi ovisio o ponudi i potražnji za zlatom. Uslijed bilo kakvih većih promjena ponude ili potražnje došlo bi do promjene cijene zlata. Cjenovne promjene utjecale bi na kupovnu moć prema zlatu i vodile bi prema promjenama u proizvodnji zlata. Ovaj mehanizam imao je tendenciju prema stabilnosti cijena u dugom roku. U kratkom roku veće promjene u ponudi ili potražnji za zlatom vodile bi prema višoj cjenovnoj volatilnosti. Štoviše, ovaj sustav spajao je unutrašnju i vanjsku ravnotežu, tj. osiguravao istovremeno postizanje obje. Ravnoteža se uspostavljala, kroz slobodni protok kapitala, fleksibilnošću cijena i nadnica, odnosno internom devalvacijom. Modelski rečeno, rigidnost cijena, kroz pad konkurentnosti, dovodila mi do smanjenja proizvodnje i recesije, odnosno usklađivanja kroz nivo proizvodnje.

Jedno od važnijih značajki zlatnog standarda jeste da je utjelovljeno monetarno pravilo kojim se ograničavaju radnje monetarnih vlasti. Tjeranje monetarnih vlasti da slijede pravila je bilo viđeno kao prednost u očima klasičnih ekonomista. Fiksna cijena zlata sprječavala je vlade od stvaranja iznenadnog fiducijarnog novca kojim bi se ostvarila emisijska dobit. Privrženost zlatnom standardu omogućila je mnogim zemljama izbjegavanje problema visoke inflacije ili stagflacije koje su se javljale u 20. stoljeću.

Zlatni standard kao pravilo je funkcioniralo zbog povijesne evolucije zlata kao novca. Ovo pravilo uspješno je funkcioniralo u onim zemljama koje su činile srž zlatnog standarda, a to su Ujedinjeno Kraljevstvo, Francuska i Sjedinjene Američke Države. U uvjetima rata (Ujedinjeno Kraljevstvo u ratu sa Napoleonom i Prvom svjetskom ratu, Francuska u Francusko-pruskom ratu, a Sjedinjene Američke Države u građanskom ratu) države su koristile pravilo izdavanja papirnog novca i zaduživanja. Iako je imala na to pravo i činila narednu zemlju po važnosti iz zlatnog standarda, Njemačka uglavnom nije koristila ovo

pravilo. Za razliku od zemalja koje su činile srž zlatnog standarda, ostale zemlje imale su problema pri ostvarenju ovoga pravila, te su često bile prisiljene na devaluaciju i suspendiranje konvertibilnosti. Manjak vjerodostojnosti je bio glavni uzrok (Bordo, 2004.).

Razdoblje klasičnog zlatnog standarda završilo je 1914. godine. Ipak nekoliko puta u 20. stoljeću bili su pokušaji vraćanja zlatnog standarda i to, razdoblje zlatnog standarda razmjene 1925.-1931. godine i razdoblje zlatnog dolarskog standarda 1945.-1971. godine.

Razdoblje nakon zlatnog standarda do Bretton-Woods monetarnog sustava u literaturi je poznato i kao razdoblje između dva svjetska rata. Tijekom Prvog svjetskog rata plemeniti metali postali su važan resurs sa kojima su se mogle financirati brojne potrebe koje je rat nosio. Fiksna vezanja za zlato su privremeno napuštena te su započeli promjenjivi odnosi među valutama. Ipak tržište nije bilo prepušteno samo sebi te su postojala ograničenja koja su limitirala pojedine transakcije na inozemnim tržištima. Kako bi se prikupilo resursa što je više moguće vlade su do sredstava uglavnom dolazile putem novih poreza, izdavanjem obveznica i emitirale novac bez pokrića (engl. fiat money).

Završetkom rata centralne banke nisu započele sa intervencijama na inozemnim tržištima te su monetarni režimi imali slobodu plivanja. Ujedinjeno Kraljevstvo i druge zemlje izrazile su želju za povratkom na sustav zlatnog standarda. Na konferenciji koja je održana u Genovi 1922. godine, upravo je Ujedinjeno Kraljevstvo bilo glavni zagovornik prijedloga za vraćanje na sustav zlatnog standarda. Sustav koji su predlagali temeljio se na konvertibilnosti lokalnih valuta u zlato i na činjenici da bi se koristile inozemne devizne rezerve kao zamjena za zlato. Ove rezerve bile bi u dolarima i funtama. Ostali prijedlozi bili su vezani sa restrikcijama vezanim za korištenje zlata kao valute i zajedničkim određivanjem diskontnih ili stopa uz premiju kako ne bi došlo do natjecanja između zemalja.

Plivajući režimi bili su na snazi do sredine 20-ih godina prošlog stoljeća nakon čega se pojedine zemlje ponovno okreću sustavu zlatne konvertibilnosti. Radilo se uglavnom o onim zemljama koje su bile suočene sa hiperinflacijom poput Austrije, Njemačke, Mađarske i Poljske ili zemljama koje su bile suočene sa umjerenom inflacijom poput Belgije, Francuske i Italije. Pojedina istraživanja (Brown, 1940.) govore kako je 1926. godine 39 zemalja koristilo monetarni sustav koji je bio vezan za zlato. Do kraja 1928. godine ovaj broj se popeo na 50 zemalja.

Temeljeći se na pretpostavkama konferencije iz Genove, sustav zlatnog standarda bio je ponovno uspostavljen. Centralne banke zahtijevale su da omjer pokrića domaćih valuta bude između 30% i 40% od ukupnog zlata ili inozemnih rezervi (Bordo, Schwartz, 1997.).

Uspoređujući zlatni standard iz ovoga vremena sa zlatnim standardom prije Prvog svjetskog rata mogu se pronaći brojne razlike. Jedna od razlika (Brown, 1940.) je bila u tome što se međunarodni financijski sustav nije temeljio samo na jednom centru, nego na više njih. Rat koji je vođen poremetio je odnose u svjetskim ekonomijama, te Ujedinjeno Kraljevstvo više nije bilo na čelu svjetskog poretka. Sjedinjene Američke države postale su najvećim svjetskim vjerovnikom, dok je Njemačka postala najvećim dužnikom. London je dobio konkurenciju, a glavni konkurent mu je bio New York, koji je htio preuzeti prijašnju ulogu Londona na svjetskom novčanom tržištu. I drugi gradovi, poput Amsterdama, su imali slične, no ne baš tako izražajne ambicije. London i Liverpool bila su svjetska središta sirovina, dok je New York postajao svjetsko sjedište za trgovinu vrijednosnim papirima.

Države su se suočavale i sa problemima prilagodbe. Ujedinjeno Kraljevstvo imalo je valutu za koju se smatralo da je precijenjena što je vodilo prema deficitu u bilanci plaćanja i do odljeva zlata. Na suprotnoj strani nalazila se Francuska, čija je valuta bila podcijenjena i koja se suočavala sa priljevima zlata.

Likvidnost je bila još jedan problem. Smatralo se da su tadašnje zalihe zlata nedovoljne za financiranje rasta svjetske trgovine i proizvodnje. Tijekom 30-ih godina započeti su projekti kojima bi se prognozirala svjetska ponuda i potražnja za zlatom u narednom desetljeću. Nastojala se optimizirati upotreba zlata, kako svijet ne bi suočen sa ogromnim deflacijama, što se i dogodilo u razdoblju od 1929. godine do 1933. godine.

Poštujući kriterije iz Genove, centralne banke su pri nagovještajima nedostatka zlata prodavale međunarodne rezerve koje su bile u dolarima i funtama. Smanjenje zlata u Londonu i New Yorku otvaralo je mogućnost špekulativnim napadima prema ovim valutama, što se u konačnici i dogodilo i to 1931. godine prema funti, a dvije godine kasnije prema dolaru.

Uspostavljeni sustav zlatnog standarda bio je suočen i sa manjkom vjerodostojnosti. Političke promjene u mnogim zemljama otežavale su obranu konvertibilnosti i cijelog sustava, pogotovo ako su zemlje trebale odabrati restriktivnu monetarnu politiku. Smatra se da je sustav zlatnog standarda doživio slom 1929. godine. Jedan od razloga kojim se objašnjava slom sustava zlatnog standarda može se pronaći u gubitku povjerenja u rezervnu valutu i natjecanja između centralnih banaka kako bi se domogle zlata. Drugi razlog bio zbog

neprimjerene monetarne politike Sjedinjenih Američkih Država i Francuske, koji su blokirali priljeve zlata, time stvorivši deflacijski pritisak na međunarodni monetarni sustav (Bordo, Schwartz, 1997.).

Te je godine započela i Velika depresija koja je trajala naredne četiri godine. Sredinom 20-ih godina prošlog stoljeća tržišta kapitala doživljavaju procvat. Svake godine vrijednosni papiri na svjetskim burzama su bilježili rast, što je privlačilo ulagače i dotok kapitala na mnogim razvijenim tržištima. Rast je trajao do kraja 1928. godine i početka 1929. godine. Cijene vrijednosnih papira počele su padati na svim svjetskim burzama kao što su burze u Londonu, New Yorku, Parizu, Bruxellesu, Beču, Milanu, Tokyju, Berlinu, Amsterdamu i drugim. Trend pada promijenio je i tijek kapitala. Kapital koji je bio investiran u druga nacionalna gospodarstva, sada je bio povlačen (Sjedinjene Američke Države počele su povlačiti velike količine zlata iz Ujedinjenog Kraljevstva, Njemačke, Kanade i Argentine, Francuska je isti proces započela sa Njemačkom i Ujedinjenim Kraljevstvom).

Kao što je bilo slučaj desetljeće ranije, tijekom 1932. godine mnoge zemlje su ponovno koristile plivajuće tečajne režime. Neke od zemalja bile su Ujedinjeno Kraljevstvo, Japan, Skandinavske zemlje i zemlje Latinske Amerike. Razlika u odnosu na prethodne plivajuće režime nije bilo slobodnog kretanja tečaja, nego se radilo o nekom obliku upravljanih plivajućih režima. Upravljanje se vršilo aktivnim intervencijama fondova (za poslove Sjedinjenih Američkih Država nadležan je bio ESF (engl.The Exchange Stabilization Fund), za poslove Ujedinjenog Kraljevstva nadležan je bio EEA (engl. The Exchange Equalisation Account), čija je zadaća bila upravljanje omjerima između valuta. Naredne godine i Sjedinjene Američke Države su se pridružile u skupinu zemalja koje su koristile plivajuće tečajne režime. Suprotno od ovih zemalja, neke zemlje su i dalje nastojale koristiti fiksni režim prema zlatu. Radilo se o skupu kojem su pripadale Francuska, Nizozemska, Poljska i Švicarska. Ovo fiksiranje trajalo je do 1936. godine i devaluacije u Francuskoj.

Nakon svega rečenog može se izvesti zaključak kako su u razdoblju između dva svjetskog rata koristili sljedeći monetarni režimi (Eichengreen, 1990.): slobodno plivajući tečajni režimi koji su korišteni uglavnom do 1926. godine, fiksni tečajni režimi koji su korišteni uglavnom do kolovoza 1931. godine i upravljano plivajući tečajni režimi koji su korišteni uglavnom do kolovoza 1936. godine.

Iz gore navedenog teksta je vidljivo, osobito u vremenu krize, da se zemlje okreću nacionalnim ciljevima održavanja unutrašnje ravnoteže, koristeći monetarnu politiku nauštrb

vanjskoj ravnoteži i stabilnosti tečaja te često uz cijenu ograničavanje kretanja kapitala. Promicanje koristi međunarodne trgovine i kretanja kapitala, tražio je uređenje međusobnih intervalutarnih odnosa. Planiranje o budućem monetarnom sustavu započelo je tijekom Drugog svjetskog rata. Glavni predlagači novoga sustava bili su Sjedinjene Američke Države i Ujedinjeno Kraljevstvo. Pregovori o novome sustavu potvrđeni su potpisom Atlantske povelje u kolovozu 1941. godine i Sporazumom o uzajamnoj pomoći u veljači 1942. godine. Predlagači su imali za cilj stvoriti sustav koji bi promovirao mir i izbjegao nedostatke sustava između dva svjetska rata, a osiguravao multilateralni platni sustav, stabilne tečajeve i punu zaposlenost.

Konferencija u Bretton-Woodsu održana je u srpnju 1944. godine, a pripremni sastanci su se održavali u Washingtonu 1943. godine i početkom 1944. godine. John Maynard Keynes je predvodio stranu Ujedinjenog Kraljevstva, a Harry Dexter White je predvodio stranu Sjedinjenih Američkih Država.[1]

Ciljevi osnovanog fonda bili bi promoviranje međunarodne monetarne kooperacije, ubrzan gospodarski razvoj, održavanje pune zaposlenosti, održavanje stabilnih tečaja, izbjegavanje kompetitivnih devaluacija, eliminacija tečajnih restrikcija, pružanje pomoći za ravnotežu bilance plaćanja i drugo (Bordo, 1993.).

Novi sustav se trebao temeljiti na sljedećim pretpostavkama. Sve novčane jedinice su bile jednako tretirane te su trebale održavati tečaj prema svim ostalim jedinicama. S obzirom da je dolar bio jedina novčana jedinica koja je bila fiksno vezana za zlato, sve ostale novčane jedinice su trebale održavati tečaj prema dolaru. Zemlje bi povlačile sredstva od Fonda za financiranje deficita. U slučaju suficita zemlje su mogle ili povećati rezerve ili otkupiti svoje novčane jedinice od Fonda. Uvele bi se i kapitalne kontrole koje bi za cilj imale sprečavanje određenih špekulacija (Bordo, 1993.). Dakle, novi sustav uspostavljen je kao zlatno devizni,

---

[1] Keynesov prijedlog bi ohrabrio ekspanziju svjetske trgovine uz pomoć velikodušnih rezervi međunarodne likvidnosti. Prijedlog je podrazumijevao i nastanak štita nacionalnih ekonomija od inozemnih šokova. Ključna odredba prijedloga bila je nastanak međunarodne centralne banke, nastanak međunarodne unije za platni promet i izdavanje nove međunarodne novčane jedinice. Nova jedinica bi imala fiksan tečaj u odnosu na zlato, a svaka zemlja bi odredila odnos fiksnog tečaja. Whiteov prijedlog uključivao je stabilnost tečaja te nastanak novog stabilizacijskog fonda. Svaka članica doprinijela bi nastanku fonda uz određene kvote koje bi se sastojale od zlata i vlastite valute. Na osnovu uplata zemalja članica prvotni plan bio bi da se prikupi pet milijardi američkih dolara. S obzirom da su se prijedlozi razlikovali, moralo se doći do zajedničkog prijedloga, a presudila je moć Sjedinjenih Američkih Država te su uglavnom prijedlozi Whitea bili usvojeni. Konačna verzija objavljena sastojala se od Zajedničke izjave predlagača i Članaka sporazuma za nastanak Međunarodnog monetarnog fonda. Odbacili su se prijedlozi koji su se odnosili na odobrenje velikodušnih rezervi međunarodne likvidnosti, za nastanak međunarodne unije za platni promet i za izdavanje nove međunarodne novčane jedinice.

tj. kao fiksni ali prilagodljivi sustav po kojem su zemlje zadržavale slobodu monetarne politike i fiksni tečaj ali uz kapitalne kontrole. Međunarodni sustav trebao je osigurati konvertibilnost za tekuće transakcije i time podsticati međunarodnu trgovinu.

Novi međunarodni monetarni sustav započeo je nakon završetka Drugog svjetskog rata i bio je drugačiji nego što su ga njegovi predlagači zamišljali. Oporavak u pojedinim zemljama nije bio brz kao što se predviđalo. Normalno funkcioniranje započelo je tek 1955. godine, a najveće industrijske zemlje postigle su potpunu konvertibilnost tek 1958. godine. Bilateralizam i nestašica dolara bili su osnovni problemi prvih godina funkcioniranja novoga monetarnog sustava.

Završetkom rata samo je dolar imao karakteristiku konvertibilne valute. Države su bile suočene sa monetarnim i trgovinskim kontrolama. Ekonomije Europe i Azije su bile opustošene, te je potreban bio novi kapital. Bilateralni sporazumi obično su se sastojali od potrebnih dozvola i kvota za uvoz i izvoz i raspodjelu inozemnih rezervi preko centralne banke. Svaka država je dogovarala sporazum sa svakim svojim trgovačkim partnerima te odobravajući određeni limit za trgovinu u valuti trgovinskog partnera[2].

Prilagodljivost fiksnog sustava možemo navesti kao drugu razliku. Sustav je bio zamišljen kao fiksni sustav sa mogućnosti prilagodbe. Do prilagodbe nije došlo zbog određenih rizika koje su prilagodbe nosile sa sobom i dotadašnjih iskustava monetarnih vlasti. Kao najvažnije se može spomenuti gubitak prestiža među zemljama, velika vjerojatnost da će i ostali slijediti iste korake i mogućnost špekulativnih kapitalnih tijekova.

S obzirom da je sustav doživio razvoj prema fiksnom dolarsko-zlatnom sustavu pojavili su se problemi vezani s prilagodbom, likvidnosti i povjerenjem, koji su bili karakteristični za razdoblje između dva svjetska rata. Pod klasičnim zlatnim standardom bilanca plaćanja se prilagođavala automatski putem kratkoročnih kapitalnih tijekova ili promjenama cijena, a tek izuzetno devalvacijama ili revalvacijama. Kod Bretton Woods sustava bilo je manje mogućnosti automatske prilagodbe, a jedine mogućnosti bile su kroz promjenu dohotka i

---

[2] Dvije trećine svjetskog zlata posjedovale su Sjedinjene Američke Države nakon završetka Drugog svjetskog rata. Zlato je počelo pristizati i prije početka rata, a glavni razlog bio je podizanje odnosa cijene zlata i dolara (ovo je učinjeno zbog tadašnjeg Rooseveltovog programa za zlato (engl. Roosevelt's Gold Program) i usvajanjem postupka za zlatne rezerve (engl. Gold Reserve Act of 1934)) i devalvacija dolara, te je došlo do masovnog priliva zlata iz Europe. Područje Europe i Azije, s druge strane suočavale su se sa nestašicama zlata i deficitom tekućeg računa. Uklanjanjem nedostataka zemlje članice su mogle slobodno intervenirati na novčanim tržištima kako bi održavale odnose unutar dozvoljenih pariteta. S obzirom da je dolar bio fiksno vezan za zlato, tako su i ostale valute bile neizravno vezane za zlato.

potrošnje i promjenama u novčanoj masi. Problemi kod likvidnosti bili su izraženi putem pretpostavke kako dostupna likvidnost nije dovoljna za potrebe financiranja rasta proizvodnje i trgovine. Problem povjerenje odnosio se na konvertibilnost dolara u zlato. Vladalo je uvjerenje da svi vlasnici dolara ne bi bili u mogućnosti konvertirati dolare u zlato po fiksnom tečaju.

Krajem 60-ih godina sustav se razvio u de facto dolarski standard. No, uloga zlata i njena konvertibilnost je i dalje bila prisutna. Unatoč dogovorima da najrazvijenije industrijske zemlje ne mijenjaju svoje dolare za zlato, rizik je i dalje postojao. Zemlje kontinentalne Europe i Japan su se oporavile i poprilično razvile u odnosu na razdoblje nakon završetka rata. Sustavom su upravljale Sjedinjene Američke Države u suradnji sa drugim najrazvijenijim zemljama. Unatoč problemima koji su se javili i u sustavu između dva svjetska rata, svijet nije doživio deflaciju, kao što je to bilo u 30-im godinama, nego su se zemlje susrele sa visokim stopama inflacije.

Sustav je doživio slom početkom 70-ih godina prošlog stoljeća ponajprije zbog ekspanzivne monetarne politike Sjedinjenih Američkih Država koja je imala učinak i na pogoršanje stope inflacije u svijetu. Prikaz sloma Bretton Woods monetarnog sustava vidljiv je u Tablici 2.

Neposredno prije sloma Sjedinjene Američke Države počele su i kršiti pravila dolarskog standarda ne održavajući stabilnost cijena. Raspadom sustava Bretton Woods, članovi Međunarodnog monetarnog fonda su bili slobodni odabrati bilo koji oblik tečajnog režima, osim vezanja svoje valute u zlato. Mogli su izabrati plivajući tečajni režim, vezati valutu za drugu valutu ili košaricu valuta, usvojiti valutu druge zemlje, formirati i sudjelovati u monetarnoj uniji ili koristiti neku drugu monetarnu mogućnost. Iako su postojale pretpostavke da će raspad Bretton Woods sustava i prelazak na druge sustave zaustaviti daljnji rast i razvoj, to se nije dogodilo.

Zlatni standard se pojavio u svakom do sada spomenutom razdoblju. Razlike su postojale u svakom standardu, no određeni elementi bili su karakteristični za svaki sustav. Kroz evoluciju došlo je do promjena zlatnog standarda koji se uglavnom sastojao od sljedećih elemenata (Schwartz, 1987.): nacionalne jedinice novca, nacionalni novac koji nije zlato, izdan ili od vlade ili od rezervnog komercijalnog bankarskog sustava, centralna banka (samo sa rezervama u zlatu, uglavnom sa inozemnim deviznim rezervama), konvertibilnost novca koji nije zlato u zlato i nositelji za koje je novac koji nije zlato konvertibilan.

Tablica 2: Kronologija raspada Bretton Woods monetarnog sustava

Godina i mjesec	Događaj
1958. prosinac	Četrnaest europskih zemalja započelo je sa konvertibilnosti svojih valuta za potrebe transakcija tekućeg računa
1959. ožujak	Predložen je Triffinov plan
1961. ožujak 1961. listopad	Sporazum među centralnim bankama vezano za međusobno posuđivanje sredstava i držanje inozemnih rezervi Uspostava London Gold Pool (London Gold Pool je udruženje od strane centralnih banaka u Sjedinjenim Američkim Državama i nekoliko europskih zemalja koje su dogovorile suradnju u održavanju Bretton Woods sustava i održavanje cijene zlata intervencijama na tržištu zlata u Londonu)
1962. siječanj – ožujak 1962. veljača 1962. listopad	Početak Francuske kupovine zlata iz Sjedinjenih Američkih Država Početak zamjene objekata kako bi se osigurala recipročnost kreditnih linija između centralnih banaka Uspostava GAB-a (engl. General Arrangements to Borrow. Grupa od deset ili G-10 predstavlja skupinu zemalja koje su pristale sudjelovati u izradi GAB sporazuma kako bi se Međunarodnom Monetarnom Fondu osigurala dodatna sredstva za povećanje kreditnih sposobnosti)
1963. listopad	Početak tehničkih studija i rasprava koje će dovesti do uspostave Posebna prava vučenja (engl. Special Drawing Rights, kratica SDR)
1965. veljača	Francuski predsjednik de Gaulle predlaže vraćanje sustava zlatnog standarda
1967. listopad 1967. studeni	Prestanak Francuske kupovine zlata iz Sjedinjenih Američkih Država Ujedinjeno Kraljevstvo vrši devalvaciju funte sa 2.80$ na 2.40$
1968. ožujak 1968. svibanj 1968. lipanj 1968. studeni	Prestanak intervencija udruženja London Gold Pool-a, i uspostavljeno je dvostruko tržište zlata Amandmani Posebnih prava vučenja su poslani članovima Međunarodnog monetarnog fonda na odobravanje Započeo je valutni pritisak na Francuski franak zbog unutarnje političke krize Valutna kriza zatvorila je tržišta u Francuskoj, Njemačkoj i Ujedinjenom Kraljevstvu
1969. srpanj 1969. kolovoz 1969. rujan 1969. listopad	Amandmani Posebnih prava vučenja su na snazi Francuski franak je devalvirao sa 0.18 grama zlata za franak na 0.16 grama zlata za franak Njemačka marka počinje plivati u odnosu na druge valute Njemačka marka revalvira sa 0.25$ na 0.273$
1970. siječanj	Prva alokacija Posebnih prava vučenja
1971. siječanj 1971. svibanj 1971. kolovoz 1971. prosinac	Druga alokacija Posebnih prava vučenja Njemačka marka i Nizozemski gulden plivaju u odnosu na druge valute Sjedinjene Američke Države suspendiraju konvertibilnost zlata i dolara preko službenih transakcija, suspendiraju poslove zamjene, uvode kontrolu cijena i uvodi naplatu od 10% na uvoz; valute svih važnijih zemalja osim Francuske počinju da plivaju, nametnuta su devizna ograničenja, te poduzete velike intervencije za kupnju dolara Prema Smithsonianskom sporazumu (engl. Smithsonian Agreement. Naziv sporazuma je nastao zbog mjesta gdje je sastanak održan, a radilo se o Smithsonian Instituciji iz Washingtona), grupa zemalja G10 izvršila je korekciju tečajnih odnosa između valuta u tadašnjem fiksnom odnosu; Sjedinjene Američke Države izvršile si devalvaciju dolara prema zlatu, na 38$ za uncu zlata; prosječna devalvacija dolara u odnosu na ostale valute iznosila je oko 10%; nije obnovljena konvertibilnost dolara za zlato u Sjedinjenim Američkim Državama i nisu se obvezala za podršku prema dolaru
1972. lipanj	Funta počinje plivati u odnosu na dolar
1973. veljača 1973. ožujak	Dolar devalvira, na 42,22$ za uncu zlata; sve druge glavne valute revalviraju prema dolaru za 10% Nakon brojnih intervencija monetarnih vlasti, fiksni režimi su doživjeli slom i korišteni su uglavnom neki oblici plivajućih tečajnih režima

Izvor: Prilagođeno prema Garber (1993.).

Zemlje koje su uvele zlatni standard prije 1914. godine definirale su nacionalne jedinice novca za točno određenu težinu zlata. Tako su Sjedinjene Američke Države 1879. godine definirale odnos dolara i zlata, a jedan dolar je imao istu vrijednost kao i 23,22 zrna čistog zlata. I drugi su isto tako definirali odnose za svoje nacionalne jedinice novca poput funte, franaka, marke i drugih.

Razvijanjem zlatnog standarda došlo je i do razvijanja nacionalnog novca koji nije zlato, odnosno njegovih supstituta. Razlog nastanka supstituta se može pronaći u jednostavnijoj proizvodnji papirnog novca od rudarenja zlata i nastaloj neravnoteži ponude i potražnje za zlatom.

Centralne banke koje su kao rezerve koristile samo zlato nisu se uvijek ponašale u skladu sa zahtjevima pravog zlatnog standarda. Njihova reakcija nije bila pravovremena pri slučajevima gubitka zlata zbog deficita bilance plaćanja i obratno.

Za zemlju čija je centralna banka držala većinu ili gotovo sve devizne rezerve, u valuti države koja koristi zlatni standard, govorilo se kako i ona koristi sustav zlatnog standarda. Prednosti ovakvog držanja sredstava bili bi što su ovakva sredstva (poput trezorskih zapisa) nosile određenu stopu prinosa, što nije bio slučaj sa zlatnim polugama. Nedostaci su bili vidljivi prilikom devalvacije inozemne valute, kada bi centralna banka zabilježila gubitke.

Novac koji nije zlato postojao je u mnogim zemljama prije 1914. godine. Promatrajući ponudu novca u ovim zemljama lako je zaključiti kako je ovaj tip novca bio dominantan. Zlato se u ovim zemljama čuvalo kao međunarodne rezerve koje je bilo na raspolaganju za međunarodna plaćanja.

Kod sustava zlatnog standarda svi koji su posjedovali novac koji nije zlato su mogli promijeniti taj novac za zlato. Konvertibilnost je postojala i za rezidente i za nerezidente. Kod Bretton Woods sustava, pravo na konvertibilnost u Sjedinjenim Američkim Državama imale su samo inozemne institucije.

Kada se uspoređuju učinci zlatnog standarda onda se može pronaći nekoliko zaključaka. Usporedbom promjena veleprodajnih cijena u razdoblju prije Prvoga svjetskog rata i poslije Drugoga svjetskog rata na području Ujedinjenog Kraljevstva i Sjedinjenih Američkih Država dolazi se do zaključka kako su promjene veleprodajnih cijena bile dosta niže u razdoblju prije Prvoga svjetskog rata. Zlatni standard nije osigurano kratkoročnu ili dugoročnu cjenovnu stabilnost, no osigurao je dugoročnu predvidivost da će se cijene vratiti na početni nivo. Spomenuta predvidivost dovela je i do činjenice kako stope inflacije nikada nisu bile visoke

kao što su bile u razdoblju nakon Drugoga svjetskog rata. Za razliku od nabrojanih prednosti prosječne godišnje stope rasta dohotka po stanovniku bile su više nakon Drugoga svjetskog rata. Isto tako i monetarni i nemonetarni inozemni šokovi bili su više povezani sa razdobljem prije Prvoga svjetskog rata. Ovi poremećaji bili su povezani sa promjenama u izvozu kapitala sa područja Ujedinjenog Kraljevstva.

Ključne prednosti zlatnog standarda mogu se pronaći u činjenici da je osigurao nominalno sidro kao i privrženost mehanizmu kako bi se osiguralo da monetarne vlasti vode konzistentnu politiku. Zlato služi i kao standard vrijednosti za sva ostala dobra. Ponuda zlata se blago povećava te cijene koje su denominirane prema zlatu nemaju veliku oscilaciju.

Naziv monetarnog razdoblja koje je teklo nakon sloma Bretton Woods monetarnog sustava u literaturi je prikazano na različite načine. Jedan od naziva je i monetarni sustav modernog doba, a naziv je dobilo prema modernom razdoblju iz umjetnosti (Klein, Shambaugh, 2010.).

Slomom Bretton Woods monetarnog sustava tečajni režimi generalno postaju plivajući. Isprava ovo nije bio oblik slobodnog plivanja tečaja, te su monetarne vlasti vršile intenzivne intervencije na tržištu. Intervencije su uglavnom vršile najrazvijenije zemlje kao dio strategije koordinacije. Pretjerana stopa volatilnosti tečajnih režima povećavala je makroekonomsku nestabilnost i povećavala troškove međunarodnog trgovanja. Unatoč problemima izbor plivajućeg tečajnog režima nudio je i određene zaštite prilikom nastanka određenih šokova poput naftnih cjenovnih šokova iz sedamdesetih godina.

Izbor plivajućih tečajnih režima 70-ih godina prošlog stoljeća omogućio je monetarnim vlastima jednostavniju provedbu neovisne monetarne politike. Razvijene zemlje nastojale su postići i održavati punu zaposlenost. Ovi pokušaji su doveli do viših stopa inflacije, te su monetarne vlasti bile prisiljene mijenjati svoju politiku kako bi suzbili nastale stope inflacije.

Možda i jedini cilj centralnih banaka 80-ih godina prošlog stoljeća bio je održavanje niskih stopa inflacije (Bordo, Schwartz, 1997.). Nekoliko zemalja dalo je potpunu neovisnost centralnoj banci kako bi spomenuti cilj bio ispunjen. Odabir plivajućih tečajnih režima pokazivao je i neke loše strane, naročito prema zemljama u razvoju. Njihova nerazvijena tržišta nisu mogla adekvatno odgovoriti na visoke fluktuacije tečaja. I razvijene zemlje poput pojedinih zemalja Europe, Japana i Sjedinjenih Američkih Država su pokazivale slabosti prema ovome problemu.

Devedesete godine su se pokazale kao vrlo turbulentno vrijeme globalnih neravnoteža i financijske krize. Jedna od najznačajnijih kriza dogodila se 1997. godine, a zahvatila je

područje Istočne i Jugoistočne Azije. Azija je dugo vremena bila vrlo izolirana od tečajne volatilnosti koja je imala utjecaja na ostatak svijeta. Jaka vlada, kapitalne kontrole i brzi rast na čelu s izvozom bile su osnovne karakteristike ovoga područja. Specifičnost ove krize jeste da je nastupila unatoč svim nabrojanim karakteristikama. Kriza je započela odlukom vladajućih na Tajlandu da ukine fiksni odnos za dolar i da se nacionalnoj valuti (tajlandskom bahtu) dopusti plivanje u odnosu na druge valute. Kolaps Tajlandskog bahta nije bio nikakvo iznenađenje, jer se smatralo da je baht precijenjen, no nije se očekivalo da će se kriza prenijeti i na susjedne zemlje. Kriza je prenijela na Filipine, a zatim i na Indoneziju, koja se suočila sa kolapsom čitavog financijskog sustava, i Maleziju. Izučavanje kriza prikazuje kako su tržišta volatilna te kako se vrlo jednostavno kriza može proširiti po susjednim državama. No područje Azije nije jedino mjesto gdje se pojavila kriza. Argentina, Brazil i Turska su iskusile visoke stope inflacije koje su bile povezane sa proračunskim deficitima i drugim strukturalnim problemima (Karczmarczyk, 2010.).

Ni 21. stoljeće nije bilo imuno na financijske krize. Propašću Lehman Brothersa započela je kriza koju je osjetio cijeli svijet. Američka vlada više nije bila spremna jamčiti za imovinu loše kvalitete kako je to ranije činila. Propadanja, problemi s likvidnošću, upitna kvaliteta vrijednosnih papira, loši krediti u imovini financijskih institucija doveli su do naglog pada burzovnih indeksa u Sjedinjenim Američkim Državama i ostatku svijeta. Razdoblje nesigurnosti vlada i danas. Sjedinjene Američke Države i danas imaju veliki javni dug, a posebno zabrinjavajuća činjenica je da visok iznos u ovome dugu imaju inozemni investitori koji mogu potaknuti dodatnu krizu sa potencijalnom prodajom. Ni područje Europe i Eurozone nije bilo imuno na krizu. Sa najvećim problemima suočila se Grčka, a potencijalne probleme doživjele su i Portugal, Španjolska i Italija. Problemi sa Grčkom pojavili su se zbog neimplementiranja financijskih reformi i neumjerene potrošnje.

Monetarni sustav modernog doba razlikuje se od prethodnih razdoblja u nizu karakteristika. Kao najvažnija karakteristika ističe se veliki izbor tečajnih režima koje su zemlje odabirale. Sustav je nudio različite mogućnosti poput napuštanja nacionalne valute i odabira neke druge, odabir valutnog odbora (primjer Argentine, Hong Konga, Bosne i Hercegovine i drugih), odabir fiksnih tečajnih režima (primjeri Meksika, Saudijske Arabije i drugih), odabir tečajnih režima sa dozvoljenim rasponima (primjer funkcioniranja Europskog monetarnog sustava od 1979. godine do 1999. godine), odabir čvrsto upravljanih plivajućih tečajnih režima (primjer Norveške) i mnoge druge (Klein, Shambaugh, 2010.).

Na temelju gore navedenog povijesnog prikaza možemo donijeti nekoliko zaključaka:

1.) Uređenje intervalutarnih odnosa, odnosno tečaja, između zemalja predstavlja krucijalno pitanje međunarodnih odnosa, trgovine i investiranja koje se na različite načine institucionaliziralo. S obzirom da je izbor tečajnog režima neraskidivo vezan za nacionalne ekonomske politike i utječe na razvojne performanse zemalja, dosadašnji razvoj pokazuje nastojanje, s jedne strane, ka uređenju na međunarodnoj razini i fiksiranju, te, s druge strane, ka fluktuiranju u cilju promicanja nacionalnih ekonomskih ciljeva. Obje tendencije daju se iščitati u dosadašnjem razvitku.
2.) Međunarodno fiksiranje tečajeva, posebice poslije drugog svjetskog rata, u institucionaliziranoj formi fiksnog ali prilagodljivog tečaja, podrazumijevao je konvertibilnost samo za tekuće transakcije bilance plaćanja i ostavljao zemljama slobodu monetarne politike u cilju postizanja pune zaposlenosti. Preduvjet fiksiranja i slobode monetarne politike bilo je ograničavanje kretanja kapitala.
3.) Raspadom Bretton Woods sporazuma i prijelazom u načelu na plivajuće tečajeve, otvoren je put dominaciji deviznih tržišta i utjecaja međunarodnog gospodarskog ciklusa na ekonomske politike zemalja. Smisao moderne, tržišne koordinacije tečajeva otvorio je put slobodi kretanja kapitala. Liberalizacijom kapitalnih tijekova stvorena je mogućnost visoke volatilnosti kretanja kapitala te, logično, nužnosti transparentnosti tečajnih režima. Potreba ispunjenja mnogobrojnih ciljeva nacionalnih politika s jedne i nužnost uređenja tečajeva, s druge strane, iznjedrili su mnogobrojne tečajne aranžmane. Njihov izbor i determinante od tada su važna tema ekonomske znanosti. Tek raspadom međunarodnog monetarnog sustava javlja se pitanje izbora pojedinog tečajnog režima i ocjene niza njihovih determinanti.

2.2. Tečajni režimi i monetarna integracija u Europi

Valute zemalja zapadne Europe postale su konvertibilne sredinom pedesetih godina, a tekući računi uglavnom nisu bili u deficitu. Nekoliko događaja su bili presudni pri uklanjanju spomenutih nedostataka (Bordo, 1993.), a oni su Marshallov plan, osnivanje Europske platne unije, pad funte i uspon dolara kao ključne valute. Da bi povećala međusobnu trgovinu, zemlje zapadne Europe, već su u okviru Bretton Woodskog novčanog sustava pokušale iznaći institucionalni okvir koordinacije svojih tečajnih politika.

EPU (Europska platna unija) osnovana je 1950. U vrijeme kada valute spomenutih zemalja nisu bile konvertibilne. EPU je institucija regionalnog multilateralizma koja se bazirala na klirinškom sustavu plaćanja (multilateralni kliring). Pri tome Unija je zajednička "blagajna", centar obračuna i poravnavanja međusobnih transakcija. Obračun se vršio svakog mjeseca, a eventualni negativni saldo bilance plaćanja podmirivao se djelomično u zlatu ili devizama, dok se najveći dio financirao automatskim kreditom unije (karakter primarnih monetarnih rezervi). Europskim monetarnim sporazumom (EMS) iz 1958. najveći dio zemalja prihvaća konvertibilnost svojih valuta i međusobni obračuni i plaćanja temelje se na konvertibilnosti potraživanja iz osnova transakcija tekuće bilance plaćanja. Sporazum iz Rima ne sadrži ništa konkretno o monetarnoj integraciji. U kontrastu prema detaljnim objašnjenjima Carinske unije i jedinstvenog tržišta, režimi deviznih tečajeva i koordinacije ekonomskih politika su nejasno naznačeni. Prema Sporazumu svaka zemlja članica treba znati da je njen devizni tečaj pitanje od interesa za sve zemlje članice. Cijeli je period karakteriziran visokim stupnjem stabilnosti deviznih tečajeva; zbog kontrola kretanja privatnog kapitala stupanj integriranosti europskih financijskih tržišta je mali, a monetarna autonomija značajna. Glavno pitanje monetarne politike prije kraja 60-ih bilo je da promjene deviznih tečajeva mogu ugroziti glatko funkcioniranje Carinske unije i Zajedničke poljoprivredne politike. Sjećanje na probleme između dva rata ponukale su europske zemlje da stabiliziraju tečajeve bez Bretton Woodsa. Krajem 60-ih nastaju planovi za ekonomsku i monetarnu uniju. Najpoznatiji od svih je bio Wernerov plan (1970.) koji je predlagao kreaciju (u nekoliko faza) ekonomske i monetarne unije do 1980. Uz uvođenje jedinstvene monetarne jedinice (ECU). Wernerov plan je predlagao da sve valute zemalja članica budu međusobno i potpuno konvertibilne sa njihovim paritetima nepovratno fiksnima i da monetarnu politiku unutar unije treba implementirati Europska centralna banka. U Wernerovom izvještaju se predlagalo da tijekom tranzicije bi

trebali postojati granice fluktuiranja deviznih tečajeva između zemalja članica (1971. dozvoljeno fluktuiranje tečaja od +/- 2,25% između zemalja članica i centralnog EU-dolar tečaja koji je mogao fluktuirati isto +/- 2,25%). Međutim, ovako široki raspon fluktuiranja je bio neprihvatljiv prvenstveno zbog Zajedničke poljoprivredne politike. Stoga, 1972. dogovoreno ograničenje fluktuiranja međusobnih tečajeva na +/- 2,25%. Ovaj sistem je poznat pod nazivom "snake“ (monetarna zmija). Sistem je kasnije reduciran samo na zemlje Beleluxa, Dansku i zapadnu Njemačku (daleko od toga da je bio široko rasprostranjen u EU). Ukratko, osim ovih pokušaja koji su se pokazali nedugoročni[3], u 70-ima prevladavala je tendencija udaljavanja od, a ne približavanja ka monetarnoj uniji (zbog rasta inflacije u svijetu, pojavljivanja fleksibilnih tečajeva i tendencije ka nacionalno orijentiranim ekonomskim politikama).

Nekoliko godina nakon sloma Bretton Woods monetarnog sustava na području Europe uspostavljen je Europski monetarni sustav (sustav su prihvatile sljedeće zemlje Belgija, Danska, Francuska, Njemačka, Irska, Italija, Luksemburg i Nizozemska). Naime, nemogućnost stabilizacije međusobnih tečajeva tijekom druge polovice 70-tih godina dovelo je do uspostave Europskog monetarnog sistema (European Monetary System (EMS) 1979.). Sa tri velike zemlje članice izvan "zmije" (Francuska, Italija i V.Britanija) i sa čestim promjenama tečaja monetarna kooperacija je bila ograničena. Zbog toga se težilo proširiti tu kooperaciju stvaranjem Europskog monetarnog sistema (EMS) koji je počeo funkcionirati u ožujku 1979. Njegova svrha je bila održavanje stabilnosti deviznih tečajeva i niske inflacije (u žargonu "zona monetarne stabilnosti") kroz usku monetarnu kooperaciju i koordiniranu kontrolu deviznih tečajeva. EMS je sustav fiksnih tečajeva uspostavljen putem ERM koji je trajao do 1998. i biva zamijenjen Europskom monetarnom unijom (EMU).

Osnovni elementi Europskog monetarnog sustava bila je uspostava Europske valutne jedinice (engl. European Currency Unit (ECU)) i uspostave Europskog tečajnog mehanizma (engl. Exchange Rate Mechanism (ERM)). Europska valutna jedinica temeljila se na košarici valuta zemalja članica, a uz pomoć Europskog tečajnog mehanizma uspostavljeni su tečajne stope i moguća kretanja za svaku zemlju članicu. Članicama je bilo dopušteno fluktuiranje u odnosu na postavljenu tečajnu stopu do +/- 2.25%, osim za Italiju za koju je bila dozvoljena fluktuacija do +/- 6.00%. Ako bi tečaj pojedine zemlje dosegnuo 75% od maksimalno

[3] Ali, razlike u stopama inflacije između zemalja bile su prevelike da bi spriječile devalvacije: Francuska, Italija i UK imale su stopu inflacije iznad 20% od 1975-80; Njemačka i Nizozemska ispod 10%; franak, lira i funta depreciraju.

dopuštene granice fluktuacije, zemlja bi morala djelovati kako bi smanjila postotak. Intervencije su vršene kroz politiku promjene kamatne stope i prilagodbe fiskalne politike. Ako prilagodbe nisu imale učinka, intervenirale bi centralne banke na novčanom tržištu[4]. ERM je sistem fiksnih, ali prilagodljivih deviznih tečajeva. Fundamentalni devizni tečajevi su ECU centralni devizni tečajevi. Koristeći ove tečajeve skup bilateralnih centralnih tečajeva (poznat kao "parity grid") je izračunat za sve zemlje koje su u mehanizmu. Sve do praktičnog raspada ERM-a 1993. (na "Crni petak") granice fluktuiranja su bile +/- 2.25% za većinu zemalja, a +/- 6% za Italiju, Portugal, Španjolsku i Veliku Britaniju. U ERM-u svi su vezali tečaj za Njemačku marku i na taj način su svi morali pratiti monetarnu politiku Njemačke (jedan od razloga za raspad ERM-a). Jedan od važnih razloga za mogućnost raspada ERM-a je i činjenica da je u to vrijeme većina EU zemalja imala slobodno kretanje kapitala. Vezivanjem bilateralnih fiksnih tečajeva od 1979-1993., u okviru EMS-a oko ciljanog tečaja u uskom koridoru ipak nije bila za sve zemlje. Dozvoljavala se šira fluktuacija (+/- 6%) za valute Portugala, Španjolske, Britanije (do 1992.) i Italije (do 1990.) iz razloga različitih fiskalnih/monetarnih politika. Na početku je postojala kapitalna kontrola koja je ograničavala trgovinu devizama, ali od 1987.-1990. kapitalne kontrole se skidaju u cilju postizanja zajedničkog financijskog tržišta. Ali, inflacijski diferencijal je bio izražen što je vodilo špekulativnim napadima i nesigurnosti novčanih tržišta s obzirom na očekivanje stope devalvacije. Naposljetku, članice su oponašale Njemačku, najveću članicu s najnižom stopom inflacije (Pečarić, Visković, 2014.).

Usprkos početnim uspjesima, puna konvergencija stopa inflacije nije nikada postignuta. Ujedinjenje Njemačke dovelo je do inflacije (konverzija istočno njemačkih maraka po paritetu 1:1 dovelo je do porasta nadnica). Bundesbanka je uvela restriktivnu monetarnu politiku povisivši kamatne stope što je vršilo pritisak na aprecijaciju marke. Ostale EMS zemlje željele su spriječiti deprecijaciju svojih valuta u odnosu na marku te su također prešle na restriktivniju monetarnu politiku što je dovelo do recesije. Tržišta su izgubila povjerenje u međusobne sporazume, a špekulativni napadi su otpočeli na liru i funtu. Međusobno potpomaganje središnjih banaka kroz koordiniranu politiku je 1992. obustavljeno što je dovelo do toga da Britanija napušta EMS i dopušta da funta fluktuira. ERM se redefinira tako da granice fluktuacije se povećavaju na +/- 15% kako bi se dozvolilo da druge valute

[4] Raspoloživo na: http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/551325/EPRS_BRI(2015)551325_EN.pdf, pristupljeno: 09.06.2016.

devalviraju u odnosu na marku. Ukidanje kapitalnih kontrola u 90-tima ograničio je moć središnjih banaka u borbi protiv špekulativnih napada. U situaciji slobodnog kretanja kapitala rješenje se našlo u punoj monetarnoj uniji. Eliminira se mogućnost devalvacija i revalvacija. Naime, slobodno kretanje kapitala, volatilnost kapitala i špekulacije će biti onemogućene, vjerovalo se, u sustavu zajedničke valute. Sve članice EMS su i tako sljedile Bundesbanku te na taj način odustajale od svoje monetarne politike. Kroz europski ustav centralnih banaka, vjerovalo se, njemački utjecaj će biti ublažen. Jedinstveno tržište će zajedničkom valutom ojačati što će dovesti do povećane stope rasta gospodarstva (Pečarić, Visković, 2014).

Prije nastanka EMU doneseni su kriteriji kojima se procjenjuje spremnost za sudjelovanje u ekonomskoj i monetarnoj uniji. Kriteriji su utvrđeni Ugovorom iz Maastrichta, a isti glase:

- proračunski deficit: godišnji proračunski deficit države ne smije prekoračiti tri posto njezinog BDP-a,
- javni dug: ukupni akumulirani dug države ne smije prekoračiti 60 posto BDP-a,
- inflacija: stopa po kojoj se opće razine cijena povećavaju u godini dana u toj državi mora biti jednaka ili manja od 1,5 postotnih bodova iznad od one u trima najuspješnijim državama u europodručju u određenom trenutku,
- kamatne stope: Ne više od 2 postotna boda iznad stopa triju država članica EU-a s najboljim rezultatima u pogledu stabilnosti cijena i
- tečaj: tečaj zemlje mora ostati unutar margina fluktuacije od +/- 15%[5].

Europsko vijeće 1988. je potvrdilo svoj cilj postupnog ostvarivanja Ekonomske i monetarne unije (EMU). Ovlastilo je vijeće na čelu s Jacquesom Delorsom, tadašnjim predsjednikom Europske komisije, da prouči tu ideju i predloži konkretne faze na putu ostvarivanja takve unije. Nastanak EMU dogodio bi se u tri odvojena, ali povezana koraka kao što je pokazano u Tablici 3.

[5] Raspoloživo na: http://ec.europa.eu/economy_finance/explained/economic_and_monetary_union/the_rules_of_emu/index_hr.htm pristupljeno: 09.06.2016.

Tablica 3: Nastanak Ekonomske i monetarne unije

PRVA FAZA, koja je započela 1. srpnja 1990.	potpuna sloboda kapitalnih transakcija
	povećana suradnja među središnjim bankama
	slobodna uporaba ekija (ECU, europska jedinica valute, preteča eura)
	poboljšanje ekonomske konvergencije
DRUGA FAZA, koja je započela 1. siječnja 1994.	osnivanje Europskoga monetarnog instituta (EMI)
	zabrana kreditiranja javnog sektora od strane središnjih banaka
	snažnije usuglašavanje monetarnih politika
	jačanje ekonomske konvergencije
	postupak koji će dovesti do neovisnosti nacionalnih središnjih banaka, a treba biti dovršen najkasnije do datuma osnivanja Europskog sustava središnjih banaka
	pripremni radovi za treću fazu
TREĆA FAZA, koja je započela 1. siječnja 1999.	neopozivo utvrđivanje deviznih tečajeva
	uvođenje eura
	provođenje jedinstvene monetarne politike u okviru Europskog sustava središnjih banaka
	stupanje na snagu tečajnog mehanizma unutar EU-a (ERM II)
	stupanje na snagu Pakta o stabilnosti i rastu

Izvor: https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.hr.html (12.03.2017.)

Treća i posljednja faza EMU-a započela je 1. siječnja 1999. neopozivim utvrđivanjem deviznih tečajeva valuta jedanaest država članica koje su prvotno sudjelovale u monetarnoj uniji te provođenjem jedinstvene monetarne politike, za što je odgovorna Europska središnja banka. Broj država članica sudionica povećao se 1. siječnja 2001. na dvanaest, ulaskom Grčke u treću fazu EMU-a. Slovenija je 1. siječnja 2007. postala trinaesta članica eurozone, a Cipar i Malta pridružili su se godinu dana potom. Slovačka je pristupila 1. siječnja 2009., Estonija 1. siječnja 2011., Latvija 1. siječnja 2014. i Litva 1. siječnja 2015. Na dan kad se pojedina država pridružila eurozoni njezina je središnja banka postala dijelom Eurosustava[6].

Ulazak u monetarnu uniju nosi za sobom određene prednosti i nedostatke koje svaka zemlja može imati. Bilas (2005.a) nabraja pod prednostima smanjenje ili uklanjanje transakcijskih troškova konverzije, uklanjanja rizika promjene deviznog tečaja, smanjenje računovodstvenih troškova i povećanje predvidivosti relativnih cijena, izolacija od monetarnih udara i brzo integriranje u međunarodna tržišta kapitala. Jedna od često nabrajanih prednosti je smanjenje ili uklanjanje transakcijskih troškova konverzije. Kućanstva i poduzeća ne plaćaju konverziju valuta te se u računovodstvu kalkulacije, revizija i procjene dugovanja i potraživanja rade samo u jednoj valuti. Veličina ovih ušteda na transakcijskim troškovima ovisi o obujmu

[6] Raspoloživo na: https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.hr.html, pristupljeno: 12.03.2017.

plaćanja između zemalja unije i o obujmu interne trgovine. Dolazi i do porasta interne trgovine jer su ukinute barijere kretanju roba. Smanjenjem ili ukidanjem transakcijskih troškova dolazi do diskriminiranja trećih zemalja, odnosno zemalja nečlanica isto kao u slučaju carinske unije ili zajedničkog tržišta. Uspostavljanje monetarne unije uklanja nesigurnosti i rizike promjene deviznog tečaja. Iako postoji mogućnost korištenja derivata u svrhu osiguranja od rizika promjene tečaja, no ovi derivati uglavnom nose određene troškove (naknade). Unutar monetarne unije derivati više nisu potrebni. Kao prednosti još spominje i smanjenje računovodstvenih troškova i povećanje predvidivosti relativnih cijena za tvrtke koje posluju u državama jedinstvenog valutnog područja, izolacija od monetarnih udara i spekulativnih balona koji bi inače mogli dovesti do kratkotrajnih i nepotrebnih fluktuacija realnog tečaja te brzo integriranje u međunarodna tržišta kapitala.

Kao nedostatke spominje gubitak autonomnosti u vođenju ekonomske politike, odricanje „seignioragea" i dr. Centralni problem ulaska u monetarnu uniju je gubitak autonomnosti u vođenju ekonomske politike zemalja članica. Zemlje vise ne mogu koristiti prilagodbe deviznog tečaja (deprecijaciju ili aprecijaciju) kako bi poboljšale vlastitu konkurentnost i dovele bilance plaćanja u ravnotežu. Moguće su jedino prilagodbe tečaja zajedničke valute prema ostatku svijeta. Prilagodbe deviznog tečaja i cijela monetama politika dolaze u nadležnost zajedničke centralne banke. Gubitak autonomije u vođenju vlastite makroekonomske politike je tim veći ako zajednička pravila ograničavaju upotrebu fiskalne politike. Ulaskom u monetarnu uniju zemlje članice se odriču „seignioragea", odnosno prihoda proračuna kojeg ostvaruju pravom izdavanja novca od strane vlastite centralne banke koji nastaje kao razlika između troškova izrade novca i stvarne vrijednosti tog novca te ga moraju nadomještati porezima sto naravno, izaziva negativne efekte te smanjivanjem veličine javnog sektora i/ili izdavanjem državnih obveznica, odnosno zaduživanjem.

Svaka zemlja ima vlastitu Phillipsovu krivulju koja pokazuje razne kombinacije razina inflacije s različitim razinama nezaposlenosti. I inflacija i nezaposlenost predstavljaju određene troškove za gospodarstvo. Moglo bi se reci da svaka zemlja ima svoju optimalnu točku na Phillipsovoj krivulji koja se može zvati i točkom unutarnje ravnoteže. Ako zemlje članice imaju različite troškove inflacije, a međusobno su im devizni tečajevi fiksno vezani, postaje neizbježno da u uniji zemlje članice odmiču iz svojih optimalnih točaka kako bi se osigurala jedinstvena, "uniformirana" stopa promjene troškova. Tako ce neke zemlje biti primorane prihvatiti vise stope nezaposlenosti nego sto žele, a neke će morati prihvatiti vise stope inflacije nego sto žele. Kad bi zemlje unije imale iste troškove u svojim točkama

unutarnje ravnoteže i pretpostavljajući vanjsku ravnotežu i nepostojanje strukturnih pomaka kroz vrijeme, ne bi bilo potrebe za promjenama deviznog tečaja i uspostavljanje unije ne bi uzrokovalo nikakve troškove.

Iako ulazak u Ekonomsku i monetarnu uniju nudi više prednosti od nedostataka, jer u protivnom zemlje ne bi bile zainteresirane za ulazak u istu, Kordić (2016.) spominje kako je iskustvo Ekonomske i monetarne unije od krize iz 2008. godine ukazalo na niz problema i rizika sa kojima se suočava EMU, a koji se uglavnom nalaze u području fiskalne politike. Pojavile su se i određene ideje o izlasku nekih zemalja iz Europske unije ili razdvajanju Europske unije na sjeverni i južni dio. Napuštanje ovoga projekta izazvalo bi dalekosežne posljedice, a buduća politika trebala bi uključivati detaljnije i učinkovitije fiskalne kontrole te strože i jasnije definirane kazne za prekršitelje.[7]

Prvenstveno zbog slobode kretanja kapitala i čestih volatilnosti kapitalnih priljeva i odljeva, kreiran je Tečajni mehanizam ERM II koji definira šire granice tečaja prema euru za EU zemlje koje još nisu članovi EMU. Tečajni mehanizam II (ERM II) je sustav deviznih tečajeva u kojem zemlje članice EU moraju sudjelovati barem dvije godine kako bi stekle uvjete za članstvo u EMU. Stupio je na snagu 1. siječnja 1999., nakon dogovora Europske centralne banke i Europske komisije 1. rujna 1998., a osnovne smjernice mehanizma dogovorene su u lipnju 1997. na sastanku Europskog vijeća u Amsterdamu. ERM II omogućava okvir za kooperaciju politike deviznog tečaja Eurosistema i zemlje članice EU koja još nije pristupila EMU.

Prema Ćorić i Mesić (2012.) mehanizam integracije zemlje u eurozonu dijeli se u tri faze:

Prva faza odnosi se na razdoblje prije ulaska u Europsku uniju. U ovoj fazi potrebno je prilagoditi svoj zakonodavni okvir zakonima Zajednice. Statut središnje banke usklađuje se sa Sporazumom o Europskoj uniji i statutom Europskog sustava centralnih banaka s ciljem zakonskoga ukidanja mogućnosti kreditiranja države od strane središnje banke te potpune liberalizacije kapitalnih tokova. U ovoj fazi od zemalja se očekuje početak usklađivanja ekonomske politike s Maastrichtskim kriterijima, kao i fokusiranje na Kopenhaške kriterije.

Druga faza odnosi se na članstvo u Europskoj uniji, ali s odgođenim uvođenjem eura. Radi se o razdoblju između ulaska u Europskoj uniji i uvođenja eura. Ovo razdoblje podijeljeno je na dvije podfaze.

---

[7] O potencijalnim rješenjima (Eichengreen 2010., prema Kordić, 2016.).

Prva podfaza obuhvaća pripreme za ulazak u mehanizam ERM II. Sam postupak priprema za ulazak u mehanizam ERM II sastoji se od četiri koraka, od kojih je jedino posljednji u potpunosti dostupan javnosti:

Postupak oko deviznog tečaja (engl. the exchange rate procedure) – u pravilu je riječ o povjerljivom zahtjevu ministra financija i guvernera središnje banke pristupnice prema ministru financija zemlje predsjedavateljice Europskoj uniji. U istoj inicijativi predstavnici zemlje pristupnice izvješćuju predsjednika i tajnika Ekonomskoga financijskog odbora pri Europskoj uniji. Nakon toga organizira se zatvoreni sastanak Odbora za ERM II na kojem se raspravlja o središnjem paritetu i granicama fluktuacije tečaja zemlje pristupnice.

Odbor za ERM II (engl. The ERM 2 Comitee) – sastaje se na poziv predsjednika Ekonomskoga financijskog odbora. Na sastanku se odlučuje je li makroekonomski okvir zemlje kompatibilan s odrednicama tečajnoga mehanizma i ekonomske politike Europske unije kao i propozicijama Sporazuma o stabilnosti i razvoju.

Sastanak o deviznom tečaju (engl. the ERM II Exchange rate Meeting) – saziva se na poziv ministra financija zemlje predsjedateljice Europske unije. Na sastanku se utvrđuje konačni središnji paritet i granice fluktuacije.

Završna komunikacija (engl. the final comunique) – završni je dio procesa koji prethodi ulasku pristupnice u ERM II, a organizira se u ime Europske unije. Završna komunikacija uključuje: odluku o ulasku zemlje u ERM II, središnji paritet, granice fluktuacije, izjavu o budućoj ekonomskoj politici pristupnice, te kratku izjavu o razgovorima Europske središnje banke i središnje banke zemlje pristupnice. Vremenski okvir dovršetka priprema za ulazak u ERM II nije fiksno određen i on isključivo ovisi o pregovaračkim vještinama zemlje pristupnice i stupnju dogovora s predstavnicima Europske unije. Iskustva zemalja pristupnica u posljednjih nekoliko godina pokazuju da pristupnice kroz ovu fazu vrlo brzo prolaze.

Druga podfaza odnosi se na razdoblje između ulaska u mehanizam i uvođenja eura. Riječ je o vremenu u kojem nositelji ekonomske politike neke zemlje poduzimaju sve moguće korake kako bi ispunili Maastrichtske kriterije i osigurali ekonomsku konvergenciju zemlje.

Uvođenje eura predstavlja treću i završnu fazu u procesu integracije zemlje kandidatkinje u euro područje, koja slijedi nakon što Europska komisija boravak zemlje u mehanizmu ERM II ocijeni uspješnim.

Zemlje nastoje boraviti što je kraće moguće u tečajnom mehanizmu ERM II, jer postoje i negativne značajke boravka u tečajnom mehanizmu ERM II. Backe i Thimann (2004., prema Ćorić i Mesić 2012.) navode četiri područja provedbe mehanizma koje članice smatraju upitnima:

1. Disciplinirajuća uloga mehanizma. Zemlje pristupnice ne vide značajniji doprinos disciplinirаnju njihovih ekonomskih politika koji proizlazi iz boravka u tečajnom mehanizmu. Pored kriterija iz Maastrichta i Sporazuma o stabilnosti i rastu, sve ostale disciplinatorne učinke mehanizma zemlje pristupnice smatraju beznačajnima.
2. Kredibilitet mehanizma. Tečajni kriterij u okviru tečajnoga mehanizma ERM II zemlje pristupnice doživljavaju kao posredni tečajni režim koji je podložan rizicima i špekulativnim napadima. Kriza tečajnoga mehanizma ERM I iz 1992./1993. dokaz je potencijalne nestabilnosti ovoga režima. S druge strane, tečajni režimi pristupnica Europskoj uniji, koji obuhvaćaju sve postojeće tečajne oblike, od valutnog odbora do plivajućega deviznog tečaja, u javnosti su ocijenjeni kredibilnima. Opravdanje za to su relativno niske stope inflacije, postupno smanjenje kamatnih stopa i niska inflacijska očekivanja u novim članicama Europske unije. Dužnosnici novih članica zbog svega navedenog dovode u pitanje svrhu postojanja ERM II i tečajnoga kriterija koji on sa sobom nosi.
3. Podešavanje granica fluktuacije. Zemlje pristupnice drže da granice fluktuacije od +/- 15%, kao i ponuđena mogućnost aprecijacijskih podešavanja, na neki način daju signal toleriranja aprecijacijski trend tečaja i do 15%. To, prema pristupnicama, predstavlja izravan doprinos volatilnosti deviznoga tečaja i smanjuje manevarski prostor središnjim bankama za stabilizaciju deviznoga tečaja u slučaju špekulativnoga napada.
4. Multilateralni karakter intervencija. Četvrti problem koji se pojavljuje u okviru tečajnoga kriterija je predviđeno sudjelovanje Europske središnje banke u koordiniranim intervencijama unutar i na samim granicama fluktuacije. Multilateralni karakter intervencija zemlje članice dovode u pitanje jer se sudjelovanjem Europske središnje banke povećava nesigurnost na deviznom tržištu kao i mogućnost špekulativnoga napada na nacionalnu valutu.

ERM II pruža zemljama fleksibilan i efikasan okvir za povećanje konvergencije sa EMU zonom, utvrđivanje pogodne razine neopozivog fiksiranja tečaja za euro te ostvarivanje

dodatne makroekonomske stabilnosti. Karakteristike i okvir unutar kojih ERM II djeluje su definiranje centralnog tečaja i granica fluktuacije, pravila za intervencije, nabavljanje kratkoročnih sredstava za intervencije i izlazna opcija.

Definiranje centralnog tečaja i granica fluktuacije. Prema rezoluciji Vijeća Europe, zemlje članice ERM II moraju definirati tečaj svoje valute prema euru tj. izraziti vrijednost svoje valute koja je jednaka jednom euru. ERM II je manje rigidniji sustav od svog prethodnika ERM što znači da je pogodniji za tranzicijske zemlje koje trebaju veću fleksibilnost. U skladu sa regulacijom ERM, od 1993. granice fluktuacije iznose +/- 15%, ali se na zahtjev mogu odrediti i uže granice. Do 1993. granice su iznosile +/- 2.25% s iznimkom Italije kojoj je bilo odobreno +/- 6%. Bitno je dodati kako ERM II donosi zabranu jednostrane nacionalne devalvacije ili revalvacije centriranog deviznog tečaja. Ipak, one su moguće ukoliko obje strane pristanu na promjenu tečaja, a u slučaju da do promjene centralnog tečaja dođe (obostranog) za zemlju počinje novo mjerenje vremena stabilnosti tečaja koje iznosi barem dvije godine. Bitno je istaknuti razliku koja nastaje ako se tečaj revalvira u odnosu na njegovo devalviranje. Ukoliko zemlja revalvira valutu za nju ne počinje novo mjerenje vremena, dok je u slučaju devalvacije novo mjerenje neizbježno. Bitna je i odredba o zajedničkom odobravanju koja naglašava da definirani tečaj mora biti ishod odobren unutar EMU kako neka zemlja ne bi koristila dumping tečaja da poboljša svoju konkurentnost. Za nadzor tečaja i njegovih granica odgovoran je i zadužen Upravni odbor Europske centralne banke. Inače, sve strane, sudionice ovog sustava imaju pravo predlagati promjenu centriranog tečaja ili pak granica fluktuiranja.

Pravila za intervencije nadziru Europska centralna banka i nacionalne centralne banke zemalja članica ERM II. U pravilima za intervencije zemalja članica ERM II razlikuju se marginalne intervencije ili intervencije koje se provode kako se ne bi prekoračile granice fluktuacije i intramarginalne intervencije. Marginalne intervencije su u principu automatske i neograničene no mogu biti suspendirane ako se kose sa ciljem stabilnosti cijena. Korištene su u ERM I, gdje su granice fluktuacije iznosile +/- 2,25%, jer su šokovi brzo tjerali valute na granice fluktuacije. Ponekad su korištene i intramarginalne intervencije, ali rjeđe. Unutar granica fluktuacija od +/- 15% intramarginalne intervencije dobivaju važniju ulogu kako bi se omogućilo ciljanje valute. Marginalne se koriste samo ako intramarginalne zakažu ili se gubi kontrola nad fluktuacijama tečaja. Intramarginalne intervencije se provode unutar granica koristeći kamatne stope. Spuštanjem kamatnih stopa dolazi do odljeva kapitala što spušta tečaj valute tj. devalvira, dok se povećanjem kamatnjaka privlači kapital te tečaj valute revalvira.

Postoji situacija kada je prije interveniranja potreban prethodan dogovor Europske centralne banke i nacionalne banke, a to se događa u situaciji ako jedna centralna banka odluči koristiti valutu za intervencije koje prelaze dogovorene limite.

Nabavljanje kratkoročnih sredstava za intervencije. Sredstva za marginalne intervencije su u pravilu automatski dostupna i neograničenog iznosa, za razliku od intramarginalnih intervenvcija za koje je potrebno odobrenje Europske središnje banke za sredstva koja su limitirana za svaku zemlju članicu ERM II i u principu se od zemalja očekuje da koriste vlastite rezerve. Ti limiti su dosta niski i u skladu su sa visinom BDP-a. Za obje vrste intervencija dospjelost kredita na naplatu je vrlo brza, nelimitirana sredstva za marginalne intervencije imaju rok 3 mjeseca. Ove financijske operacije, vezane uz nabavljanje kratkoročnih sredstava za intervencije, imaju oblik spot tržišta odgovarajućih valuta, a denominirane su u valuti kreditora. ERM II nudi mogućnost suspendiranja intervencije. Intervencija će biti suspendirana ukoliko se kosi sa primarnim ciljem zone tj. stabilnosti cijena. Dakle, ukoliko bi intervencija mogla dovesti do cjenovne nestabilnosti u nekoj drugoj članici ERM II ili u državi članici europodručja ta intervencija će biti suspendirana. Za zemlje pogođene spekulativnim napadima ERM II nudi vrlo malu financijsku potporu, naročito ako zemlja nastoji izbjeći pad tečaja na granice njenog pariteta. Upravo su i spekulativni napadi razlog zbog kojeg neke zemlje nastoje što kraće vrijeme provesti u ERM II i što prije pristupiti EMU.

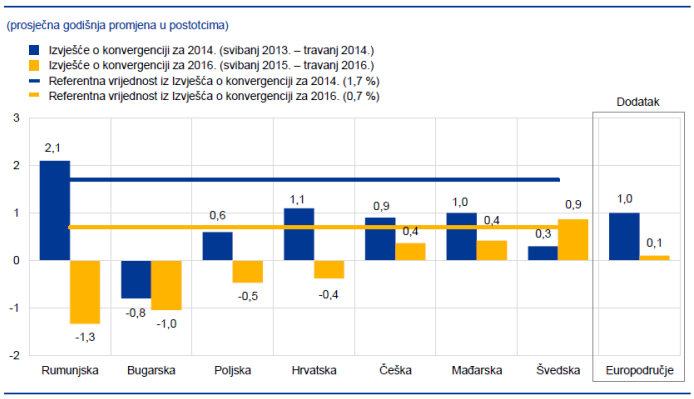
Izlazna opcija (″option-out″) je ono što čini razliku između prijašnjih članica Europske unije i novopridošlih. Izlazna opcija je opcijska mogućnost koja se odnosi na prihvaćanje ili neprihvaćanje eura kao nacionalne valute. ″Option-out″ za nove članice Europske unije ne postoji. Još jedna razlika između starih i novih članica Europske unije je i to da stare ne moraju provesti minimalno dvije godine u ERM II prije prihvaćanja eura, dok je to za nove članice obvezno (Pečarić, Visković, 2014.).

Što sve ovo znači za zemlje koje se promatraju u ovoj disertaciji i koliko su daleko od ispunjenja uvjeta za ulazak u eurozonu prikazano je u tekstu koji slijedi. Korišteni podaci su preuzeti iz Izvješća o konvergenciji, lipanj 2016. koje je objavljeno na internet stranici Europske središnje banke.

Od 1. siječnja 1999. euro je uveden u 19 država članica Europske unije a Izvješćem o konvergenciji obuhvaćeno je sedam od devet zemalja Europske unije koje još nisu prihvatile jedinstvenu valutu. Dvije od tih devet zemalja, Danska i Ujedinjena Kraljevina, izjasnile su se

da neće sudjelovati u trećoj fazi Ekonomske i monetarne unije. Ovim je izvješćem obuhvaćeno sedam zemalja: Bugarska, Češka, Hrvatska, Mađarska, Poljska, Rumunjska i Švedska. Od nabrojanih sedam zemalja, jedino Švedska ne spada u prostorni uzorak ove disertacije pa podaci za ovu zemlju neće biti komentirani. Svih se sedam zemalja obvezalo da će prihvatiti euro, što znači da moraju nastojati ispuniti sve konvergencijske kriterije. U narednom tekstu prikazat će se svi kriteriji, te kako zemlje stoje sa ispunjavanjem propisanih pravila. Europska središnja banka daje do znanja i mogućnost da su pojedine stope korigirane nakon nastanka ovog Izvješća.

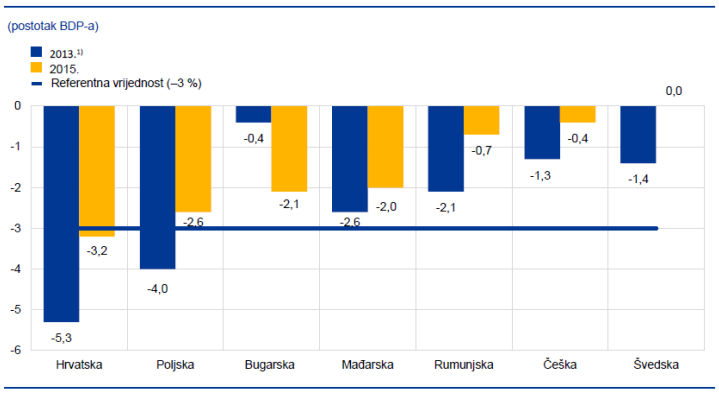
Glede kriterija stabilnosti cijena prema Grafikonu 1., godišnja prosječna stopa inflacije bila je niža od zadane referentne vrijednosti 0,7 % za 2016. godinu u šest zemalja odnosno u svim zemljama koje se promatraju u ovoj disertaciji. Bugarska, Hrvatska, Poljska i Rumunjska zabilježile su negativne stope inflacije. U odnosu na prošlo Izvješće 2014. godine Rumunjska je bila jedina zemlja sa stopom inflacije višom od primjenjive referentne vrijednosti od 1,7 %, te je inflacija iznosila 2,1 %.



Grafikon 1: Inflacija iz Izvješća o konvergenciji 2016.

Izvor: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/cr201606.hr.pdf (11.10.2017.)

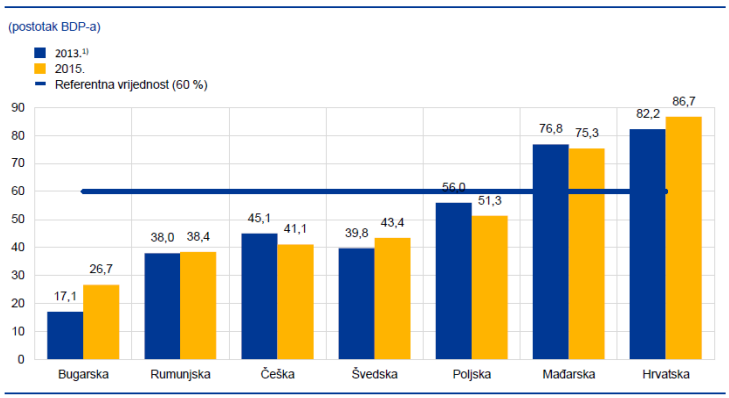
U vrijeme objave ovog izvješća kao što je vidljivo u Grafikonu 2., samo je Hrvatska ostvarivala prekomjerni proračunski manjak. Sve ostale promatrane zemlje imale su omjer fiskalnog manjka i BDP-a jednak ili ispod referentne vrijednosti od 3 % u 2015.. U 2016. zemlje ispunjavaju ovaj kriterij.



Grafikon 2: Višak (+) ili manjak (–) proračuna opće države iz Izvješća o konvergenciji 2016.

Izvor: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/cr201606.hr.pdf (11.10.2017.)

Prema Grafikonu 3., u Hrvatskoj (86,7 %) i Mađarskoj (75,3 %) omjer duga bio je iznad 60 % BDP-a u 2015., a u ostalim promatranim zemljama razine duga bile su ispod ili znatno ispod dopuštenog praga. U razdoblju od 2013. omjer državnog duga i BDP-a porastao je za 9,6 postotnih bodova u Bugarskoj i 4,5 postotnih bodova u Hrvatskoj. U Mađarskoj i Rumunjskoj omjer duga promijenio se samo neznatno. U istom su razdoblju Poljska i Češka zabilježile znatno smanjenje svojeg omjera duga (za 4,7 postotnih bodova u slučaju Poljske i 4,1 postotni bod BDP-a u slučaju Češke) zahvaljujući pozitivnim stopama rasta.

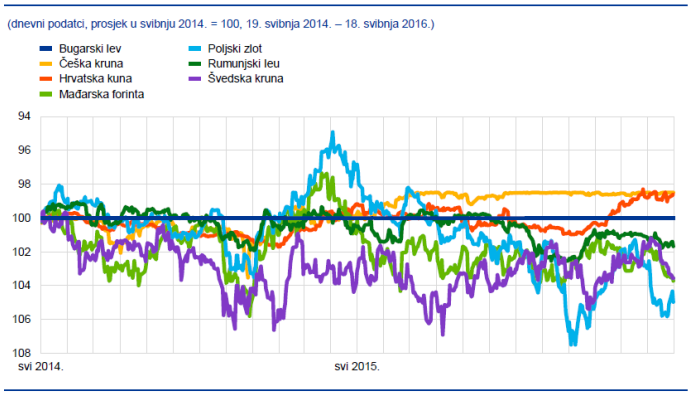


Grafikon 3: Bruto dug opće države iz Izvješća o konvergenciji 2016.

Izvor: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/cr201606.hr.pdf (11.10.2017.)

Prema Izvješću o konvergenciji nijedna od zemalja obuhvaćenih ovim izvješćem ne sudjeluje u ERM-u II. Promatrane zemlje primjenjuju različite tečajne režime. Tečaj bugarskoga leva ostao je u referentnom razdoblju fiksno utvrđen na 1,95583 za 1 euro u okviru valutnog odbora. Hrvatskom kunom i rumunjskim leuom trgovalo se u skladu s fleksibilnim tečajnim

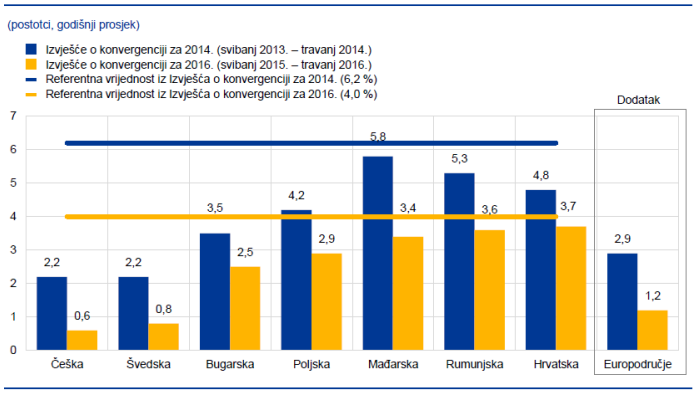
režimima koji uključuju upravljani fluktuirajući tečaj u odnosu na euro. Svim ostalim valutama trgovalo se prema određenom tečajnom režimu, a u većini zemalja tečaj je bio vrlo kolebljiv (Grafikon 4.).



Grafikon 4: Bilateralni tečajevi u odnosu na euro iz Izvješća o konvergenciji 2016.

Izvor: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/cr201606.hr.pdf (11.10.2017.)

U referentnom razdoblju u svim promatranim zemljama prosječne su dugoročne kamatne stope bile niže od referentne vrijednosti od 4,0 % za 2016. godinu.



Grafikon 5: Dugoročne kamatne stope iz Izvješća o konvergenciji 2016.

Izvor: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/cr201606.hr.pdf (11.10.2017.)

Dugoročne kamatne stope u Češkoj bile su niže od 1 %, u Bugarskoj i Poljskoj bile su između 2 % i 3 %, dok su u Hrvatskoj, Mađarskoj i Rumunjskoj bile iznad 3 %. Primjetan je pad dugoročnih kamatnih stopa što se može pripisati monetarnoj politici koju primjenjuje Europska središnja banka (Grafikon 5.). Moguće je zaključiti da većina promatranih zemalja ispunjava kriterije konvergencije, a izuzetak su za pojedine kriterije Hrvatska i Mađarska.

2.3. Klasifikacija tečajnih režima

Staehr (2015.) navodi kako je literatura o izboru tečajnog režima postala iznimno bogata od šezdesetih godina kada je sustav fiksnog tečaja u Bretton Woodsu bio pod pritiskom i kada je dekolonizacija značila nastanak novih neovisnih zemalja koje su se suočavale s pitanjem izbora tečajnog režima.

Studije o tečajnim režimima dijeli u tri skupine. Normativne studije koriste teorijske modele za odabir optimalnog ili barem prikladnog režima tečaja. Pozitivne ili deskriptivne studije koriste se empirijskim metodama za analizu čimbenika koji su predicirali različite izbore tečajnih režima i učinke različitih izbora na makroekonomske ishode. Na kraju pojedine studije su bile usmjerene na politike tu su nastojale kombinirati pouke iz teorijskih i empirijskih studija kako bi pružila savjete o politikama ili analizirale pojedine događaje.

Slijedi klasifikacija tečajnih režima u kojima će biti prikazane najvažnije klasifikacije tečajnih režima. Prikazat će se i usporedbe najvažnijih klasifikacija te utvrditi postoje li razlike između istih. Obratit će se pozornost na de jure i de facto klasifikacije, te prikazati trendove u izboru tečajnih režima.

Klasifikacija tečajnih režima nije jedinstvena. Mnogi ekonomisti se pridržavaju različitih klasifikacija. U prošlosti literatura je zanemarivala razlike između de jure i de facto režima. Prvotna podjela tečajnih režima Međunarodnog monetarnog fonda primjer je podjele koja je koristila podatke koje bi zemlje dostavile bez da bi provjerili da li je to stvarno tako. Analizirajući tečajne režime zemalja u pojedinim analizama ustanovljeno je da se tečajni režimi koje zemlje koriste (de facto režimi) znaju razlikovati od onih koje su navele (de jure).

De facto tečajne režime može karakterizirati manja ili veća volatilnost tečaja nego što se očekuje s obzirom na službenu objavu tečajnog režima. Ova odstupanja mogu trajati kroz znatna vremenska razdoblja. Česte izmjene službenog tečaja mogu učiniti tečaj dosta fleksibilnim, unatoč mogućnosti da je zemlja službeno objavila da koristi fiksni tečajni režim. Također i zemlje koje su službeno objavile da koriste plivajući tečajni režim mogu koristiti česte intervencije na deviznom tržištu kako bi održale visok stupanj tečajne stabilnosti, što se često nazivao kao „pristup straha od plivanja“ (Hagen, Zhou, 2002.). Odstupanje de jure od de facto tečajnog režima negativno će utjecati pri analiziranju povijesnih trendova kod tečajnih režima. Kako bi se riješio navedeni problem poduzeti su brojni napori za razvijanje de facto klasifikacije tečajnih režima. Najpoznatije de facto klasifikacije nastale su od sljedećih autora

Levy-Yeyati i Sturzenegger, Reinhart i Rogoff, Bubula i Ötker-Robe, Ghosh. U novije vrijeme i Međunarodni monetarni fond koristi de facto klasifikaciju. Neke od najvažnijih klasifikacija navedene su u nastavku. Kada se promatraju de facto klasifikacije autori Tavlas, Dellas i Stockman (2008.) su naveli najznačajnije, a isti su vidljivi u Tablici 4.

Tablica 4: Najznačajnije de facto klasifikacije

Autori	Skraćenica	Godina
Benassy-Quere i Coeure	BQC	2006.
Bailliu, Lafrance i Perrault	BLP	2003.
De Grauwe i Schnabl	DGS	2005.
Dubas, Lee i Mark	DLM	2005.
Eichengreen i Leblang	EL	2003.
Ghosh, Gulde, Ostry i Wolf	GGOW	1997.
Ghosh, Gulde i Wolf	GGW	2002.
Međunarodni monetarni fond	IMF	2003.
Levy-Yeyati i Sturzenegger	LYS	2005.
Reinhart i Rogoff	RR	2004.

Izvor: Prilagođeno prema Tavlas, Dellas i Stockman (2008.).

Jedna od najpoznatijih klasifikacija jeste klasifikacija prema autorima Reinhart i Rogoff (2004.). Radi se o de facto klasifikaciji koja je vidljiva u Tablici 5. Klasifikacija prema Reinhart i Rogoff (2004.) posjeduje određene prednosti u odnosu na druge de facto klasifikacije i ista se kontinuirano dopunjuje. Radi se o uzorku od 195 zemalja. Vremensko razdoblje uzorka sa zadnjim dopunama je od 1940. godine do 2015. godine.

Tablica 5: Klasifikacija tečajnih režima prema Reinhart i Rogoff

Klasifikacijska podjela
• Sustav bez domaće valute u optjecaju
• Prethodno najavljeno vezanje ili sustav valutnog odbora
• Prethodno najavljen sustav horizontalnog raspona deviznoga tečaja koji je uži ili jednak od +/–2 postotka
• De facto vezanje
• Prethodno najavljen sustav puzećega vezanja deviznoga tečaja
• Prethodno najavljen sustav puzećega raspona deviznoga tečaja koji je uži ili jednak od +/–2 postotka
• De facto sustav puzećega vezanja deviznoga tečaja
• De facto sustav puzećega raspona deviznoga tečaja koji je uži ili jednak od +/–2 postotka
• Prethodno najavljen sustav puzećega raspona deviznoga tečaja koji je širi ili jednak od +/–2 postotka
• De facto sustav puzećega raspona deviznoga tečaja koji je uži ili jednak od +/–5 postotka
• Sustav krećućeg raspona deviznoga tečaja koji je uži ili jednak od +/–2 postotka
• Sustav upravljano-plivajućeg deviznog tečaja bez unaprijed određenog smjera
• Sustav slobodno-plivajućih deviznih tečajeva
• Slobodni pad tečaja (uključena i hiperinflacija)
• Dvostruko tržište gdje nedostaju pokazatelji iz jednog tržišta

Izvor: Prilagođeno prema Reinhart i Rogoff (2004.).

U klasifikaciji je moguće pronaći podatke o slučaju kada određena zemlja u odabranoj godini paralelno koristi više od jednog tečajnog režima. Klasifikacija raspolaže i sa podacima o slobodnom padu koje obično karakterizira razdoblje hiperinflacije, financijskih kriza ili promjenu neodrživog tečajnog režima. Promjene režima dostupne su na mjesečnom nivou, te je moguće i mjesečno promatranje tečajnih režima. Autori su obratili pažnju i na blago kretanje tečajnih režima te su algoritmom namješteni različiti rasponi kretanja.

Tablica 6: Klasifikacija Međunarodnog monetarnog fonda kroz povijest

Izdanja 1950.-1973.
1. Postoji nominalna vrijednost ili srednji tečaj – Primijenjena je nominalna vrijednost ili srednji tečaj.
2. Efektivni tečaj različit od nominalne vrijednosti ili srednjeg tečaja odnosi se na sve ili većinu transakcija: fiksna ili plivajuća stopa.

Izdanje 1974.
1. Tečaj se održava u relativno uskim marginama u odnosu na američki dolar, britansku funtu, francuski franak, skupinu valuta i u odnosu na prosjek tečaja najvažnijih trgovinskih partnera.
2. Tečaj se ne održava u relativno uskim marginama.

Izdanja 1975.-1978.
1. Tečaj se održava u relativno uskim marginama u odnosu na američki dolar, britansku funtu, francuski franak, južnoafrički rand ili španjolsku pezetu, skupinu valuta i dogovor.
2. Tečaj se ne održava u relativno uskim marginama.

Izdanja 1979.-1982.
1. Tečaj se održava u relativno uskim marginama u odnosu na američki dolar, britansku funtu, francuski franak, australski dolar, portugalski eskudo, južnoafrički rand ili španjolsku pezetu, skupinu valuta, dogovor i skup pokazatelja.
2. Tečaj se ne održava u relativno uskim marginama.

Izdanja 1983.-1996.
1. Fiksno vezanje za: američki dolar, britansku funtu, francuski franak, ostale valute, i skupine valuta.
2. Ograničena fleksibilnost u odnosu na: jednu valutu, zajednički dogovor.
3. Fleksibilniji aranžmani: prilagodne u skladu sa određenim pokazateljima, upravljano plivanje.
4. Slobodno plivajući.

Izdanja 1997.-1998.
1. Fiksno vezanje za: jednu valutu, skupinu valuta.
2. Ograničena fleksibilnost.
3. Upravljano plivanje.
4. Slobodno plivajući.

Izdanja 1999.-2001.
1. Tečajni režim bez nacionalne valute u opticaju.
2. Valutni odbor.
3. Konvencionalni fiksno vezani režim.
4. Fiksno vezani režimi unutar horizontalnih raspona.
5. Režim puzećeg vezanja.
6. Režim puzećeg raspona.
7. Upravljano plivanje bez unaprijed poznatog smjera.
8. Slobodno plivajući.

Izvor: Prilagođeno prema Reinhart i Rogoff (2002.).

Međunarodni monetarni fond isprva je koristio de jure klasifikaciju, a kasnije de facto. Analiza povijesnih klasifikacija Međunarodnog monetarnog fonda prikazana je u Tablici 6.

Posljednjih godina klasifikacija Međunarodnog monetarnog fonda postaje de facto (Tablica 7.) kako bi se osigurala veća konzistentnost i objektivnost tečajnih režima zemalja, te poboljšala transparentnost vlastitih nadgledanja u ovome polju.

Tablica 7: Klasifikacija tečajnih režima prema Međunarodnom monetarnom fondu

Vrsta	Kategorija				
Čvrsto vezani tečajni režimi	Tečajni režim bez nacionalne valute u opticaju	Valutni odbor			
Meki vezani tečajni režimi	Konvencionalni fiksno vezani režim	Fiksno vezani režimi unutar horizontalnih raspona	Stabilizirani režimi	Režim puzećeg vezanja	Režimi nalik na puzeće
Plivajući tečajni režimi (tržišno određene stope)	Plivajući	Slobodno plivajući			
Ostali tečajni režimi	Ostali upravljani tečajni režimi				

Izvor: Prilagođeno prema godišnjem izvještaju iz 2014. godine Međunarodnog monetarnog fonda o tečajnim režimima i tečajnim ograničenjima (pristupljeno: https://www.imf.org/external/pubs/nft/2014/areaers/ar2014.pdf, raspoloživo na: 30.06.2016.)

Postotni udio prema svakoj kategoriji tečajnih režima vidljiv je u Tablici 8.

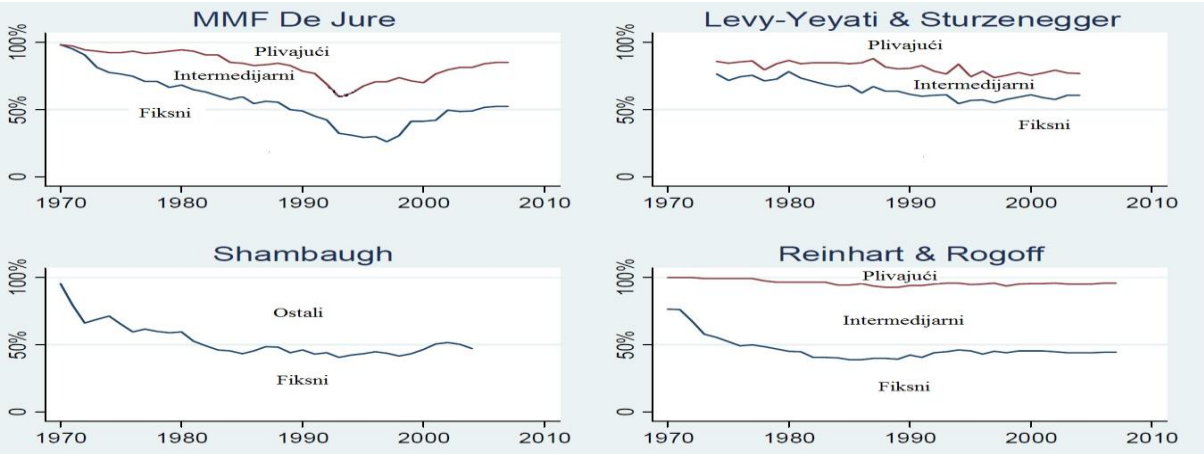
Tablica 8: Udio vrsta i kategorija tečajnih režima prema klasifikaciji Međunarodnog monetarnog fonda u razdoblju 2008.-2014. godine

Tečajni režimi	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.	2014.
Čvrsto vezani tečajni režimi	12,2	12,2	13,2	13,2	13,2	13,1	13,1
Tečajni režim bez nacionalne valute u opticaju	5,3	5,3	6,3	6,8	6,8	6,8	6,8
Valutni odbor	6,9	6,9	6,9	6,3	6,3	6,3	6,3
Meki vezani tečajni režimi	39,9	34,6	39,7	43,2	39,5	42,9	43,5
Konvencionalni fiksno vezani režim	22,3	22,3	23,3	22,6	22,6	23,6	23,0
Fiksno vezani režimi unutar horizontalnih raspona	12,8	6,9	12,7	12,1	8,4	9,9	11,0
Stabilizirani režimi	2,7	2,7	1,6	1,6	1,6	1,0	1,0
Režim puzećeg vezanja	1,1	0,5	1,1	6,3	6,3	7,9	7,9
Režimi nalik na puzeće	1,1	2,1	1,1	0,5	0,5	0,5	0,5
Plivajući tečajni režimi (tržišno određene stope)	39,9	42,0	36,0	34,7	34,7	34,0	34,0
Plivajući	20,2	24,5	20,1	18,9	18,4	18,3	18,8
Slobodno plivajući	19,7	17,6	15,9	15,8	16,3	15,7	15,2
Ostali tečajni režimi							
Ostali upravljani tečajni režimi	8,0	11,2	11,1	8,9	12,6	9,9	9,4

Izvor: Prilagođeno prema godišnjem izvještaju iz 2014. godine Međunarodnog monetarnog fonda o tečajnim režimima i tečajnim ograničenjima.

Od 2010. godine najviši udio tečajnih režima prema klasifikaciji Međunarodnog monetarnog fonda čine meki vezani („soft peg“) tečajni režimi. Stopa pripadnosti ovoj vrsti tečajnih režima iznosi između 39% i 44%. Nešto nižu pripadnosti imaju plivajući tečajni režimi. Udio u čvrsto vezanim i ostalim upravljanim tečajnim režimima ne prelazi 14%. Kada se promatra kategorija tečajnih režima tada najveću zastupljenost ima konvencionalni fiksno vezani režim. Potom slijede kategorije plivajućih tečajnih režima, plivajući režim i slobodno plivajući režim.

Sličnu analizu napravio je i Rose (2011.), no on je proširio pregled i sa klasifikacijama drugih autora. Isto je vidljivo u narednom grafikonu (Grafikon 6.).



Grafikon 6: Pripadnost tečajnih režima po različitim klasifikacijama

Izvor: Prilagođeno prema Rose (2011.).

Analiza od Rose govori kako udio fiksnih tečajnih režima nije bio niži od 40%, bez obzira koja se klasifikacija promatra. Prema Reinhart i Rogoff klasifikaciji plivajući tečajni režimi ostvaruju jako malen udio.

Dosta korištena klasifikacija u literaturi jeste i ona od autora Levy-Yeyati i Sturzenegger iz 2002. godine. Podjela tečajnih režima po klasifikaciji Levy-Yeyati i Sturzenegger (2002.) sastoji se od:

- fiksnog tečajnog režima,
- tečajnog režima puzećeg vezanja,
- „prljavog“ plivajućeg tečajnog režima
- fleksibilnog tečajnog režima i
- ostalih tečajnih režima koji nisu imali jasan rezultat.

Još jednu de facto klasifikaciju napravili su autori Bubula i Otker-Robe 2002. godine (Tablica 9.). Tečajne režime dijele u tri osnovna skupa (fiksni, intermedijarni i plivajući), a zatim u podskupove. Kada se analizira istraživanje autora Bubula i Otker-Robe (2002.) u prosjeku najveća zastupljenost pripada konvencionalno fiksno vezanom režimu prema jednoj valuti (20,1%). Promatrajući zemlje prema razvijenosti autori su došli do nešto drukčijih rezultata. Kod razvijenih zemalja u prosjeku najveća zastupljenost ima horizontalni raspon (33,0%), a kod zemalja u razvoju najveća zastupljenost je prema režimima puzećeg raspona (16,3%).

Tablica 9: Klasifikacija tečajnih režima prema Bubula i Otker-Robe

De facto tečajni režimi			
Fiksni tečajni režim	Čvrsto vezani	Tečajni režim bez nacionalne valute u opticaju	Formalna dolarizacija
			Valutna unija
			Valutni odbor
Intermadijarni tečajni režimi	Meki vezani	Konvencionalni fiksno vezani režim	Prema jednoj valuti
			Prema košarici valuta
			Horizontalni raspon
		Režim puzećeg vezanja	Stopa puzanja je unaprijed određena
			Stopa puzanja se unatrag određuje
		Režim puzećeg raspona	Stopa puzanja je unaprijed određena
			Stopa puzanja se unatrag određuje
			Čvrsto upravljani plivajući režim
Plivajući tečajni režimi			Ostalo upravljano plivajući režimi bez unaprijed određene tečajne putanje (isključujući čvrsto upravljane plivajuće režime)
			Neovisno plivajući

Izvor: Prilagođeno prema Bubula i Otker-Robe (2002.).

De facto klasifikacija tečajnih režima prema Ghosh, Gulde i Wolf (2002., prema Beckerman, 2005.) dijeli tečajne režime u tri osnovne kategorije, u fiksne, intermedijarne i plivajuće (Tablica 10.). Fiksni tečajni režimi se dijele u dvije potkategorije, u čvrsto vezane i tradicionalne režime. Dolarizacija, valutni odbor i monetarna unija pripadaju u čvrsto vezane režime, dok režimi koji su vezani prema jednoj ili košarici valuta pripadaju u tradicionalne fiksne režime.

Intermedijarni režimi obuhvaćaju dvije intervencijske potkategorije. U potkategoriji intervencije na temelju pravila spadaju sljedeći režimi, režim kooperativnih intervencija, režim puzećeg vezanja i režim ciljanog područja. U diskrecijske intervencije spada samo jedan režim, upravljano plivajući režim. Plivajući tečajni režimi sastoje se od jedne potkategorije i jednog režima, slobodno plivajućeg režima.

Tablica 10: Klasifikacija tečajnih režima prema Ghosh, Gulde i Wolf

Opća klasifikacija	Podklasifikacija	Tečajni režim
Fiksni tečajni režimi	Čvrsto vezani fiksni	Dolarizacija
		Valutni odbor
		Valutna unija
	Tradicionalni fiksni	Režim vezan prema jednoj valuti
		Režim vezan prema košarici valuta
Intermedijarni tečajni režimi	Intervencije na temelju pravila	Kooperativne intervencije
		Režim puzećeg vezanja
		Režim ciljanog područja
	Diskrecijske intervencije	Upravljano plivajući
Plivajući tečajni režimi	Plivajući	Slobodno plivajući

Izvor: Prilagođeno prema Ghosh, Gulde i Wolf (2002., prema Beckerman, 2005.).

Frankel (2003.), za čiju se klasifikaciju smatra da je de jure klasifikacija (Cruz-Rodriguez, 2013.), govori o sljedećoj klasifikaciji tečajnih režima: slobodno plivajući, upravljano plivajući, prilagođavajući tečajevi, puzajući tečajevi, tečajevi vezani uz košaricu valuta, plivajući tečajevi u okviru utvrđenih raspona, valutni odbori, dolarizacija i monetarna unija (Tablica 11.).

Tablica 11: Klasifikacija tečajnih režima prema Frankel

Klasifikacijska podjela	
Osnovni skup	**Podskup**
Plivajući tečaj	Slobodno plivajući Upravljano plivajući
Intermedijarni tečajevi	Prilagođavajući tečajevi Puzajući tečajevi Tečajevi vezani uz košaricu valuta Plivajući tečajevi u okviru utvrđenih raspona
Fiksni tečajevi	Valutni odbori Dolarizacija (eurizacija) Monetarna unija

Izvor: Prilagođeno prema Frankel (2003.).

Razvoj de facto klasifikacija tečajnih režima razlikovao se među autorima. Razlike između klasifikacija bile su vidljive u promatranom razdoblju, frekvenciji promatranja tečajnih režima, broju promatranih zemalja i broja tečajnih režima koji su činili samu klasifikaciju. Naredna tablica prikazuje osnovne karakteristike različitih de facto klasifikacija tečajnih režima (Tablica 12.).

Tablica 12: Osnovne karakteristike raznih de facto klasifikacija tečajnih režima

Prema	Ghosh (2003.)	IMF (1999., 2003.); Bubula i Ötker-Robe (2002.)	Levy-Yeyati i Sturzenegger (2003.)	Reinhart i Rogoff (2004.)
Razdoblje	1973. – 1999.	1990. – 2003.	1974. – 2000.	1940. – 2001.
Frekvencija	Godišnja	Godišnja i mjesečna	Godišnja	Godišnja i mjesečna
Broj promatranih zemalja	165	190	156	153
Broj različitih tečajnih režima	Puna podjela 25, gruba podjela 9	Puna podjela 15, gruba podjela 8	4	Puna podjela 14, gruba podjela 5
Prednosti	Koristi kvantitativne i kvalitativne informacije (ankete sa ekonomistima MMF-a). Definirana sistematizacija.	Koristi kvantitativne i kvalitativne informacije (ankete sa ekonomistima MMF-a, novinske članke, obavljaju se razgovori sa vlastima). Dostupni su podaci za sve članice MMF-a, klasifikacija se redovito ažurira.	Koriste se informacije o volatilnosti inozemnih deviznih rezervi. Sistematski pristup.	Koriste se informacije o dvojnom/paralelnom korištenju tečajnih režima. Odvojeni su režimi slobodnog pada. Dugoročne serije podataka, mjesečno identificiranje promjena režima. Sistematski pristup.
Nedostaci	Preveliko oslanjanje na navedenu politiku, što može dovesti do odstupanja od korištene prakse. Koristi subjektivnu procjenu, koja se može razlikovati između zemalja. Nisu klasificirane sve zemlje niti sva razdoblja.	Koristi subjektivnu procjenu, koja se može razlikovati između zemalja.	Podaci o tečajnoj stabilnosti i promjenama u rezervama mogu se pojaviti, a da razlozi nisu povezani sa promjenama politike. Podaci o rezervama mogu ne sadržavati iznose derivata. Mnoga razdoblja nisu klasificirana, u prosjeku je klasificirano oko 15 godina po zemlji. Druge zemlje utječu na klasifikaciju (zbog korištenja klaster analize).	Podaci o tečajnoj stabilnosti mogu se pojaviti, a da razlozi nisu povezani sa promjenama politike. Za nekoliko zemalja nedostaju podaci za sve godine.

Izvor: Prilagođeno prema Rogoff i dr. (2003.).

Nastanak brojnih klasifikacija tečajnih režima rezultirao je i pojedinim usporedbama klasifikacija tečajnih režima. Ove usporedbe imale su za cilj otkriti konzistentnost između

najvažnijih klasifikacija tj. vidjeti jesu li odabrani tečajni režimi pripali u istu kategoriju po različitim klasifikacijama.

Autori Levy-Yeyati i Sturzenegger (2002.) su usporedili svoja istraživanja sa klasifikacijom Međunarodnog monetarnog fonda, te su došli do zaključka kako razlike postoje u svim vrstama tečajnih režima. Intermedijarni tečajni režimi imali su manji udio u klasifikaciji po Levy-Yeyati i Sturzeneggeru u odnosu na klasifikaciju Međunarodnog monetarnog fonda, dok su viši udio imali plivajući i fiksni tečajni režimi. Precizne usporedbe su vidljive u Tablici 13.

Tablica 13: Usporedba rezultata klasifikacije Levy-Yeyati i Sturzenegger sa klasifikacijom Međunarodnog monetarnog fonda

Tečajni režim	Levy-Yeyati i Sturzenegger	Međunarodni monetarni fond
Plivajući	662	513
Intermedijarni	600	937
Fiksni	2073	1885
Ukupno	**3335**	**3335**

Izvor: Prilagođeno prema Levy-Yeyati i Sturzenegger (2002.).

Eichengreen i Razo-Garcia (2011.) uspoređivali su najpoznatije de facto klasifikacije tečajnih režima i to klasifikaciju prema Bubula i Otker-Robe (2002.), Reinhart i Rogoff (2004.) klasifikaciju i klasifikaciju prema Levy-Yeyati i Sturzenegger (2005.). Usporedbe klasifikacija prikazane su u Tablici 14., Tablici 15. i Tablici 16.

Tablica 14: Usporedba de facto klasifikacije prema Reinhart i Rogoff (2004.) i de facto klasifikacije prema Bubula i Otker-Robe (2002.)

		BORA			
		Fiksni	**Intermedijarni**	**Plivajući**	**Ukupno**
RR	**Fiksni**	**837**	288	8	1133
	Intermedijarni	57	**2018**	322	2397
	Plivajući	1	182	**144**	327
	Ukupno	895	2488	474	3857

Napomena: RR predstavlja de facto klasifikacije prema Reinhart i Rogoff (2004.), BORA predstavlja de facto klasifikacije prema Bubula i Otker-Robe (2002.).

Izvor: Prilagođeno prema Eichengreen i Razo-Garcia (2011.).

Uspoređujući de facto klasifikacije prema Reinhart i Rogoff (2004.) i prema Bubula i Otker-Robe (2002.) može se zaključiti kako su najmanje razlike bile između fiksnih tečajnih režima. U jednoj i drugoj klasifikaciji 837 je podudarnosti pri odabiru fiksnih režima, 288 fiksnih režima prema Reinhart i Rogoff (2004.) klasifikaciji kod Bubula i Otker-Robe (2002.)

prikazano je kao intermedijarni režimi. Postotno gledano najveće razliku su kod plivajućih tečajnih režima. Od 327 plivajućih tečajnih režima prema Reinhart i Rogoff (2004.) klasifikaciji, samo su 144 režima prikazana prema Bubula i Otker-Robe (2002.) klasifikaciji.

Tablica 15: Usporedba de facto klasifikacije prema Reinhart i Rogoff (2004.) i de facto klasifikacije prema Levy-Yeyati i Sturzenegger (2005.)

		LYS			
		Fiksni	**Intermedijarni**	**Plivajući**	**Ukupno**
RR	**Fiksni**	**765**	537	21	1323
	Intermedijarni	15	**1425**	584	2024
	Plivajući	0	111	**151**	262
	Ukupno	780	2073	756	3609

Napomena: RR predstavlja de facto klasifikacije prema Reinhart i Rogoff (2004.), LYS predstavlja de facto klasifikacije prema Levy-Yeyati i Sturzenegger (2005.).

Izvor: Prilagođeno prema Eichengreen i Razo-Garcia (2011.).

Usporedba Reinhart i Rogoff (2004.) de facto klasifikacije i Levy-Yeyati i Sturzenegger (2005.) de facto klasifikacije govori kako o nešto većoj razlici kod fiksnih tečajnih režima. Fiksni tečajni režimi prema Reinhart i Rogoff (2004.) klasifikaciji prikazani su u 1323 promatrana razdoblja, dok se prema Levy-Yeyati i Sturzenegger (2005.) klasifikaciji na fiksne režime odnosilo 780 promatranih razdoblja. Zajednički prikaz bio je u 765 slučajeva. Najveće razlike bile su u 537 slučajeva gdje su prema Reinhart i Rogoff (2004.) klasifikaciji ovi slučajevi svrstani kao fiksni tečajni režimi, a prema Levy-Yeyati i Sturzenegger (2005.) klasifikaciji su svrstani kao intermedijarni režimi.

Tablica 16: Usporedba de facto klasifikacije prema Bubula i Otker-Robe (2002.) i de facto klasifikacije prema Levy-Yeyati i Sturzenegger (2005.)

		LYS			
		Fiksni	**Intermedijarni**	**Plivajući**	**Ukupno**
BORA	**Fiksni**	**667**	112	3	782
	Intermedijarni	4	**1614**	483	2101
	Plivajući	0	188	**207**	395
	Ukupno	671	1914	693	3278

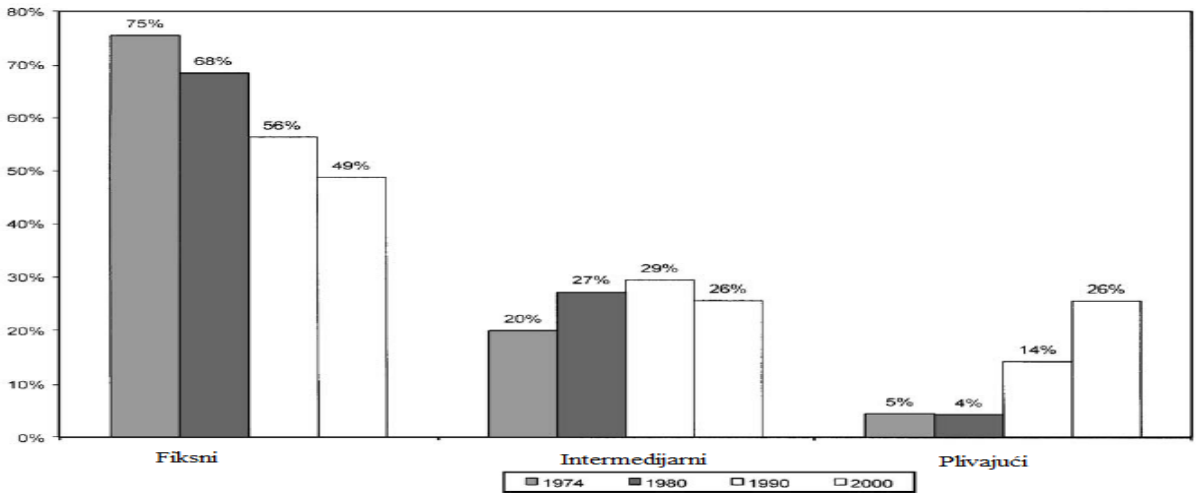
Napomena: BORA predstavlja de facto klasifikacije prema Bubula i Otker-Robe (2002.), LYS predstavlja de facto klasifikacije prema Levy-Yeyati i Sturzenegger (2005.).

Izvor: Prilagođeno prema Eichengreen i Razo-Garcia (2011.).

Usporedba de facto klasifikacije prema Bubula i Otker-Robe (2002.) i de facto klasifikacije prema Levy-Yeyati i Sturzenegger (2005.) govori o također postojanju razlika između svih

skupina tečajnih režima. Najmanje razlike su kod fiksnih tečajnih režima dok su najveće prikazane kod plivajućih tečajnih režima.

Nakon svih klasifikacija, usporedbi, ograničenja zanimljivom se čini i konstatacija: „Brojni ekonomisti ponudili su de facto klasifikacije, stavljajući zemlje u "prave" kategorije, kao što su fiksni, plivajući i intermedijarni tečajni režimi. Nažalost, ove klasifikacije ne slažu se jedne s drugima onoliko koliko se ne slažu s de jure klasifikacijama. Nešto mora biti pogrešno“. (Frankel, Xie, 2009.)



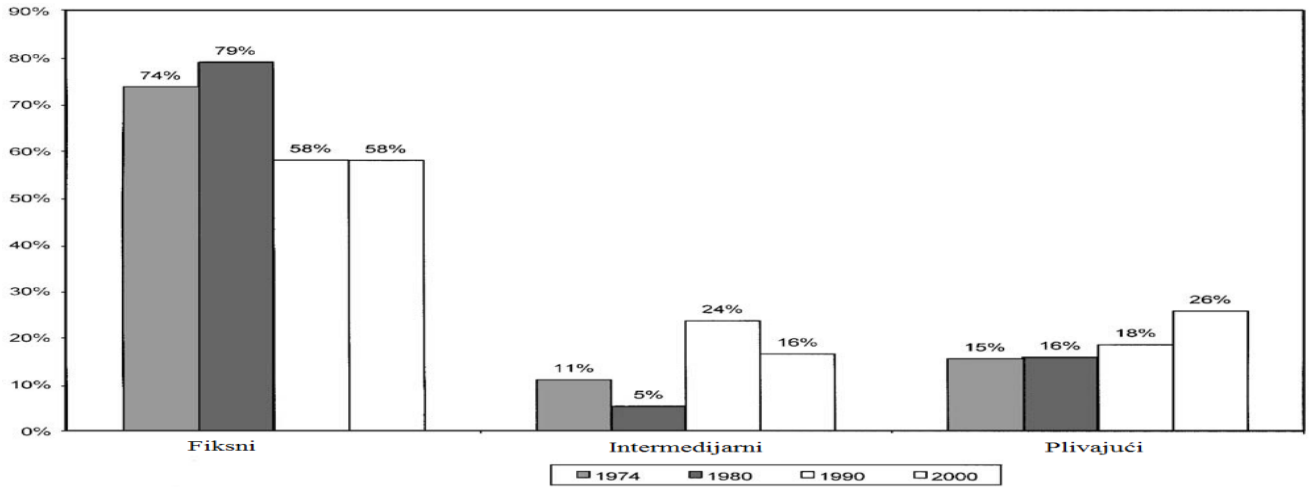
Grafikon 7: Distribucija tečajnih režima 1974.-2000. prema klasifikaciji Međunarodnog monetarnog fonda

Izvor: Prilagođeno prema Levy-Yeyati i Sturzenegger (2002.).

Levy-Yeyati i Sturzenegger (2002.) su analizirali i distribuciju tečajnih režima prema klasifikaciji Međunarodnog monetarnog fonda (Grafikon 7.). Došli su do zaključaka kako se udio fiksnih tečajnih režima smanjuje, 70-ih godina udio je iznosio 75%, a 20-ak godina kasnije udio je iznosio ispod 50%. Intermedijarni režimi su imali blagi rast sa početnih 20% na krajnjih 26%. Dok je udio plivajućih režima sa početnih 5% uvećan na preko 25% (Grafikon 7.).

Levy-Yeyati i Sturzenegger (2002.) napravili su identičnu analizu (Grafikon 8.) sa tečajnim režimima vlastite de facto klasifikacije. Usporedbom ove dvije klasifikacije vidljivo je kako je prema Levy-Yeyati i Sturzenegger klasifikaciji udio fiksnih tečajnih režima uvijek iznad 55%. I u ovoj klasifikaciji generalno dolazi do promjene fiksnih tečajnih režima. Intermedijarni tečajni režimi, po ovoj klasifikaciji, imali su niži udio u svakom promatranom razdoblju, za

razliku od plivajućih koji uglavnom imaju viši udio u svakom promatranom razdoblju. Plivajući tečajni režimi, kao i u prethodnoj klasifikaciji (Grafikon 7.), iskazuju trend rasta.



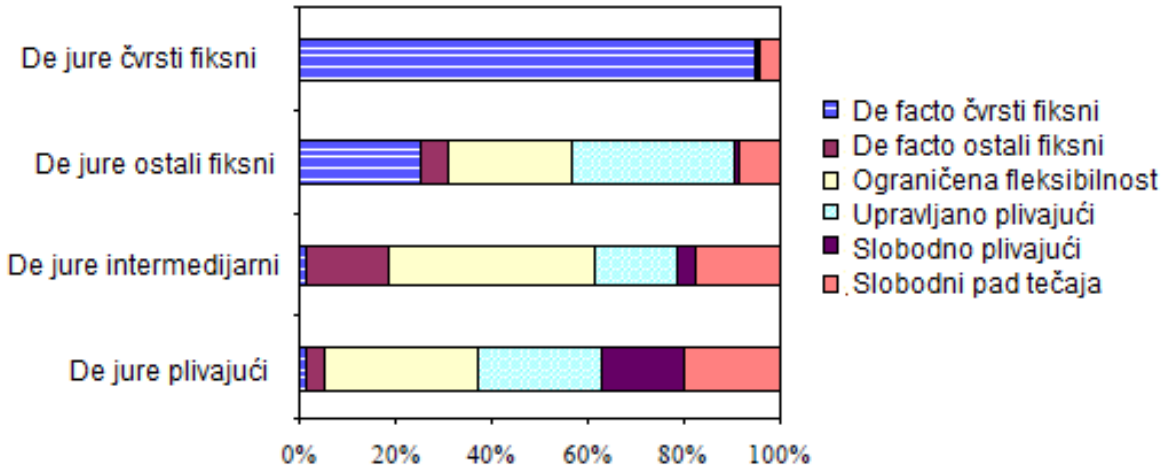
Grafikon 8: Distribucija tečajnih režima 1974.-2000. prema klasifikaciji Levy-Yeyati i Sturzenegger

Izvor: Prilagođeno prema Levy-Yeyati i Sturzenegger (2002.).

Kada se analiziraju razlike de jure i de facto podjela tečajnih režima, autori (Rogoff i dr., 2003.) su došli do sljedećih zaključaka:

- De jure i de facto tečajni režimi razlikovali su se u 50% slučajeva. Mnoge države imale su strah od plivanja, te je prikaz fleksibilnosti tečajnog režima bio puno veći nego što su zemlje to dopuštale.
- Intermedijarni režimi i dalje prevladavaju, posebno među tržištima u nastajanju i zemljama u razvoju. Takozvani "srednji" režimi imaju udio oko 50% svih režima. Slobodno plivajući režimi ostaju rijetki. Dolazi i do umjerenog porasta fiksnih režima.
- Učestalost promjene režima i prijelaza na drugi režim danas je sličan onome što je bilo prije pedeset godina. Zemlje u razvoju zabilježile su češće promjene tečajnih režima u odnosu na druge zemlje. Promjene de facto režima u razdoblju nakon Bretton Woods-a bilo je jednako često kao i u razdoblju fiksnih pariteta.

Spomenuta je i činjenica kako su se de jure i de facto tečajni režimi razlikovali u skoro polovici promatranja. Takva jedna analiza razlika vidljiva je i u Grafikonu 9.



Grafikon 9: De jure i de facto razlike po kategorijama u razdoblju 1973.-1999.

Izvor: Prilagođeno prema Rogoff i dr. (2003.).

Najmanje razlike de jure i de facto tečajnih režima zabilježene su u promatranju kategorije čvrstih fiksnih tečajnih režima. Za razliku od čvrstih fiksnih, jako mali broj de jure ostalih fiksnih se podudario sa klasifikacijom de facto ostali fiksni. Slična odstupanja nalazimo i u drugim kategorijama.

Mihov i Rose su izradili prikaz pojedinih zemalja i broj promjene tečajnih režima prema različitim klasifikacijama. Isto je prikazano u Tablici 17. Iz tablice moguće je zaključiti kako su prikazane zemlje u prosjeku najčešće mijenjale tečajne režime prema klasifikaciji autora Levy-Yeyati i Sturzenegger (2005.). Po ovoj klasifikacije zemlje su u prosjeku mijenjale tečajne režime preko sedam puta u vremenskom razdoblju od 30 godina. Malezija je u ovome vremenskom razdoblju promijenila tečajni režim čak 21 put. Nešto niže prosječne promjene zabilježene su u klasifikaciji autora Reinhart i Rogoff (2004.) i Ghosh, Gulde, i Wolf (2003.).

Tablica 17: Promjene tečajnih režima prema Mihovu i Roseu

Klasifikacija prema:	GGW	RR	LYS-5	BOR	SB
Razdoblje promatranja	1974-99	1974-2001	1974-2004	1990-2003	1990-2005
Broj režima u klasifikaciji	15	15	5	13	8
Argentina	6	7	10	3	2
Australija	3	3	0	0	1
Austrija	4	3	3	1	1
Belgija	2	1	6	1	1
Brazil	10	8	16	5	2
Kanada	1	1	9	1	1
Čile	6	10	6	2	2
Kostarika	5	6	11	4	3
Hrvatska	0	1	8	3	2
Češka	1	2	5	4	2
Danska	1	3	2	0	0
Finska	5	5	0	3	2
Francuska	5	8	11	1	1
Njemačka	2	4	1	1	1
Grčka	4	6	7	2	1
Hong Kong	2	2	0	0	0
Mađarska	2	2	3	3	2
Irska	2	3	2	1	1
Izrael	4	8	14	2	1
Italija	6	8	15	3	3
Japan	2	4	0	0	0
Južna Koreja	2	6	18	1	2
Litva	1	1	2	2	1
Malezija	4	3	21	4	1
Meksiko	3	10	13	2	2
Nizozemska	2	4	12	1	1
Novi Zeland	3	2	4	0	0
Norveška	4	4	1	4	2
Peru	7	4	17	4	2
Poljska	1	5	1	3	2
Portugal	5	5	9	2	1
Saudijska Arabija	0	1	2	0	0
Singapur	3	2	11	3	0
Slovačka	2	3	8	2	1
Južno Afrička Republika	2	3	10	3	2
Španjolska	6	3	10	1	2
Švedska	3	2	7	1	1
Švicarska	1	2	16	0	1
Turska	4	7	10	4	1
Sjedinjene Američke Države	1	3	0	0	1
Ujedinjeno Kraljevstvo	3	3	1	1	1
Urugvaj	6	6	8	2	1
Venezuela	5	5	15	5	3

Napomena: GGW; De jure klasifikacija prema Ghosh, Gulde, i Wolf (2003.). RR; De facto klasifikacija prema Reinhart i Rogoff (2004.). LYS-5; De facto klasifikacija prema Levy-Yeyati i Sturzenegger (2005.). BOR; De facto klasifikacija prema Bubula i Otker-Robe (2002.). SB; De facto klasifikacija prema Stone i Bhundia (2004.).

Izvor: Prilagođeno prema Mihov i Rose (2008.).

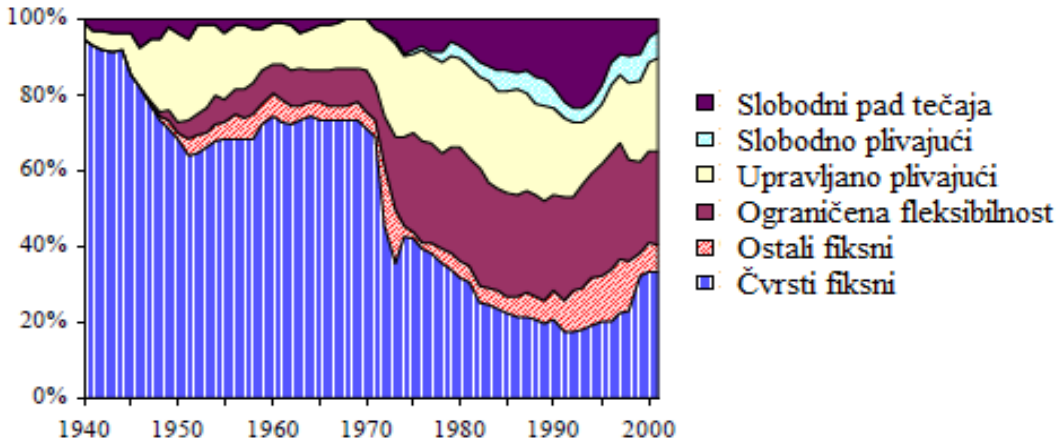
Povijesno gledano fiksni tečajni režimi imali su manju vjerojatnost za promjenom režima i prelaska na neki drugi tečajni režim. Detaljniji pregled prikazan je u Tablici 18.

Tablica 18: Vjerojatnosti promjene de jure i de facto tečajnih režima na godišnjoj razini

De facto klasifikacija	
Sve zemlje, 1940.–2001.	7,0%
Samo fiksni režimi	3,5%
Sve zemlje, prilagođeno, 1940.–2001. (bez razdoblja 1970.–1975.)	6,2%
Samo fiksni režimi	2,5%
Razvijene zemlje, 1940.–2001.	7,0%
Samo fiksni režimi	5,1%
Zemlje čija su tržišta u nastajanju, 1940.–2001.	9,7%
Samo fiksni režimi	6,7%
Zemlje čija su tržišta u nastajanju, 1989.–2001.	14,4%
Samo fiksni režimi	9,8%
Zemlje u razvoju, 1940.–2001.	6,1%
Samo fiksni režimi	2,4%
De jure klasifikacija	
Sve zemlje, 1973.–2001.	6,8%
Samo fiksni režimi	4,9%

Izvor: Prilagođeno prema Rogoff i dr. (2003.).

I de jure i de facto klasifikacije imaju stopu vjerojatnosti promjene tečajnog režima izraženu oko 7% na godišnjem nivou. Najviše stope vjerojatnosti promjene tečajnog režima izražene su u zemljama čija su tržišta u nastajanju.



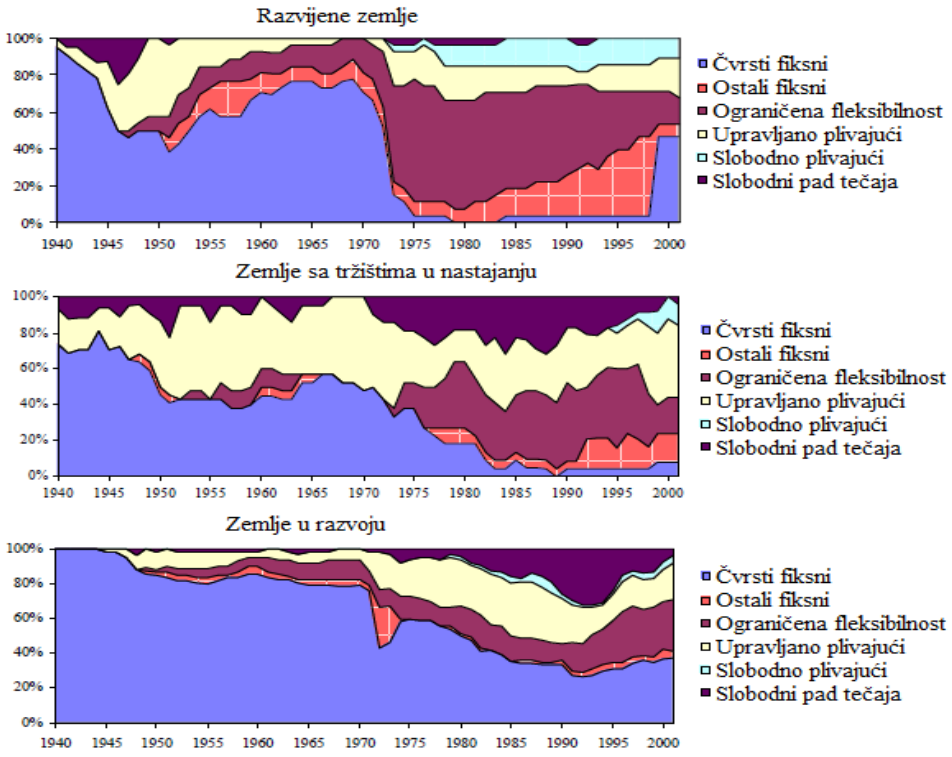
Grafikon 10: Prikaz distribucije tečajnih režima od 1940. godine do 2001. godine

Izvor: Prilagođeno prema Rogoff i dr. (2003.).

Kada se promatra (Grafikon 10.) de facto distribucija tečajnih režima (Rogoff i dr., 2003.) može se zaključiti kako fiksni tečajni režimi čine manje od 40% od ukupnog uzorka, a 40-ih

godina prošlog stoljeća ovaj postotak je bio preko 90%. Zemlje napuštaju jedinstvena rješenja i okreću se različitim rješenjima koje smatraju optimalnim za svoju ekonomiju.

Distribucija tečajnih režima poprima različite oblike kada se zemlje promatraju po svojoj razvijenosti (Grafikon 11.). Trend u svim zemljama je manji odabir čvrstih fiksnih rješenja, a ova rješenja su bila posebno dominantna u zemljama u razvoju. Razvijene zemlje i zemlje čija su tržišta u nastajanju imaju uglavnom nižu stopu opredjeljenja prema čvrstim fiksnim rješenjima.



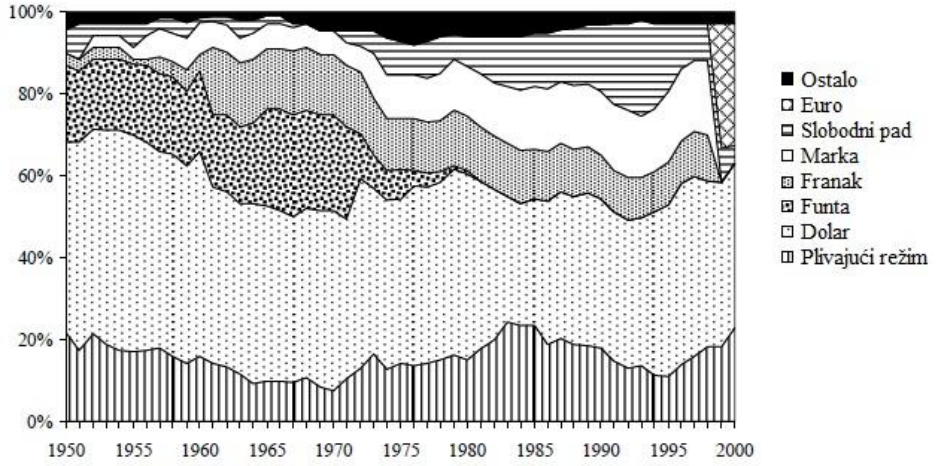
Grafikon 11: Prikaz distribucije tečajnih režima zemalja prema razvijenosti

Izvor: Prilagođeno prema Rogoff i dr. (2003.).

Slomom Bretton Woods monetarnog sustava vidljive su promjene u izboru čvrstih fiksnih rješenja posebno kod razvijenih zemalja. Sredinom 70-ih godina prošlog stoljeća postotak razvijenih zemalja koji je koristio neke oblike čvrstih fiksnih rješenja bio je ispod 10%, a samo deset godina ranije ovaj omjer je iznosio preko 70%. Zemlje sa tržištima u nastajanju i zemlje u razvoju su također zabilježile postotni pad, no on nije bio ovako dramatičan kao kod razvijenih zemalja.

Promatrajući izbor vezanja valute za neku drugu valutu (Grafikon 12.) može se doći do zaključka kako je dolar jedina valuta koja je stalno bila izbor za vezanje vlastite valute.

Promatrajući razdoblje od 1950. godine do 2001. godine vezivanje za dolar u odnosu na ukupno vezanje valuta kretalo se u rasponu od 35% do 50%. Ako se uzme u obzir da su marka i franak zamijenjeni za euro, onda se može zaključiti da je pored dolara i euro je bio značajan izbor za vezanje vlastite valute. Ostale valute bile su prolazan izbor vezanja za pojedine države.



Grafikon 12: Izbor vezanja valute

Izvor: Prilagođeno prema Meissner i Oomes (2008.).

Detaljna analiza mnogih klasifikacija nastala je iz potrebe da se naglasi problematika odabira optimalne klasifikacije tečajnih režima. Na temelju pregleda klasifikacija moguće je zaključiti da ne postoji jedinstvena klasifikacija tečajnih režima. U zadnje vrijeme rijetke su de jure klasifikacije što vodi ka realnijem prikazu korištenih režima. Ono što zabrinjava kod klasifikacija su razlike između tečajnih režima kada se promatra isti vremenski i prostorni uzorak. Osnovni problem za navedene klasifikacije pronalazimo u nepostojanju jedinstvene klasifikacije tečajnih režima. Već su prikazane brojne klasifikacije, te su vidljive razlike između njih. Isti tečajni režimi znaju biti svrstani u različite osnovne (fiksni, intermedijarni i plivajući) skupove, a razlike bi bile i veće kada bi se išlo i sa detaljnijim analizama prednosti i nedostataka svake klasifikacije.

Primjetne su i razlike u promjenama tečajnih režima. Ovo se odnosi da klasifikacije prikazuju različit broj promjena tečajnih režima za istu zemlju u istom vremenskom intervalu. Trend među tečajnim režimima jeste da dolazi do smanjenja udjela fiksnih tečajnih režima. Vrlo važno je istaći i da intermedijarni režimi ne nestaju iako je „korner“ hipoteza upravo to i predviđala. Plivajući tečajni režimi najveći udio imaju u razvijenim zemljama.

Dosadašnja analiza klasifikacija tečajnih režima ukazuje na nekoliko spoznaja: Analize preferiraju de facto klasifikacije kao sigurnije za analizu. Tečajne politike se mijenjaju a tako i izbor režima. U relativno stabilnim vremenima izraženija je podjela na fiksne i fluktuirajuće, dok nestabilnija vremena upućuju na potrebu aktiviranja nacionalnih ekonomskih politika te izbore intermedijarnih kod kojih, prvenstveno, se pokušava zadobiti neki stupanj monetane samostalnosti i anticiklične monetarne politike. Zanimljiva je tvrdnja da su vječni samo fluktuirajući i simetrične monetarne unije, što bi značilo da izbor ostalih tečajnih režima je tranzitorne naravi.

Analizom prednosti i nedostataka u narednom tekstu, nastoji se otvoriti analitički okvir izbora tečajnog režima.

2.4. Prednosti i nedostaci tečajnih režima

Svaki režim ima svoje prednosti i nedostatke. Ovisno o prednostima i nedostacima države odlučuju o izboru tečajnog režima. Stockman (1999.) analizira karakteristike fiksnih i plivajućih tečajnih režima te spominje glavne argumente za svaki izbor.

Glavni argumenti vezani za fiksne tečajne režime mogu se svrstati u tri kategorije:

1. Tradicionalni argumenti gdje zemlje s sličnim gospodarskim strukturama koje doživljavaju slične egzogene šokove mogu imati koristi od zajedničke valute ili od fiksnog tečajnog režima.
2. Argument da fiksni tečajni režimi omogućuju kredibilitet i možda predanost monetarnoj stabilnosti.
3. Argument da plivajući tečajni režimi stvaraju promjenjivost, nesigurnost i podcijenjenost valuta.

Glavni argumenti za plivajuće tečajne režime također se mogu svrstati u tri kategorije:

1. Tradicionalni argumenti da zemlje s različitim gospodarskim strukturama koje doživljavaju idiosinkrazijske šokove mogu imati koristi od plivajućeg tečajnog režima.
2. Tvrdnju da fiksni tečajni režimi sprječava korištenje monetarne politike za druge (domaće) ciljeve i da postoji alternativna ili bolja predanost uređaja za politiku.
3. Argumenti da fiksni tečajni režimi stvaraju neusklađenost, kontrole pri međunarodnoj trgovini i financijskim priljevima i u slučaju špekulativnih napada, prelaze u skupu

valutnu krizu. Tako su tri glavna argumenata za svaki sustav paralelna, te uključuju: (1) tradicionalna pitanja, (2) monetarne politike, i (3) nesigurnosti i krize.

Stockman (1999.) u svom radu uglavnom govori o karakteristikama, prednostima i nedostacima fiksnog i plivajućeg tečajnog režima. On je pobornik plivajućeg tečajnog režima i kao zaključak navodi da je za većinu zemalja povoljniji odabir plivajućeg tečajnog režima u odnosu na fiksni tečajni režim. Autor navodi da zemlje imaju jasne načine za smanjenje troškova kao što su promjenjivost i neizvjesnost u sustavima plivajućih tečajnih režima, poput razvoja financijskih instrumenata koji će dopustiti ljudima da se zaštite od rizika tj da hedžiraju rizik. Međutim, alternativni načini postizanja prednosti plivajućih tečajnih režima, kao što je veća fleksibilnost plaća i cijena ili alternativne načine smanjenja troškova povezanih sa špekulativnim napadima kod fiksnih tečajnih režima, mnogo su nedostižniji. Njegova razmatranja ukazuju na izuzetnu prednost plivajućih tečajnih režima u odnosu na fiksne tečajne režime.

Prema Poirson (2001.) prednosti i nedostaci tečajnih režima vidljivi su u Tablici 19.

Tablica 19: Tradicionalna argumentacija o prednostima i nedostacima tečajnih režima

	Fiksni tečajni režim	**Plivajući tečajni režim**
Prednosti	• Ograničava tečajni rizik na međunarodne transakcije i međunarodne investicije • Smanjuje troškove pristupa prema međunarodnim financijskim tržištima • Smanjuje domaće kamatne stope • Omogućuje smanjenje inflacije • Sprječava monetarno financiranje fiskalnog deficita • Neutralizira utjecaje monetarnih šokova	• Neutraliziran je utjecaj eksternih šokova • Neutraliziran je utjecaj stvarnih šokova • Neutraliziran je efekt inflacije na izvoznu konkurentnost
Nedostaci	• Kredibilitet je upitan, a u slučaju krize, prilagodbe mogu biti preskupe • Ovisnost prema monetarnoj politice zemlje za koju je valuta vezana • Visok stupanj osjetljivosti prema vanjskim i unutarnjim šokovima • Rizik stvarne tečajne aprecijacije i pogoršanja tekućeg računa	• Uzrok uvozne inflacije • Velika volatilnost uzrokuje negativne efekte na trgovinske i financijske transakcije • Uzrok regionalne nestabilnosti u slučaju kompetitivne devalvacije • Može dovesti do odgode potrebnih strukturalnih prilagodbi

Izvor: Prilagođeno prema Poirson (2001.).

Frankel (2003.) navodi po četiri najvažnije prednosti fiksiranja tečajnih režima i četiri najvažnije prednosti plivanja tečajnih režima. Kao prednosti fiksiranja navodi osiguravanje nominalnog sidra za monetarnu politiku, ohrabrivanje trgovine i investicija, isključuje

kompetitivnu deprecijaciju i izbjegava špekulativne balone. Osiguravanje nominalnog sidra pridonosi borbi protiv inflacije. Fiksiranjem tečaja centralna banka stječe dodatni kredibilitet, a ako je tečaj fiksiran prema velikom trgovinskom partneru to će dodatno potaknuti trgovinu i investicije. Zemlje koje su napravile korak dalje te preuzele valutu trgovinskog partnera, eliminirati će transakcijske troškove te stvoriti dodatnu prednost za trgovinu i investicije. Treća prednost podrazumijeva isključivanje kompetitivne deprecijacije ili aprecijacije. Pod kompetitivnom deprecijacijom ili aprecijacijom podrazumijeva se model pod kojim se onemogućava stvaranje trgovinskih prednosti naspram susjednih država, što je bilo popularno 30-ih godina prošlog stoljeća. Posljednja prednost izbjegava špekulativne balone koji su se pojavili u slučaju dolara 1985. godine ili u slučaju jena 1995. godine.

Kada se promatraju prednosti plivajućih režima autor navodi neovisnost monetarne politike, mogućnost automatske prilagodbe zbog trgovinskih šokova, zadržavanje emisijske dobiti i sposobnosti davatelja posljednjeg utočišta, te izbjegavanje špekulativnih napada. Glavna prednost plivajućeg režima je da dopušta vođenje neovisne monetarne politike. Kada se zemlja suoči sa problemima, poput smanjenja potražnje roba koje proizvodi, moguće je brzo reagirati kako ne bi došlo do recesije. Omogućavanjem plivajućeg tečajnog režima zemlja može vrlo lako potaknuti monetarnu ekspanziju i deprecijaciju vlastite valute. Isto će simulirati potražnju za domaćim proizvodima i omogućiti ekonomiji povratak na željeni nivo. Mogućnost davatelja posljednjeg utočišta od strane centralne banke može uvelike pripomoći bankarskom sektoru koji se našao u problemima.

Blanchard (2003.) govori o sljedećim preferencijama plivajućih tečajnih režima, nad fiksnim tečajnim režimima:

- Države koje funkcioniraju unutar fiksnog tečajnog režima i savršene kapitalne mobilnosti moraju se odreći dva makroekonomska instrumenta, kamatne stope i deviznog tečaja. Ovo ne samo da smanjuje njihovu sposobnost da odgovori na šokove iz okruženja nego također može dovesti i do izbijanja tečajne krize.
- Očekivanja devalvacije nacionalne valute u sustavu fiksnog deviznog tečaja rezultiraju visokim kamatnim stopama što otežava poslovanje i stvara dodatne pritiske na državu.
- Pod promjenjivim tečajnim režimom mogu se dogoditi oscilacije tečaja koje će biti teško kontrolirati putem monetarne politike.

Za njega je fiksni tečajni režim ispravna odluka u sljedećim slučajevima:

- Kada su grupe zemalja čvrsto integrirane, zajednička valuta može biti pravo rješenje.

- Kada se ne može vjerovati centralnoj banci prilikom provođenja odgovorne monetarne politike. U ovome slučaju rješenje može biti izbor nekog čvrsto vezanog režima poput dolarizacije ili valutnog odbora.

Tablica 20: Osnovne karakteristike različitih kategorija de jure klasifikacije tečajnih režima

Tečajni režim	Osnovne značajke	Osnovne prednosti	Osnovni nedostaci
Valutna unija	Grupa zemalja koristi zajedničku valutu izdanu od zajedničke centralne banke.	Problem vremenske nekonzistentnosti je umanjen zbog zahtjeva za međunarodni sporazum.	Ne postoji prostor za neovisnu monetarnu politiku. Zemlje članice suočene sa asimetrijskim šokovima gube stabilizacijski instrument.
Dolarizacija	Strana valuta preuzeta je kao sredstvo plaćanja. Monetarna politika ovisi od zemlje za čija se valuta koristi kao sredstvo plaćanja.	Zemlja nije sklona tečajnoj krizi. Dolarizacija umanjuje (otklanja) problem vremenske nekonzistentnosti.	Pod dolarizacijom vanjski šokovi ne mogu se ublažiti plivanjem tečaja, emisijska dobit pada. Centralna banka gubi sposobnosti davatelja posljednjeg utočišta.
Valutni odbor	Strog tečajni režim podržan od monetarnog sustava koji se temelji na obavezi zamjene domaće valute za specifičnu stranu valutu po fiksnom tečaju. Domaća valuta je izdana samo prema devizama.	Sustav maksimizira kredibilitet i umanjuje problem vremenske nekonzistentnosti.	Pod dolarizacijom vanjski šokovi ne mogu se ublažiti plivanjem tečaja. Sposobnosti davatelja posljednjeg utočišta je ograničen prema fiskalnom mehanizmu i držanju viška deviznih rezervi. Zahtjeva visok stupanj deviznih rezervi. Niska emisijska dobit.
Konvencionalni fiksno vezani režim	Fiksan tečaj prema stranoj valuti ili prema košarici valuta	Problem vremenske nekonzistentnosti je umanjen zbog opredjeljenja vezanja prema provjerljivoj valuti. Mogućnost devalvacije predstavlja dobar alat za obranu od potencijalnih šokova.	Postaje meta za špekulativne napade. Potrebne su velike međunarodne rezerve.
Režim puzećeg vezanja	Tečajni režimi se redovito podešavaju na osnovu određenih indikatora.	Pokušaj kombiniranja fleksibilnosti i stabilnosti. Omogućava zemljama sa visokom stopom inflacije da izbjegnu visoku precijenjenost tečaja.	Ukoliko ima pristup međunarodnom tržištu kapitala, zemlja je sklona tečajnim krizama. Od svih oblika fiksnih tečajnih režima, ovaj režim nameće najmanje ograničenja, te se očekuju najmanje koristi koje nosi kredibilitet.
Režim raspona	Tečajni režimi mogu fluktuirati unutar određenog raspona. Krajnji rasponi se brane intervencijama. Ovaj režim je pokušaj miješanja tržišno određenih stopa sa stabilizirajućim intervencijama tečaja, a koji se temelji na određenim pravilima.	Ograničena je mogućnost tečajnog kretanja, kako bi se odbili vanjski šokovi. Osigurana je tečajna nesigurnost što motivira za razvoj alata za optimalno upravljanje deviznim rizikom.	Raspon može biti na udaru špekulativnih napada. Osigurana su samo djelomična rješenja za problem vremenske nekonzistentnosti.
Upravljano plivajući	Tečajni odnosi su određeni na tržištima deviza. Monetarna vlasti može intervenirati, no za intervencije je ne veže nikakva obveza. Intervencije mogu biti izravne i neizravne, poput promjena kamatnih stopa.	Ovaj aranžman osigurava način miješanja tržišno određenih stopa sa stabilizirajućim intervencijama tečaja, a koji se ne temelji na određenim pravilima.	Manjak transparentnosti u odlukama centralne banke može dovesti do prevelike nesigurnosti. Potrebne su velike međunarodne rezerve.
Slobodno plivajući	Tečajni odnosi su određeni slobodno na tržištima temeljeći se na ponudi i potražnji.	Prilagođavanje prema šokovima je moguće na temelju kretanja tečaja. Eliminirana je potreba držanja velikih iznosa međunarodnih rezervi.	Ne vodi se prema očekivanoj stopi vezanja. Dolazi do problema vremenske nekonzistentnosti ukoliko se ne problem ne riješi sa drugim institucionalnim mjerama.

Izvor: Prilagođeno prema Cruz-Rodriguez (2009.).

Autori poput Cruz-Rodriguez (2009.) nastojali su prezentirati prednosti i nedostatke tečajnih režima za svaku pojedinačnu kategoriju. Autor se odlučio za prezentaciju prema de jure klasifikaciji tečajnih režima (Tablica 20.).

Koški (2008.) ističe sljedeće prednosti fiksnih tečajnih režima u odnosu na plivajuće tečajne režima: uklanjanje tečajnoga rizika može imati za posljedicu smanjenje troškova pokrivanja tečajnoga rizika te smanjenje kamatnih stopa u kojima je bila uračunana premija na tečajni rizik, uklanjanje mogućih precijenjenosti i podcijenjenosti deviznoga tečaja do kojih bi dolazilo u slučaju njegove fluktuacije, smanjenje političkih pritisaka za zaštitom od inozemne konkurencije nastalih kao rezultat oštrih promjena realnoga deviznog tečaja, nepostojanje mogućnosti nastanka inflacije kao posljedice deprecijacije domaće valute i mogućnost postignuća kredibiliteta kao rezultat odustajanja od vlastite monetarne politike. Na taj način moguće je smanjiti visoku stopu inflacije u promatranoj zemlji. Iako je ovaj isti cilj moguće postići i povećanjem autonomije središnje banke u zemlji.

Kao nedostatke fiksnog deviznog tečaja vidi (Koški, 2008.) sljedeće: onemogućena je uporaba deviznoga tečaja kao instrumenta ekonomske politike u vanjskoj trgovini, 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), ako inflacija prihvaćanjem sustava fiksnoga deviznog tečaja ipak ne bude zaustavljena, realni će tečaj domaće valute aprecirati što može rezultirati visokom inozemnom zaduženošću i, u konačnici, rastom nezaposlenosti odnosno smanjenjem gospodarskoga rasta, 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 i 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.

2.5. Učinkovitosti makroekonomskih politika u sustavima tečajnih režima

Kada se spominju tečajni režimi, bitno je analizirati i odnose s drugim makroekonomskim politikama. Ovdje se ponajprije misli na monetarnu i fiskalnu politiku. Detaljan prikaz odnosa

pojedinih politika nalazimo u Kordić (2016.), a najvažniji naglasci su prikazani u daljnjem tekstu.

Kada se promatra odnos monetarne politike i deviznog tečaja važno je naglasiti da se radi o dvije strane iste politike te da ne postoji suglasje koja je politika važnija za uspješnu makroekonomsku politiku. Za tečajnu politiku smatra se da je temelj monetarne politike i da je njena učinkovitost važan preduvjet za uspjeh cijelog gospodarstva. Više kriterija određuje odnos monetarne i tečajne politike te utječu na izbor njihovih ciljeva.

Kao primarni kriterij za većinu režima izdvajaju se šokovi, gdje se za gospodarstva izložena unutarnjim šokovima preporučuju fiksni tečajni režimi, a za gospodarstva izložena vanjskim šokovima preporučuju se ostali tečajni režimi, tj. u situaciji monetarnih šokova (inflacija) preporuča se fiksiranje, a u situaciji realnih šokova fluktuiranje.

Tečajna politika određuje i razinu neovisnosti središnje banke i nacionalne monetarne politike. Prema stupnju dopuštene fluktuacije poznato je da se tečajni režimi dijele u tri velike skupine, ali i tri razine monetarne neovisnosti. Za plivajuće tečajne režime vezana je i potpuno neovisna monetarna politika. Kod intermedijarnih tečajnih režima monetarna neovisnost ne postoji ili je ograničena što ovisi od točnog izbora intermedijarnog režima. Monetarna neovisnost ne postoji kod izbora fiksnog tečajnog režima.

Učinkovitosti i mogućnosti primjene ciljanih mjera makroekonomskih politika ovise o izboru tečajnog režima. Za promatranje učinkovitosti makroekonomskih politika u sustavu fiksnog ili plivajućeg tečajnog režima promatra se i mobilnost kapitala te saldo bilance plaćanja, uključujući dva smjera djelovanja nacionalne politike. Prvi je održavanje određene razine tečaja, a drugi je dopuštanje promjene tečaja. Slijedi prikaz učinkovitosti makroekonomskih politika u sustavu fiksnog tečajnog režima, a zatim i prikaz učinkovitosti makroekonomskih politika u sustavu plivajućeg tečajnog režima.

Kod fiksnih tečajnih režima kreće se sa situacijom bez mobilnosti kapitala te se sva prilagođavanja očituju pri promjenama kamatnih stopa, dohotka i salda bilance plaćanja. Polazna pretpostavka je da dolazi do porasta inozemne potražnje za domaćim dobrima. Ovo vodi ka porastu izvoza, dohotka ali i višu razinu kamatne stope. Promjene u izvozu vode prema tome da bilanca plaćanja bilježi suficit, te uzrokuje aprecijacijske pritiske na valutu te je potrebna reakcija središnje banke kako bi se očuvala željena razina tečaja. Središnja banka provodi devizne intervencije, otkupljujući viškove strane valute i uravnotežuje saldo bilance plaćanja. Nova ravnoteža se formira na višoj razini dohotka ali uz nižu kamatnu stopu. Zbog

viška novčane mase središnja banka provodi politiku sterilizacije novčane mase te vrši prodaju državnih dužničkih vrijednosnih papira. Kao posljedica dolazi do neravnoteže u bilanci plaćanja, smanjivanja dohotka i rasta kamatnih stopa. Sada uključujemo i stupanj mobilnosti kapitala. Monetarna politika se smatra pasivnom makroekonomskom politikom s obzirom na održavanje stabilnosti deviznog tečaja, te se smatra za instrument slabijeg utjecaja u odnosu na fiskalnu politiku. Ona ne utječe na razinu dohotka i kamatne stope, nego na uravnoteženje salda bilance plaćanja. U slučaju kada u nacionalnom sustavu postoji nemobilnost kapitala tada nikakva promjena kamatne stope ne utječu na mobilnost kapitala. U ovom slučaju ekspanzivna monetarna politika izaziva deficit bilance plaćanja, a reakcijom središnje banke dohodak se vraća na početnu razinu uz smanjenje deviznih rezervi.

Već je rečeno da je fiskalna politika u sustavu fiksnog tečajnog režima daleko učinkovitija od monetarne. Navodi se i da su stabilna fiskalna pozicija i mobilnost kapitala preduvjeti za uspjeh fiksnog tečajnog režima. Kada je kapital nemobilan ekspanzivna fiskalna politika vodi ka rastu kamatnih stopa i dohotka. Ovo vodi prema porastu potražnje za uvozom što uzrokuje deprecijacijski pritisak na domaću valutu. Kako bi se održala razina tečaja središnja banka prodaje devizne rezerve, te smanjuje obujam novčane mase. Kamatna stopa raste što uzrokuje smanjenje investicija i snažniju državnu potrošnju. Dohodak se vraća na početnu razinu, te je zbog pojačanog državnog financiranja došlo do istiskivanja investitora s tržišta. S obzirom da je dohodak vraćen na početnu razinu i da je samo došlo do rasta kamatnih stopa može se zaključiti da je fiskalna politika neučinkovita u uvjetima fiksnog tečajnog režima i nemobilnosti kapitala.

Kada je kapital savršeno mobilan u slučaju ekspanzivne fiskalne politike kamatna stopa raste. Dolazi do privlačenja stranog kapitala te je bilanca plaćanja u suficitu. Aprecijacijski pritisak na tečaj vodi ka reakcijama središnje banke koja otkupljuje višak strane valute, ali i stvara novu novčanu masu. Uspostavljena je nova ravnoteža, ali uz viši dohodak, no u ovome slučaj privatni investitori nisu istisnuti s tržišta. Između krajnjih slučajeva mobilnosti kapitala moguće je analizirati i slučajeve niske i visoke mobilnosti kapitala. Kod niske mobilnosti kapitala promjene kamatne stope nemaju značajniji učinak na kretanja kapitala. Fiskalna ekspanzija vodi ka rastu dohotka i kamatnih stopa i izaziva deficit salda bilance plaćanja. Središnja banka prodaje stranu valutu, te uzrokuje smanjenje novčane mase. Nova ravnoteža dovodi do snižavanja dohotka i rasta kamatnih stopa što vodi ka djelomičnom istiskivanju privatnih investitora, te je u ovom slučaju fiskalna politika samo djelomično učinkovita.

Povećanjem mobilnosti kapitala u uvjetima fiksnog tečajnog režima dolazi do veće učinkovitosti fiskalne politike. U slučaju fiksnog tečajnog režima promjene deviznog tečaja nisu dopuštene i događaju se jedino odlukama monetarnih vlasti o devalvaciji i revalvaciji. U uvjetima savršene nemobilnosti kapitala devalvacija je učinkovita s aspekta dohotka, kada promjene kamatnih stopa nemaju utjecaj na kapitalne tijekove. Kada je mobilnost kapitala savršena, kamatne stope na domaćem tržištu su izjednačene sa kamatnim stopama na inozemnim tržištima. Devalvacija domaće valute, nakon intervencija središnje banke, dovodi do višeg dohotka. U slučajevima između ekstrema, gdje postoji mobilnost kapitala, devalvacijska politika rezultira povećanjem dohotka.

Kod korištenja nekog oblika plivajućih tečajnih režima uzima se da je viša učinkovitost monetarne politike za razliku od fiskalne koja je u ovome slučaju ograničeno učinkovita.

Posebno pitanje predstavlja usklađivanje ciljeva, mjera i instrumenata ovih dviju politika. Ako se koristi samo jedna politika bez značajne intervencije razine deviznog tečaja, postići će se ograničeni i ne uvijek usklađeni učinci na dohodak, kamatne stope i saldo bilance plaćanja.

Učinkovitost fiskalne politike kod plivajućih tečajnih režima ovisi o stupnju mobilnosti kapitala, što je kapital mobilniji učinkovitost fiskalnih mjera je manja. Vrijedi i obratno. Visoka mobilnost kapitala uzrokuje aprecijacijske pritiske, a niska mobilnost kapitala dovodi do deprecijacijskih pritiska. Deprecijacijski pritisak se javlja zbog porasta količine novca u opticaju te porasta potrošnje uzrokovane porastom dohotka. Kada dolazi do fiskalne ekspanzije i kada je kapital nemobilan tada dolazi do porasta dohotka i više kamatne stope. Posljedica je izražena kroz deficit bilance plaćanja te deprecijaciju domaće valute. Deprecijacija potiče izvoz, te dolazi do priliva strane valute, što povećava razinu dohotka i kamatne stope. Kada postoji potpuna mobilnost kapitala, gdje je izjednačena domaća kamatna stopa sa inozemnom kamatnom stopom, pod utjecajem ekspanzivne fiskalne politike doći će do značajnog priljeva kapitala, što vodi da saldo bilance plaćanja bude pozitivan. Ovo vodi ka aprecijaciji domaće valute, a nova ravnoteža se uspostavlja na prijašnjoj razini kamatne stope i dohotka, što je dovelo do poništavanja učinka državne potrošnje. U ovim okolnostima razvidno je kako fiskalna politika nije imala učinka na dohodak i kamatnu stopu, ali je utjecaj bio zbog aprecijacije domaće valute u preraspodjeli u korist uvoza. Kod niske mobilnosti kapitala, kroz pritjecanje kapitala dolazi do deprecijacijskog pritiska na domaću valutu, s pozitivnim utjecajem na domaći izvoz, gdje dolazi do rasta kamatnih stopa i rasta dohotka. Kod slučaja visoke mobilnosti kapitala, ekspanzivna fiskalna politika vodi prema višoj

kamatnoj stopi i višem dohotku. Ovo privlači kapitala te dolazi do visokog priljeva istog, te u ovom slučaju domaća valuta aprecira, a bilanca plaćanja je u suficitu. S ovim izvoz poskupljuje i opada, te dolazi do nove ravnoteže na nešto nižoj razini dohotka i nižoj razini kamatnih stopa, ali višim od početno promatranog položaja. Monetarna politika pri korištenju nekog oblika plivajućih tečajnih režima snažnije utječe na tržišna kretanja od fiskalne. Ekspanzivna monetarna politika vodi ka porastu dohotka i deprecijaciji domaće valute. Učinkovitost monetarne politike na porast dohotka kod korištenja plivajućih tečajnih režima ovisi o stupnju mobilnosti kapitala. U slučaju ekspanzivne monetarne politike u uvjetima nemobilnog kapitala, više razine dohotka i više kamatne stope rezultiraju porastom uvoza, a jedina je posljedica deprecijacija domaće valute. S deprecijacijom izvoz postaje konkurentniji te dolazi do nove ravnoteže na višoj razini dohotka. Kada se promatra niska i visoka mobilnost kapitala i u ovim slučajevima dolazi do deprecijacije domaće valute, koja je uzrokovana porastom dohotka, kapitalnim kretanjima i promjenama visine kamatne stope. U konačnici dolazi do uspostavljanja novih ravnoteža uz viši dohodak. U slučaju potpune kapitalne mobilnosti kapitala ekspanzivna monetarna politika dovodi do odljeva kapitala i deprecijaciju domaće valute, što vodi ka povećanju uvoza i nadoknadi kapitala, a konačan efekt je da dolazi do rasta dohotka.

Radošević (2012.) spominje nova načela monetarne i tečajne politike te liberalizacije kapitala. U uvjetima promjenjivih kapitalnih tijekova važna je plivajuća tečajna politika. Autor se zalaže, na primjeru Hrvatske, za kombinaciju plivajuće tečajne politike s targetiranjem inflacije, ali uz korištenje kapitalnih kontrola radi sprječavanja kriza. Navodi da je ovakva strategija monetarne politike dala izvrsne rezultate u razvijenim i tranzicijskim tržišnim ekonomijama. Naglašava i važnost odgovarajuće kombinacije fiskalne i monetarne politike te makroprudencijalne politike u smislu ograničavanja kapitalnih priljeva.

Nakon obrazlaganja načelnog suodnosa i učinkovitosti makroekonomskih politika u sustavima različitih tečajnih režima naredna analiza obuhvatila je teorije i determinante tečajnih režima.

3. TEORIJE I DETERMINANTE IZBORA TEČAJNIH REŽIMA

U ovome poglavlju analizirane su teorije i determinante tečajnih režima. Literatura, uglavnom, dijeli teorije tečajnih režima na klasičnu teoriju i moderne teorije. Kod determinanti tečajnih režima prikazan je pregled empirijskih istraživanja i vrste determinanti tečajnih režima.

3.1. Teorije tečajnih režima

Generalno literatura o teorijama izbora tečajnih režima može se podijeliti u dvije osnovne skupine: klasičnu (tradicionalnu) i modernu (novu/suvremenu). Podjele unutar osnovnih skupina mogu biti različite od autora do autora, no podjela na klasičnu i modernu teoriju uglavnom je jedinstvena.

Prvu skupinu teorija tečajnih režima povezujemo sa studijama koje su istraživale razlike između fiksnih i plivajućih tečajnih režima. Ova istraživanja su se temeljila na teoriji šokova i na teoriji optimalnog valutnog područja. Razdoblje klasičnih teorija izbora karakterizira kontrola kapitalnih tokova, relativno stabilan tečaj, niska inflacija, velik gospodarski rast te sve veću trgovinu između država.

Slom Bretton Woods monetarnog sistema, razdoblje visoke inflacije 70-ih i 80-ih godina, tečajne krize 80-ih i 90-ih, koje su pogodila svjetska financijska tržišta, pogodovalo je nastanku novih teorija izbora tečajnih režima. Izbor tečajnih režima ovisio je o ravnoteži između fleksibilnosti i kredibilnosti.

Empirijsko istraživanje Poirsona (2001.) spominje dvije teorije. Prva teorija se bavi pristupom „nove političko ekonomske pretpostavke“, dok se druga teorija bavi pristupom „straha od plivanja“.

Levy-Yeyati, Sturzenegger i Reggio (2002.) navode kako su teorijska istraživanja tečajnih režima usmjerena oko pet glavnih pristupa koji se mogu podijeliti u dvije glavne grupe: tradicionalne i moderne. Pod tradicionalnim pristupima autori navode "teoriju optimalnog valutnog područja“ i „Mundell-Flemming-Dornbusch pristup vanjskih nasuprot unutarnjim

šokovima“. Moderni pristup uključuje: „pristup političke ekonomije“, „pristup bilance“ i „pristup nemogućeg trojstva“.

Pregledom literature moguće je pronaći više različitih teorija tečajnih režima. Markiewicz (2005.) navodi kako je tradicionalni pristup izražen kroz „teoriju optimalnog valutnog područja“, a moderni pristup uključuje „pristup nemogućeg trojstva“, „pristup političke ekonomije“ i „pristup tečajnih kriza“.

Daly (2007.) navodi da se teorije o tečajnim režimima mogu se podijeliti u tri kategorije. U te kategorije spada „teorija optimalnog valutnog područja“, „teorija političke ekonomije“ i „teorija tečajnih kriza“ (stupanj otvorenosti kapitalnog računa).

Cruz-Rodriguez (2013.) u svojim teorijskim razmatranjima o tečajnim režimima navodi kako se literatura može podijeliti u dvije osnovne kategorije: „klasične“ i „moderne“ teorije. Ukratko, u klasičnoj literaturi, relativna učestalost nominalnih i stvarnih šokova postaje ključni kriterij u odabiru tečajnih režima.

Klasična se literatura odnosi na rana istraživanja koja su promatrale sustavne razlike između plivajućih i fiksnih tečajnih režima. Analiza u ovim studijama usko je povezana sa literaturom o izboru između fiksnih i plivajućih tečajnih režima. Prvo po prirodi šokova koji su nastali promjenama trgovinskih tijekova i pogoršavanjem uvjeta trgovine, a drugo prema teoriji optimalnog valutnog područja. Ovo razdoblje karakteriziralo je strogu kontrolu nad kapitalnim tijekovima, relativno stabilne tečajeve, nisku stopu inflacije, visok rast i veliko povećanje trgovine.

Pitanje koje je naglašeno u modernoj literaturi dijeli se u dvije cjeline, dok su jedni, i to istraživači 1980-ih godina, bili usredotočeni na proučavanje upletenosti tečajnih režima kao stabilizacijskih instrumenata ili kao nešto što će pojačati vjerodostojnosti, drugi su posljednjih godina usmjerili raspravu na to kako različiti tečajni režimi mogu djelovati kao ublaživači vanjski šokova ili kako tečajni režimi mogu pružiti zaštitu od špekulativnih napada.

Ouchen (2013.) u svome radu govori o tri pristupa. Prvi pristup je strukturni i odnosi se na „teoriju optimalnog valutnog područja“, koja se fokusira na ekonomska obilježja jedne zemlje kako bi se utvrdilo koji bi tečajni režim bio optimalan izbor u pogledu sposobnosti za održavanje vanjske i unutarnje ravnoteže, i na prirodu šokova nastalih kod promjena trgovinskih tokova i kod pogoršanja uvjeta razmjene. Drugi pristup naglašava „odabir između vjerodostojnosti i fleksibilnost“. Ovaj pristup primjenjuje se na slučajeve gdje monetarne vlasti moraju birati između fiksnog i plivajućeg tečajnog režima. Pri odabiru režima,

pretpostavka je da će se usporediti očekivani gubici pri izboru svakog režima. Treći pristup je „pristup korner hipoteze“ koji zagovara da intermedijarni tečajni režimi u zemljama otvorenim pri međunarodnim tijekovima kapitala nisu održivi u dugom razdoblju, te da ove zemlje trebaju napustiti intermedijarne režime i odabrati fiksne ili plivajuće tečajne režime.

Aliyev (2014.) u svojem istraživanju govori o tri teorije tečajnih režima. Teoriju „optimalnog valutnog područja“ navodi kao prvu teoriju, „financijski pogled“ kao drugu, a „politički pogled“ kao posljednju teoriju. Teorija financijskog pogleda temeljila se na problemu nemogućeg trojstva dok su politički faktori bili temelj posljednje navedene teorije.

3.1.1. Klasična teorija

Koristeći literaturu klasičnih teorija izbora tečajnih režima, da se zaključiti kako je jedini izbor tečajnog režima bio između potpuno fiksnog tečajnog režima i potpuno fluktuirajućeg tečajnog režima. Osnovni doprinos ovoj teoriji dala su istraživanja koja su napravili Friedman, Fleming, Mundell, McKinnon, Kenen i drugi.

Literatura tog razdoblja govori kako su se cijene artikala usporedno kretale sa tečajem, upućujući na to da šokovi u ekonomiji mogu voditi prema fluktuacijama u ekonomskim aktivnostima.

Argument za plivajući tečaj je, čudno je reći, gotovo identičan sa argumentu za ljetno računanje vremena. Nije li apsurdno prijeći na ljetno računanje vremena kada isti rezultat se može postići tako da svaki pojedinac promijeni svoje navike? Sve što je potrebno je da se svi odluče doći u ured sat vremena ranije, ručati sat vremena ranije, itd. Ali očito je da je mnogo jednostavnije promijenili sat koji vodi sve, nego da svaki pojedinac zasebno mijenja svoju naviku, čak i ako svi to žele učiniti. Situacija je potpuno isti na novčanom tržištu. Daleko je jednostavnije dopustiti promjenu jedne cijene, a to je cijena deviza, nego se oslanjati na promjene u mnoštvu cijena koje zajedno čine unutarnju strukturu cijena (Friedman, 1953.). Pri prisutnosti ljepljivih cijena (engl. sticky prices), plivajući tečajni režimi daju bolju izolaciju od stranih šokova, dopuštajući cijenama da brže reagiraju.

Mundell (1963.) je istraživao utjecaj kapitalne mobilnosti i stabilizacijske politike pri različitim tečajnim režimima, te je došao do različitih zaključaka. Monetarna politika nema utjecaja na zaposlenost prilikom korištenja fiksnih tečajnih režima, a fiskalna politika nema

utjecaja na zaposlenost prilikom korištenja plivajućih tečajnih režima. Za razliku od navedenog, fiskalna politika ima snažan utjecaj na zaposlenost prilikom korištenja fiksnih tečajnih režima te monetarna politika ima snažan utjecaj na zaposlenost prilikom korištenja plivajućih tečajnih režima. Monetarna politika pri fiksnim tečajnim režimima postaje uređaj za promjenu razine rezervi, dok fiskalna politika pri plivajućim tečajnim režimima postaje uređaj za promjenu trgovinske bilance.

Treba li ganska funta imati mogućnost slobodnog fluktuiranja prema svim valutama ili valute koje su vezane za područje funte trebaju biti fiksirane za funtu? Zemlje koje imaju zajedničko tržište te nastavljaju sa planom ostvarenja ekonomske unije, trebaju li ove zemlje omogućiti fluktuiranje nacionalnim valutama ili bi bolje rješenje bilo jedinstvena valuta za ovo područje? Postavljajući spomenuta pitanja Mundel (1961.) je postavio temelje teorije optimalnog valutnog područja.

Optimalno valutno područje možemo definirati kao optimalna zemljopisna domena jedinstvene valute ili više valuta čiji su tečajevi neopozivo fiksirani. Ta valuta ili vezane valute mogu plivati samo prema ostatku svijeta. Optimalnost se definira kriterijima teorije optimalnog valutnog područja koji uključuju mobilnost rada i drugih faktora proizvodnje, fleksibilnost cijena i nadnica, ekonomsku otvorenost, diversifikaciju u proizvodnji i potrošnji, sličnost inflacijskih stopa te fiskalnu i političku integraciju (Bilas, 2005.b).

Kada se spominju ključne karakteristike, prema Mundellu, McKinonu i Kenenu, kojima se prosuđuje optimalnost priključenja valutnoj uniji, one bi bile (Dellas i Tavlas, 2009.):

- Stupanj mobilnosti radne snage i/ili fleksibilnost cijena i nadnica (Mundell).
- Učestalost asimetričnih šokova (Mundell).
- Stupanj otvorenosti i/ili trgovinska integracija (McKinnon).
- Veličina ekonomije (McKinnon).
- Sličnost ekonomske strukture između dvije ekonomije (Kenen).
- Stupanj diversifikacije proizvoda (Kenen).
- Razina fiskalne integracije (Kenen).

Broz (2005.) spominje najvažnije karakteristike teorije optimalnog valutnog područja, a iste su prikazane u Tablici 21.

Tablica 21: Najvažnije karakteristike teorije optimalnog valutnog područja

Karakteristika	Utjecaj
Mobilnost radne snage	Što je veća mobilnost radne snage, jednostavnije je pristupiti/osnovati zajedničko valutno područje.
Fleksibilnost cijena i nadnica	Ukoliko postoji fleksibilnost cijena i nadnica u zajedničkom valutnom području, to će biti lakše prebroditi asimetrične šokove i zajedničko valutno područje će biti stabilnije.
Otvorenost	Što je područje otvorenije veća je vjerojatnost formiranja ili pridruživanja zajedničkom valutnom području.
Diversifikacija proizvodnje/izvoza	Što je područje diversificiranije to je atraktivnije za pristupanje zajedničkom valutnom području.
Veličina ekonomije	Veća ekonomija vodi prema većoj atraktivnosti za izbor plivajućih tečajnih režima.
Diferencija inflacije	Ukoliko postoji diferencija inflacije među zemljama to će biti teže očuvati fiksne tečajne režime.
Mobilnost kapitala	Što je veća mobilnost kapitala, to će biti teže očuvati fiksne tečajne režime (osim u slučaja kada se zemlja priključi zajedničkom valutnom području).
Podjela međunarodnog rizika	Ukoliko je zemlja u mogućnosti da podijeli rizik sa partnerima u zajedničkom valutnom području, tada bi ovaj režim mogao ublažiti druge nefleksibilnost u tom području.
Korisnost novca	Pristupanje zajedničkom valutnom području poboljšava korisnost novca, a efekt je veći što je zemlja manja i više otvorenija.
Učinkovitost monetarne politike	Ukoliko monetarna politika nije učinkovita, troškovi gubitka monetarne neovisnosti nisu visoki.
Kredibilitet monetarnih vlasti	Ukoliko monetarne vlasti nemaju kredibilitet da obuzdaju inflaciju, tada će izbor fiksnog tečajnog režima biti optimalan.
Endogenost	Zbog povećane povezanosti poslovnih ciklusa veća je vjerojatnost da će zemlja ispuniti kriterije za ulazak u zajedničko valutno područje nakon samog ulaska.
Specijalizacija	Zbog povećane specijalizacije zemalja koje osnivaju zajedničko valutno područje veća je vjerojatnost da će zemlja ispuniti kriterije za ulazak u zajedničko valutno područje nakon samog ulaska.
Sličnost šokova	Troškovi gubitka neovisne monetarne politike su niži što je viša povezanost šokova između zemlje (potencijalne članice zajedničkog valutnog područja) i sidra za koje je vezan režim.
Monetarni šokovi	Ukoliko se zemlja suočava sa monetarnim šokovima, atraktivan je izbor fiksnog tečajnog režima.
Stvarni šokovi	Ukoliko se zemlja suočava sa stvarnim šokovima, izbor plivajućeg tečajnog režima će biti više vjerojatan.
Vanjski nominalni šokovi	Ukoliko se zemlja suočava sa vanjskim nominalnim šokovima, izbor plivajućeg tečajnog režima će biti više atraktivan.
Učinkovitost prilagodbe tečaja	Ukoliko prilagodba tečaja nije učinkovita, troškovi gubitka tečajne stope, kao mehanizma prilagodbe, nisu značajni.
Institucije tržišta rada	Ukoliko zemlje imaju različite institucije tržišta rada, biti će teško prilagoditi se istom tipu šokova, na isti način u zajedničkom valutnom području.
Sinkronizacija poslovnih ciklusa	Ukoliko zemlje koje formiraju zajedničko valutno područje imaju sinkronizirane poslovne cikluse, one neće trebati plivajuće tečajne režime kao mehanizme prilagodbe.
Dominantni trgovinski partner	Ukoliko zemlja ima dominantnog trgovinskog partnera, osnivanje zajedničkog valutnog područja bi bilo djelotvorno.

Izvor: Prilagođeno prema Broz (2005.).

Teorija optimalnog valutnog područja može se razmatrati kao dio problematike vezane uz izbor optimalnog tečajnog režima. Ona se bavi uglavnom izborom između čistog plivajućeg i fiksnog tečajnog režima, ne uzimajući u obzir moguća intermedijarna rješenja.

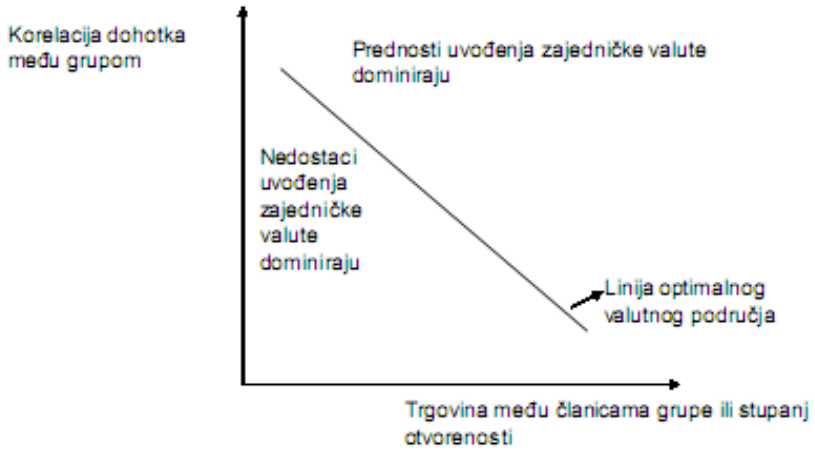
Za optimalno valutno područje Kenen govori kako je riječ o umjetno stvorenom području te navodi i uvjet za postojanje optimalnog valutnog područja, a to je kombinacije optimalne monetarne i fiskalne politike. Ako se promatraju dvije heterogene regije koje imaju različite proizvodne tehnologije te čiji su proizvodni procesi različito radno intenzivni, monetarna politika i politika tečaja, ne mogu uravnotežiti potražnju za radom u promatranim regijama. Kenen izvlači zaključak kako je raznolikost strukture proizvodnje u regijama važan preduvjet za definiranje određenog područja kao optimalnog valutnog područja (Kordić, 2006.). Mongelli (2002.) navodi i glavna svojstva teorije optimalnog valutnog područja:

- *Fleksibilnost cijena i nadnica*. Kada su nominalne cijene i nadnice fleksibilne prema dolje među zemljama koje namjeravaju imati jedinstvenu valutu, manje je vjerojatno da će prilagodba biti povezana sa nezaposlenošću u jednoj zemlji i/ili inflacijom u drugoj.
- *Mobilnost faktora proizvodnje uključujući radnu snagu.* Visoka tržišna integracija među zemljama partnerima može smanjiti potrebu za promjenama realnih cijena faktora i nominalnog deviznog tečaja među zemljama kao odgovor na poremećaje. Razlika treba biti povučena između mobilnosti fizičkih faktora proizvodnje, osim faktora rada i mobilnosti radne snage. Mobilnost radne snage može olakšati prilagodbu stalnim udarima i kada su realne plaće okrenute prema dolje. Međutim, mobilnost radne snage nije lijek te također podrazumijeva i niz troškova poput migracije i prekvalifikacija koji bi mogli biti vrlo značajni.
- *Integracija financijskih tržišta.* Mobilnost financijskih resursa mogu olakšati financiranje vanjske neravnoteže, primjerice u razdoblju nakon šoka, i smanjiti potrebu za prilagodbom tečaja. Kućanstava i poduzeća lakše mogu uložiti financijsku imovinu ili pozajmiti na financijskim tržištima. Pod visokim stupnjem financijske integracije čak i skromne promjene u kamatnim stopama mogle bi izazvati kretanje kapitala među zemljama partnerima. Time bi se smanjila razlika u dugoročnim kamatnim stopama i olakšalo financiranje vanjskih neravnoteža između partnerskih zemalja. Potrebe za promjenama tečaja su smanjene. Međutim, razlika mora biti povučena između privremenog financiranja neravnoteže (nastale zbog šoka) i procesa prilagodbe prema novoj ravnoteži ako je šok ima trajne posljedice. Financijska integracija nije zamjena za trajnu prilagodbu, no može izgladiti proces dugoročne prilagodbe.

- *Stupanj ekonomske otvorenosti.* Otvorenost ima različite dimenzije. Najčešće su vezane za: stupanj trgovinske integracije (tj omjer zbroja izvoza i uvoza sa BDP-om) s zemljama sa kojima se namjerava uvesti zajednička valuta; udio utrživih u odnosu na neutrživa dobra i usluge u proizvodnji i potrošnji; granična sklonost uvozu; i međunarodna mobilnost kapitala. Ovi pojmovi se preklapaju, ali nisu nužno istoznačnice. Ekonomija može prikazati visok udio utrživih dobara i usluga, a da imaju malen uvoz i izvoz. Što je veći stupanj otvorenosti, više promjena u međunarodnim cijenama utrživih dobara i usluga brzo se prenosi na domaće troškove života. Male i manje-raznolike zemlje općenito su otvorenije nego veće i one više raznolike.
- *Diversifikacija proizvodnje i potrošnje.* Visok stupanj diversifikacije poput diversifikacije u portfelju radnih mjesta, diversifikacije uvoza i izvoza smanjuje mogući utjecaj šokova. Stoga diversifikacija smanjuje potrebu za promjenama preko nominalnog tečaja i nudi izolaciju protiv raznih neravnoteža. Zemlje sa više raznolikih partnera imaju veću šansu da osiguraju niže troškove od nominalne promjene tečaja i naći će više koristi od zajedničke valute. Obično se radi o većim zemljama koje imaju manji trgovinski sektor.
- *Sličnosti stopa inflacije.* Vanjske neravnoteže mogu nastati iz postojanih razlika u stopama inflacija što može rezultati: razlikama u strukturnom razvoju, različitostima u institucijama tržišta rada, razlikama u ekonomskoj politici, i različitim društvenim preferencijama (poput averzije inflacije). Kada su stope inflacije između zemalja (niske i) slične tijekom vremena, uvjeti trgovinske razmjene također će ostati prilično stabilni. To vodi prema uravnoteženom tekućem računu, te smanjuje potrebu za prilagodbu tečaja.
- *Fiskalna integracija.* Zemlje koje dijele fiskalni sustav prijenosa koji im omogućava prijenos sredstava prema zemljama pogođenim određenim šokovima, zahtijevaju manje prilagodbe deviznog tečaja. Ovakva mogućnost zahtijeva napredni stupanj političke integracije i spremnost na podjelu rizika uz odupiranje na mogući moralni hazard i na druge operativne poteškoće.
- *Politička integracija.* Politička volja za integracijom smatra se kao najvažniji uvjet za usvajanje zajedničke valute. Sličnost političkih stavova među zemljama partnerima su relevantni za nastanak uspješnog valutnog područja. Za uspješno valutno područje

potreban je određen stupanj usklađenosti prema gospodarskom rastu, stopi inflacije i stopi nezaposlenosti kao i značajne sposobnosti za ostvarivanje ovih ciljeva.

Frankel (1999.) spominje dva parametra u kriterijima optimalnog valutnog područja koji se smatraju ključnima u ostvarivanju neto koristi od formiranja valutne unije: međusobna trgovina zemalja članica i korelacija među njihovim dohocima. Zemlje koje imaju slične dohotke i visok stupanj međusobne trgovine imaju veću korist od formiranja optimalnog valutnog područja.



Grafikon 13: Ključni parametri optimalnog valutnog područja

Izvor: Prilagođeno prema Frankel (1999.).

Grafikon 13. prikazuje što je veća korelacija dohodaka među potencijalnim članicama unije, odnosno što imaju sličnije dohotke i što je opseg međusobne trgovine intenzivniji, a samim tim i stupanj otvorenosti veći, uvođenje zajedničke valute se smatra optimalnim za promatranu grupu zemalja. Suprotni pokazatelji bi ukazivali odabir monetarne neovisnosti kao optimalan izbor.

Članstvo u valutnom području nosi određene prednosti i nedostatke. Oni mogu biti jednokratni, no pojedini mogu imati i trajni karakter. Temeljeći se na analiziranoj literaturi od mnogih drugih autora, Mongelli (2002.) je ustanovio sljedeće prednosti i nedostatke. Osnovne koristi bile bi:

- Koristi od poboljšanja u mikroekonomskoj učinkovitosti prvenstveno su rezultat veće koristi novca, odnosno usluga likvidnosti koje pruža jedinstvena valuta koja služi kao obračunska jedinica, sredstvo razmjene, standard za odgodu plaćanja, te skladište

vrijednost. Valutno područje donosi i veću transparentnost cijena koje će obeshrabriti cjenovnu diskriminaciju, smanjiti tržišnu segmentaciju, te poticati natjecanje. Unutar valutnog područja nestaje nominalna tečajna nesigurnost što dovodi do uštede u transakcijama i troškovima hedžiranja. Ovo će ojačati unutarnje tržište roba i usluga, pospješiti trgovinu, sniziti investicijske rizike, te promicati izravna strana ulaganja unutar područja i poboljšati raspodjelu resursa.

- Koristi od povećane makroekonomske stabilnosti (i rasta) koji proizlaze iz poboljšane stabilnosti cijena, pristupa dalekih i više transparentnih financijskih tržišta što vodi povećanju i dostupnosti inozemnog financiranja, reputacijske prednosti za one zemlje koje su u povijesti imale više stope inflacije, smanjenje nekih oblika fluktuacija proizvodnje i zapošljavanja zbog različite ekonomske politike. Međutim, jedinstvena valuta ne štiti članove valutnog područja od realnih ekonomskih šokova i posljedica koje nose.
- Koristi od pozitivnih vanjskih učinaka koji proizlaze prvenstveno iz ušteda na transakcijskim troškovima zbog veće međunarodne cirkulacije jedinstvene valute, prihoda od međunarodne emisijske dobiti, smanjene potrebe za deviznim rezervama i pojednostavljenu međunarodnu koordinaciju.

Kao osnovne nedostatke autor navodi:

- Nedostatke zbog pogoršanja makroekonomske efikasnosti. Postoje troškova prelaska na novu valutu. Ti troškovi uključuju administrativne, pravne i hardverske troškove. Tu su i psihološki troškovi koji proizlaze iz nove jedinice plaćanja. Osim toga, ako zemlja izabere pogrešan paritet nominalnog tečaja, zemlja može biti previše konkurentna ili previše ne-konkurentna u odnosu na druge članove. Neravnoteža će vjerojatno trajati sve dok se struktura cijena i plaća, kao i razina gospodarske aktivnosti, ne prilagodi uvjetima koji prevladavaju u drugim članovima. Uvođenje jedinstvene valute vodi potrebu za nastanak nadnacionalne institucije. To će dovesti do povećanja administrativnih troškova za svaku zemlju članicu, a mogao bi se dogoditi i pad broja nacionalnih institucija zbog preraspodjele i dijeljenja funkcija.
- Nedostaci zbog smanjene makroekonomske stabilnosti. Optimalno valutno područje sužava izbor instrumenata koji su na raspolaganju nacionalnim vladama. S obzirom da je odgovornost za monetarnu politiku prebačena kod nadnacionalne središnje banke, nijedna zemlja ne može vršiti neke prilagodbe prilikom asimetričnih poremećaja. Nadalje, kada zemlja članica iskazuje veće nominalne cijene i rigidnost plaća od

ostalih zemalja partnera, niža stopa inflacije može povećati frikcijsku nezaposlenost (sve dok se odstupanja ne snize uz pomoć strukturnih reformi). Izravna kontrola deviznih rezervi i ostale imovine također je prebačena u nadležnost nadnacionalne središnje banke. Nacionalne vlade također napuštaju mogućnost smanjenja svoga nacionalnog duga u budućnosti uz pomoć inflacije. Osim toga, zajednička fiskalna ograničenja mogu biti uvedena kako bi se smanjila sposobnost nacionalnih vlada za uvođenje možda neodrživih nacionalnih fiskalnih politika. Ovi sustavi zaštite mogu biti relativno obvezujući za zemlje s relativno većim javnim dugom i/ili višim proračunskim deficitom. Osim ovoga, nedostajat će i nadnacionalna podjela rizika koji može pomoći svojim članovima u suočavanju s asimetričnim gospodarskim šokovima.

- Nedostaci zbog negativnih vanjskih utjecaja. Ako jedna ili više zemalja članica ima značajne proračunske deficite, i akumulira neodržive dugove, novčani učinci će se proširiti kroz čitavo valutno područje. Dug može biti unovčen, stavljajući pritisak na kamatnu stopu. Međunarodno povjerenje u valutu unije vjerojatno će pasti, što će rezultirati špekulativnim tijekovima prema valuti. Svaki član će osjetiti posljedice ovoga scenarija, posebno oni koji su ranije imali stabilne valute.

Promatrajući slučaj Argentine, Frankel (2003.) spominje i nove kriterije za uspostavu optimalnog valutnog područja. Argentina nije ispunjavala kriterije optimalnog valutnog područja. Nije se radilo o maloj i otvorenoj zemlji, nije imala blisku korelaciju sa američkom ekonomijom, niti je imala visok stupanj mobilnosti radne snage. Unatoč tome odabrala je valutni odbor i te postigla stabilnost cijena i pohvalne stope rasta. Na temelju ove analize smatrao je da se postojeći kriteriji optimalnog valutnog područja moraju ili izbrisati ili nadopuniti novima. Stari kriteriji bili su povezani sa trgovinom i cikličnom stabilnosti, dok bi novi trebali biti povezani sa međunarodnim financijskim tržištima i kredibilitetom. Postojeći kriteriji uključivali su otvorenost, mobilnost radne snage, fiskalnu pomoć, simetriju i političku volju da prihvati politiku susjeda, a dodatni kriteriji bi uključivali jaku (čak i očajnu) potrebu da se uvede monetarna stabilnost, a razlozi bi bili sljedeći: zbog hiperinflacije koja se događala u povijesti, zbog nedostatka vjerodostojnih javnih ustanova, zbog velike izloženosti prema međunarodnim investitorima, i zbog nestabilnost koja proizlazi iz opasnog političkog okruženja, želju za daljnju blisku integraciju s trgovinski partnerom ili susjednom zemljom, ekonomiju u kojoj se strana valuta već naširoko koristi, pristup odgovarajućoj razini rezervi, vladavina zakona te snažan, dobro nadzirani, i regulirani financijski sustav.

3.1.2. Moderne teorije

Slom Bretton Woods sustava omogućio je izbor novih vrsta tečajnih režima, od potpuno plivajućih, preko mnogih intermedijarnih do fiksnih tečaja, kao što su valutni odbori, dolarizacija, te monetarne unije. Navedeni događaj uticao je na razvoj moderne literature koja se koristi pri izboru tečajnog režima. Literatura nastoji promatrati nove teorije koje su nastale prvenstveno kako bi se suzbili inflacijski učinci i izbjegle financijske krize. Dio literature naglašava važnost kredibiliteta monetarne politike i tečajnih režima.

Oslanjajući se na zaključke prijašnjih autora, Melvin (1985.) je želio ispitati i nekoliko novih teza. U svom modelu testirao je sljedeće hipoteze: (a) što su veći domaći novčani šokovi, to je veća vjerojatnost da će zemlja fiksirati tečajni režim; (b) što su veći inozemni cjenovni šokovi, to je veća vjerojatnost da će zemlja odabrati plivajući tečajni režim. Pretpostavke u postavljenim hipotezama pronašao je u činjenici da primjerice u slučaju velikih i čestih cjenovnih inozemnih šokova, prilikom nestabilnih inozemnih monetarnih politika, plivajući tečajni režim će poslužiti prilikom izolacije domaćih cijena, jer bi se u tom slučaju tečaj prilagođavao i djelomično štitio domaću ekonomiju.

Melvin (1985.) je u istraživanju zaključio kako veličina novčanih šokova, bilo domaćih bilo inozemnih, predstavlja ključne determinante tečajnih režima u ekonomijama gdje se žele minimizirati neočekivane cjenovne fluktuacije. Teorija, ali i svi dokazi potvrdili su hipoteze, kako u slučaju većih inozemnih cjenovnih šokova zemlja treba odabrati plivajući tečajni režim, a u slučaju većih domaćih novčanih šokova, zemlja treba odabrati fiksni tečajni režim.

Kredibilitet u svojim istraživanjima spominje i Dornbusch (2001.). On navodi kako izbor valutnog odbora kao tečajnog režima nosi i određene negativne argumente. Kao glavne nabraja gubitak suverenosti, gubitak emisijske dobiti, gubitak monetarne politike, gubitak davatelja posljednjeg utočišta i fiskalna pripravnost. Unatoč ovim nedostacima, odabir valutnog odbora ili dolarizacija nudi i prednost koja nastaje zbog poboljšanog kredibiliteta.

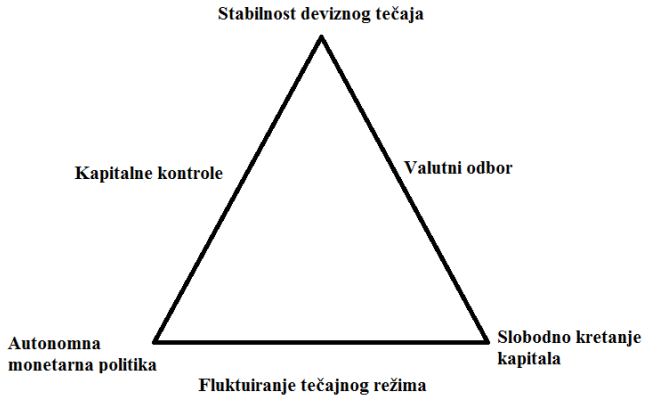
Cruz-Rodriguez (2013.) spominje kako je financijska deregulacija u gospodarstvima i smanjenje prepreka financijskih tijekova pokrenutim u sedamdesetim godinama omogućila brzo širenje financijskih tijekova u zrelim gospodarstvima, a kasnije i u zemljama u razvoju. Rasprava o tečajnim režimima dijelile su zabrinutost zbog potrebe ublažavanja potencijalnih

štetnih učinaka radi naglih promjena u smjeru kretanja kapitala, a time i pitanja održivosti tečajnih režima i vjerodostojnosti domaćih politika. Valutne krize u drugoj polovici 1990-ih godina vodile su ka „pristupu korner hipoteze“. Važan dio moderne literature o tečajnim režimima, s posebnim osvrtom na vjerodostojnost središnje banke, smatra da usvajanje strane valute (dolarizacija) kupuje vjerodostojnu politiku stabilnosti cijena i izbjegava špekulativne napade i valutne krize. Neki empirijski dokazi potvrdili su da dolarizirane zemlje imaju nižu inflaciju od nedolariziranih zemalja, ali dolarizirane zemlje imaju niži rast i veću volatilnost za razliku od ostalih zemalja. U kontekstu povećanja kretanja kapitala i velikih vanjskih šokova, rasprava o tečajnim režimima usmjerena je na razmjenu između inflacije i rasta.

U tekstu koji slijedi prikazani su najvažniji pristupi modernih teorija tečajnih režima.

3.1.2.1. Trilema monetarne politike, kvadrilema i dilema

Analiza efikasnosti monetarne politike u otvorenoj ekonomiji osnovni su dijelovi Mundell i Flemingovog modela. Pri savršenoj mobilnosti kapitala zemlje se suočavaju za izborom između monetarne neovisnosti i stabilnosti tečaja odnosno fiksnog tečajnog režima. Ovaj izbor u literaturi je poznatiji kao trilema monetarne politike ili problem nemogućeg trojstva. Gdje je pred jednu zemlju je dat izbor da se odrekne jednog od sljedećih ciljeva: monetarne neovisnosti, slobodnog kretanja kapitala i stabilnosti deviznog tečaja. Ovaj teorem dokazuje da pod bilo kojim makroekonomskim okolnostima, samo dva od tri cilja mogu biti zajedničko konzistentna, te se treba odlučiti koji će se cilj izostaviti.



Grafikon 14: Trilema monetarne politike

Izvor: Prilagođeno prema Koški (2008.).

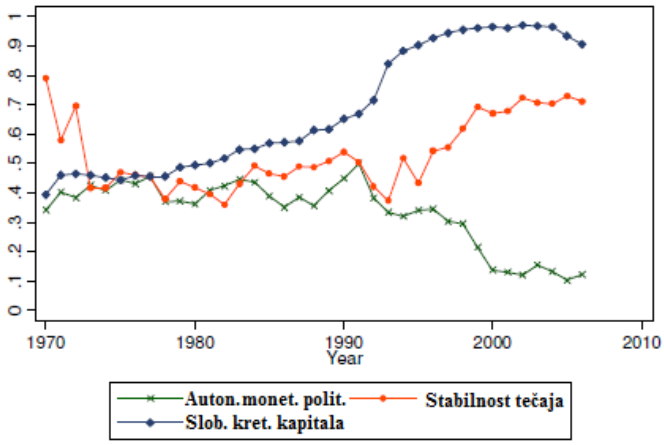
Analizirajući Grafikon 14. mogu se donijeti sljedeći zaključci:

- Stabilnost deviznog tečaja i slobodno kretanje kapitala može se ostvariti jedino prihvaćanjem trajno fiksnog tečajnog režima, što za posljedicu ima nemogućnost monetarne neovisnosti.
- Monetarna nezavisnost i slobodno kretanje kapitala ostvaruje se prihvaćanjem plivajućeg tečajnog režima, što za posljedicu ima tečajnu nestabilnost.

Spomenuti model temelji se na promjeni kamatnjaka. Ukoliko ne postoje kapitalne prepreke, rast kamatnjaka u zemlji čini dužničke vrijednosne papire privlačne stranim investitorima. Prilika za zaradu dovodi do potražnje za domaćom valutom što vodi ka rastu tečaja sve dok se zbog promjene tečaja ne izjednače prinosi. Ako se zemlja odlučila za stabilan devizni tečaj i slobodno kretanje kapitala, tada zemlja mora držati kamatne stope jednake stopama u inozemstvu, što vodi ka gubitku monetarne neovisnosti. Zemlje se u pravilu odriču ili monetarne neovisnosti ili stabilnosti tečaja. Ipak tijekom razdoblja savršenog kretanja kapitala, ništa ne sprječava zemlju da odabere intermedijarno rješenje (Frankel, 1999.). Okolnosti prilikom donošenja odluka se razlikuju, kako u razvijenim tako i u zemljama u razvoju. Tako izbor tečajnih režima neće biti isti za sve države. Analizirajući pojedina razdoblja u povijesti vidljivo je kako su različiti međunarodni financijski sustavi nastojali postići kombinaciju od dva moguća cilja. Kroz razdoblje zlatnog standarda cilj je bio slobodno kretanje kapitala i stabilnost deviznog tečaja, a u razdoblju Bretton Woods monetarnog sustava nastojala se postići kombinacija autonomne monetarne politike i stabilnog deviznog tečaja. Ovaj pristup je bio predmetom i kritika, tim više što se temelji na nepokrivenom kamatnom paritetu i pretpostavci perfektne mobilnosti kapitala što se rijetko događa.

Vrlo malo je radova kojima se mjerila trilema monetarne politike. Jedan od glavnih razloga jeste zbog nedostatak odgovarajućih kvalitetnih indikatora kojima bi se mjerio stupanj postignuća ciljeva sve tri politike (Obstfeld, Shambaugh i Taylor, 2004). Aizenman i drugi nastojali su riješiti ovaj nedostatak razvojem indeksa koji bi prikazao stupanj implementacije svake od politika u pojedinim ekonomijama. Empirijsko istraživanje provedeno je na uzorku od preko 170 zemalja, a vremensko razdoblje uzorka bilo je od 1970. godine do 2007. godine.

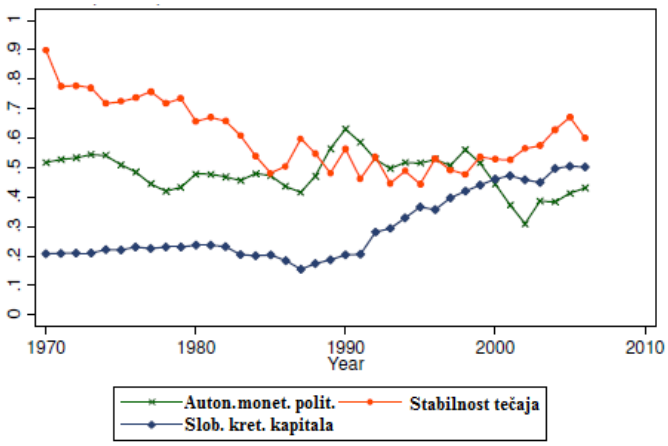
Indekse su prikazali kroz tri grupe zemalja, razvijene zemlje, zemlje čija su tržišta u nastajanju i zemlje u razvoju.



Grafikon 15: Evolucija indikatora trileme monetarne politike u razvijenim zemljama

Izvor: Aizenman (2013.).

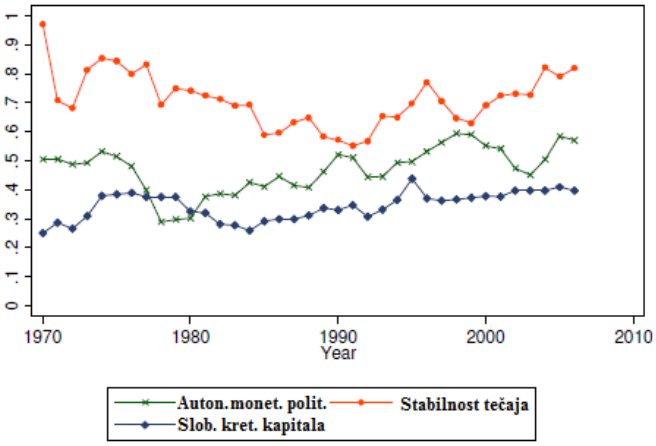
Analizirajući dobivene indikatore (Grafikon 15.), kod razvijenih zemalja, može se zaključiti kako je indikator koji predstavlja slobodno kretanje kapitala uglavnom imao uzlazni trend. Stabilnost tečaja 70-ih i početkom 90-ih godina imao je silazni trend, da bi od sredine 90-ih godina trend uglavnom bio uzlazan. Od 90-ih godina indikator autonomne monetarne politike se kretao silaznom putanjom.



Grafikon 16: Evolucija indikatora trileme monetarne politike u zemljama čija su tržišta u nastajanju

Izvor: Aizenman (2013.).

Promatrajući indikatore trileme monetarne politike u zemljama čija su tržišta u nastajanju (Grafikon 16.) može se zapaziti pozitivan trend slobodnog kretanja kapitala, koji započinje 90-ih godine. Istih godina dolazi do negativnog trenda kod autonomne monetarne politike. Indikator koji prikazuje stabilnost tečaja kretao se silaznom putanjom sve do sredine 90-ih godine, kada dolazi do blagog rasta.



Grafikon 17: Evolucija indikatora trileme monetarne politike u zemljama u razvoju

Izvor: Aizenman (2013.).

Kada se promatraju zemlje u razvoju (Grafikon 17) indikator stabilnosti tečaja iskazao je silazni trend do 90-ih godina. Indikator autonomne monetarne politike uglavnom iskazuje pozitivan trend promatrajući od kraja 70-ih godina. Indikator koji promatra slobodno kretanje kapitala iskazuje rast tijekom 70-ih godina i od sredine 80-ih godina. Uspoređujući rezultate po grupama promatranih zemalja može se zaključiti kako se indikatori u zemljama čija su tržišta u razvoju i u zemljama u razvoju konvergiraju prema središnjem dijelu, dok je ta situacija kod razvijenih zemalja drukčija (Aizenman, Ito, 2011.).

Zemlje članice Europske unije, a koje nisu članice Ekonomske i monetarne unije i ostale zemlje, a koje se nalaze u uzorku ove disertacije, izabrale su slobodno kretanje kapitala. Imajući u vidu da se zemlje moraju odreći jednog cilja, pred zemljama stoji izbor između odabira stabilnog deviznog tečaja ili odabira autonomne monetarne politike. S obzirom da ne postoji perfektna mobilnost kapitala, stvarni izbor ovih zemalja je ka nekom vidu intermedijarnog tečajnog režima i nekom stupnju slobode monetarne politike uz velike devizne rezerve.

U posljednje vrijeme primjetna je i teza po kojoj se sugerira regulacija slobodnog kretanja kapitala. Jednu takva teza može se primjeriti i kod Rodrika (2011.). U svome radu

Globalizacijski paradoks autor govori o prednostima i nedostacima mobilnosti kapitala i slobodne trgovine. Rad se temelji na političkoj trilemi svjetske ekonomije. Politička trilema govori kako ne možemo simultano tražiti demokraciju, nacionalnu odlučnost i ekonomsku globalizaciju. Ako želimo dodatno potaknuti globalizaciju, moramo odustati od države ili demokratske politike. Ako želimo održati i produbiti demokraciju, moramo birati između države i međunarodne ekonomske integracije. Ako želimo zadržati nacionalnu odlučnost i samoodređenje, moramo birati između demokracije i globalizacije.

Iako je moguće unaprijediti i demokraciju i globalizaciju, trilema sugerira da to zahtijeva stvaranje globalne političke zajednice koja je znatno ambicioznija od bilo čega što smo do sada vidjeli ili će se uskoro pojaviti. No, postoji previše razlika među nacionalnim državama, kako bi se njihove potrebe i preferencije smjestili unutar zajedničkih pravila i institucija. Velika raznolikost koja označava naš trenutni svijet čini hiperglobalizaciju nespojivu s demokracijom. Autor se ne zalaže za kraj globalizacije, nego govori kako je potrebna pametna globalizacija, a ne maksimalistička globalizacija.

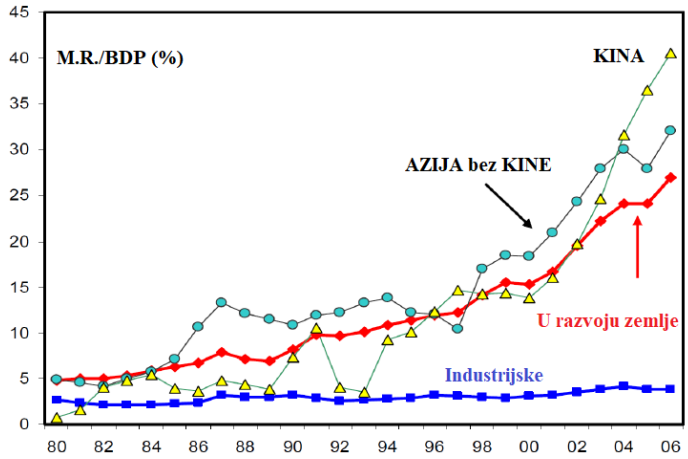
Program hiperglobalizacije, s naglaskom na minimiziranje transakcijskih troškova u međunarodnom gospodarstvu, sukobljava se s demokracijom iz jednostavnog razloga zbog kojeg se ne nastoji poboljšati funkcioniranje demokracije, već da se zadovolje komercijalni i financijski interesi koji traže pristup tržištu s niskim troškovima. On govori kako hiperglobalizacija služi i nudi prednosti multinacionalnim poduzećima, velikim bankama i investicijskim kućama u odnosu na druge društvene i ekonomske ciljeve.

Svjetsko gospodarstvo raslo je u prosjeku oko 3 posto godišnje po stanovniku u razdoblju između 1950. i 1973. godine, što je gotovo trostruko u odnosu na razdoblje prije 1930-ih i dvostruko u odnosu na razdoblje kasnih 1970-ih. Ekonomski učinak nakon 1990. izgleda vrlo dobro u povijesnoj perspektivi, ali još uvijek nije blizu Bretton Woods standarda. Svjetsko gospodarstvo jednostavno nije ostvarilo iste ili bolje učinke u doba financijske globalizacije kao što je to bilo pod Bretton Woodsom.

S obzirom na sve prednosti koje navodi, može se lako dovesti do zaključka kako Rodrik zagovara povratak na Bretton Woods. Ipak to nije u potpunosti točno. Autor se zauzima za uvođenje kapitalnih kontrola. Ove kontrole imale bi za cilj zaštitu nacionalne ekonomije od špekulativnog kapitala. Ekonomska globalizacija pružila je i brojne prednosti, u određenim zemljama gdje posebno spominje Kinu i Indiju, zemlje koje su odlučile igrati igru globalizacije ne na novim pravilima, već na pravilima Bretton Woodsa. Umjesto da se

bezuvjetno otvaraju međunarodnoj trgovini i financijama, slijedile su mješovite strategije s velikom dozom državne intervencije kako bi se diversificirale njihove ekonomije. U međuvremenu su stagnirale zemlje koje su slijedile standardne recepte, poput zemalja u Latinskoj Americi. Kina je zadržala kontrolu kapitala, čuvala međunarodne rezerve i iskoristila svoje političke prostore za upravljanje domaćim gospodarskom. Neizbježan zaključak je da nas je financijska globalizacija iznevjerila. Zemlje koje su se otvorile na međunarodnim tržištima kapitala suočile su se s većim rizicima, bez nadoknade koje bi se ogledale u obliku većeg gospodarskog rasta.

No, vratit ćemo se na rast omjera međunarodnih rezervi. Aizenman (2013.) je shvatio da se međunarodne rezerve ne mogu izostaviti iz promatranja te je postavio tezu kvadrileme monetarne politike ubacivši financijsku stabilnost, kao četvrtu komponentu. Autor navodi kako u ekonomiji nije moguće istodobno postići: monetarnu neovisnost, stabilan (fiksni) tečajni režim, financijsku integraciju (slobodno kretanje kapitala) i financijsku stabilnost (koja je izražena preko međunarodnih rezervi). Autor je analizirao (Grafikon 18.) omjer međunarodnih rezervi i BDP-a te je primijetio kako je ovaj omjer u industrijskim zemljama bio jako stabilan te se kretao oko 4%. Za razliku od industrijskih zemalja kod zemalja u razvoju ovaj omjer je skočio sa oko 5% na 27%, te su ove zemlje držale oko dvije trećine ukupnih međunarodnih rezervi.

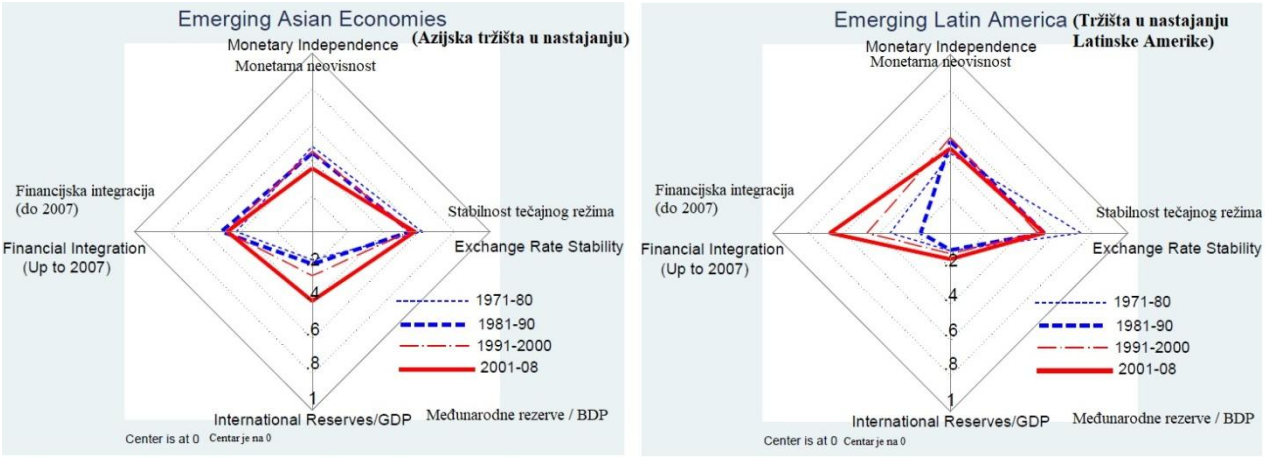


Grafikon 18: Prikaz kretanja međunarodnih rezervi

Izvor: Aizenman (2011.).

Najznačajniji skok je pronašao u Kini gdje su rezerve skočile sa 1% iz 1980. godina, na 41% 2006. godine. Vezu između zaliha međunarodnih rezervi i financijske integracije vidio je kao novu komponentu trileme. U kratkom roku, zemlje očekuju da povećavanje zaliha rezervi i

njihovo upravljanje vodi ka povećanju financijske stabilnosti i omogućuje vođenje neovisne makroekonomske politike. Autor navodi da je navedeno važno za zemlje u razvoju i tržišta u nastajanju, dok industrijske zemlje drže međunarodne rezerve na niskoj razini. Razlog za to je što industrijske zemlje mogu, u slučaju potrebe, lako doći do međunarodnih rezervi. Iskustva iz tržišta u nastajanju ukazuju na to da trilema monetarne politike, prelazi preko činjenice da s ograničenom, ali rastućom financijskom integracijom, zemlje skupljajući međunarodne pričuve mogu kratkoročno olabaviti neka od ograničenja trileme monetarne politike. Autor je to pokazao i na primjeru pojedinih zemalja Latinske Amerike i Azije (Grafikon 19.).



Grafikon 19: Kvadrilema u tržištima u nastajanju

Izvor: Aizenman (2011.).

Latinoamerička tržišta u nastajanju liberalizirala su svoja financijska tržišta nakon 90-ih godina, uz smanjenju monetarnu neovisnost i održavajući nisku razinu stabilnosti tečaja u zadnjim godinama. S druge strane, azijska tržišta u nastajanju isticala su se postizanjem usporedivih razina stabilnosti tečaja, rastuće financijske otvorenosti i prikazivanje velike monetarne neovisnosti. Ove dvije skupine ekonomija su se profilirale zahvaljujući visokim razinama međunarodnih rezervi. Bez odustajanja od tečajne stabilnosti i monetarne neovisnosti, Kina je povećala svoje međunarodne rezerve uz blago povećavanje financijske otvorenosti. Ovaj dokaz govori da nastojanja zemalja da olabave postavke trileme u kratkom roku mogu dovesti do povećanja međunarodnih rezervi.

Trilema monetarne politike govori kako sa slobodnom mobilnosti kapitala neovisna monetarna politika je moguća jedino uz korištenje plivajućih tečajnih režima. No prema Rey (2015.) globalni financijski ciklus pretvorio je trilemu monetarne politike u dilemu ili nepomirljivi dvojac (engl. irreconcilable duo). Prema dilemi neovisna monetarna politika je

moguća uz kontrole kapitalnog računa. Analize koju je provela sugerira da se monetarni uvjeti prenose iz glavnog financijskog centra na ostatak svijeta kroz kreditne tijekove, bez obzira na korišteni tečajni režim. Plivajući tečajni režimi ne mogu izolirati ekonomije od globalnog financijskog ciklusa, u uvjetima kada je kapital mobilan. Prema ovome bruto tijekovi, a posebno kreditni tijekovi su od velike važnosti za financijsku stabilnost i moraju biti pažljivo praćeni. Postavlja se pitanje koliko su nacionalne vlasti u mogućnosti kontrolirati kretanje kapitala. Autorica navodi i sljedeće mogućnosti kako bi se, omogućilo kontroliranje kretanja kapitala odnosno, oslabila snaga globalnog financijskog ciklusa i time povećala financijska stabilnost. Mogućnosti su:

a) nametnuti ciljanu kontrolu kapitala;
b) djelovati na jedan od izvora samog financijskog ciklusa (monetarnu politiku Fed-a i drugih glavnih središnjih banaka);
c) ciklički djelovati ograničavanjem rasta kredita tijekom ubrzanog ciklusa korištenjem nacionalnih politika (i eventualno obrnuto tijekom usporavanja ciklusa);
d) strukturalno djelovati namećući strože granice za dug za sve financijske posrednike.

Kada se analiziraju dilema, trilema i kvadrilema može se reći da monetarna trilema svodi izbor na troškove i koristi prilikom izbora između fiksnog i plivajućeg tečajnog režima, pri slobodnom kretanju kapitala. Zemlja bi trebala izabrati režim koji joj nosi najmanje troškove i najviše koristi.

Kvadrilema predstavlja nadogradnju trileme sa financijskom stabilnosti koja je izražena preko međunarodnih rezervi. Zemlja može izabrati dvije „ponuđene“ strane trokuta/četverokuta, dok joj istodobno preostale dvije nisu dostupne. Monetarna politika može ostvariti nešto niži stupanj ograničenja ako se usmjeri na jednu opciju kao cilj koji se dugoročno ne mijenja - stabilan devizni tečaj u režimu „upravljanog i uskog raspona fluktuacije“, a preostala tri izbora kratkoročno optimizira prema potrebi i okolnostima u aktualnom okruženju ekspanzije ili kontrakcije, ali uz toleranciju prema dijelu nepoželjnih zbivanja u realnoj ekonomiji i financijskom sustavu koja se ne mogu spriječiti (Ivanov, 2015).

Monetarna dilema sugerira kontrole kapitalnog računa kako bi se mogla koristiti neovisna monetarna politika. Hipoteza dileme, dakle, govori da monetarna politika perifernih zemalja ne može biti neovisna bez kapitalnih kontrola, što pretvara Mundell-Flemingovu trilemu u dilemu. Monetarna politika u uvjetima slobodnog protoka kapitala nije neovisna bez obzira na

izbor tečajnog režima. Globalni financijski ciklus čini monetarnu politiku ovisnu o globalnim uvjetima. Sam izbor tečajnog režima prema ovoj hipotezi ne mijenja stupanj prenošenja globalnog financijskog ciklusa iz centra u periferiju, odnosno jedini izbor u monetarnoj politici koji zemlje periferije imaju je onaj o stupnju liberalizacije kapitalnog računa. Ukoliko je kapital mobilan, nemoguće je voditi kontracikličnu monetarnu politiku i zaštititi se od globalnog financijskog ciklusa (Tica, Globan i Arčabić, 2017.).

Tica, Globan i Arčabić (2016.) naglašavaju da hipoteza „izvornog grijeha“ (devizna neusklađenost) nije nespojiva s hipotezom „dilema“. Prema „pristupu devizne neusklađenosti“, zemlje u razvoju i tržišta u nastajanju nisu u mogućnosti odabrati plivajuće tečajne režime zbog negativnih učinaka plivanja tečaja na vrijednosti neto inozemne aktive izražene u domaćoj valuti. Prema „dilemi“, bez obzira na tečajni režim zemlje u razvoju i tržišta u nastajanju neće moći stabilizirati gospodarstvo bez kontrola kapitala. Čak i ako zemlja postiže pozitivnu razinu neto inozemne aktive (npr. akumuliranjem međunarodnih pričuva), prebacivanje na plivajući tečajni režim neće stabilizirati gospodarstvo osim ako se nametnu kontrole kapitala.

Eichengreen, Hausmann i Panizza (2007.) definiraju izvorni grijeh kao nemogućnost zemlje da se zadužuje u inozemstvu u vlastitoj valuti. Pažnja na inozemno zaduživanje motivirano je promatranjem da bi, u nedostatku drugih poremećaja, svjetsko blagostanje bilo pojačano ukoliko bi kapital prešao iz naprednih zemalja s bogatim kapitalom u zemlje s nedostatkom kapitala. Blagostanje bi bilo dodatno pojačano ako bi zemlje mogle koristiti tekući račun i kapitalne tijekove za potrebe financiranja stabilizacije domaćeg gospodarstva kada se suočavaju s šokovima. Jedno moguće objašnjenje neuspjeha prijenosa kapitala iz bogatih u siromašne zemlje, jest njihova nemogućnost zaduživanja u inozemstvu u vlastitim valutama. Zemlja može akumulirati devizne rezerve za intervenciju na deviznom tržištu kako bi spriječila kretanje tečaja i/ili omogućila da djeluje kao pružatelj posljednjeg utočišta. No, u ovom slučaju, bruto devizne obveze zemlje, akumulirane zaduživanjem u inozemstvu, podudaraju se s bruto deviznom imovinom koju zemlja drži u obliku međunarodnih pričuva. Izvorni grijeh se razlikuje od devizne neusklađenosti, koja je definirana kao razlika u vrijednostima devizne imovine i deviznih obveza u bilanci kućanstava, poduzeća, vlade i gospodarstva u cjelini. Zemlje s jakim institucijama, sposobne za vođenje čvrstih politika, najbolje su se suočile s potencijalnim problemima neusklađenosti. Ove zemlje mogu akumulirati rezerve, mogu ograničiti inozemno zaduživanje, mogu koristiti plivajuće tečajne režime. Sve ovo može pomoći u ograničavanju devizne neusklađenosti i financijske krhkosti.

Ipak ove mjere nisu najbolje. Najbolje se odnose na sposobnost zaduživanja na inozemnom tržištu, a da ne bi došlo do devizne neusklađenosti. Plivajući tečajni režimi su problematičniji u zemljama s velikim udjelom duga denominiranim u stranoj valuti.

Tica, Globan i Arčabić (2017.) u svom radu nastoje ponuditi alternativno objašnjenje postojanja globalnog financijskog ciklusa koje počiva na hipotezi „izvornog grijeha“. Prema alternativnom objašnjenju, usklađenost financijskih ciklusa posljedica je svjesnog odabira fiksnog tečaja u uvjetima tečajne neusklađenosti financijske imovine i obveza unutar zemlje. Visok stupanj tečajne izloženosti (više obveza od imovine u inozemnom novcu) smanjuje efikasnost monetarne politike (mijenja nagib (dinamičke i klasične) IS krivulje) i motivira nosioce ekonomske politike na odabir prociklične monetarne politike, a što se posljedično očituje usklađenošću globalnog financijskog ciklusa. Alternativni pogled na problematiku financijske globaliziranosti promatra ulogu zaduženosti u stranoj valuti i tečajne izloženosti. Visoko zadužene zemlje s obvezama u stranoj valuti većim od imovine su pod utjecajem tečajnih kretanja. Zbog toga su takve zemlje primorane fiksirati devizni tečaj. Uloga deviznih rezervi je u stabiliziranju devizne neusklađenosti kada su imovina i obveze u različitim valutama. Podaci o neto inozemnom bogatstvu i deviznoj izloženosti pokazuju kako su zemlje srednje i istočne Europe tipično visoko zadužene i izložene tečajnim promjenama. U tim zemljama se može direktno primijeniti predloženi alternativni pogled na problematiku financijske globaliziranosti.

3.1.2.2. Pristup političke ekonomije

Novija teorijska i empirijska istraživanja razmatraju političke utjecaje na izbor tečajnog režima. Počeci empirijskih istraživanja o političkim utjecajima mogu se pripisati Edwardsu (1996.). Analizirao je 63 zemlje na vremenskom uzorku od 12 godina i sa binarnim izborom tečajnih režima kao zavisne varijable. Zaključak Edwardsovih istraživanja (1996. i 1999.) je da politička nestabilnost igra veliku ulogu prilikom izbora tečajnog režima, politički nestabilnije zemlje imaju veću vjerojatnost za odabir plivajućeg tečajnog režima. Što je vlada snažnija ona ima veći politički kapacitet za održavanje fiksnog tečajnog režima. Odnosno, snažnija vlada će biti u boljem položaju da se odupre svim pritiscima uzrokovanim mogućom tečajnom krizom.

Rizzo i Meon (1999.) su izvršili analizu na 125 zemalja na vremenskom uzorku od 14 godina. Zaključci analize govorili su kako politička nestabilnost narušava sposobnost vlade da brani fiksni tečajni režim. Ukoliko bi obrana režima donijela kratkoročne negativne posljedice, koje bi se u dugom roku pretvorile u pozitivne i nadmašile sve dosad negativne, vlada najvjerojatnije ne bi bila predana prema za odabir fiksnog režima. Razlozi se mogu pronaći u odabiru kratkoročnih koristi i čuvanju sadašnje vladajuće pozicije. Istraživanje je utvrdilo i negativnu korelaciju između stupnja diktature u nekoj zemlji i vjerojatnosti da se usvoji neki od plivajućih tečajnih režima. Ovaj zaključak govori kako se u zemljama sa diktaturom lakše mogu provesti nepopularne mjero nego što bi to bio slučaj sa demokratskim zemljama.

Poirson (2001.) je analizirala prethodne teorijske postavke oko političke teorije koje su nagovještavale da zemlje koje karakterizira manjak političke stabilnosti iskazuju inicijativu za puštanjem tečaja da pliva, jer nedostaje političke sposobnosti i političke podrške za donošenje nepopularnih mjera kojima bi se branio fiksni tečajni režim. Promjene tečaja pri plivajućim tečajnim režimima su vidljivije javnosti i manje politički koštaju od devalvaciju pri fiksnim tečajnim režimima. Empirijska analiza je provedena na uzorku od 93 zemlje u razdoblju od 18 godina. Politička nesigurnost se pokazala kao značajna kategorija koja ima tendenciju za povećavanjem vjerojatnosti izbora nekog od plivajućih tečajnih režima.

3.1.2.3. Pristup kriza

Markiewicz (2005.) prema istraživanjima Krugmana, naglašava da je literatura o krizama bilance plaćanja isticala da su krize bile uzrokovane slabim ekonomskim pokazateljima. Pod fiksnim tečajnim režimom, ekspanzija domaćih kredita pri većoj potražnji za novcem vodi ka gubitku međunarodnih rezervi, što može dovesti do špekulativnih napada na valutu. Proces završava napadom na valutu zbog shvaćanja da će fiksni tečajni režim doživjeti slom jer je nedosljedan sa trenutnim ekonomskim stanjem. Ovaj model govori kako ekspanzivna monetarna politika u kombinaciji sa fiksnim tečajnim režimom dovodi do vanjskih nestabilnosti.

Prema Krugmanovom modelu tečajnih kriza, krah fiksnog tečajnog režima je povezan sa smanjenjem međunarodnih rezervi. Napad na valutu vodi ka smanjenju međunarodnih rezervi, što za učinak ima promjenu ovog režima. Nivo međunarodnih rezervi je često

korišten kao vodeći indikator tečajnih kriza. Zemlje koje žele zadržati fiksni tečajni režim moraju imati na raspolaganju velike količine međunarodnih rezervi kako bi poboljšale kredibilitet ovakvog tečajnog aranžmana.

Naredna istraživanja nisu promatrala razinu međunarodnih rezervi, jer u ovim istraživanjima razina međunarodnih rezervi nije igrala značajniju ulogu, nego su analizirale (Ozkan i Sutherland, 1995.) i drugi niz mjera koje bi se mogle koristiti za produženje životnog vijeka fiksnih tečajnih režima. Ove mjere su bile kapitalne kontrole, rastući troškovi prelaska na novi tečajni režim, povećavanje dospijeća dužničkih ugovora i izmjene diskontne stope. Ovdje monetarne vlasti nastoje donijeti optimalnu odluku o vremenu prelaska sa fiksnog prema plivajućem tečajnom režimu. Odluka o prelasku na novi tečajni režim nastaje na temelju inicijative, a ne zbog nedovoljnih međunarodnih rezervi.

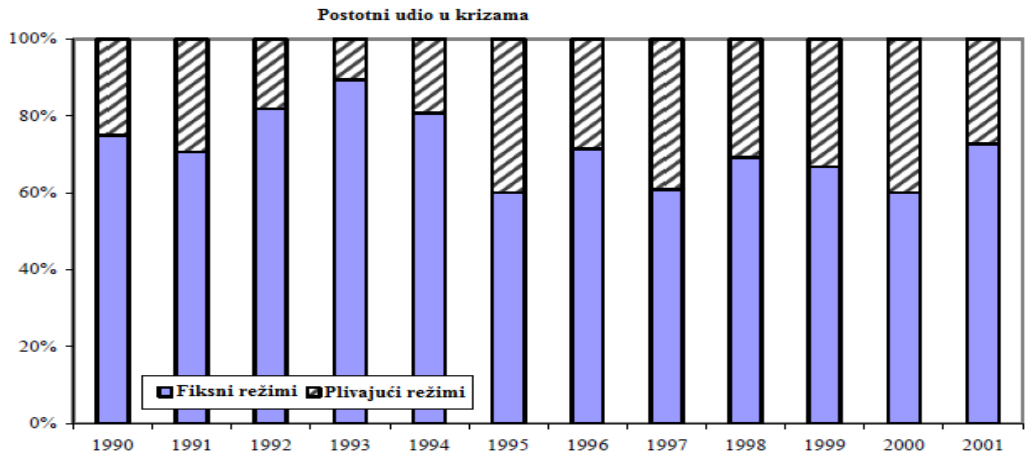
Markiewitz (2005.) govori kako ovaj pristup naglašava činjenicu da postoje i drugi faktori koji se mogu koristiti kao pokazatelji tečajnih kriza. Povećanje domaće kamatne stope, koja je potrebna za održavanje fiksnog tečajnog režima, može voditi ka većim troškovima financiranja. Odluka o fiksiranju tečajnog režima može ovisiti i o javnom deficitu. No veza između tečajnog režima i javnog deficita nije sasvim jasna. Plivajući tečajni režimi mogu sniziti rizik od špekulativnih napada. Ipak, plivajući tečajni režim povećava nesigurnost, te premija rizika podiže kamatne stope, a samim tim povećava se i razina javnog deficita.

Asici (2009.) u svom istraživanju govori da su suočene sa krizom one zemlje koje su odabrale tečajne režime koji nisu dosljedni njihovim individualnim značajkama. Teorija optimalnog valutnog područja navodi da zemlje s višim stupnjem otvorenosti trebaju fiksirati tečajne režime. Ova tvrdnja implicira da su izgledi za krizu u porastu kod visokog stupnja otvorenosti u zemljama koje koriste plivajuće tečajne režime i obratno. Rezultati istraživanja potvrdili su ovu pretpostavku. Promatrajući financijske determinante autor nije pronašao statistički značajne razlike pri izboru različitih tečajnih režima. Kod političkih determinanti autor se vodio pretpostavkom da zemlje koje ne karakteriziraju kvalitetne institucije biraju fiksne tečajne režime. Stoga povećanje institucionalne kvalitete, pri korištenju fiksnih tečajnih režima, vodi ka povećanju izgleda za nastanak krize i obratno. Rezultati autorovog istraživanja potvrdili su i ovu pretpostavku. Međutim, autor je došao i do upitnog zaključka da kod onih vlada koje postaju politički slabije izgledi za krizu se smanjuju.

Još jedno empirijsko istraživanje učinjeno je od strane Birda i Rowlandsa (2005.). Autori su promatrali vezu između tečajnih režima i ekonomskih kriza. Tečajne režime su promatrali

preko de facto baze podataka autora Reinhart i Rogoff. Ekonomske krize su izrazili preko aranžmana Međunarodnog monetarnog fonda. Njihova teza temeljila se na pretpostavci da sve zemlje koje pregovaraju o aktivnim aranžmanima sa Međunarodnim monetarnim fondom se suočavaju sa nekom vrstom ekonomske krize. Njihovo empirijsko istraživanje dovelo je do zaključka da će zemlje koje koriste neki od intermedijarnih tečajnih režima imaju manju vjerojatnost da će koristiti aranžmane ugovorene sa Međunarodnim monetarnim fondom.

Postoje analize (Bubula i Otker-Robe, 2003.) kojima se dokazuje kako su fiksni tečajni režimi bili skloniji krizama od plivajućih tečajnih režima. U prosjeku, u razdoblju od 1990. godine do 2001. godine, gotovo 75% kriza su bile povezane sa nekim oblikom fiksnih tečajnih režima. Plivajući tečajni režimi nisu se pokazali skloniji krizama, niti u jednoj od promatranih godina, u odnosu na fiksne tečajne režime (Grafikon 20).



Grafikon 20: Distribucija kriza po godina i povezanost sa pojedinim skupinama tečajnih režima

Izvor: Prilagođeno prema Bubula i Otker-Robe (2003.).

Tablica 22. predstavlja vjerojatnost nastanka različitih kriza prema tri osnovne grupe tečajnih režima koji su preuzeti prema klasifikaciji Međunarodnog monetarnog fonda i prema Ilzetzki, Reinhart, i Rogoff klasifikaciji. Analizirajući tablicu može se zaključiti kako su tečajne krize iskazale najveću vjerojatnost za nastanak, 25,2% je vjerojatnost da će se javiti prema klasifikaciji Međunarodnog monetarnog fonda, a 29,3% prema Ilzetzki, Reinhart, i Rogoff klasifikaciji. Nešto niže postotke, 17,8% i 11,7% iskazale su bankarske krize. Najniža vjerojatnost nastanka povezana je sa dužničkom krizom. Obje klasifikacije iskazale su sličnu vjerojatnost koja je iznosila ispod 12%. Prema klasifikaciji Međunarodnog monetarnog fonda bankarske krize su iskazale povezanost za nastanak, ukoliko zemlja koristi neki od fiksnih tečajnih režima. Skoro 46% bankarskih kriza prema toj klasifikaciji bile su povezane sa

fiksnim tečajnim režimima. Nešto niža povezanost sa krizama iskazana je pri korištenju intermedijarnih tečajnih režima, a najniža ukoliko zemlje koriste plivajuće tečajne režime. Slični pokazatelji prema klasifikaciji Međunarodnog monetarnog fonda iskazani su kod tečajnih i kod dužničkih kriza.

Tablica 22: Pojava krize kod tečajnih režima

	Bankarske krize			Tečajne krize			Dužničke krize		
Klasifikacija prema MMF-u	Ne	Da	%	Ne	Da	%	Ne	Da	%
Fiksni režim	343	73	45,6	303	113	50,2	355	61	57,5
Intermedijarni režim	243	53	33,1	221	75	33,3	266	30	28,3
Plivajući režim	148	34	21,3	145	37	16,4	167	15	14,2
Ukupno	734	160	17,8	669	225	25,2	788	106	11,9
Klasifikacija prema IRR-u									
Fiksni režim	246	46	33,6	233	59	33,5	257	35	42,7
Intermedijarni režim	352	75	54,7	324	103	58,5	386	41	50,0
Plivajući režim	42	16	11,7	44	14	8,0	52	6	7,3
Ukupno	640	137	21,4	601	176	29,3	695	82	11,8

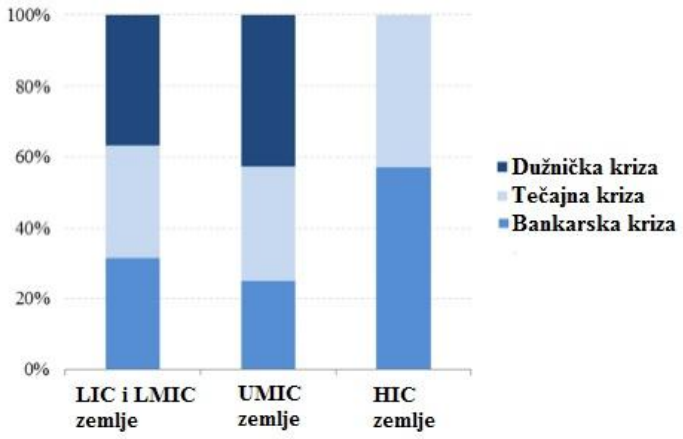
Napomena: MMF = Međunarodni monetarni fond, IRR = Ilzetzki, Reinhart, i Rogoff. Ukupna broj promatranja prema MMF klasifikaciji iznosi 894, a po IRR klasifikaciji broj promatranja iznosi 777. Jedno promatranje predstavlja razdoblje od 3 godine.

Izvor: Prilagođeno prema Combes, Minea i Sow (2013.).

Klasifikacija prema Ilzetzki, Reinhart, i Rogoff imala je slične rezultate, a najveća razlika je bila u tome što je najveća povezanost nastanka krize bila sa intermedijarnim tečajnim režimima. Kod ove klasifikacija na drugo mjesto su bili svrstani fiksni tečajni režimi, dok su se plivajući tečajni režimi našli na dnu.

Autori Combes, Minea i Sow (2013.) analizirali su i zastupljenost kriza s obzirom na dohodak pojedinih zemalja (Grafikon 21.). Sukladno metodologiji svjetska banka zemlje dijeli prema tri indikatora: na regije, prema dohotku i prema zajmovima. Izbor zemalja izvršen je prema kriteriju dohotka (bruto nacionalni dohodak). Zemlje su podijeljene prema Atlas metodi u sljedeće kategorije: zemlje sa niskim dohotkom (LIC zemlje), zemlje sa nižim-srednjim dohotkom (LMIC zemlje), zemlje sa višim-srednjim dohotkom (UMIC zemlje), zemlje koje ostvaruju visok dohodak (HIC zemlje) i zemlje članice OECD-a (Organizacije za ekonomsku suradnju i razvoj) koje ostvaruju visok dohodak. Grafikon upućuje da zemlje koje ostvaruju visok dohodak (HIC zemlje) nisu bile suočene sa dužničkom krizom. Kod ovih zemalja nešto veći postotak bio je vezan za bankarske krize u odnosu na tečajne krize. Dužničke krize najzastupljenije su bile kod zemalja sa višim-srednjim dohotkom, gdje je udio krize ove vrste

bio preko 40%. I kod zemalja sa niskim dohotkom i zemalja sa nižim-srednjim dohotkom ove krize su bile najzastupljenije, ali je udio bio ispod 40%.



Grafikon 21: Usporedba pojave kriza u zemljama prema kriteriju dohotka

Izvor: Prilagođeno prema Combes, Minea i Sow (2013.).

Autori su donijeli nekoliko zanimljivih zaključaka: „Pokazali smo da vrsta tečajnog režima nije važna kada se objašnjava vjerojatnost nastanka kriza“ i „Zemlje koje ciljaju da spriječe ekonomske krize ne trebaju se usredotočiti samo na odabir odgovarajućeg tečajnog režima, nego trebaju provesti strukturne reforme provođenjem makroekonomske i financijske politike kako bi se zaštitili od događaja koji usmjeravaju na krize, kao što su neoprezne kreditne ekspanzije, neodržive fiskalne politike ili neprimjerena dužnička politika“ (Combes, Minea, i Sow, 2013.).

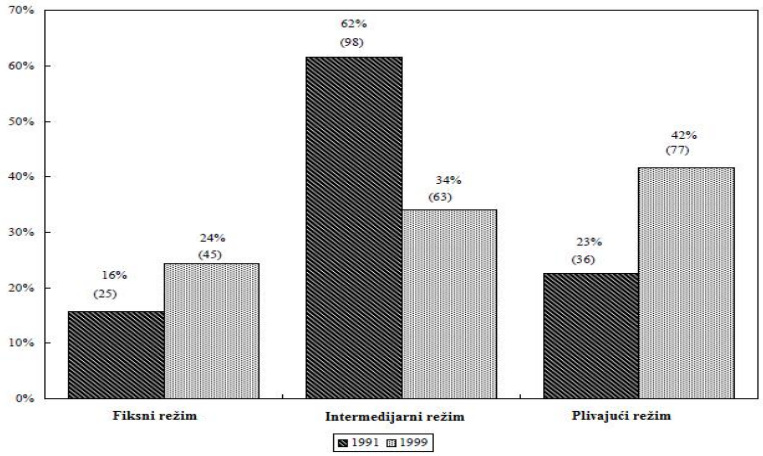
Sličnog razmišljanja bili su Calvo i Mishkin (2003.). Prema njima fokus treba biti usmjeren na institucionalnim reformama, što će imati za posljedicu da zemlje sa tržištima u razvoju budu manje podložni krizama. Pod institucionalnim reformama autori misle na poboljšanu regulaciju bankarskog i financijskog sektora, fiskalnu suzdržanost, izgradnju konsenzusa za održivu i predvidljivu monetarnu politiku i povećanje trgovinske otvorenosti. Izbor optimalnog tečajnog režima autori su smjestili na drugo mjesto po važnosti razvoja dobrih fiskalnih, financijskih i monetarnih institucija koji bi doprinijeli makroekonomskom uspjehu u zemljama s tržištima u nastajanju.

3.1.2.4. Pristup korner hipoteze

Trendovi promjene pojedinih tečajnih režima i odabira druge vrste tečajnih režima prisutni su već neko vrijeme. Camarazza i Aziz (1998.) govore kako je 1975. godine 87% zemalja u razvoju koristilo neki oblik fiksnog tečajnog režima. Do 1996. godine ovaj se postotak snizio na manje od 50%.

Zemlje izložene velikim kapitalnim tijekovima (zemlje sa otvorenim kapitalnim računom) moraju izbjegavati nestabilne tečajne režime, te odabrati jedan od dva krajnja rješenja, čvrsti fiksni tečajni režim (poput valutnog odbora, dolarizacije ili monetarne unije) ili slobodno plivajući tečajni režim (Cruz-Rodriguez, 2009.). Ova teza u literaturi je poznata i kao korner hipoteza ili bipolarni pogled.

Jednu od značajnijih empirijskih analiza napravio je Fischer (2001.).

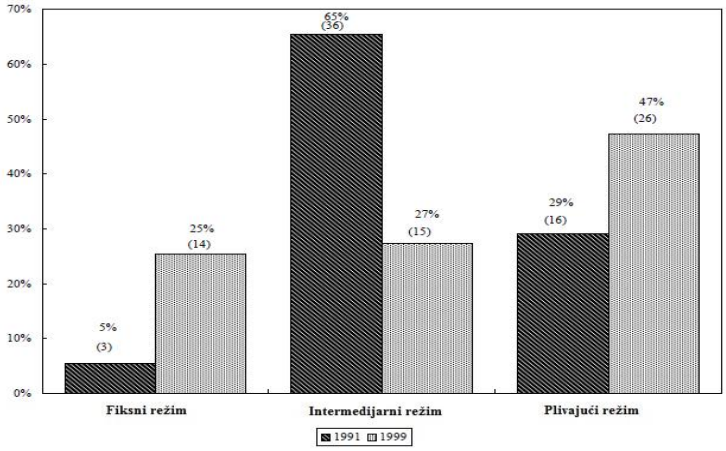


Grafikon 22: Prikaz korištenja tečajnih režima, uzorak se sastoji od svih dostupnih zemalja

Napomena: Pokazatelji o tečajnim režimima su prikupljeni od Međunarodnog monetarnog fonda, a broj zemalja koji pripada grupi tečajnih režima je prikazan u zagradi.

Izvor: Fischer (2001.).

Fischer (2001.) je analizirao zemlje na način da je tečajne režime, po klasifikaciji Međunarodnog monetarnog fonda, razvrstao u tri grupe (Grafikon 22.). U početnoj godini promatranja 62% zemalja koristilo je neki oblik intermedijarnog tečajnog režima. Pokazatelji iz krajnje godine govore da je ovaj postotak iznosio 34%. Fiksni tečajni režimi doživjeli su rast prilikom izbora sa početnih 16% na 24%. Kod plivajućih tečajnih režima rast je bio nešto izraženiji, te je plivajuće tečajne režime koristilo 42% promatranih zemalja, dok je na početku taj iznos bio 23%.

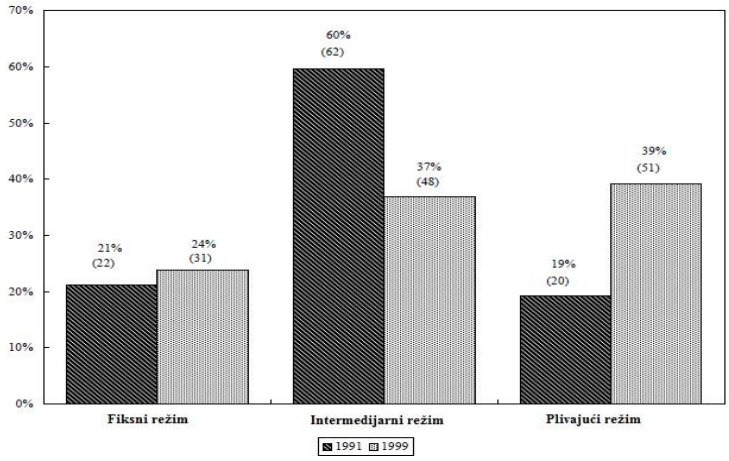


Grafikon 23: Prikaz korištenja tečajnih režima, uzorak se sastoji od zemalja čija su tržišta u nastajanju i zemalja u razvoju

Napomena: Pokazatelji o tečajnim režimima su prikupljeni od Međunarodnog monetarnog fonda, a broj zemalja koji pripada grupi tečajnih režima je prikazan u zagradi.

Izvor: Fischer (2001.).

Kada se promatraju zemlje čija su tržišta u nastajanju i zemlje u razvoju Fischer (2001.) je dobio slične pokazatelje (Grafikon 23.). Kod ovih zemalja pripadnost intermedijarnim režimima najviše se snizila, sa 65% na 27%. Najviše je rasla pripadnost fiksnim tečajnim režimima, sa početnih 5% na 25%. Pokazatelji iz krajnje godine promatranja govore da su plivajući tečajni režimi bili najzastupljeniji sa 47%.



Grafikon 24: Prikaz korištenja tečajnih režima, uzorak se sastoji od svih ostalih zemalja

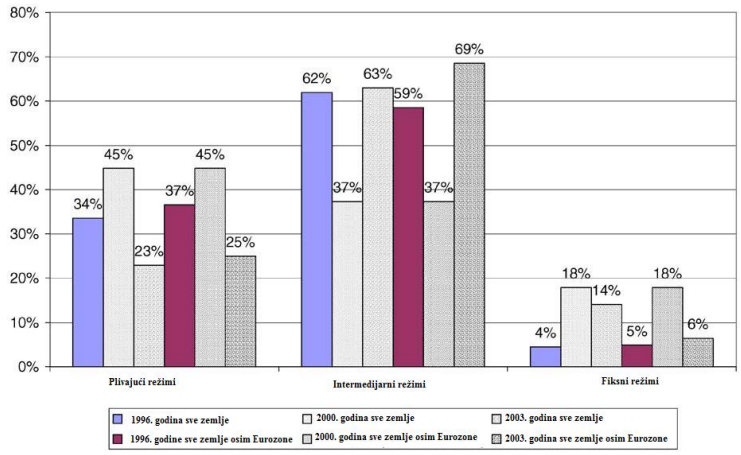
Napomena: Pokazatelji o tečajnim režimima su prikupljeni od Međunarodnog monetarnog fonda, a broj zemalja koji pripada grupi tečajnih režima je prikazan u zagradi.

Izvor: Fischer (2001.).

Promatrajući uzorak iz ostalih zemalja (Grafikon 24.) može se zaključiti da su u početnoj godini, fiksni tečajni režimi bili zastupljeniji od plivajućih. Na prethodnim uzorcima ovaj pokazatelj je bio suprotan. Krajnja godina donosi pripadnost kao kod prethodnih uzoraka. Ali pripadnost plivajućim tečajnim režimima nije toliko izražena.

Ograničavajući faktor korner hipoteze jeste činjenica da pojedina istraživanja, koja nisu koristila klasifikaciju tečajnih režima prema Međunarodnom monetarnom fondu, nisu potvrdila tezu o promjeni intermedijarnih tečajnih režima.

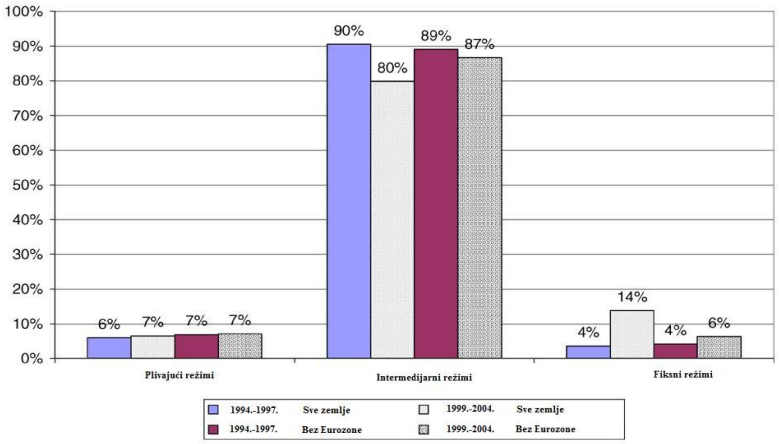
Unatoč postavkama teorije korner hipoteze, kod pojedinih istraživanja nisu utvrdila značajno smanjenje udjela u intermedijarnim tečajnim režimima. Benassy-Quere, Coeure i Mignon (2006.) u svom istraživanju nastojali su testirati tečajne režime prema pokazateljima koji preuzeti od Međunarodnog monetarnog fonda, ali i prema pokazateljima de facto klasifikacije tečajnih režima.



Grafikon 25: Službena pripadnost tečajnim režimima prema pokazateljima Međunarodnog monetarnog fonda

Izvor: Prilagođeno prema Benassy-Quere, Coeure i Mignon (2006.).

Autori su testirali pripadnost tečajnih režima, kroz tri odabrane godine (Grafikon 25.), prema pokazateljima preuzetim od Međunarodnog monetarnog fonda. U analizi su intermedijarni tečajni režimi najzastupljenija grupa, osim u 2000. godini kada plivajući tečajni režimi imaju nešto veći udio. Fiksni tečajni režimi su se pokazali kao najslabije zastupljena kategorija.



Grafikon 26: De facto pripadnost tečajnim režimima prema pokazateljima Benassy-Quere, Coeure i Mignon

Izvor: Prilagođeno prema Benassy-Quere, Coeure i Mignon (2006.).

Autori su dobili slične rezultate promatrajući de facto klasifikaciju (Grafikon 26.). Za razliku od prošle podjele u ovoj su podjeli autori koristili dva vremenska razdoblja, od 1994. do 1997. i od 1999. do 2004., a zemlje su podijeljene na sve zemlje i sve zemlje osim zemalja Eurozone. Prema ovako postavljenoj analizi, intermedijarni rezultati su dobili još veću važnost, te njihov udio niti u jednom promatranom razdoblju nije bio niži od 80%. Plivajući tečajni režimi su i sada zastupljeniji od fiksnih tečajnih režima osim u razdoblju 1999.-2004. na uzorku kojem pripadaju sve zemlje.

Autori Combes, Minea i Sow (2013.) napravili su usporedbu (Tablica 23.) nekolicine istraživanja prema kojem su razdvojili pristalice od kritičara korner hipoteze. Jedan dio promatranih istraživanja podupire korner hipotezu smatrajući fiksne i plivajuće tečajne režime manje osjetljivim na krize u odnosu na intermedijarne tečajne režime. Ipak drugi dio promatranih istraživanja nije dobio rezultate kojima bi se učvrstila korner hipoteza. U ovim istraživanjima fiksni i/ili plivajući tečajni režima su se pokazali osjetljivijim na pojedine krize.

Nestanak intermedijarnih tečajnih režima opovrgnuo je i Frankel (2003.), dok Bailliu i Murray (2002.) navode da za zemlje čija su tržišta u nastajanju izbor niti jedne od dvije tečajne krajnosti ne nudi atraktivnu alternativu. Iako glavne industrijske zemlje preferiraju izbor čvrstog fiksnog ili slobodno plivajućeg tečajnog režima, ova rješenja stvaraju ozbiljne probleme zemljama s manje razvijenim financijskim tržištima. Tradicionalni fiksni tečajni režimi i uska fluktuiranja tečajnih režima pokazali su se nestabilnim i često pozivali na

špekulativne napade. Najizgledniji izbor zemlje čija su tržišta u nastajanju bio bi izbor nekih novih intermedijarnih rješenja.

Tablica 23: Pristalice i kritičari korner hipoteze

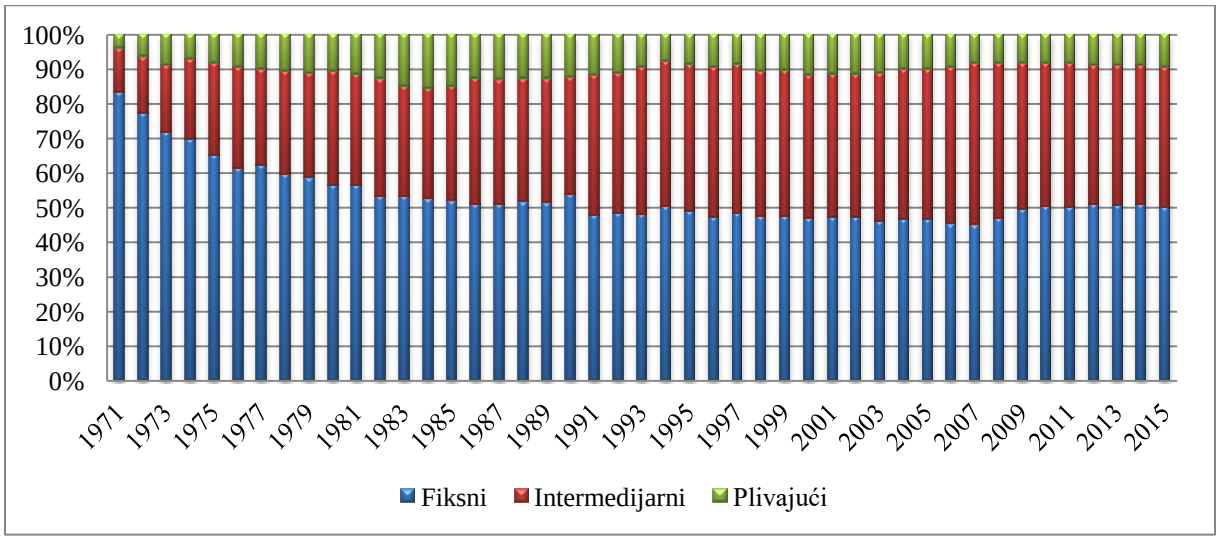
Autori	Vrsta krize	Podaci	Rezultati	Analiza
Pristalice korner hipoteze				
Eichengreen (1994.)	Špekulativni napadi	1967.-1992., 22 zemlje, uglavnom zemlje OECD	Intermedijarni tečajni režimi su skloniji bankarskim krizama	Empirijska
Domac and Peria (2000.)	Bankarska kriza	1980.-1997., razvijene i zemlje u razvoju	Fiksni tečajni režimi smanjuju vjerojatnost nastanka kriza	Empirijska
Mendis (2002.)	Bankarska kriza	Zemlje u razvoju	Plivajući tečajni režimi smanjuju vjerojatnost nastanka bankarskih kriza	Teorijska Empirijska
Bubula and Otker Robe (2003.)	Tečajna kriza	1990.-2001.	Intermedijarni tečajni režimi su skloniji krizama	Empirijska
Angkinand and Willet (2006.)	Bankarska kriza	1990.-2003.	Meki fiksni režimi i intermedijarni režimi su povezani sa većom vjerojatnosti nastanka financijskih kriza	Empirijska
Kritičari korner hipoteze				
Corsetti (1998.)	Azijska kriza, korišten je indeks krize		Očekivanja za inflatorno financiranje mogu dovesti kolapsa valute	Teorijska Empirijska
Eichengreen and Hausman (1999.)			Fiksni režimi su skloniji prema krizama zbog problema moralnog hazarda	Teorijska
Chang and Velasco (2000.)	Bankarska kriza		Fiksni tečajni režimi su skloniji bankarskim krizama, plivajući tečajni režimi mogu eliminirati navale na banke uz adekvatnu politiku	Teorijska
Fisher (2001.)	Tečajna kriza	1991.-1999., razvijene zemlje i zemlje čija su tržišta u razvoju	Meki fiksni režimi su skloniji krizama i nisu održivi na duže razdoblje	Teorijska
Daniel (2001.)	Tečajna kriza		Fiksni režimi su neizbježno skloniji krizama zbog neodržive fiskalne politike	Teorijska
Mc Kinnon (2002.)	Tečajna kriza	Zemlje čija su tržišta u razvoju	Plivajući tečajni režimi povećavaju osjetljivost na tečajne krize kroz veću tečajnu volatilnost	Teorijska
Burnside (2004.)	Bankarska i tečajna kriza		Vladina jamstva za monetarni režim vode prema bankarskim i tečajnim krizama	Teorijska
Rogoff (2005.)	Dužnička kriza	Zemlje u razvoju	Čvrsti tečajni režimi ili prekomjerno zaduživanje vode prema dužničkim problemima u svim monetarnim sustavima	Teorijska

Izvor: Prilagođeno prema Combes, Minea i Sow (2013.).

Ipak autori navode da niti jedan tečajni režim nije optimalan za sve zemlje ili u svim vremenima i da se niti jedan tečajni režim ne može koristiti kao supstitut za dobre politike i snažne institucije. Tečajni režimi se trebaju promatrati kao dio koherentnog monetarnog sustava te da je i sam sastavni dio makroekonomskog okvira.

Pristup „korner hipoteze“ prema Cruz-Rodriguez (2013.) dolazila je od razvijenih zemalja gdje je većina usvojila tečajne režime na jednom od dviju krajnosti. Međutim, za tržišta u nastajanju i za zemlje u razvoju, intermedijarni tečajni ostaju mogućnosti izbora. Nasuprot pretpostavkama korner hipotezi, neke studije koje koriste alternative klasifikacije tečajnih režima ne slažu se sa pretpostavkama korner hipoteze, suprotno onim studijama koje se temelje na službenim klasifikacijama.

Na temelju svega navedenog ostaje mogućnost i za vlastitu izradu pregleda pripadnosti tečajnih režima kako bi se dao i vlastiti sud o pristupu „korner hipoteze“ (Grafikon 27.). Prikaz je izrađen u vremenskom razdoblju od 1971. do 2015. godine, na svim dostupnim zemljama. Radi se o uzorku od oko 190 zemalja, a vremenski uzorak je malo duži kako bi se mogli zamijetiti svi trendovi izbora tečajnih režima.

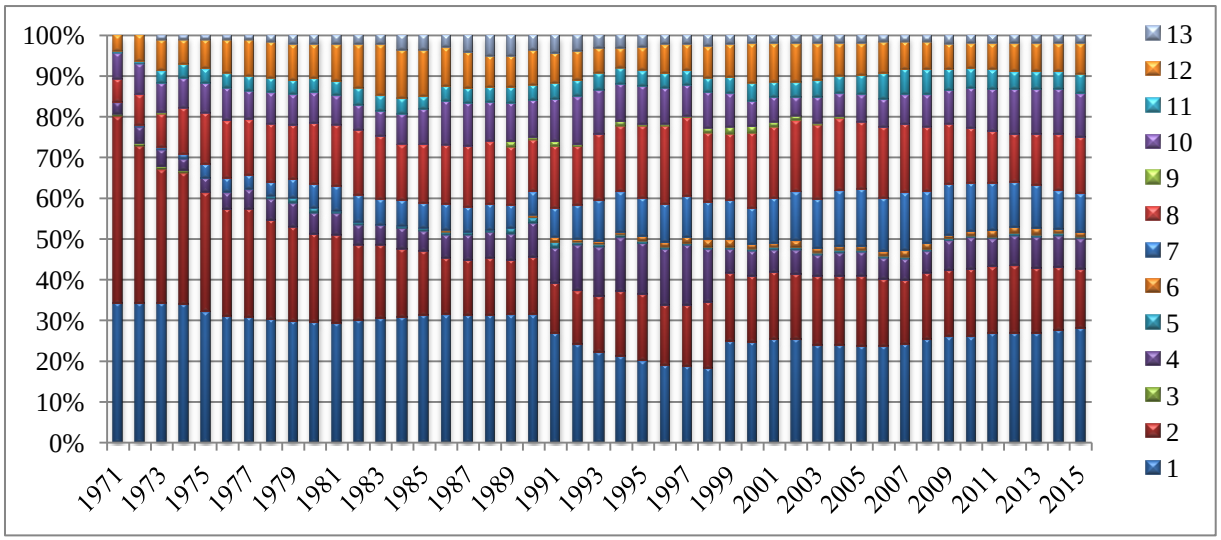


Grafikon 27: Prikaz pripadnosti najvažnijim skupinama tečajnih režima na temelju Ilzetzki, Reinhart i Rogoff klasifikacije

Napomena: Grupiranje tečajnih režima vidjeti prema tablici naziva „Grupiranje tečajnih režima iz de facto klasifikacije prema autorima Ilzetzki, Reinhart i Rogoff“. Tečajni režimi kao što su slobodno padajući tečaj i dvostruko tržište gdje nedostaju pokazatelji iz jednog tržišta, iz klasifikacije prema Ilzetzki, Reinhart i Rogoff, pripadaju ekstremnim situacijama te su izostavljeni iz analize.

Izvor: Samostalna izrada

Potrebno je istaći da su Ilzetzki, Reinhart i Rogoff dodijeli tečajne režime prema zemlji, a ne prema pripadnosti monetarnoj uniji. Ovo znači da su u uzorku i zemlje EMU te da je svaka od njih zasebno prikazana i da je ista klasificirana u fiksne tečajne režime. Kada bi se promatranje izvršilo za samo jednu regiju, umjesto za svaku članicu EMU zasebno, tada bi pripadnost tečajnim režimima bila nešto niža od kraja 90-ih pa do danas. Da se vratimo na pristup „korner hipoteze“. Iz prikazanog grafikona razvidno je kako su najveći „gubitnici“ fiksni tečajni režimi, za koje možemo istaći da im je pripadnost pala sa preko 80% u početnom razdoblju promatranja, na ispod 50%. Ovaj pad bio bi veći i kada se ne bi promatrale zemlje članice EMU. Kada se promatra pripadnost intermedijarnim tečajnim režimima, radi kojih je i nastala korner hipoteza, može se zaključiti da intermedijarni tečajni režimi ne nestaju. Čak naprotiv, pripadnost intermedijarnim tečajnim režimima uglavnom je rasla, a u pojedinim godinama bili su i najzastupljenija skupina tečajnih režima. Zaključci su u skladu sa mnogobrojnim istraživanjima te protivnicima korner hipoteze. Ostaje mogućnosti vidjeti da li bi se dobili isti rezultati i kada bi promatrali zemlje prema određenim podjelama.



Grafikon 28: Prikaz detaljne pripadnosti tečajnim režimima na temelju Ilzetzki, Reinhart i Rogoff klasifikacije

Napomena: Grupiranje tečajnih režima vidjeti prema tablici naziva „Grupiranje tečajnih režima iz de facto klasifikacije prema autorima Ilzetzki, Reinhart i Rogoff“. Tečajni režimi kao što su slobodno padajući tečaj i dvostruko tržište gdje nedostaju pokazatelji iz jednog tržišta, iz klasifikacije prema Ilzetzki, Reinhart i Rogoff, pripadaju ekstremnim situacijama te su izostavljeni iz analize.

Izvor: Samostalna izrada

Klasifikacija tečajnih režima na Grafikonu 28. temelji se na 15 različitih tečajnih režima, od kojih zadnja dva spadaju u ekstreme. Najveću pripadnosti isprva su imali fiksni tečajni režimi, a radi se o sustavu bez domaće valute u optjecaju i prethodno najavljenom vezanju ili sustavu

valutnog odbora. Zemlje EMU o kojima smo već rekli svrstane su u sustav bez domaće valute u optjecaju. Razvidno je i vidjeti promjenu odnosno skok kod ove vrste tečajnih režima prilikom preuzimanja Eur valute. Za ove tečajne režime može se reći da su najveći „gubitnici“ kada se promatra čitavo razdoblje promatranja. Ipak ovi tečajni režimi imaju i dalje visok udio, u ovoj analizi sa uključenim zemljama EMU najveći. Visoka pripadnost u posljednjih 20 godina zamjetna je i u četvrtoj (de facto vezanje), sedmoj (de facto sustav puzećega vezanja deviznoga tečaja), osmoj (de facto sustav puzećega raspona deviznoga tečaja koji je uži ili jednak od +/-2 postotka), desetoj (de facto sustav puzećega raspona deviznoga tečaja koji je uži ili jednak od +/-5 postotka) i dvanaestoj (sustav upravljano-plivajućeg deviznog tečaja bez unaprijed određenog smjera) skupini tečajnih režima. Radi se uglavnom o tečajnim režimima koji pripadaju intermedijarnoj skupini. Trinaesta odnosno sustav slobodno-plivajućih deviznih tečajeva nije značajno zastupljena kroz čitavo promatrano vremensko razdoblje. Ovaj sustav je bio najzastupljeniji krajem 80-ih godina.

3.1.2.5. Pristup straha od plivanja i pristup straha od fiksiranja tečaja

Prema pristupu „straha od plivanja“ (engl. fear of floating), zemlje sa visokim neosiguranim dugom izraženim u stranim valutama i sa visokim tečajnim rizikom pokazuju inicijativu za fiksiranje strane valute u kojoj imaju dug čak i kad se službeno izjašnjavaju da koriste plivajući tečajni režim (Poirson, 2001).

Reinhart i Calvo (2002.) u svom istraživanju promatrali su zemlje koje tvrde da koriste plivajući tečajni režim i htjeli utvrditi da li one stvarno koriste spomenute tečajne režime. Razloge za ovakvo istraživanje pronašli su u brojnim primjerima. Filipini su se izjasnili kako koriste plivajući tečajni režim, a prilikom analize utvrđeno je da koriste meki fiksni tečajni režim, koji su koristile i ostale susjedne zemlje pogođene Azijskom krizom. Bolivija je također izjasnila da koristi plivajući tečajni režim, ali ne tečajni režim reklasificiran kao upravljano plivajući. Istraživanje je obuhvatilo 39 zemalja u vremenskom rasponu od 30 godina. U svome istraživanju došli su do zaključka kako je fenomen straha od plivanja raspoređen po određenim područjima i prema stupnju razvoja. Prema njima ovaj fenomen je posebno rasprostranjen medu zemljama čija su tržišta u razvoju. Ove zemlje ne puštaju da tečajni režim slobodno pliva, a umjesto toga prilagođavanje tečaja vrše preko intervencijske politike i kamatnih stopa.

Prema Fischeru (2001.) iz ovoga je moguće izvući sljedeće zaključke:

- da je netočna tvrdnja da se zemlje udaljavaju od prilagodljivih fiksnih tečajnih režima i
- da zemlje zbog dobrih razloga čeznu za fiksnim tečajnim režimima, koje najjednostavnije mogu dobiti ako se odluče koristiti čvrste fiksne tečajne režime.

Autori Hausmann, Panizza i Stein (2000.) analizirali su zemlje koje koriste plivajuće tečajne režime nastojeći utvrditi razlike među njima. Prema njima postoje značajne razlike u ponašanju zemalja koje koriste plivajući tečajni režim. Te zemlje drže različite razine rezervi i omogućuju različite stupnjeve fleksibilnosti tečaja u odnosu na volatilnost rezervi koje drže ili u odnosi na razinu kamatnih stopa. Najrazvijenije zemlje karakterizira niska razina rezervi i velika volatilnost tečaja. Zemlje u razvoju iskazale su suprotne karakteristike, dok se zemlje čija su tržišta u razvoju nalaze u sredini. Autori su našli jaku povezanost između sposobnosti zemlje da se zaduži na inozemnom tržištu i načina na koji upravlja tečajnim režimom. Zaključili su da zemlje koje se ne zadužuju na inozemnom tržištu imaju znatno više razine rezervi i dopuštaju mnogo manju volatilnost tečaja.

Ghanem i Bismut (2009.) prilikom istraživanja determinanti u zemljama Bliskog istoka i Sjeverne Afrike utvrdili su kako su zemlje sa plivajućim tečajnim režimima pokazivale neke karakteristike straha od plivanja. Nastojale su intervenirati na tržištima i često su imale kapitalne kontrole. Autori smatraju da su se zemlje odlučivale za zaštite ovoga tipa zbog toga što fiksni tečajni režimi mogu pružiti veću financijsku stabilnost prilikom vanjskih šokova.

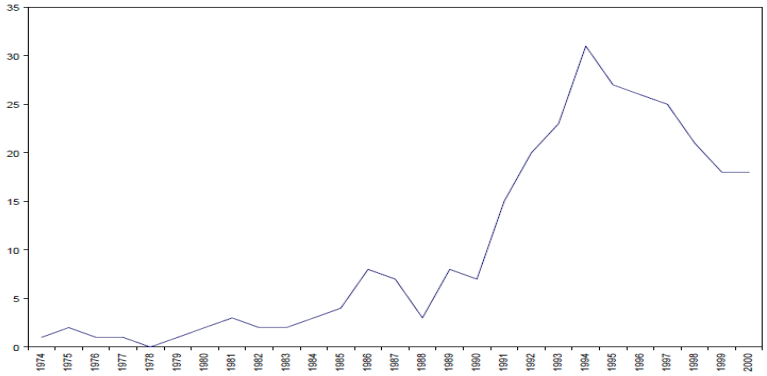
Dubas, Lee i Mark (2005.) došli su do zaključka da je najveća stopa rast bila povezana sa zemljama koje su koristile fiksne tečajne režime. U istraživanju su zaključili i da je bitno što zemlje govore da koriste, a što u stvarnosti koriste od tečajnih režima. Posebno je bio istaknut strah od plivanja, te zemlje koje su iskazivale ovaj pristup u prosjeku su ostvarivale najviše stope rasta. Na temelju navedenog napravili su klasifikaciju prema stopama rasta bruto domaćeg proizvoda, a ona glasi:

i. de jure plivajući tečajni režimi – de facto fiksni tečajni režimi
ii. de jure fiksni tečajni režimi – de facto fiksni tečajni režimi
iii. de jure plivajući tečajni režimi – de facto plivajući tečajni režimi
iv. de jure fiksni tečajni režimi – de facto plivajući tečajni režimi

Kada se utvrdi da je zemlja vođena pristupom „straha od plivanja“, dakle kada je otkrivena njena „fleksibilnost“ tržište ne kažnjava ovaj pristup. Tražena godišnja marža na državni dug

bila je niža u zemljama koje su fiksirale tečajne režime, bilo da se promatra de jure ili de facto klasifikacija (Barajas, Erickson, Steiner, 2008.).

Levy-Yeyati i Sturzenegger (2002.) nastojali su utvrditi koliko zemalja je suočeno sa strahom od plivanja te su došli do sljedećih rezultata (Grafikon 29.).

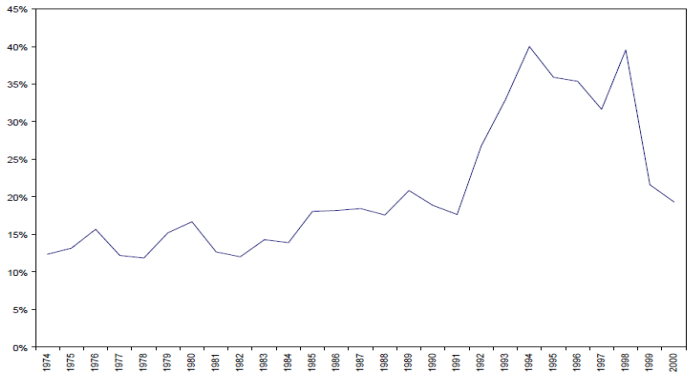


Grafikon 29: Strah od plivanja

Napomena: Broj plivajućih režima po de jure klasifikaciji koji po de facto klasifikaciji nisu plivajući režimi.

Izvor: Levy-Yeyati i Sturzenegger (2002.).

Pristup „straha od fiksiranja tečaja“ (engl. fear of pegging) Beker (2006.) opisuje da zemlje sa slabim institucijama i nekredibilnom ekonomskom politikom češće napuštaju paritete tj. postoji problem nemogućnosti održanja fiksnih pariteta, s obzirom da su nekredibilne vlade uglavnom nesposobne da održe makroekonomsku stabilnost koja je ujedno i preduvjet za održanje fiksnih pariteta. Levy-Yeyati i Sturzenegger (2002.) prikazali su i zemlje koje su suočene sa „strahom od fiksiranja tečaja“. Prikaz je vidljiv na Grafikonu 30.



Grafikon 30: Strah od fiksiranja tečaja

Napomena: Postotni broj fiksnih režima po de facto klasifikaciji koji po de jure klasifikaciji nisu fiksni režimi.

Izvor: Levy-Yeyati i Sturzenegger (2002.).

Autori Alesina i Wagner (2006.) empirijski su istraživali dva navedena pristupa. U svome istraživanju došli su do zanimljivih zaključaka. Zemlje koje pokazuju strah od fiksiranja tečaja su uglavnom one koje karakteriziraju slabe institucije. Prema njima osnovni razlog ovakvom rezultatu jest da su slabe ekonomske institucije povezane s slabim ekonomskim upravljanjem. Ekonomska nestabilnost nije kompatibilna sa monetarnom stabilnosti i fiksnim tečajnim režimima. Suprotno od ovih zaključaka, velike zemlje koje karakteriziraju snažne institucije prikazuju strah od plivanja. Ove zemlje koriste plivajuće tečajne režime u puno manje slučajeva nego što bi se očekivalo s obzirom na njihove najave. Objašnjenje za ovakvo ponašanje autori vide u tome što se te zemlje boje da će oscilacija tečaja (osobito devalvacija) biti doživljena kao pokazatelj slabog ekonomskog upravljanja. Zemlje odabiru fiksne režime kako bi signalizirale stabilnost.

Sa ovime se završava prikaz najvažnijih teorija tečajnih režima. Često se koristi izreka kako tečajni režimi nisu dani jednom za uvijek, to se može reći i za teorije. U ovom poglavlju nastojale su se prikazati najvažnije teorije tečajnih režima kroz povijest. Iako pojedine nisu trenutno u centru pozornosti, to ne znači da se trebaju zanemariti, jer postoji mogućnosti da će neki stavovi ponovno biti korisni. Vratimo se samo na pozitivne strane Bretton Woodsa koje spominje Rodrik (2011.). Za kraj poglavlja naveo bih zaključna razmatranja Cruz-Rodrigueza (2013.) u kojima navodi da empirijska i teorijska literatura o odnosu između izbora tečajnih režima, valutnih kriza i fiskalnih stavova razvijala se progresivno u poslijeratnom razdoblju, te je postalo jasno da je izbor optimalnog tečajnog režima jedan od najsloženijih pitanja koje i danas obrađuju ekonomisti. Njegov rad je ispitivao različite klasifikacije tečajnih režima, te je pregledao mnogobrojnu teorijsku i empirijsku literaturu o izboru tečajnih režima. Iako se pojavio neki konsenzus u smislu teorijske rasprave o tome što određuje izbor tečajnog režima; empirijski dokazi sugeriraju da takav konsenzus ne postoji. Slijedi poglavlje u kojem se analiziraju determinante tečajnih režima, gdje se obratila pažnja na najvažnije (često korištene), ali i ostale tj. manje korištene determinante tečajnih režima.

3.2. Determinante tečajnih režima

Različiti autori ističu različite kriterije koji bi trebali biti razmotreni prije odabira tečajnog režima. Lim (2002.) spominje karakteristike koje su navedene u Tablici 24.

Tablica 24: Literatura o strukturnim karakteristikama i izboru tečajnog režima

Strukturalne karakteristike	Preferirani tečajni režim	Prema autoru
Velika otvorenost	Fiksni tečajni režim	McKinnon (1963)
Velika površina	Plivajući tečajni režim	Mundel (1961); Heller (1968)
Visoka mobilnost kapitala	Plivajući tečajni režim	Flood (1979); Mundel (1961); Heller (1968)
Visoka mobilnost radne snage	Fiksni tečajni režim	Caramazza & Aziz (1997)
Visoka diversifikacija proizvoda	Plivajući tečajni režim	Holden, Holden, Suss (1979); Kenen (1969); Savvides (1990)
Visoka diferencijacija inflacije	Plivajući tečajni režim	Flemin (1962); Harberler (1970)
Visoka financijska razvijenost	Plivajući tečajni režim	Holden, Holden, Suss (1979); Savvides (1990)
Visoka financijska integracija	Ovisi o prirodi i izvoru šokova	Mundel (1982); Mathieson & Rojas-Suarez (1990)
Visoka cjenovna/platna indeksacija	Plivajući tečajni režim	Aizenman & Frankel (1985); Flood & Marion (1982); Marston (1982)

Izvor: Prilagođeno prema Lim (2002.).

Frankel (2011.) spominje sljedeće kriterije koji bi trebali pomoći prilikom izbora fiksnog ili plivajućeg tečajnog režima:

- Mala veličina i otvorenost, koja bi se računala preko omjera utrživih dobara i bruto domaćeg proizvoda. Prednosti izbora fiksnog tečajnog režima, poput lakše trgovine, bili bi veći za zemlje ovoga tipa, nasuprot izbora plivajućeg tečajnog režima.
- Postojanje glavnog partnera sa kojim se obavlja velika trgovina, investicije i druge aktivnosti ili se namjeravaju obavljati u budućnosti. U teoriji zemlja može fiksirati tečaj prema košarici valuta, no fiksiranje prema jednoj valuti, prema dominantnom partneru, je mnogo jednostavnija metoda.
- Simetrija šokova. Ovaj se izraz odnosi na visoku korelaciju cikličkih oscilacija između matične zemlje i zemlje koja određuje monetarnu politiku a prema kojoj se razmatra fiksiranje tečaja. Uvjet je važan ako zemlja odustane od provođenja vlastite monetarne politike, bolje je da je izbor kamatnih stopa od strane zemlje partnera gotovo identičan onima koje bi zemlja izabrala da se nije odrekla neovisne monetarne politike.
- Mobilnost radne snage. Kada je spriječen monetarni odgovor na asimetrične šokove, korisno je ukoliko je moguće da se radnici mogu premjestiti sa područja koje karakterizira visoka stopa nezaposlenosti na područje koje ne karakterizira visoka stopa nezaposlenosti. Ovo je primarni mehanizam prilagodbe između zemalja na području Sjedinjenih Američkih Država.

- Obratno ciklički fiskalni transferi. Ukoliko je jedno područje pogođeno ekonomskim padom, fiskalni sustav to nastoji ublažiti. Jedna je procjena da za svaku novčanu jedinicu pada prihoda u području pogođenom ekonomskim padom, raspoloživi dohodak pada za samo 0,70 novčanih jedinica. Fiskalno ublažavanje ovoga tipa je uglavnom odsutno na međunarodnoj razini (čak i tamo gdje postoje značajni transferi, oni su rijetko obratno ciklički).
- Obratno cikličke doznake. U svakoj godini, migracijski priljevi i odljevi čine relativno mali dio od ukupne radne snage. Iseljeničke doznake:
    - čine veliki udio devizne zarade u mnogim zemljama u razvoju,
    - su varijabilne i
    - čini se da su obratno cikličke.

  Zaključuje se da odgovaraju na razlikama između cikličkih pozicija dviju zemalja, one koja je suočena sa odljevima i one koja je suočena sa priljevima. Ovo olakšava pojedinim zemljama, poput Salvadora, da odustane od mogućeg postavljanja vlastite monetarne politike koja bi bila drukčija od monetarne politike Sjedinjenih Američkih Država. Doznake omogućuju određena usklađivanja.
- Politička spremnost da se odrekne određene monetarne suverenosti. Neke zemlje gledaju na svoju valutu s istim domoljubnim osjećajem kao što gledaju na svoju zastavu. Nije dobra ideja siliti javnost prema određenoj valuti (na američki dolar ili euro ili bilo koju drugu stranu valutu). U vrijeme gospodarske teškoće, javnosti će biti vjerojatno kriv Washington ili Frankfurt.
- Razina financijskog razvoja. Zemlje rijetko odabiru plivajući tečajni režim bez da prvo imaju razvijena financijska tržišta. Određeni autori tvrde da su fiksni režimi bolji za zemljama sa niskim razinama financijskog razvoja jer su financijska tržišta su nerazvijena te prednosti korištenja plivajućeg tečajnog režima za ublažavanje stvarnih šokova nadmašeni su troškovima financijskih šokova. Razvojem financijskog tržišta, fleksibilnost tečaja postaje atraktivnija. Razvoj financijskog tržišta mjeren omjerom privatnih kredita u bruto domaćem proizvodu procjenjuje prag od 40%, te govori da iznad ovoga praga fleksibilnost dominira. Određeni autori smatraju da su samo za bogatije i više financijski razvijene zemlje plivajući tečajni režimi bolji izbor, u smislu da su više izdržljivi i doprinose većem rastu bez inflacije.
- Podrijetlo šokove. Stara literatura govori da su fiksni tečajni režimi najbolje funkcioniraju ako se šokovi uglavnom odnose na šokove unutarnje potražnje

(monetarni), a plivajući tečajni režimi najbolje funkcioniraju ako se šokovi uglavnom odnose na šokove ponude ili stvarne šokove (vanjski trgovinski šokovi). Teorija je da se plivajući tečajni režimi mogu automatski prilagoditi stvarnim šokovima. Zemlje u razvoju u pravilu su više izložene stvarnim ili šokovima ponude nego razvijene zemlje. Prirodne katastrofe smatraju se jednim oblikom šokova ponude. Fluktuacije u promjenama trgovinskih uvjeta su češća pojava stvarnih šokova. Visoka varijabilnost u promjenama trgovinskih uvjeta čini plivajuće tečajne režime dominantnima u odnosu na fiksne tečajne režime.

Međunarodni monetarni fond spominje određena razmatranja koje zemlje trebaju uzeti u obzir prilikom izbora tečajnog režima. Razmatranja su prikazana u Tablici 25.

Tablica 25: Razmatranja prilikom izbora tečajnog režima

Karakteristike ekonomije	Posljedica željenog stupnja tečajne fleksibilnosti
Veličina ekonomije	Što je nacionalna ekonomija veća, to je bolji odabir korištenje sustava fluktuirajućih tečajnih režima.
Otvorenost ekonomije	Što je stupanj otvorenosti ekonomije viši, to se bolje koristiti fiksnim tečajnim režimom.
Diversifikacija proizvodnje/strukture izvoza	Što je ekonomija diverzificiranija, to je veći izbor plivajućih tečajnih režima.
Zemljopisna koncentracija trgovine	Što je veći postotak ukupne trgovine prema jednoj zemlji, to je veća mogućnost za fiksiranje tečaja prema valuti te zemlje.
Divergencija između stope domaće i inozemne inflacije	Ako se inflacija razlikuje u odnosu na glavne trgovinske partnere, bolje je izabrati plivajuće tečajne režime (u uvjetima ekstremno visoke inflacije, fiksni tečajni režim može dati jako dobar stabiliziraju program).
Stupanj ekonomske/financijske razvijenosti	Što je stupanj ekonomske/financijske razvijenosti viši, to je bolje koristiti se sustavom plivajućeg deviznog tečaja.
Mobilnost faktora rada	Što je mobilnost niža, te ako je sustav plaća rigidan na njihovo snižavanje, fluktuirajući tečajni režim predstavlja bolji izbor.
Mobilnost kapitala	Veći postotak kapitalne mobilnosti znači i veće teškoće za održavanje fiksnog tečajnog režima.
Inozemni nominalni šokovi	Ukoliko je ekonomija izložena ovoj vrsti šokova, tada su plivajući tečajni režimi bolji izbor.
Domaći nominalni šokovi	Ukoliko je ekonomija izložena ovoj vrsti šokova, fiksni tečajni režimi predstavljaju bolji izbor.
Realni šokovi	Ako je ekonomija izložena realnim šokovima, bilo domaćim ili inozemnim, više prednosti ima korištenje sustava plivajućih tečajnih režima.
Kredibilnost nositelja makroekonomske politike	Što je niža antiinflacijska kredibilnost nositelja monetarne politike, to je bolje korištenje sustava fiksnog tečajnog režima.

Izvor: Prilagođeno prema pregledu Međunarodnog monetarnog fonda (raspoloživo na: http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo1097/pdf/octweo04.pdf, pristupljeno: 15.11.2015.).

3.2.1. Pregled empirijskih istraživanja determinantni tečajnih režima

Prva empirijska istraživanja o problemu determinanti izbora tečajnih režima započela su sedamdesetih godina prošlog stoljeća. Teorija optimalnog valutnog područja upućivala je da su male otvorene ekonomije sklone korištenju sustava fiksnog deviznog tečaja, vezujući tečaj vlastite valute uz neku jaču svjetsku valutu, po mogućnosti za valutu najvažnijeg trgovačkog partnera. Za to vrijeme posebno su bitna istraživanja Dreyera (1978.), Hellera (1978.) i trojca Holden, Holden i Suss (1979.). U navedenom razdoblju najčešće su identificirane sljedeće determinante: otvorenost (uglavnom računata kao zbroj uvoza i izvoza podijeljen sa BDP-om), veličina ekonomije (BDP izražen kroz zajedničku valutu), stupanj ekonomskog razvoja (BDP po stanovniku) i zemljopisna koncentracija trgovine (postotak trgovine sa najvažnijim partnerom od ukupne trgovine), što odgovara teorijskom okviru pretpostavljenog utjecaja.

Melvin (1985.) je testirao determinante koje su bile povezane sa šokovima, sa domaćim novčanim šokovima i sa inozemnim cjenovnim šokovima. Dok su prethodne studije prikazivale otvorenost, postotak ukupne trgovine ostvaren sa najvažnijim trgovinskim partnerom, razliku između stope domaće inflacije i prosječne inflacije ostatka svijeta i veličinu zemlje kao vrlo važne determinante prilikom izbora tečajnog režima, empirijski dokazi su da u slučaju javljanja šokova, sve nabrojane determinante postaju nevažne.

Devedesetih godina prošlog stoljeća u analize ulaze i institucionalne determinante. Najvažnija istraživanja ostvario je Edwards (1996. i 1999.). On je u svom istraživanju htio objasniti zašto neke zemlje odaberu fiksan, a neke plivajući tečajni režim. Promatrao je dvije vrste determinanti. Prva vrsta determinanti predstavlja dugoročne strukturne karakteristike zemalja (institucionalne i ekonomske), za koje vrijedi pretpostavka da se neće mijenjati brzo tijekom vremena. Druga vrsta determinanti predstavlja, za svaku zemlju ponaosob, evoluciju nekih ključnih makroekonomskih serija. Prvu vrstu determinanti nazvao je determinante koje mjere institucionalnu nestabilnost, dok je drugu skupinu determinanti smjestio u ostale. Za determinante koje će mjeriti institucionalnu nestabilnost odabrao je: frekvenciju promjene vlasti u zemlji, prijenos moći od vladajućih stranaka ka strankama koje se nalazi u opoziciji, snaga vladajuće koalicije (misli se na većinu, odnosno koliku većinu vladajuća stranka posjeduje u parlamentu), broj političkih stranaka u vladajućoj koaliciji, vladajuća koalicija se sastoji od jedne ili više stranaka.

U svojem istraživanju Edwards (1996.) je došao do sljedećih zaključaka:

- Politička nestabilnost igra veliku ulogu prilikom izbora tečajnog režima, nestabilnije zemlje imaju veću vjerojatnost za odabir plivajućeg tečajnog režima.
- Što je vlada snažnija to će imati veću tendenciju prema izboru fiksnog tečajnog režima. Ovo je moguće vrlo jednostavno objasniti, snažnija vlada će biti u boljem položaju da se odupre svim pritiscima uzrokovanim mogućom tečajnom krizom.
- S obzirom na otvorenost države došao je do zaključka da što su više države otvorene to važnost vanjskih neravnoteža prilikom odlučivanja gubi na važnosti.
- Gledajući stopu inflacije preporuke su da države koje kroz povijest imaju određenu stopu inflacije teže će moći odražavati fiksne tečajne režime, te se za ove države preporuča plivajući tečajni režim.
- Države koje imaju nižu stopu međunarodnih rezervi u pravilu imaju veću šansu za odabir nekog od plivajućih tečajnih režima.
- Koeficijent stope rasta bruto domaćeg proizvoda kroz povijest ukazuje na to da države koje imaju nižu stopu rasta bruto domaćeg proizvoda bi trebale odabrati fiksni tečajni režim.
- Koeficijent bruto domaćeg proizvoda po stanovniku se pokazao kao značajno negativan, ukazujući na činjenicu kako bi razvijenije zemlje trebale imati tendenciju odabira plivajućeg tečajnog režima.
- Promatrajući stupanj kontrole kapitala, države koje imaju kapitalna ograničenja bi se trebale opredijeliti za fiksne tečajne režime. Isti je rezultat dobio promatrajući i zemlje sa slabom političkom bazom, tj. nedovoljno jakom koalicijom.
- S obzirom na pitanje o izboru tečajnog režima, zaključio je kako je pitanje izbora tečajnog režima vezano uz političku strukturu zemlje. Države u razvoju i države sa srednjim primanjima njihovih građana, u slučaju političkih nestabilnosti, bi trebale odabrati jedan od promjenjivih tečajnih režima.

Berger, Sturm i de Haan (2000.) u istraživanju koristili su sljedeće determinante: varijanca šokova realnog rasta bruto domaćeg proizvoda u državi u posljednjih deset godina, varijanca šokova realnog rasta bruto domaćeg proizvoda u državi za čiju valutu može se fiksirati vlastita valuta, korelacija između šokova stvarnog rasta bruto domaćeg proizvoda domaće države i države čiju valutu namjeravamo fiksirati, postotak smjene guvernera centralnih

banaka, politička nestabilnost, veličina populacije, otvorenost zemlje, rast bruto domaćeg proizvoda zemlje, javni dug zemlje, međunarodne rezerve, ali i neke dummy determinante kao što su determinante koje predstavljaju jedno područje npr. bivše kolonijalne zemlje ili zemlje koje se nalaze na području Sahare. Jedan od zaključaka istraživanja bio je da nema općih pravila koji se tiču optimalnog izbora tečajnog režima.

Klyuev (2001.) je analizirao ponašanje tečajnih režima kod 13 zemalja Središnje i Istočne Europe. Vremensko razdoblje trajalo je od 1990. godine do 1998. godine. Došao je do zaključka kako porast niske stope inflacije vodi ka odabiru plivajućih tečajnih režima, dok porast visoke stope inflacije vodi ka fiksiranju tečajnih režima. Sklonost prema fiksiranju tečajnih režima se smanjuje sa nižim međunarodnim rezervama.

U novije vrijeme autori prilikom empirijskih istraživanja za zavisnu determinantu uzimaju i de facto tečajne režime. Jedno od takvih istraživanja je i rad Hagena i Zhoua (2002.). U svom istraživanju, koje je prvenstveno proučavalo zemlje u tranziciji, autori su se odlučili za istraživanje sljedećih determinanti: stupanj otvorenosti ekonomije, zemljopisna koncentracija trgovine sa inozemstvom, robna koncentracija od trgovine sa inozemstvom. Kao determinanta uvršten je i stupanj otvorenosti prema Europskoj uniji, koja je za mnoge države vodeće tržište u odnosu prema vlastitom izvozu. Za determinantu uzet je i stupanj razvijenosti financijskog sektora. Naime zemlje sa relativno nerazvijenim financijskim sektorom često se odlučuju za fiksiranje tečajnog režima. Razloge možemo pronaći u nedostatku tržišnih instrumenata za obavljanje operacija na domaćem tržištu, ali i radi zaštite bankarskog sektora od mogućih velikih kretanja tečaja. Inflacija je također uzeta kao determinanta, s tim da su autori proširili inflaciju u tri determinante. Inflaciju zemlje na godišnjoj razini, razlika kumulativnih inflacija jedne zemlje sa prosječnom kumulativnom stopom pet najznačajnijih trgovinskih partnera i indeks tečaja izražen kroz promjenu domaćih cijena. Autori su došli do sljedećih zaključaka, nekih već poznatih i prije potvrđenih:

- Što su zemlje otvorenije to je veća vjerojatnost da će za tečajni režim odabrati neki od fiksnih tečajnih režima.
- Zemlje sa visokim stupnjem koncentracije robe u međunarodnoj trgovini imaju suprotnu vjerojatnost tj. prije će odabrati neki od plivajućih tečajnih režima, a zemlje koje su trgovinom jako izložene prema Europskoj uniji će prije odabrati neki od fiksnih tečajnih režima.

- Veće inozemne rezerve i veći fiskalni deficit u pravilu povećavaju vjerojatnost odabira fiksnog tečajnog režima.
- Zemlje sa razvijenijim monetarnim sustavom u pravilu odabiru plivajući tečajni režim.
- Veća trgovinska izloženost prema Europskoj uniji također povećava vjerojatnost odabira fiksnog tečajnog režima. Od prije već potvrđeno je i zaključak kako veće zemlje u pravilu češće odaberu plivajući tečajni režim.

U radu Juhna i Mauroa (2002.) mogu se pronaći sljedeće determinante, koje su podijeljene u određene skupine: determinante optimalnog valutnog područja (trgovinska otvorenost, postotak od trgovine koju imamo sa najvažnijim trgovinskim partnerom, veličina ekonomije, bruto domaći proizvoda po stanovniku, standardna devijacija od uvjeta trgovanja, naftni izvoznici, determinante kapitalne otvorenosti (kapitalne kontrole, de facto otvorenost kapitalnim tokovima, tržišta u nastanku), makroekonomske determinante (inflacija, rezerve), povijesne i institucionalne determinante (politička nestabilnost, godine od neovisnosti, neovisnost poslije 1945.godine, tranzicijske zemlje). Autori zaključuju kako determinante nisu pokazale značajan utjecaj na tečajni režim. Jedino navode da determinanta veličina ekonomije može biti pozitivno povezana s plivajućim tečajnim režimima, a negativno sa fiksnim tečajnim režimima. No i kod ovo determinante, povezanost nije snažna.

Levy-Yeyati, Sturzenegger i Reggio (2002.) su identificirali najmanje pet pristupa determinanti koje utječu na izbor tečajnog režima. Za determinante optimalnog valutnog područja koristili su zemljopisnu veličinu, ekonomsku veličinu mjerenu kroz bruto domaći proizvod izražen u USD, otvorenost kroz udio izvoza i uvoza u bruto domaćem proizvodu, zemljopisnu koncentraciju kroz izvoz kod najznačajnijeg partnera i determinanta najčešćeg izbora tečajnih režima najvažnijih trgovinskih partnera. Za posljednju determinantu vezala se pretpostavka da veći broj fiksnih tečajnih režima u regiji povećava vjerojatnost izbora fiksnog tečajnog režima. Determinante režima kao absorbera šokova uključivale su volatilnost trgovinskih uvjeta, volatilnost državne potrošnje u odnosu na bruto domaći proizvod, te volatilnost investicija u odnosu prema bruto domaći proizvod i volatilnost novčane frekvencije. Autori su uključili tri političke determinante u istraživanje. Prva se odnosila na broj mjesta u kongresu/parlamentu koju drži vladajuća koalicija. Veći broj mjesta upućuje na snažniju vladu koja bi se nalazila u boljoj poziciji za implementaciju plivajućeg tečajnog režima, te ne bi postojala mogućnost za moguće probleme koje bi opozicija mogla stvoriti.

Sljedeća determinanta odnosila se na broj godina koji su proveli administrativni činovnici u uredima. Očekuje se da varijabla bude pozitivno povezana sa fiksnim tečajnim režimom, zbog pretpostavke da veći broj godina provedenih u uredima podrazumijeva jaku i stabilnu vladu. Posljednja determinanta odnosila se na kvadratni zbroj mjesta svih stranaka u parlamentu. Veća koncentracija bi trebala povećati vjerojatnost fiksiranja tečajnog režima. Ostale determinante bile su odnos kvazi-novca i novca, te se očekuje da niža stopa poveća vjerojatnost fiksnog izbora tečajnog režima, i količine strane pasive (obveza) u domaćem financijskom sektoru. Očekivanja su da veće strane obveze povećavaju vjerojatnost fiksiranja tečajnog režima.

Tri glavna područja dominiraju prilikom izbora tečajnog režima u istraživanju Papaioannoua (2003.). U literaturi oni su predstavljeni preko teorije optimalnog valutnog područja, otvorenosti kapitalnog računa i povijesnih i institucionalnih karakteristika. U istraživanju autor se odlučio promatrati sljedeće determinante: otvorenost, postotak trgovine sa najvažnijim partnerom, veličina ekonomije, bruto domaći proizvod po stanovniku, rast bruto domaćeg proizvoda u promatranoj državi, rast bruto domaćeg proizvoda u Sjedinjenim Američkim Državama, volatilnost proizvodnje u promatranoj državi, volatilnost proizvodnje u Sjedinjenim Američkim Državama, promjena trgovinskih uvjeta, volatilnost tečaja, de facto otvorenost prema kretanju kapitala, volatilnost inflacije u promatranoj državi, volatilnost inflacije u Sjedinjenim Američkim Državama, odnos rezervi i uvoza i odnos vanjskog duga i bruto domaćeg proizvoda. Zaključci su bili sljedeći. Relativno snažnu povezanost sa izborom tečajnog režima ostvarila je trgovinska otvorenost, za koju je utvrđeno da je pozitivno povezana za sustav puzećega vezanja deviznoga tečaja. Postotak od trgovine sa najvažnijim trgovinskim partnerom iskazao je isto tako povezanost sa sustavom puzećeg vezanja deviznoga tečaja. Veličina ekonomije pokazala je znakove pozitivne povezanosti sa plivajućim, a negativno sa fiksnim tečajnim režimima, što se pokazalo konzistentno sa teorijom optimalnog valutnog područja i donedavnim empirijskim istraživanjima. Bruto domaći proizvod po stanovniku pokazao se povezanijim fiksnim tečajnim režimom, osobito sa sustavom puzećeg vezanja deviznoga tečaja. Varijabilnost proizvodnje u promatranoj državi pokazala se negativno povezana sa plivajućim tečajnim režimima, dok je odnos vanjskog duga i bruto domaći proizvod iskazao pozitivnu vezu sa fiksnim tečajnim režimima. Ostale veze se nisu pokazale toliko jake, kao već nabrojane, no ipak su iskazale neke poveznice i to: velika otvorenost kapitalnog računa iskazala je pozitivnu vezu sa fiksnim tečajnim režimima, visoka stopa inflacije sa plivajućim tečajnim režimima, visok rast domaće

proizvodnje pokazao je pozitivnu vezu sa plivajućim režimima, a odnos visokih rezervi i uvoza sa fiksnim tečajnim režimima. Visoka volatilnost tečaja iskazuje veću povezanost sa plivajućim tečajnim režimima. Fluktuacije trgovinskih uvjeta nisu se pokazale povezanim ni sa jednim tečajnim režimima.

Kowalski (2003.) je analizirao zemlje Središnje i Istočne Europe u razdoblju od 1993. godine do 2002. godine. Fiksni tečajni režimi su se u istraživanju pokazali kao bolji alat u borbi sa inflacijom, kada se uspoređuju sa intermedijarnim ili plivajućim režimima. Fiksni režimi su se pokazali povezanim i sa većim rastom bruto domaćeg proizvoda.

Edwards i Levy Yeyati (2003.) analizirali su zemlje u razdoblju od 1974. godine do 1999. godine. Koristeći de facto klasifikaciju došli su do zaključaka da plivajući tečajni režimi pomažu pri smanjenju stvarnog utjecaja trgovinskih šokova koje imaju na rast bruto domaćeg proizvoda. Autori su našli dokaze koji upućuju na to da su trgovinski šokovi veći u zemljama koje koriste fiksne tečajne režime. Uz kontrolu ostalih faktora, zemlje s plivajućim tečajnim režimima rastu brže od zemalja sa fiksnim tečajnim režimima.

Levy Yeyati i Sturzenegger (2003.) su koristili uzorak od preko 180 zemalja u vremenskom razdoblju od 1974. godine do 2000. godine. Došli su do zaključka kako su fiksni tečajni režimi povezani sa nižim stopama rasta i višom proizvodnom volatilnosti. Njihov model je iskazao i negativne pokazatelje intermedijarnih tečajnih režima u odnosu na plivajuće tečajne režime, kada se promatraju stope rasta.

Kato i Uctum (2003.) analizirali su vremensko razdoblje od 1982. godine do 1999. godine. Prvotno planirani uzorak činio je 200 zemalja, da bi konačan uzorak bio niži i sačinjavao je 138 zemalja. Razlog za smanjenje uzorka bili su nedostajući pokazatelji za mnoge zemlje. Rezultati istraživanja govorili su da je vjerojatnost izbora plivajućeg ili intermedijarnog tečajnog režima u odnosu na fiksni proporcionalna sa veličinom ekonomije, tržišnom volatilnosti, mobilnosti kapitala, inflacijom, ekspanzivnom politikom, recesijom, inozemnim obvezama, a obrnuto proporcionalna sa otvorenosti i rezervama.

Bleaney i Francisco (2005.) u svom empirijskom istraživanju okrenuli su se istraživanju utjecaja već spomenutih determinanti. Kod njih također možemo pronaći determinante teorije optimalnog valutnog područja (veličina, otvorenost, inflacija, stupanj ekonomske razvijenosti i stupanj financijske integracije). Veličina je mjerena sa dvije komponente stanovništvo i bruto domaći proizvod po stanovniku. Otvorenost se mjerila putem odnosa uvoz i izvoz prema bruto domaćem proizvodu. Za determinantu uzeta je i stopa inflacije. Visoka stopa

inflacije (u odnosu na trgovinske partnere) podrazumijeva i veće frekvenciju prilagodbe režima kod fiksnog tečajnog režima, te se stoga preporučuje, u slučaju visokih troškova prilagodbe, odabir nekog od plivajućih režima. Zemlje koje su financijski visoko razvijene vrlo vjerojatno imaju i vrlo likvidna financijska tržišta. Nedostatak likvidnosti na ovim tržištima vodi tome da tečajne stope mogu postati pretjerano volatilne. Financijsku razvijenost autori su mjerili odnosom kvazi-novca i novca. Autori su za determinante uzeli i efekte bilance, i to kroz dva odnosa. Prvi je izražen odnosom vanjskog duga i bruto domaćeg proizvoda, a drugi odnosom količine inozemne valute u depozitima u bankama naspram bruto domaćeg proizvoda. Očekuje se da veći iznosi ovih varijabla budu povezani sa odabirom fiksnog tečajnog režima. Ostale determinante bile su volatilnost trgovinskih uvjeta, postotak naseljenosti stanovništva, zemljopisna koncentracija izvoza, rast bruto domaćeg proizvoda, udjel stvarnog rasta izvoza i bilance tekućeg računa u postotku od bruto domaćeg proizvoda, stopa odnosa državne potrošnje i bruto domaćeg proizvoda, stopa smjene guvernera središnjih banaka. Pored ovih determinanti korištene su i neke političke determinante: frekvencija promjene vlada i promjene političkih orijentacije (lijeve i desne stranke), frekvencija kriza u vladi, frekvencija demonstracija usmjerenih protiv vladajućih stranaka i veličina vlade (odnosno koliku većinu u parlamentu posjeduju). Niža stopa bruto domaćeg proizvoda po stanovniku, veća gustoća stanovništva, veća stopa inflacije, veća otvorenost prema inozemnoj trgovini, veća financijska razvijenost, niži inozemni dug i niže stope stranih valuta u bankarskom sustavu su determinante koje su u empirijskom istraživanju iskazale povezanost sa odabirom nekog od plivajućih tečajnih režima.

Markiewicz (2006.) je analizirala odabir tečajnog režima u tranzicijskim zemljama. Zaključci istraživanja potvrdili su teorija optimalnog valutnog područja kroz vezu fiksnih tečajnih režima sa manjim ekonomijama. No, za razliku od teorije optimalnog valutnog područja, istraživanjem je utvrđeno da će zemlje prije usvojiti plivajući tečajni režim iako je vanjska trgovina strogo koncentrirana sa područjem Europske unije. Pretpostavlja se da je obrat posljedica osjetljivosti, malih ekonomija koje karakterizira velika zemljopisna koncentracija trgovine sa jednim područjem, na vanjske šokove. Veća stopa inflacije i veći proračunski deficit snižava vjerojatnost uvođenja fiksnog tečajnog režima. Promatrajući političke uvjete može se ustvrditi da snažnije vlade i veća politička stabilnost favorizira izbor fiksnog tečajnog režima.

Daly (2007.) je došao do sljedećih zaključaka. Unatoč prethodnim istraživanjima, determinanti spominjanih u teoriji optimalnog valutnog područja, samo se stupanj ekonomske

razvijenosti pokazao kao adekvatan pokazatelj prilikom izbora tečajnih režima. Prikazano je da zemlje sa visokim prinosima po stanovniku se odlučuju za fiksiranje tečajnog režima. Analiza je ustvrdila da determinante političke ekonomije, kao i determinante otvorenosti kapitalnog računa se ne mogu smatrati kao čvrsti pokazatelji prilikom izbora tečajnog režima. No promatrajući nivo međunarodnih rezervi, autor je došao do zaključka o pozitivnoj vezi sa fiksnim tečajnim režimima.

Hoffmann (2007.) je analizirao tečajne režime na uzorku od 38 zemalja. Vremensko razdoblju kojem su zemlje promatrane kretalo se od 1973. godine do 1999. godine. Zaključci istraživanja glasili su da zemlje koje usvajaju plivajuće tečajne režime su bolje izolirane od vanjskih šokova koji se odnose na promjenu svjetske kamatne stope i svjetske proizvodnje.

Calderon i Schmidt-Hebbel (2008.) istraživali su odabir tečajnih režima na de facto uzorku koje promatra 110 zemalja u vremenskom intervalu od 30 godina. Autori navode da su determinante optimalnog valutnog područja dobri prognozeri izbora fiksnog tečajnog režima. Manje i trgovinski dublje povezane zemlje karakterizira veća vjerojatnost odabira fiksnih tečajnih režima. Čimbenici povezani sa financijskim pristupom konzistentni su sa pristupom nemogućeg trojstva. Zemlje sa višom financijskom otvorenosti i dubljim financijskim tržištima karakterizira manja vjerojatnost odabira fiksnih tečajnih režima. Zemlja sa visokom stopom inflacije i velikom vanjskom i fiskalnom neravnotežom karakterizira veća vjerojatnost odabira fiksnih tečajnih režima.

Kimakova (2008.) je u svom istraživanju zaključila da male otvorene ekonomije koje se oslanjaju na inozemne izvore financiranja imaju veću vjerojatnost za izborom stabilnog tečajnog režima. Stabilno političko okruženje s visokim stupnjem odgovornosti je pogodno za odabir plivajućeg tečajnog režima. Rezultati istraživanja upućuju na to da plivajući tečajni režimi pružaju više fiskalne discipline ograničavajući inicijative za prekomjerno zaduživanje.

Daly i Sami (2009.) su istraživali odnos prema de jure i de facto klasifikaciji. Koristeći de jure klasifikaciju došli su do zaključaka kako zemlje koje karakterizira visok stupanj otvorenosti i visoka trgovinska koncentracija teža za fiksiranjem tečajnih režima. Koristeći de facto klasifikaciju autori su zaključili kako razvijene zemlje sa visokom kreditnom ekspanzijom će vjerojatnije odabrati plivajuće tečajne režime, dok je suprotan odabir u slučaju visokih međunarodnih rezervi.

Hossain (2009.) je došao do zaključka kako ekonomski pokazatelji, te političke i financijske varijable su se pokazale kao relevantne smjernice pri izboru de jure tečajnih režima.

Istraživanje je proučavalo zemlje u vremenskom razdoblju od 1973. godine do 1996. godine, a analizirano je nešto više od 30 zemalja. Prema istraživanju jedino visoko financijski liberalizirane ekonomije mogu održavati neke od tečajnih režima koji su zagovarani korner hipotezom.

Fallon (2009.) je došla do rezultata kako je otvorenost pozitivno povezana sa izborom fiksnih tečajnih režima. Veličina ekonomije izražena preko bruto domaćeg proizvoda i zemljopisna koncentracija trgovine pozitivno su povezani sa izborom plivajućih tečajnih režima.

Kim i Hirata (2010.) analizirali su determinante tečajnih režima u zemljama Istočne Azije. Zaključci njihovog istraživanja potvrdili su pozitivan efekt direktnih stranih investicija na izbor plivajućih tečajnih režima, kao i na tečajnu aprecijaciju.

Levy-Yeyati, Sturzenegger i Reggio (2010.) u istraživanju došli su do sljedećih zaključaka. Vjerojatnost odabira fiksnog tečajnog režima je veća kod malih otvorenih ekonomija koje karakterizira visok nivo inozemnih obveza i financijske integracije, slaba institucionalna kvaliteta i snažna vlada. Autori su zaključili da determinante optimalnog valutnog područja nude čvrsta predviđanja za odabir tečajnog režima.

Simwakin (2010.) rad ograničio se na promatranje afričkih zemalja. Za afričke zemlje sa niskom razinom dohotka zaključeno je da bi izbor nekog oblika fiksnog tečajnog režima bio prikladniji odabir. Za afričke zemlje sa srednjom razinom dohotka čija su financijska tržišta relativno razvijena te imaju pristup svjetskom tržištu kapitala, plivajući režimi, uključujući režim upravljanog plivanja izgledaju učinkovitiji. Za ove zemlje i pojedini fiksni režimi se mogu dobro pokazati. Pretpostavka ovoga istraživanja jeste da zemlje što postaju razvijenije trebaju napuštati intermedijarne tečajne režime.

Edwards (2011.) u svom istraživanju tečajnih režima u zemljama Latinske Amerike i Istočne Azije donosi sljedeće zaključke. Tečajne krize su vrlo skupe. Zemlje s plivajućim tečajnim režimima imaju tendenciju bržeg rasta u dugom roku u odnosu na zemlje sa fiksnim tečajnim režimima. Dolarizirane zemlje ne nadmašuju zemlje s vlastitom valutom. Zemlje s plivajućim tečajnim režimima u stanju su bolje podnijeti vanjske šokove od zemalja s fiksnim tečajnim režimima. Pri mobilnosti kapitala i fiksnim tečajnim režimom, nema mjesta za (potpuno) nezavisnu monetarnu politiku. Podešavanje tečajnog režima na temelju diferencijalne stope inflacije dovodi do gubitka sidra i makroekonomske nestabilnosti. Stabilizacijski programi tečajnog usklađenja su opasni, i često generiraju visoku valutnu precijenjenost. Odstupanje stvarnog tečaja može biti vrlo skupo. Intervencija centralne banke može biti opravdana s

vremena na vrijeme, čak i pod plivajućim tečajnim režimima. Postoji asimetrija između precijenjenosti i podcijenjenosti. Čak i pod plivajućim tečajnim režimima opseg nezavisne monetarne politike je ograničen. Postoji važan strukturni prekid odnosa između stvarnog tečaja američkog dolara i stvarnog tečaja zemalja izvoznika roba čija su tržišta u nastajanju.

Frankel i Rapetti (2012.) analizirali su zemlje Latinske Amerike, na vremenskom uzorku od 60 godina. Zaključili su kako fiksni i polu-fiksni tečajni režimi, koji su korišteni u stabilizacijskim programima, obično vode ka krizama bilance plaćanja i financijskim krizama. Zemlje su imale koristi i od korištenja plivajućih tečajnih režima da se bolje nose sa međunarodnom financijskom volatilnosti.

Ćorić (2015.) je analizirao varijable izbora tečajnih režima u razdoblju od 2001. do 2010. godine u 29 zemalja niskog dohotka. Rezultati istraživanja pokazali su da makroekonomske i institucionalne varijable imaju utjecaj na izbor tečajnih režima i to: inflacija, inozemni dug, financijska razvijenost i politička stabilnost.

3.2.2. Vrste determinanti tečajnih režima

Determinante tečajnih režima prikazat će se preko determinanti optimalnog valutnog područja, makroekonomskih determinanti i institucionalnih determinanti. Prve na redu biti će determinante koje su se koristile već u klasičnoj teoriji, a to su determinante optimalnog valutnog područja.

3.2.2.1. Determinante optimalnog valutnog područja

Empirijska istraživanja o problematici determinanti tečajnih režima ne nude jasne odgovore. Rezultati istraživanja nude oprečne stavove o značaju pojedinih determinanti. Bailliu, Lafrance i Perrault (2002.) u svom istraživanju navode kako je korištenje intermedijarnih i plivajućih tečajnih režima pogubno za rast. Za rast je važno imati čvrst okvir monetarne politike.

Grupa autora kao što su Ondina, Rivero, Queijeiro i Cuervo (2008.) nastojali su napraviti pregled dosadašnjih empirijskih istraživanja o utjecaju determinanti na izbor tečajnog režima.

Tablica 26: Pregled empirijskih istraživanja o značaju utjecaja determinanti teorije optimalnog valutnog područja na izbor tečajnog režima (pozitivan trend upućuje na povezanost sa plivajućim tečajnim režimima)

Nezavisna varijabla		POZITIVNA VEZA*(+)	NEGATIVNA VEZA (-)	STATISTIČKI NEZNAČAJNA	UKUPNO
Teorija optimalnog valutnog područja	Otvorenost	12	19	10	41
	Ekonomska razvijenost	10	5	6	21
	Veličina ekonomije	21	2	5	28
	Razlika u inflaciji	5	2	5	12
	Mobilnost kapitala	0	4	3	7
	Trgovinska koncentracija	5	9	7	21
	Međunarodna financijska integracija	5	2	4	11

Izvor: Prilagođeno prema Ondina, Rivero, Queijeiro i Cuervo (2008.).

U svom istraživanju utvrdili su kako je determinanta otvorenost najčešće testirana determinanta. Promatrajući otvorenost (Tablica 26.) kao najčešću testiranu varijablu može se istaći da je determinanta otvorenost pokazala statistički značajnu vezu sa plivajućim tečajnim režimima u 29% istraživanja dok je taj postotak nešto veći kada se promatraju fiksni tečajni režimi. Prema istim autorima determinanta veličina ekonomije iskazala je pozitivnu vezu sa plivajućim tečajnim režimima u 75% analiziranih istraživanja.

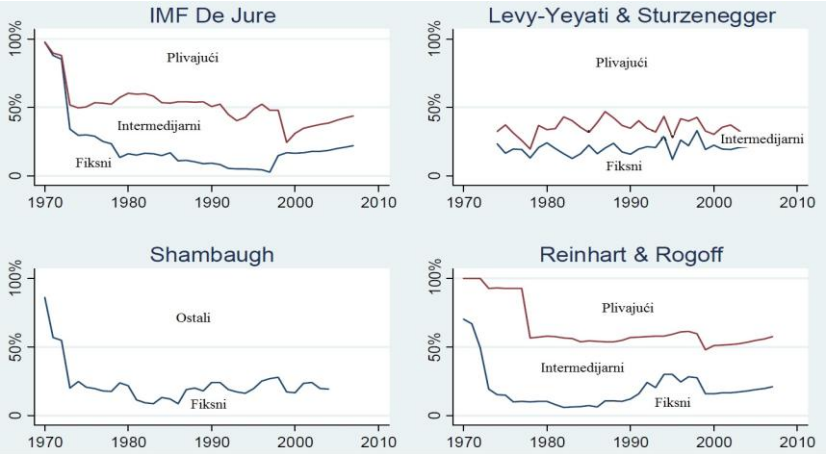
Bruto domaći proizvod po stanovniku, izražena preko ekonomske razvijenosti, često je korištena determinanta kod istraživanja utjecaja na tečajne režime. Petreski (2009.) preko bruto domaćeg proizvoda po stanovniku promatra ekonomski rast zemalja. Naveo je pregled najvažnijih istraživanja (Tablica 27.) utjecaja tečajnih režima na ekonomski rast. Prema istraživanju od strane Petreskog (2009.) 33% promatranih istraživanja iskazalo je pozitivnu vezu između ekonomskog rasta i zemalja koje koriste fiksne tečajne režime. Oko 27% promatranih istraživanja iskazalo je negativnu vezu između ekonomskog rasta i zemalja koje koriste fiksne tečajne režime, dakle ove zemlje su imale pozitivnu povezanost sa plivajućim tečajnim režimima. Ostala istraživanja iskazala su neuvjerljivu povezanost ili nisu iskazala povezanost uopće.

Tablica 27: Pregled empirijskih istraživanja utjecaja tečajnih režima na ekonomski rast

Empirijsko istraživanje	Razdoblje i uzorak	Rezultat (Fiksni tečajni režim i ekonomski rast)
Baxter i Stockman (1989.)	1946.-1984.; 49 zemalja	BEZ POVEZANOSTI Bez povezanosti između tečajnih režima i rasta.
Mundell (1995.)	1947.-1993.; SAD, Japan, Kanada, dio Europe	POZITIVNA Znatno veći rast pri izboru fiksnih tečajnih režima.
Ghosh (1997.)	1960.-1990.; 145 zemalja	NEUVJERLJIVA POVEZANOST Nešto veći rast pri plivajućim režimima.
Moreno (2000. i 2001.)	1974.-1999.; 98 zemalja u razvoju	POZITIVNA Veći rast pri fiksnim tečajnim režimima.
Levy-Yeyati and Sturzenegger (2002.)	1974.-2000.; 183 zemlje	NEGATIVNA Sporiji rast pri fiksnim tečajnim režimima za zemlje u razvoju. Bez povezanosti za razvijene zemlje.
Edwards i Levy-Yeyati (2003.)	1974.-2000.; 183 zemlje	NEGATIVNA Niži rast pri fiksnim tečajnim režimima.
Husain (2004.)	1970.-1999.; 158 zemalja	NEUVJERLJIVA POVEZANOST Fiksni režimi ne štete rastu, no ni plivajući da pridonose rastu.
Garofalo (2005.)	1861.-1998.; Italija	NEUVJERLJIVA POVEZANOST Najviši rast ostvaren i pod fiksnim i pod plivajućim režimom.
Dubas (2005.)	1960.-2002.; 180 zemalja	POZITIVNA De-facto fiksni režimi u prosjeku ostvare 1% viši rast nego de-facto plivajući.
Huang i Malhorta (2004.)	1976.-2001.; 12 zemalja u razvoju i 18 razvijenih zemlja	NEUVJERLJIVA POVEZANOST Za zemlje u razvoju fiksni tečaj i upravljano plivajući ostvaruju najviši rast, dok za razvijene zemlje nema jasnog zaključka.
Bleaney i Francisco (2007.)	1984.-2001.; 91 zemlja u razvoju	NEGATIVNA Rast je sporiji pod fiksnim tečajnim režimima.
Domac (2004.b)	10 godina (1990-ih, različito razdoblje za svaku zemlju); 22 tranzicijske zemlje	NEUVJERLJIVA POVEZANOST Različiti tipovi tečajnih režima ostvaruju različitu stopu rasta.
De Grauwe i Schnabl (2004.)	1994.-2002.; 10 zemalja Srednje i Istočne Europe	POZITIVNA Fiksni režim ne smanjuje ekonomski rast.
Eichengreen i Leblang (2003.)	1880.-1997.; 21 zemlja	NEGATIVNA Plivajući tečajni režimi povezani su sa bržim rastom.
Bailliu (2003.)	1973.-1998.; 60 zemalja	POZITIVNA Fiksni tečajni režim pozitivno utječe na rast, odabir bilo kojeg drugog režima negativno utječe na rast.

Izvor: Prilagođeno prema Petreski (2009.).

Rose (2011.) je napravio istraživanje u kojem je analizirao udio bruto domaćeg proizvoda s obzirom na vrstu tečajnog režima koji zemlje koriste. Njegovi rezultati vidljivi su u Grafikonu 31.



Grafikon 31: Udio bruto domaćeg proizvoda s obzirom na pripadnost tečajnom režimu

Izvor: Prilagođeno prema Rose (2011.).

Generalno gledano zemlje koje koriste plivajuće tečajne režime ostvaruju najveći udio od ukupno proizvedenog bruto domaćeg proizvoda. Po pojedinim klasifikacijama ove zemlje ostvarivale su preko 50% od ukupno nastalog bruto domaćeg proizvoda.

3.2.2.2. Makroekonomske determinante

Analiza provedena od grupe autora (Ghosh i dr., 1997.) na uzorku od 140 zemalja koja je obuhvatila vremensko razdoblje od 30 godina istraživala je povezanost makroekonomskih determinanti i tečajnih režima. Autori su došli do zaključaka kako je inflacija bila niža i stabilnija kod zemalja koji su koristili neki oblik fiksnih tečajnih režima. Gospodarski rast varirao je između režima, a volatilnost proizvodnje je bila viša kod fiksnih tečajnih režima.

Inflacija je u mnogim empirijskim istraživanjima bila neizostavna kada se testiraju makroekonomske determinante. Rogoff (2003.) je u svom istraživanju podijelio države s obzirom na razvijenost te testirao odnos poslovnih ciklusa i inflacije prema vrsti tečajnih režima. Došao je do sljedećih zaključaka:

- Kod zemalja u razvoju, koje karakterizira niska stopa izloženosti prema međunarodnom kretanju kapitala, fiksni i intermedijarni tečajni režimi su doprinijeli poboljšanju vjerodostojnosti što je dovelo do nižih stopa inflacije, veće volatilnosti ekonomskog rasta i češćim krizama.

- Kod zemalja čija su tržišta u nastajanju, koje karakterizira nešto veća stopa izloženosti prema međunarodnom kretanju kapitala, fiksni tečajni režimi su doveli do češćih bankarskih kriza, i poteškoća u bilanci plaćanja i poteškoća u financijskom sektoru. Kod ovih zemalja fiksni tečajni režimi nisu doprinijeli nižim stopama inflacije ili većem rastu.
- Kod razvijenih zemalja plivajući tečajni režimi doprinijeli su bržem rastu bez da se zemlja izlaže višoj stopi inflacije.

Pored spomenutih utjecaja Rogoff (2003.) je naveo i ostale pokazatelje ekonomskih pokazatelja u odnosu na različite vrste tečajnih režima. Isti su vidljivi u Tablici 28.

Tablica 28: Ekonomski učinci među tečajnim režimima

	Inflacija	**Rast**	**Volatilnost**	**Kriza**
Fiksni tečajni režimi	Doprinose povećanju vjerodostojnosti monetarne politike i nižoj stopi inflacije. Zemlje čija su tržišta u nastajanju imaju manju vjerojatnost za uvozom vjerodostojnosti. Inflacija može biti potaknuta slabim makroekonomskim upravljanjem.	Moguće je sniženje transakcijskih troškova, povećanje trgovine i rasta. Moguće je i sniženje kamatnih stopa kao i povećanje investicija.	Moguće je povećanje volatilnosti u prisutnosti stvarnih šokova.	Visok rizik za nastanak špekulativnog napada na valutu, posebno u slučaju izloženosti prema kapitalnim tijekovima. Bankarski sektor je posebno osjetljiv.
Plivajući tečajni režimi	Važnost uvozne vjerodostojnosti opada sa razvijenim institucijama i financijskim sektorom.	Moguć je veći rast zbog odupiranja šokovima i moguće se manje distorzije kod stvarnih šokova.	Tečajna volatilnost može se prenijeti na gospodarske djelatnosti.	Niži rizik nastanka tečajnih i bankarskih kriza.

Izvor: Prilagođeno prema Rogoff (2003.).

Choi i Baek (2004.) analizirali su odnos tečajnih režima i međunarodnih rezervi. Rezultati su ih doveli do zaključka kako tečajni režimi imaju vezu sa međunarodnim rezervama koja se može tumačiti kao obratno slovo „U“. Količina rezervi koja se drži niža je kod krajnjih rješenja nego je kod intermedijarnih rješenja. Čvrsti tečajni režimi zahtijevaju niži iznos rezervi nego je to slučaj sa slobodno plivajućim tečajnim režimima.

Istražujući odnos rasta, inflacije i tečajnih režima Bleaney i Francisco (2007.), na uzorku od 91 zemlje i vremenskom razdoblju od 17 godina došli su do sljedećih zaključaka. Plivajući tečajni režimi iskazuju slične stope rasta kao i meki vezani tečajni režima, ali plivajući tečajni

režimi iskazuju nešto višu stopu inflacije. Čvrsto vezani tečajni režimi iskazuju nižu stopu inflacije i niže stope rasta u odnosu na druge vrste tečajnih režima.

Kao što su napravili pregled empirijskih istraživanja kod determinanti teorije optimalnog valutnog područja, Ondina i drugi (2008.) su napravili i pregled istraživanja i kod ostalih determinanti. Pregled je vidljiv u Tablici 29.

Tablica 29: Pregled empirijskih istraživanja o značaju utjecaja ostalih determinanti na izbor tečajnog režima (pozitivan trend upućuje na povezanost sa plivajućim tečajnim režimima)

Nezavisna varijabla		POZITIVNA VEZA*(+)	NEGATIVNA VEZA (-)	STATISTIČKI NEZNAČAJNA	UKUPNO
Ostale determinante (makroekonomske, eksterne i strukturalne)	Rast	4	3	1	8
	Negativni rast	1	1	0	2
	Inflacija	8	3	4	15
	Umjerena i visoka inflacija	2	4	0	6
	Rezerve	4	9	10	23
	Kapitalne kontrole	4	5	6	15
	Volatilnost trgovinskih uvjeta	3	2	4	9
	Promjene u rastu izvoza	2	0	0	2
	Promjene u otvorenosti	0	1	0	1
	Tečajna volatilnost	3	2	1	6
	Diverzifikacija proizvoda	3	3	3	9
	Tekući račun	2	3	1	6
	Inozemni dug	5	6	0	11
	Porast domaćih kredita	5	4	1	10
	Novčani šokovi	2	3	1	6
	Inozemni cjenovni šokovi	2	0	1	3
	Financijska razvijenost	4	4	1	9
	Fiskalna bilanca	0	2	0	2
	Bilanca središnje vlade	0	0	2	2

Izvor: Prilagođeno prema Ondina, Rivero, Queijeiro i Cuervo (2008.).

Među determinantama koje su bile testirane u najviše empirijskih istraživanja moguće je pronaći inflaciju, rezerve, kapitalne kontrole, inozemni dug, porast domaćih kredita, financijsku razvijenost i druge. I u ovome pregledu rijetke su determinante koje su pokazale jednoznačni utjecaj na izbor tečajnog režima. Inflacija, rezerve i kapitalne kontrole pokazale su značajnu vezu i sa plivajućim i sa fiksnim tečajnim režimima. U pojedinim istraživanjima ove determinante pokazale su se statistički neznačajnima. Ipak kod određenog broja varijabli moguće je pronaći jednoznačni utjecaj na izbor tečajnih režima, no radi se o determinantama koje su testirane u malom broju empirijskih istraživanja.

3.2.2.3. Institucionalne determinante

Institucionalne determinante neizostavne su u mnogim empirijskim istraživanjima. Politička stabilnost je najčešće testirana determinanta i uglavnom je iskazala pozitivnu vezu za fiksnim tečajnim režimima. Ondina i drugi autori (2008.) prikazali su pregled institucionalnih determinanti. Pregled je vidljiv u Tablici 30.

Tablica 30: Pregled empirijskih istraživanja o značaju utjecaja povijesnih i institucionalnih determinanti na izbor tečajnog režima (pozitivan trend upućuje na povezanost sa plivajućim tečajnim režimima)

Nezavisna varijabla		POZITIVNA VEZA*(+)	NEGATIVNA VEZA (-)	STATISTIČKI NEZNAČAJNA	UKUPNO
Povijesne i institucionalne varijable	Politička stabilnost	1	10	4	15
	Nezavisnost centralne banke	1	0	1	2
	Vladajuća stranka ima većinu	2	4	0	6
	Broj koalicijskih partnera	1	0	1	2
	Koalicijska vlada	1	0	2	3
	Politički režim	4	1	2	7
	Izborni sustav	2	0	0	2
	Ekspanzivna fiskalna politika	0	1	0	1

Izvor: Prilagođeno prema Ondina, Rivero, Queijeiro i Cuervo (2008.).

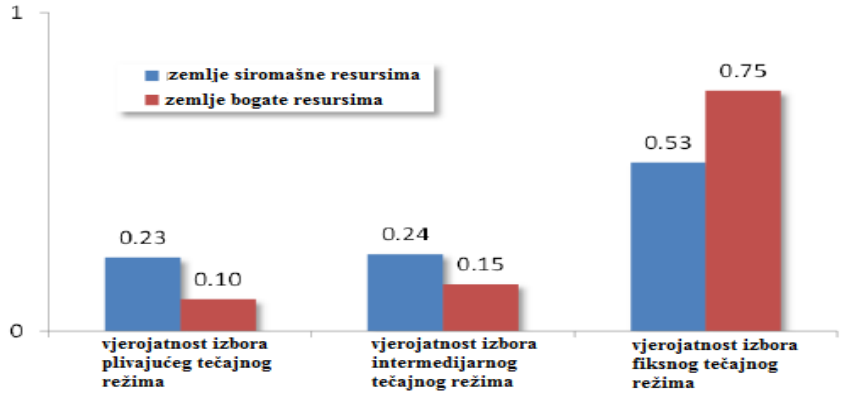
Pregled empirijskih istraživanja ukazuje na niz nejasnoća prilikom objašnjavanja utjecaja pojedinih determinanti, bilo da se njihov utjecaj tijekom vremena promijenio ili da je teorijski okvir preferirao značaj nekih drugih determinanti izbora tečajnog režima.

Benassy-Quere i Coeure (2002.) govore kako je politička nestabilnost štetna kod izbora čvrstih vezanih tečajnih režima, ali ne i pri izboru intermedijarnih tečajnih režima. I Guclu (2008.) je došao do rezultata kako determinanta politička stabilnost, koja se mjerila godinama provedenim u uredima, iskazala povezanost sa odabirom fiksnog tečajnog režima. Determinanta koja je mjerila nacionalizam, iskazala je vezu sa fiksnim režimima. Dakle, nacionalistička vlada ima veću vjerojatnost za korištenjem fiksnog tečajnog režima.

Frieden, Leblang i Valev (2008.) istraživali su utjecaj institucionalnih determinanti uglavnom na uzorku od zemalja Središnje i Istočne Europe, a koje namjeravaju preuzeti euro kao svoju valutu. Zaključili su kako su i institucionalne determinante, pored ekonomskih, bitne pri izboru tečajnih režima. Dva rezultata ovog empirijskog istraživanja u suprotnosti sa dosadašnjim istraživanjima te, kako autori kažu, izazivaju konvencionalnu mudrost. Veća trgovinska koncentracija sa Njemačkom i zemljama Ekonomske i monetarne unije povezana

je s manjom umjesto većom vjerojatnosti odabira fiksnog tečajnog režima. Zemlje s najbližim gospodarskim vezama s Zapadnom Europom nisu se odlučile fiksiranje tečajnih režima. Osim toga, zemlje s razvijenijom demokracijom imaju veću vjerojatnost, a ne manju vjerojatnost da fiksiraju tečajni režim. Vrijeme (i buduća istraživanja) pokazat će jesu li ovi zaključci prolazni s obzirom na prijelazno razdoblje zemalja iz uzorka ili će zaključci postati univerzalni.

Aliyev (2014.) je u svom empirijskom istraživanju promatrao vjerojatnost izbora tečajnog režima u odnosu na bogatstvo resursa odabranih rezultata.

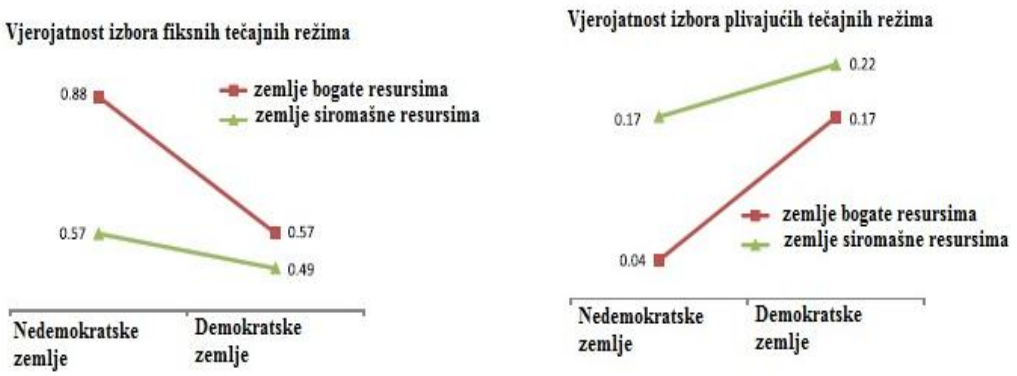


Grafikon 32: Vjerojatnost izbora tečajnih režima u odnosu na resurse koje posjeduju

Izvor: Prilagođeno prema Aliyev (2014.).

Njegovo istraživanje (Grafikon 32.) govori kako vjerojatnost da će odabrati fiksne tečajne režime iznosi 75% kod zemalja koje su bogate resursima. I kod zemalja koje su siromašne resursima vjerojatnost izbora fiksnog tečajnog režima je dosta visoka, ali je niža nego kod zemalja koje su bogate resursima. Ipak vjerojatnost odabira plivajućeg i intermedijarnog tečajnog režima nešto je viša kod zemalja koje su siromašne resursima.

Ubacio je još jednu kategoriju (Grafikon 33.), te je promatrao odabir tečajnih režima s obzirom na stupanj demokracije u zemljama u razvoju. Analizom grafikona može se doći do zaključka kako je viša vjerojatnost za izbor fiksnog tečajnog režima u nedemokratskim zemljama u razvoju bez obzira na bogatstvo resursima. Suprotni zaključci se mogu dobiti kada se promatra vjerojatnost izbora plivajućeg tečajnog režima.

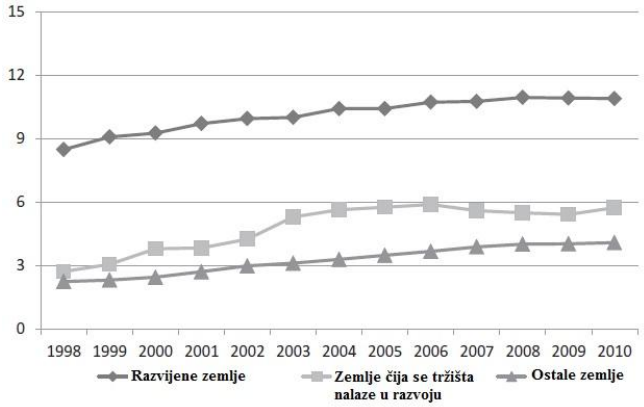


Grafikon 33: Vjerojatnost izbora tečajnog režima u odnosu na stupanj demokracije u zemljama u razvoju

Izvor: Prilagođeno prema Aliyev (2014.).

Autori Berdiev, Kim i Chang (2012.) promatrali su utjecaj državne ideologije, političkih institucija i globalizacije na izbor tečajnog režima. Radilo se o panel modelu, a istraživanje je obuhvatilo 180 zemalja u vremenskom uzorku od 30 godina. Autori su ustanovili kako su državne ideologije, političke institucije i globalizacija važne determinante pri izboru tečajnih režima. Uspjeli su dokazati kako je ljevičarska vlada sklonija izboru plivajućeg tečajnog režima. Prema njihovom istraživanju demokratske institucije, izborni motivi, neovisnost središnje banke i veći financijski razvoj povećavaju vjerojatnost izbora plivajućeg tečajnog režima. Zemlje koje karakterizira viša stopa globalizacije imaju veću vjerojatnost odabira fiksnog tečajnog režima. Po njima zemlje sa višim stopama inflacije imaju manju vjerojatnost odabira fiksnog tečajnog režima. Zemlje koje doživljavaju višu razinu gospodarskog razvoja karakterizira niža vjerojatnost odabira plivajuće tečajnog režima.

Neovisnost centralne banke nije promatrana samo u odnosu na izbor tečajnog režima. Crowe i Meade (2008.) dokazali su kako je veća neovisnost centralne banke povezana sa nižom stopom inflacije. Dincer i Eichengreen (2014.) analizirali su transparentnost i neovisnost na više od 100 centralnih banaka. Indeks transparentnosti prikazan je na Grafikonu 34.



Grafikon 34: Trendovi u transparentnosti centralnih banaka prema razini ekonomske razvijenosti

Izvor: Prilagođeno prema Dincer i Eichengreen (2014.).

Najveću transparentnost centralnih banaka zabilježile su centralne banke razvijenih zemalja, a na dnu se nalaze centralne banke zemalja u razvoju. Isti autori (Dincer i Eichengreen, 2014.) su mjerili i neovisnost preko četiri različita indeksa. Skraćeni rezultati su vidljivi u Tablici 31.

Tablica 31: Usporedba različitih načina mjerenja indeksa neovisnosti centralnih banaka

		LVAU	LVAW	CBIU	CBIW
1	Kirgistan	0.89	0.88	0.86	0.83
2	Latvija	0.88	0.87	0.86	0.83
3	Eurozona	0.85	0.84	0.84	0.81
4	Litva	0.85	0.84	0.81	0.79
5	Rumunjska	0.83	0.82	0.81	0.79
6	Estonija	0.85	0.84	0.80	0.79
7	Armenija	0.86	0.85	0.79	0.77
8	Švedska	0.80	0.78	0.78	0.77
9	Mađarska	0.88	0.87	0.78	0.77
10	Makedonija	0.82	0.81	0.76	0.74
11	Indonezija	0.80	0.77	0.74	0.73
12	Hrvatska	0.80	0.79	0.75	0.73
13	Bosna i Hercegovina	0.86	0.84	0.72	0.72
…	…	…	…	…	…
79	Ujedinjeno Kraljevstvo	0.17	0.24	0.21	0.23
82	Sjedinjene Američke Države	0.12	0.17	0.18	0.18
83	Australija	0.14	0.19	0.14	0.17
86	Južno Afrička Republika	0.20	0.19	0.19	0.15
87	Saudijska Arabija	0.10	0.14	0.09	0.12
88	Singapur	0.10	0.14	0.09	0.11
89	Indija	0.13	0.09	0.15	0.10

Napomena: LVAU, LVAW, CBIU, CBIW su indeksi. Način računanja vidjeti u Dincer i Eichengreen, 2014., 219. Ukupan broz zemalja koji je obuhvaćen istraživanjem iznosi 89.

Izvor: Prilagođeno prema Dincer i Eichengreen (2014.).

Rezultati prema LVAU i LVAW indeksima neovisnosti centralne banke govore kako se najneovisnije centralne banke nalaze u Kirgistanu, Latviji, Mađarskoj, Armeniji i Bosni i Hercegovini. Prema CBIU i CBIW indeksima neovisnosti centralne banke najneovisnije centralne banke nalaze u Kirgistanu, Latviji i u Eurozoni. Centralne banke Ujedinjenog Kraljevstva i Sjedinjenih Američkih Država rangirane su na samome dnu po svakom spomenutom indeksu.

4. KARAKTERISTIKE TEČAJNIH REŽIMA I PRETPOSTAVLJENIH DETERMINANTI POSTTRANZICIJSKIH ZEMALJA U PROCESU EUROINTEGRACIJE

Ovo poglavlje opisuje karakteristike i analizira tečajne režime posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije članica Europske unije i posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije koje nisu članice Europske unije. Model promatra sve zemlje u istom skupu, dakle zemlje nisu podijeljene na zemlje članice Europske unije i ostale zemlje. Ipak zbog obima podataka, preglednosti, moguće veće sličnosti podataka i vizualnog prikaza odlučeno je u ovom poglavlju napraviti podjelu na dvije skupine, i to na zemlje članice Europske unije i na zemlje koje još nisu postale članice Europske unije. Prilikom komentiranja pojedinih determinanti i tečajnih režima na odabranom uzorku korišteni su i rezultati istraživanja autora (Klyuev, 2001., Nerlich, 2002., Grauwe, Schnabl, 2004., Markiewicz, 2005., Frieden, Leblang, Valev, 2008. i drugi) koji su istraživali ovu tematiku na dosta sličnom prostornom uzorku. Kako se ovi rezultati ne bi duplirali, rezultati su uglavnom prikazani kod zemalja članica Europske unije. Prikaz podataka kreće sa zemljama članicama Europske unije. Klasifikacija tečajnih režima korištena je od Ilzetzki, Reinhart i Rogoff sa pokazateljima iz 1940.-2015. godine. Ova klasifikacija je jedna od širih, te pruža bolju analitičku osnovu za grupiranje.

4.1. Karakteristike i analiza tečajnih režima i pretpostavljenih determinanti posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije članica Europske unije

Zemlje koje se promatraju, a članice su Europske unije su Bugarska, Hrvatska, Češka, Mađarska, Poljska i Rumunjska. Analiza spomenutih zemalja započeo je sa klasifikacijom tečajnih režima u spomenutim zemljama. Klasifikacija je prikazana u Tablici 32.

Od ukupne klasifikacije tečajnih režima, koja se sastoji od 15 različitih tečajnih režima prema Ilzetzki, Reinhart i Rogoff sa pokazateljima iz 1940.- 2015. godine, zemlje članice Europske unije u razdoblju od 20 godina koristile su osam različitih tečajnih režima. Razvidno je kako je slobodno padajući tečaj korišten u Bugarskoj i Rumunjskoj u početnim godinama promatranja. Radi se o tečajnom režimu koji pripada ekstremima te se ne klasificira niti u jednu od tri velike skupine tečajnih režima.

Tablica 32: Detaljna klasifikacija tečajnih režima zemalja koje su članice Europske unije u razdoblju 1995. – 2014. godine

Godina \ Zemlja	Bugarska	Hrvatska	Češka	Mađarska	Poljska	Rumunjska
1995.	14	8	8	8	10	14
1996.	14	8	10	8	10	14
1997.	2	8	8	8	10	14
1998.	2	8	8	8	10	14
1999.	2	8	8	9	10	14
2000.	2	8	8	9	12	14
2001.	2	8	8	9	12	12
2002.	2	8	8	9	12	12
2003.	2	8	8	10	12	12
2004.	2	8	8	10	12	12
2005.	2	8	8	10	12	12
2006.	2	8	8	10	12	12
2007.	2	8	8	10	12	6
2008.	2	8	8	10	12	6
2009.	2	7	8	10	12	6
2010.	2	7	8	10	12	6
2011.	2	7	8	10	12	6
2012.	2	7	8	10	12	6
2013.	2	7	8	10	12	6
2014.	2	7	8	10	12	6

Napomena: Tečaj je označen po sljedećoj metodologiji

2 = Prethodno najavljeno vezanje ili sustav valutnog odbora
6 = Prethodno najavljen sustav puzećega raspona deviznoga tečaja koji je uži ili jednak od +/-2 postotka
7 = De facto sustav puzećega vezanja deviznoga tečaja
8 = De facto sustav puzećega raspona deviznoga tečaja koji je uži ili jednak od +/-2 postotka
9 = Prethodno najavljen sustav puzećega raspona deviznoga tečaja koji je širi ili jednak od +/-2 postotka
10 = De facto sustav puzećega raspona deviznoga tečaja koji je uži ili jednak od +/-5 postotka
12 = Sustav upravljano-plivajućeg deviznog tečaja bez unaprijed određenog smjera
14 = Slobodno padajući tečaj

Izvor: Samostalna izrada koristeći de facto klasifikaciju od Ilzetzki, Reinhart i Rogoff 1940.- 2015. godine

Postotna pripadnost pojedinim tečajnim režimima prikazana je u Tablici 33. U početnim godinama analize de facto sustav puzećega raspona deviznoga tečaja koji je uži ili jednak od

+/-2 postotka korišten kod 50% zemalja iz uzorka. Ovaj tečajni režim je jedini koji je korišten u svim godinama promatranja. U narednom razdoblju zemlje iz uzorka su uglavnom koristile različite tečajne režime, a od 2009. godine svaka zemlja koristi različit tečajni režim.

Kada se promatra datum pristupanja u Europsku uniju moguće je istaći da su Češka, Mađarska i Poljska pristupile 1.5.2004. godine. Bugarska i Rumunjska su pristupile 1.1.2007. godine, a Hrvatska je pristupila 1.7.2013. godine. Kada se promatraju tečajni režimi od dana pristupanja u Europsku uniju moguće je zaključiti da niti jedna promatrana zemlja nije promijenila tečajni režim od dana pristupanja u Europsku uniju.

Tablica 33: Detaljna postotna klasifikacija tečajnih režima zemalja koje su članice Europske unije u razdoblju 1995. – 2014. godine

Godina \ Tečaj	2	6	7	8	9	10	12	14
1995.	0,0%	0,0%	0,0%	50,0%	0,0%	16,7%	0,0%	33,3%
1996.	0,0%	0,0%	0,0%	33,3%	0,0%	33,3%	0,0%	33,3%
1997.	16,7%	0,0%	0,0%	50,0%	0,0%	16,7%	0,0%	16,7%
1998.	16,7%	0,0%	0,0%	50,0%	0,0%	16,7%	0,0%	16,7%
1999.	16,7%	0,0%	0,0%	33,3%	16,7%	16,7%	0,0%	16,7%
2000.	16,7%	0,0%	0,0%	33,3%	16,7%	0,0%	16,7%	16,7%
2001.	16,7%	0,0%	0,0%	33,3%	16,7%	0,0%	33,3%	0,0%
2002.	16,7%	0,0%	0,0%	33,3%	16,7%	0,0%	33,3%	0,0%
2003.	16,7%	0,0%	0,0%	33,3%	0,0%	16,7%	33,3%	0,0%
2004.	16,7%	0,0%	0,0%	33,3%	0,0%	16,7%	33,3%	0,0%
2005.	16,7%	0,0%	0,0%	33,3%	0,0%	16,7%	33,3%	0,0%
2006.	16,7%	0,0%	0,0%	33,3%	0,0%	16,7%	33,3%	0,0%
2007.	16,7%	16,7%	0,0%	33,3%	0,0%	16,7%	16,7%	0,0%
2008.	16,7%	16,7%	0,0%	33,3%	0,0%	16,7%	16,7%	0,0%
2009.	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	0,0%	16,7%	16,7%	0,0%
2010.	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	0,0%	16,7%	16,7%	0,0%
2011.	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	0,0%	16,7%	16,7%	0,0%
2012.	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	0,0%	16,7%	16,7%	0,0%
2013.	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	0,0%	16,7%	16,7%	0,0%
2014.	16,7%	16,7%	16,7%	16,7%	0,0%	16,7%	16,7%	0,0%

Napomena: Tečaj je označen po sljedećoj metodologiji

2 = Prethodno najavljeno vezanje ili sustav valutnog odbora
6 = Prethodno najavljen sustav puzećega raspona deviznoga tečaja koji je uži ili jednak od +/-2 postotka
7 = De facto sustav puzećega vezanja deviznoga tečaja
8 = De facto sustav puzećega raspona deviznoga tečaja koji je uži ili jednak od +/-2 postotka
9 = Prethodno najavljen sustav puzećega raspona deviznoga tečaja koji je širi ili jednak od +/-2 postotka
10 = De facto sustav puzećega raspona deviznoga tečaja koji je uži ili jednak od +/-5 postotka
12 = Sustav upravljano-plivajućeg deviznog tečaja bez unaprijed određenog smjera
14 = Slobodno padajući tečaj

Izvor: Samostalna izrada koristeći de facto klasifikaciju od Ilzetzki, Reinhart i Rogoff 1940.- 2015. godine

Neposredno prije pristupanja u Europsku uniju, promjene tečajnog režima bile su u Rumunjskoj i Mađarskoj. Za Rumunjsku je karakteristično da je prije pristupa u Europsku uniju prešla sa plivajućeg na intermedijarni tečajni režim.

Tečajne režime iz de facto klasifikacije prema autorima Ilzetzki, Reinhart i Rogoff moguće je grupirati na više način. Neki od načina prikazani su u Tablici 34. Grupiranje iz stupca I izvršili su autori klasifikacije osobno, dok ostali autori uglavnom nastoje izvršiti grupiranje tečajnih režima prema dvije skupine (fiksni i plivajući tečajni režimi) ili prema tri skupine (fiksni, intermedijarni i plivajući tečajni režimi).

Tablica 34: Grupiranje tečajnih režima iz de facto klasifikacije prema autorima Ilzetzki, Reinhart i Rogoff

Broj	Klasifikacija prema Ilzetzki, Reinhart i Rogoff	I	II
1	Sustav bez domaće valute u optjecaju	1	Fiksni
2	Prethodno najavljeno vezanje ili sustav valutnog odbora	1	Fiksni
3	Prethodno najavljen sustav horizontalnog raspona deviznoga tečaja koji je uži ili jednak od +/-2 postotka	1	Fiksni
4	De facto vezanje	1	Fiksni
5	Prethodno najavljen sustav puzećega vezanja deviznoga tečaja	2	Intermedijarni
6	Prethodno najavljen sustav puzećega raspona deviznoga tečaja koji je uži ili jednak od +/-2 postotka	2	Intermedijarni
7	De facto sustav puzećega vezanja deviznoga tečaja	2	Intermedijarni
8	De facto sustav puzećega raspona deviznoga tečaja koji je uži ili jednak od +/-2 postotka	2	Intermedijarni
9	Prethodno najavljen sustav puzećega raspona deviznoga tečaja koji je širi ili jednak od +/-2 postotka	3	Intermedijarni
10	De facto sustav puzećega raspona deviznoga tečaja koji je uži ili jednak od +/-5 postotka	3	Intermedijarni
11	Sustav krećućeg raspona deviznoga tečaja koji je uži ili jednak od +/-2 postotka	3	Intermedijarni
12	Sustav upravljano-plivajućeg deviznog tečaja bez unaprijed određenog smjera	3	Plivajući
13	Sustav slobodno-plivajućih deviznih tečajeva	4	Plivajući
14	Slobodno padajući tečaj	5	
15	Dvostruko tržište gdje nedostaju pokazatelji iz jednog tržišta	6	

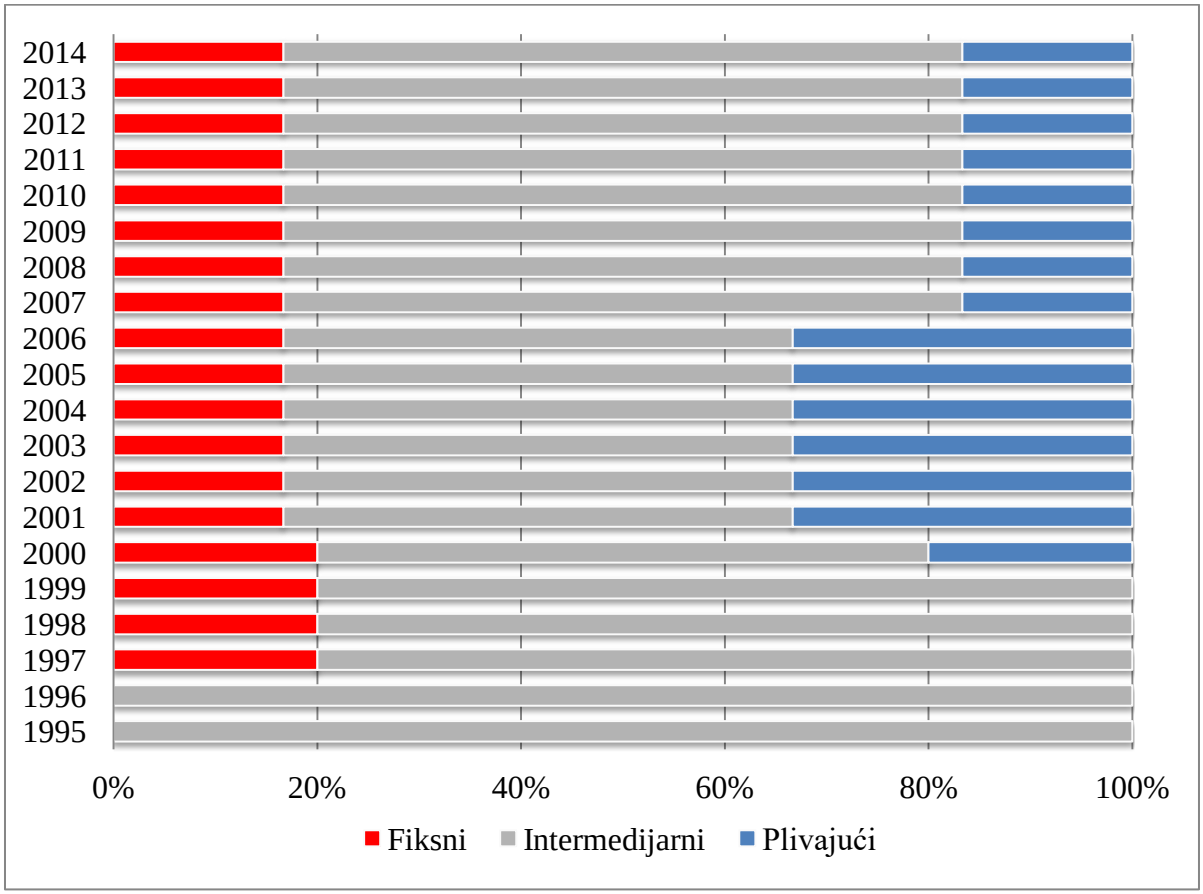
Napomena: Grupiranje iz stupca I je izvršeno prema autorima Ilzetzki, Reinhart i Rogoff, a ovu klasifikaciju autori nazivaju gruba klasifikacija.

Grupiranje iz stupca II koristili su autori poput Combes, Minea i Sow (2013).

Izvor: Samostalna izrada koristeći preferencije autora iz napomene.

Naredni grafikon (Grafikon 35.) prikazuje pripadnost tečajnih režima kada se tečajni režimi svrstaju u tri kategorije, fiksne, intermedijarne i plivajuće tečajne režime. Analizirajući naredni grafikon kod zemalja koje su članice Europske unije može se utvrditi da je najveća pripadnost bila prema intermedijarnim tečajnim režimima. Kroz čitavo razdoblje promatranja pripadnost intermedijarnim tečajnim režimima nije bila ispod 50%, a u početnim godinama

pripadnost je bila i 100%. Udio fiksnih i plivajućih tečajnih režima prilično je niži. Fiksni tečajni režimi javljaju se od 1997. godine, a plivajući od 2000. godine. Od ovih godina minimalno po jedna zemlja koristi i jedan i drugi tip tečajnih režima.



Grafikon 35: Grupiranje tečajnih režima zemalja koje su članice Europske unije u razdoblju 1995. – 2014. godine

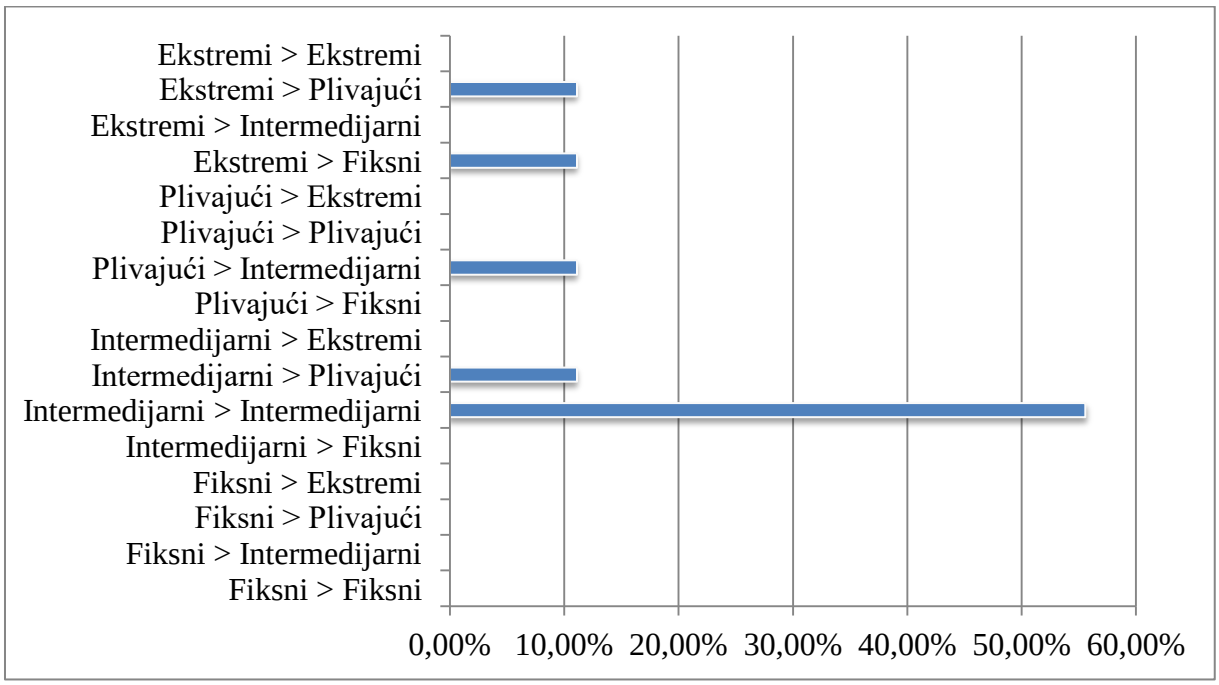
Napomena: Tečajni režimi kao što su slobodno padajući tečaj i dvostruko tržište gdje nedostaju pokazatelji iz jednog tržišta, iz klasifikacije prema Ilzetzki, Reinhart i Rogoff, pripadaju ekstremnim situacijama te su izostavljeni iz analize.

Izvor: Samostalna izrada

Zemlje koje su članice Europske unije u razdoblju 1995. – 2014. godine promijenile su tečajne režime 9 puta. Kada se analizira promjena tečajnih režima u odnosu na vremensko razdoblje, rezultati pokazuju kako zemlje iz uzorka mijenjaju tečajne režime svako 13,3 godina. Promjena tečajnih režima prema kategorijama, fiksnih, intermedijarnih i plivajućih tečajnih režima vidljiva je u nastavku.

Promjena tečajnog režima odnosno prelazak na drugi tečajni režim uglavnom se događala kod intermedijarnih tečajnih režima. Zemalja iz uzorka napuštale su jedan oblik tečajnih režima te prelazile na neki drugi oblik intermedijarnih tečajnih režima. Promjene su još zabilježene i pri

napuštanju ekstremnih tečajnih režima te prelaska na fiksni i plivajući režim, pri napuštanju plivajućih režima te prelaska na intermedijarni režim i obratno (Grafikon 36.).



Grafikon 36: Promjene tečajnih režima zemalja koje su članice Europske unije u razdoblju 1995. – 2014. godine

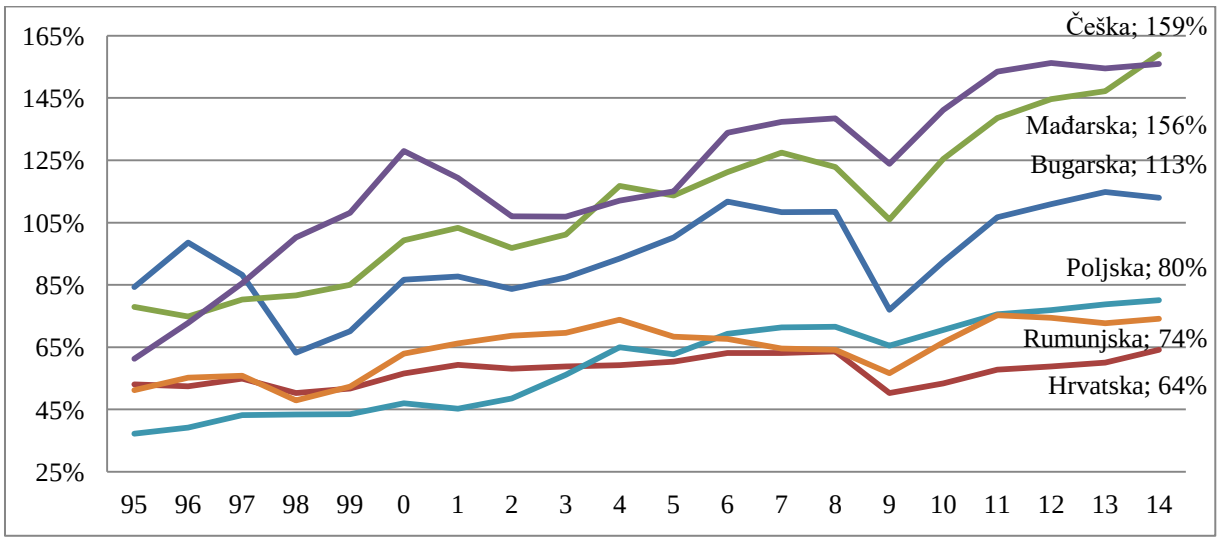
Napomena: Tečajni režimi kao što su slobodno padajući tečaj i dvostruko tržište gdje nedostaju pokazatelji iz jednog tržišta, iz klasifikacije prema Ilzetzki, Reinhart i Rogoff, pripadaju ekstremima.

Izvor: Samostalna izrada

Nakon analize tečajnih režima koji ujedno predstavljaju zavisnu varijablu ovoga istraživanja, slijedi analiza nezavisne varijable odnosno determinanti teorije optimalnog valutnog područja, makroekonomskih i institucionalnih.

Trgovinska otvorenost prikazana (Grafikon 37.) je kao omjer zbroja uvoza i izvoze jedne zemlje i bruto domaćeg proizvoda te zemlje. Trgovinska otvorenost razlikovala se kod pojedinih zemalja u razdoblju 1995. – 2014. godine. Iako u početnim godinama promatranja Češka i Mađarska nisu imale postotno najvišu trgovinsku otvorenost, pri kraju promatranog razdoblja našle su se na vrhu. Kada se uključi Bugarska u ovaj skup onda dobijemo zemlje iz uzorka čija je trgovinska otvorenost u pojedinim godinama prelazila 100%. Kod svih promatranih zemalja, kada se usporedi početno i krajnje razdoblje, zabilježen je rast trgovinske otvorenosti. Od 2008. godine kod svih promatranih zemalja dolazi do pada trgovinske otvorenosti. Ovo se može povezati sa nastankom svjetske financijske krize. Nakon

pada uslijedio je oporavak, a do kraja razdoblja sve su se zemlje vratile na stanja koja su imale prije početka krize.



Grafikon 37: Trgovinska otvorenost u zemljama koje su članice Europske unije u razdoblju 1995. – 2014. godine

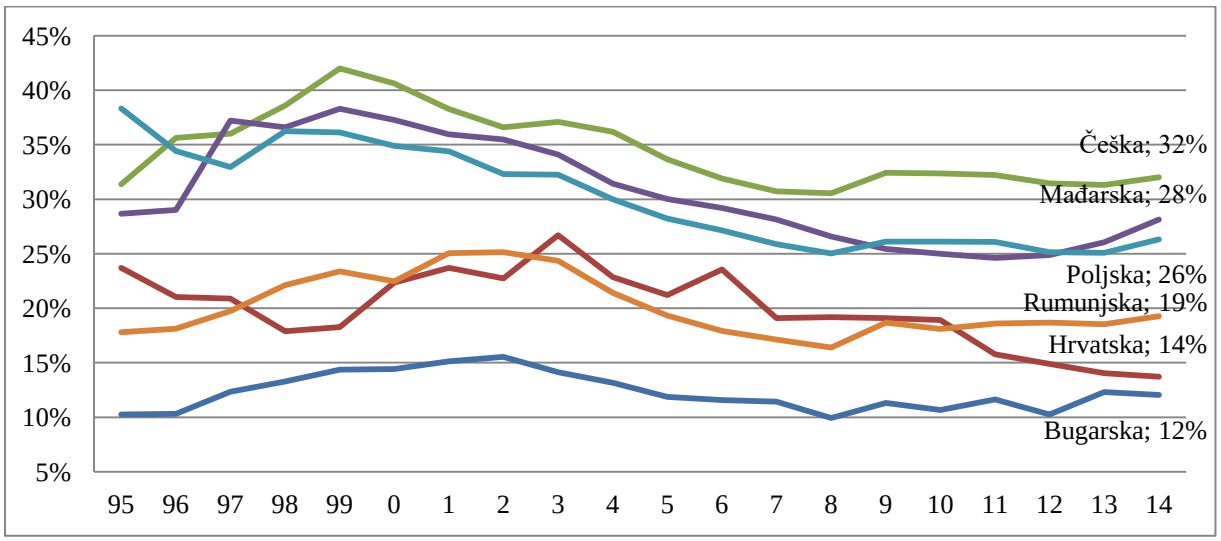
Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators).

Izvor: Samostalna izrada

Ovu determinantu testirala je i Markiewicz (2005.) na sličnom uzorku. Autorica je izvršila dva ekonometrijska testa, gdje je testirala trgovinsku otvorenost prema dvije klasifikacije, prema de jure i de facto klasifikaciji. Kod de jure klasifikacije determinanta trgovinska otvorenost iskazala je statističku značajnost sa fiksnim tečajnim režimima na razini od 5%. Odnos između vjerojatnosti odabira fiksnog tečajnog režima i stupnja trgovinske otvorenosti nije linearan. Međutim, jasno se vidi kako povećanje stupnja trgovinske otvorenosti povećava vjerojatnost odabira fiksnog tečajnog režima. Kod de facto klasifikacije rezultati su bili još izražajniji u korist odabira fiksnih tečajnih režima, koeficijent je bio veći, a statistička značajnost je bila na razini od 1%.

Frieden, Leblang i Valev (2008.) izvršili su empirijsku analizu na de facto i de jure tečajnim režimima kod 21 tranzicijske zemlje u vremenskom razdoblju od 1992. do 2004. godine. I kod analize koja koristi de facto tečajne režime i kod analize koja koristi de jure tečajne režime utvrdili su da je trgovinska otvorenost statistički značajna i da iskazuje vezu sa fiksnim tečajnim režimima, tj. da je vjerojatnost za odabir fiksnog tečajnog režima veća u zemljama gdje se veliki dio gospodarske aktivnosti provodi preko granica.

Zemljopisna koncentracija trgovine prikazuje odnos izvoza prema najvažnijem trgovinskom partneru i između ukupnog izvoza. Ista je prikazana na Grafikonu 38.



Grafikon 38: Zemljopisna koncentracija trgovine u zemljama koje su članice Europske unije u razdoblju 1995. – 2014. godine

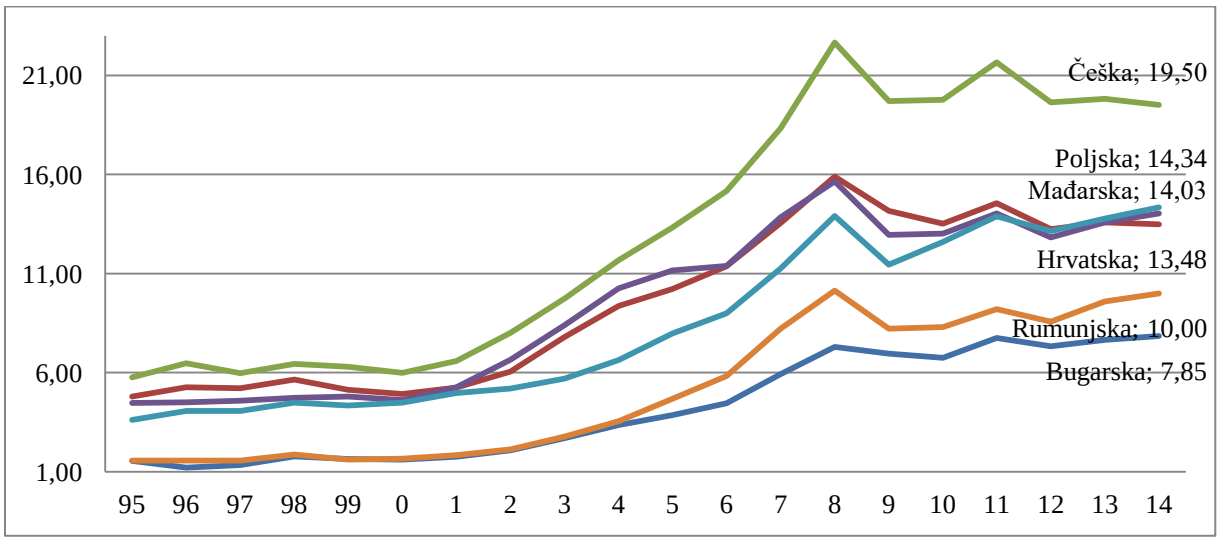
Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka o statistici usmjerenosti trgovine (Direction of trade statistic).

Izvor: Samostalna izrada

Zemljopisna koncentracija trgovine govori o koncentraciji trgovine prema najvažnijem trgovinskom partneru. Analizom Grafikona 38. može se zaključiti kako zemljopisna koncentracija trgovine nije prelazila 40%, osim u izuzetnim slučajevima. Kod Češke, Mađarske i Poljske zemljopisna koncentracija trgovine kretala se uglavnom u rasponu od 25% do 40%. Kod Rumunjske, Hrvatske i Bugarske ovaj raspon je bio nešto niži i uglavnom se kretao od 10% do 25%.

Naredni grafikon (Grafikon 39.) prikazuje ekonomsku razvijenost izraženu preko bruto domaćeg proizvoda po stanovniku. Promatrajući cijelo razdoblje može se zaključiti kako je Češka imala najveći bruto domaći proizvod po stanovniku. Nakon nje slijede zemlje sa sličnim pokazateljima, a to su Poljska, Mađarska i Hrvatska. Nešto niži pokazatelji zabilježeni su u Rumunjskoj i Bugarskoj. Pokazatelji o bruto domaćem proizvodu po stanovniku govore kako je od 2000. godine u svim promatranim zemljama došlo do višestrukog rasta. Rast je trajao sve do 2008. godine, kada dolazi do pada, koji se može povezati sa financijskom krizom. Sve zemlje do kraja razdoblja promatranja imale su veći bruto domaći proizvod po

stanovniku nego što su imale do 2006. godine, no samo su rijetke zemlje nadmašile pokazatelje iz 2008. godine.



Grafikon 39: Bruto domaći proizvod po stanovniku u zemljama koje su članice Europske unije u razdoblju 1995. – 2014. godine

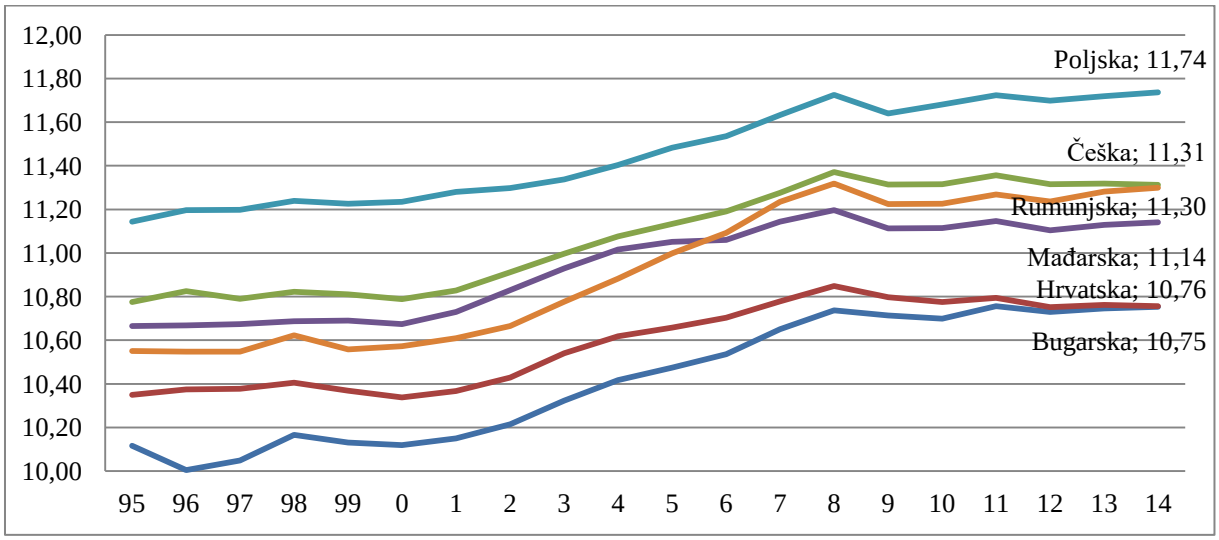
Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators). Bruto domaći proizvod po stanovniku prikazan je u tisućama američkih dolara.

Izvor: Samostalna izrada

Kada se analizira veličina ekonomije izražena preko bruto domaćeg proizvoda za svaku zemlju dobije se nešto drukčiji poredak zemalja. Bruto domaći proizvod za svaku zemlju prikazan je u narednom grafikonu (Grafikon 40.). Markiewicz (2005.) je testirala spomenutu determinantu na sličnom vremenskom prostoru, te prilikom testiranja sa de jure tečajnim režimima koeficijent je iskazao povezanost sa plivajućim tečajnim režimima no statističke značajnosti nije bilo ni na razini od 10%. Kada se promatra veza veličine ekonomije sa de facto tečajnim režimima iz istog istraživanja, tada je koeficijent opet povezanost sa plivajućim tečajnim režimima, no ovaj put je postojala i statistička značajnost.

Grauwe i Schnabl (2004.) navode kako je ekonomska teorija o vezi između tečajne stabilnosti i ekonomskog rasta nejasna. Navode kako zbog nejasne teorije i rezultati empirijskih analiza pružili su oprečna mišljenja. Tako spominju kako je Mundel (1995., prema Grauwe, Schnabl, 2004.) utvrdio veći rast u zemljama sa fiksnim tečajnim režimima. Bailliu, Lafrance i Perrault (2003., prema Grauwe, Schnabl, 2004.) utvrdili su kako su intermedijarni i plivajući tečajni režimi štetni rast. Suprotno od ovih panel istraživanje od Edwards i Levy-Yeyati (2003., prema Grauwe, Schnabl, 2004.) pronašlo je dokaz da zemlje sa plivajućim tečajnim režimima

ostvaruju brži rast. Analizirajući vlastite podatke pronašli su neke dokaze koji upućuju o većem prosječnom rastu u zemljama koje koriste fiksne tečajne režime. Iste rezultate su dobili i kada su iz analize izostavili zemlje sa ekstremnim pokazateljima. No ovi rezultati su dobiveni kada su se promatrali de facto tečajni režimi. Kod de jure tečajnih režima veza između ekonomskog rasta i tečajne stabilnosti bila je slaba i u većini slučajeva bez statističke značajnosti. Autori navode da bez obzira na dobivene rezultate ne mogu odbaciti hipotezu da tečajna stabilnost promiče ekonomski rast u zemljama Srednje i Istočne Europe.



Grafikon 40: Bruto domaći proizvod u zemljama koje su članice Europske unije u razdoblju 1995. – 2014. godine

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators). Pokazatelji prikazuju logaritam od bruto domaćeg proizvoda, koji je izražen u američkim dolarima, za svaku zemlju.

Izvor: Samostalna izrada

Najveći bruto domaći proizvod u promatranom razdoblju ostvarivala je Poljska. Nakon Poljske slijede Češka, Rumunjska i Mađarska, a nakon njih Hrvatska i Bugarska. Sličan redoslijed zemlje su imale i na početku razdoblja, gdje je jedina razlika bila u tome što je Mađarska bila ispred Rumunjske, no tu je poziciju izgubila već od 2006. godine. U 2008. godini su skoro sve zemlje ostvarivale najbolje pokazatelje, jedino je Bugarska imala nešto bolje rezultate od 2013. godine.

Naredna tablica (Tablica 35.) prikazuje diferenciju stope inflacije zemalja iz uzorka koje su članice Europske unije. Ova determinanta je iskazala statističku značajnost sa fiksnim tečajnim režimima u radu Markiewicz (2005.), no koeficijent i u de jure i u de facto slučajnu je bio dosta nizak.

Tablica 35: Diferencija stope inflacije u zemljama koje su članice Europske unije u razdoblju 1995. – 2014. godine

Godina	Bugarska	Hrvatska	Češka	Mađarska	Poljska	Rumunjska	Prosjek
1995.	60,4%	0,2%		26,6%	26,1%	30,5%	28,8%
1996.	121,7%	2,4%	7,5%	22,2%	18,6%	37,5%	35,0%
1997.	1059,7%	2,2%	7,1%	16,8%	13,4%	153,3%	208,7%
1998.	18,1%	6,1%	10,1%	13,6%	11,2%	58,5%	19,6%
1999.	1,9%	3,4%	1,4%	9,4%	6,6%	45,2%	11,3%
2000.	8,9%	3,2%	2,4%	8,4%	8,7%	44,3%	12,7%
2001.	5,5%	1,9%	2,8%	7,2%	3,6%	32,5%	8,9%
2002.	4,5%	0,3%	0,5%	3,9%	0,6%	20,8%	5,1%
2003.	1,3%	0,7%	-0,9%	3,6%	-0,2%	14,3%	3,1%
2004.	4,4%	0,2%	1,0%	5,0%	1,7%	10,1%	3,7%
2005.	4,1%	1,4%	-0,1%	1,6%	0,2%	7,0%	2,4%
2006.	5,6%	1,4%	0,7%	2,1%	-0,8%	4,8%	2,3%
2007.	5,3%	0,6%	0,6%	5,7%	0,2%	2,6%	2,5%
2008.	9,2%	3,3%	3,6%	3,3%	1,5%	5,1%	4,3%
2009.	2,3%	2,2%	0,8%	4,0%	3,2%	5,4%	3,0%
2010.	1,9%	-0,1%	0,3%	3,7%	1,4%	5,0%	2,0%
2011.	0,9%	-0,2%	-0,5%	1,5%	1,8%	3,3%	1,1%
2012.	0,2%	1,3%	1,1%	3,6%	1,6%	1,2%	1,5%
2013.	-1,2%	0,6%	-0,2%	0,1%	-0,7%	2,4%	0,2%
2014.	-2,4%	-1,0%	-0,4%	-1,0%	-0,8%	0,3%	-0,9%
Prosjek 1995.-2014.	65,6%	1,5%	2,0%	7,1%	4,9%	24,2%	17,8%
Prosjek 2000.-2014.	3,4%	1,1%	0,8%	3,5%	1,5%	10,6%	3,5%
Prosjek 2005.-2014.	2,6%	0,9%	0,6%	2,5%	0,8%	3,7%	1,8%
Prosjek 2010.-2014.	-0,1%	0,1%	0,1%	1,6%	0,7%	2,4%	0,8%

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka svjetskog ekonomskog pregleda (World Economic Outlook). Diferencija je urađena sa stopom inflacije iz Njemačke. Pozitivan predznak predstavlja veću stopu inflacije u promatranoj zemlji u odnosu na stopu inflacije u Njemačkoj.

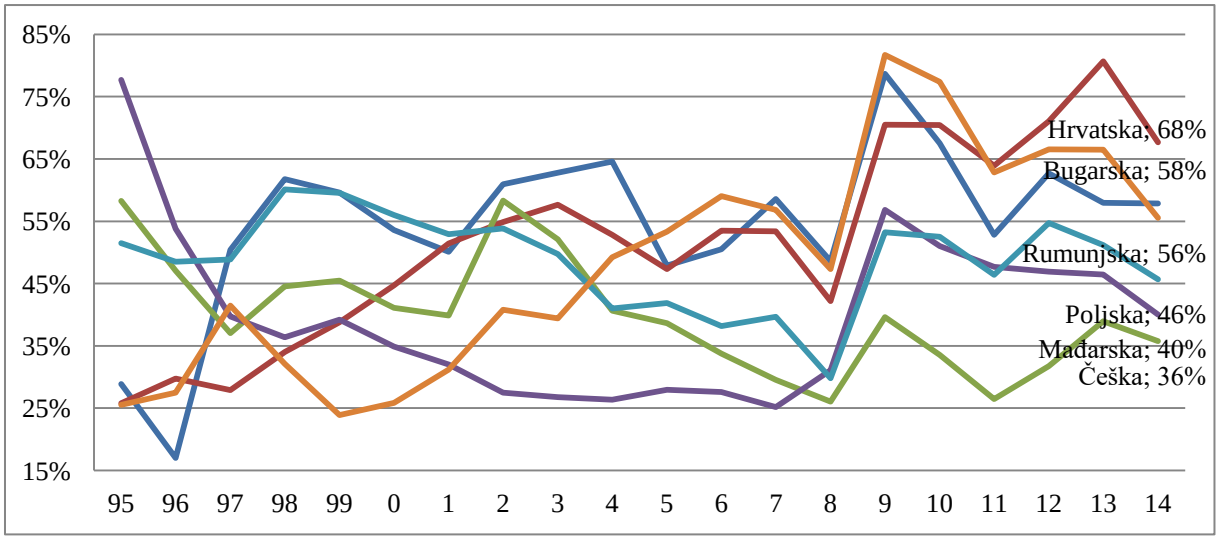
Izvor: Samostalna izrada

Promatrajući (Tablica 35.) odabrano razdoblje može se zaključiti kako je diferencija stope inflacije između promatrane zemlje i stope inflacije u Njemačkoj prosječno gledano uglavnom godine sve niža, a već od 2003. godine zabilježen je i slučaj niže stope inflacije u promatranim zemljama od stope inflacije u Njemačkoj. Razdoblje hiperinflacije 90-ih godina u Bugarskoj i Rumunjskoj dovelo je do visokih razlika između stopa inflacije, a od 2005. godine razlike u stopi inflacije su dosta niske i u ovim zemljama. Kada se promatra razdoblje u posljednjih 10 godina, prosječna stopa diferencije inflacije po zemljama kretala se od -0,1% do 3,7%. Sve niže razlike u stopama diferencije inflacije mogu se pripisati primarnom cilju Eurosustava i jedinstvene monetarne politike za koje je odgovorna Europska centralna banka,

a to je stabilnost cijena, te se može zaključiti kako promatrane zemlje nastoje ispuniti ovaj kriterij i održavati stabilnost cijena.

Prethodni pokazatelji u empirijskim istraživanja uglavnom su se koristili kao indikatori nezavisnih varijabilni koji su svrstani u skup determinanti teorije optimalnog valutnog područja. Naredni pokazatelji koji su analizirani, uglavnom su korišteni kao indikatori nezavisnih varijabilni koji su svrstani u skup makroekonomskih determinanti.

Prva determinanta koja se promatra, a svrstana je u skup makroekonomskih determinanti jeste determinanta o međunarodnim rezervama. Ova determinanta prikazana je u narednom grafikonu (Grafikon 41.). Na kraju promatranog razdoblja najveći udio međunarodnih rezervi u ukupnom uvozu ostvaruje zemlja kod koje je na početku razdoblja ovaj udio bio jedan od najnižih. Radi se o Hrvatskoj. Pored Hrvatske, Bugarska i Rumunjska, na kraju promatranog razdoblja, imaju dosta visoke stope udjela međunarodnih rezervi u ukupnom uvozu. Udio Poljske, Mađarske i Češke na kraju razdoblja kreće se ispod 50%. Zanimljivo je uočiti kako su sve zemlje značajno povećale ovaj udio u 2008. godini.



Grafikon 41: Omjer međunarodnih rezervi i ukupnog uvoza u zemljama koje su članice Europske unije u razdoblju 1995. – 2014. godine

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators).

Izvor: Samostalna izrada

Pojedini autori (Klyuev, 2001., Nerlich, 2002., Bird i Rowlands, 2005. i drugi) su analizirali omjer međunarodnih rezervi i ukupnog uvoza. Nerlich (2002.) je promatrala tečajne režime u odabranim zemljama Srednje i Istočne Europe. U početnim godinama tranzicijskog procesa,

većina zemalja pristupnica odlučila se za odabir sidra s kojima su vezali tečaj kako bi stabilizirali gospodarstvo, ove zemlje karakterizirao je visok udio međunarodnih rezervi. Za razliku od njih zemlje koje su imale nedostatak međunarodnih rezervi odlučile se za plivajuće tečajne režime. Klyuev (2001.) je istraživao 13 zemalja Središnje i Istočne Europe i dobio slične rezultate. U njegovom istraživanju sklonost odabira fiksnog tečajnog režima bila umanjena sa niskom razinom međunarodnih rezervi.

O važnosti međunarodnih rezervi, kod fiksnog tečajnog režima, govori i Staehr (2015.). Priljev stranog kapitala vodi prema aprecijaciji domaće valute. Nakon nekog vremena, zbog reakcije na tržištu, središnja banka kupuje devize u zamjenu za domaću valutu. Središnja banka može alternativno smanjiti kamatnu stopu u zemlji kako bi zaustavila priljev kapitala ili bi mogla uvesti ili ojačati kapitalne kontrole. Odljevi kapitala vode ka suprotnim aktivnostima. U početku dolazi do deprecijacije tečaja, a na kraju središnja banka kupuje domaću valutu pomoću deviznih rezervi, povećava kamatnu stopu ili uvodi strože kontrole nad odljevima kapitala. Slijedi da je fiksni tečajni režim moguć samo ako zemlja ima dovoljno međunarodnih rezervi ili je spremna upravljati kamatnom stopom ili uvesti kontrole kapitala. Ipak postoji mnogo problema koje treba uzeti u obzir prilikom odabira tečajnog režima. Izbor bi trebao uzeti u obzir preferencije donositelja odluka, rasprostranjenost i širenje šokova, strukturu i funkcioniranje gospodarstva, ali i čimbenike kao što su vjerodostojnost i sposobnost vladajućih. Plivajući tečajni režim može biti poželjan u situaciji s velikim i volatilnim kapitalnim tijekovima ili drugim vanjskim šokovima, dok fiksni tečajni režim može biti pogodan u mirnim razdobljima, i u razdobljima kada je cilj stabilizirati stopu inflacije i ograničiti nastanak domaćih politika. Autor (Staehr, 2015.) navodi i da postoje dokazi da se tečajni režimi kreću prema većoj fleksibilnosti kako se gospodarstva razvijaju.

Stope inflacije prikazane su u narednoj tablici (Tablica 36.). Promatrajući odabrano razdoblje može se zaključiti kako je stopa inflacije prosječno gledano uglavnom godine sve niža, a u 2014. godini promatrajući prosjek stopa svih zemalja zabilježen je i slučaj deflacije. Zbog turbulentnog razdoblja 90-ih godina u Bugarskoj i Rumunjskoj prosječna stopa za ukupno razdoblje je dosta visoka, dok se u ostalim zemljama kretala od 3% do 8%. Kada se promatra razdoblje u posljednjih 15 godina, prosječna stopa inflacije po državama kretala se od 2,4% do 5,2%, ne računajući Rumunjsku čija je stopa inflacije bila nešto viša. Posljednjih 10 godina prosječna stopa inflacije kretala se od 2,3% do 5,4%, a posljednjih 5 godina stopa je bila između 1,5% i 4,1%. Održavanje stabilnosti cijena je primarni cilj Eurosustava i jedinstvene

monetarne politike za koje je odgovorna Europska centralna banka, te se može zaključiti kako promatrane zemlje nastoje ispuniti ovaj kriterij i održavati stabilnost cijena.

Tablica 36: Stopa inflacije u zemljama koje su članice Europske unije u razdoblju 1995. – 2014. godine

Godina	Bugarska	Hrvatska	Češka	Mađarska	Poljska	Rumunjska	Prosjek
1995.	62,1%	2,0%		28,3%	27,9%	32,3%	30,5%
1996.	123,0%	3,6%	8,8%	23,4%	19,9%	38,8%	36,3%
1997.	1061,2%	3,7%	8,6%	18,3%	14,9%	154,8%	210,2%
1998.	18,7%	6,7%	10,7%	14,2%	11,8%	59,1%	20,2%
1999.	2,6%	4,0%	2,1%	10,0%	7,3%	45,8%	12,0%
2000.	10,3%	4,6%	3,8%	9,8%	10,1%	45,7%	14,0%
2001.	7,4%	3,8%	4,7%	9,2%	5,5%	34,5%	10,8%
2002.	5,8%	1,7%	1,9%	5,3%	1,9%	22,2%	6,4%
2003.	2,3%	1,8%	0,1%	4,6%	0,8%	15,3%	4,2%
2004.	6,1%	2,0%	2,8%	6,8%	3,5%	11,9%	5,5%
2005.	6,0%	3,3%	1,8%	3,6%	2,1%	9,0%	4,3%
2006.	7,4%	3,2%	2,5%	3,9%	1,0%	6,6%	4,1%
2007.	7,6%	2,9%	2,9%	7,9%	2,5%	4,8%	4,8%
2008.	12,0%	6,1%	6,3%	6,1%	4,2%	7,8%	7,1%
2009.	2,5%	2,4%	1,0%	4,2%	3,5%	5,6%	3,2%
2010.	3,0%	1,0%	1,5%	4,9%	2,6%	6,1%	3,2%
2011.	3,4%	2,3%	1,9%	4,0%	4,3%	5,8%	3,6%
2012.	2,4%	3,4%	3,3%	5,7%	3,7%	3,3%	3,6%
2013.	0,4%	2,2%	1,4%	1,7%	0,9%	4,0%	1,8%
2014.	-1,6%	-0,2%	0,4%	-0,2%	0,0%	1,1%	-0,1%
Prosjek 1995.-2014.	67,1%	3,0%	3,5%	8,6%	6,4%	25,7%	19,3%
Prosjek 2000.-2014.	5,0%	2,7%	2,4%	5,2%	3,1%	12,2%	5,1%
Prosjek 2005.-2014.	4,3%	2,7%	2,3%	4,2%	2,5%	5,4%	3,6%
Prosjek 2010.-2014.	1,5%	1,7%	1,7%	3,2%	2,3%	4,1%	2,4%

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka svjetskog ekonomskog pregleda (World Economic Outlook).

Izvor: Samostalna izrada

Grauwe i Schnabl (2004.) u svom empirijskom istraživanju promatrali su utjecaj odabranih varijabli u zemljama Srednje i Istočne Europe, u vremenskom razdoblju od 1994. do 2002. godine. Varijable su stavlja u odnos sa jednim de jure i dva de facto tečajna režima. Utvrdili su da de facto tečajni režimi posjeduju jak i vrlo značajan utjecaj na inflaciju. Prema istraživanju tečajna stabilnost doprinosi nižoj razini inflacije. Autori su podijeli vremenski uzorak na dva dijela, na razdoblje od 1994. do 1997. i na razdoblje od 1998. do 2002. godine. Kada su isključili zemlje sa ekstremnim vrijednostima veza između pozitivne povezanosti između tečajne stabilnosti i inflacije je oslabila. Tako su dobili da je u drugom vremenskom

razdoblju za oba de facto tečajna režima tečajna stabilnost bila povezana sa većom stopom inflacije. Obrazloženje su pronašli u Balassa-Samuelson efektu koji je doprinio većoj stopi inflacije u zemljama sa fiksnim tečajnim režimima kao što su Estonija ili Litva.

Frieden, Leblang i Valev (2008.) utvrdili su vezu inflacije i izbora plivajućeg tečajnog režima u svojim modelima u kojima su koristili i de jure i de facto tečajne režime. Prema rezultatima vjerojatnost izbora fiksnog tečajnog režima je veća ukoliko je inflacija niska. Kod de jure analize, koeficijent je bio malen unatoč statističkoj značajnost.

Slijedi prikaz naredne nezavisne varijable ovoga istraživanja. Radi se o varijabli inozemni dug. Inozemni dug mjeri se putem indikatora koji u omjer stavljaju ukupan iznos inozemnog duga u odnosu na bruto nacionalni dohodak. Ukupni inozemni dug opisan u bazi podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators) je dug nerezidentima koji se vraćaju u valuti, robi ili uslugama. Ukupni inozemni dug čini zbroj javnih, javno zajamčenih i privatnih dugoročnih dugova koji nisu zajamčeni, korištenje kredita MMF-a i kratkoročni dug. Kratkoročni dug obuhvaća sav dug s dospijećem od jedne godine ili manje te kamate koje se odnose na dugoročni dug. U spomenutoj bazi pronađeni su pokazatelji za Bugarsku i Rumunjsku dok za sve ostale zemlje iz uzorka pokazatelji nisu dostupni.

Tablica 37: Indikator koji mjeri inozemni dug u zemljama koje su članice Europske unije u razdoblju 1995. – 2014. godine

Godina	**1995.**	**1996.**	**1997.**	**1998.**	**1999.**	**2000.**	**2001.**	**2002.**	**2003.**	**2004.**
Bugarska	82,13%	106,73%	102,40%	79,40%	87,90%	92,16%	78,69%	73,79%	66,49%	63,38%
Rumunjska	19,39%	24,14%	27,56%	24,25%	25,90%	30,41%	31,61%	36,86%	38,70%	40,87%
Godina	**2005.**	**2006.**	**2007.**	**2008.**	**2009.**	**2010.**	**2011.**	**2012.**	**2013.**	**2014.**
Bugarska	62,99%	85,39%	108,47%	104,57%	114,80%	107,35%	89,47%	99,65%	99,80%	90,05%
Rumunjska	40,39%	45,51%	51,15%	49,99%	70,27%	71,12%	66,62%	73,00%	67,43%	57,00%

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators).

Izvor: Samostalna izrada

Kada se analiziraju pokazatelji (Tablica 37.) za ove zemlje razvidno je da je indikator niži u svim godinama u Rumunjskoj, te da u samo pojedinim godinama ovaj indikator prelazi 70%. U Bugarskoj je dosta nepovoljnija situacija, te promatrani indikator prelazi 100% u pojedinim godinama promatranja. Ipak za obje promatrane zemlje, može se zaključiti da je indikator u padu u posljednjim promatranim godinama.

Frieden, Leblang i Valev (2008.) analizirali su vezu između inozemnog duga i izbora tečajnog režima. Pretpostavka za ovu varijablu bila je da veće devizne obveze čine devalvacije skupe

za brojne kompanije, kućanstava i vladu, te se očekuje da će veće devizne obveze odnosno veći inozemni dug povećati vjerojatnost izbora fiksnog tečajnog režima. Empirijska analiza je utvrdila, unatoč dosta niskom koeficijentu, pozitivnu povezanost odabira fiksnog tečajnog režima i inozemnog duga.

Na primjeru Hrvatske Ivanov (2011.) navodi da trend intenzivnog rasta inozemnog duga traje je jer su domaći kamatnjaci bili uvijek značajno veći od kamatnjaka na inozemnim tržištima. Faktor većih aktivnih kamatnjaka u Hrvatskoj u odnosu na iste u Eurozoni (odakle dominantno potječu izvori inozemnog financiranja) svakako predstavlja veći rizik, tipičan za mlado tranzicijsko gospodarstvo koje ima pregršt neriješenih strukturnih i političkih problema. Međutim, tome je pridonosila i anticipirana restriktivnost monetarne politike zbog nesklonosti središnje banke prema kreditiranju banaka te još više zbog visoke obvezne pričuve.

Tablica 38: Udio salda transakcija tekućeg računa u bruto domaćem proizvodu u zemljama koje su članice Europske unije u razdoblju 1995. – 2014. godine

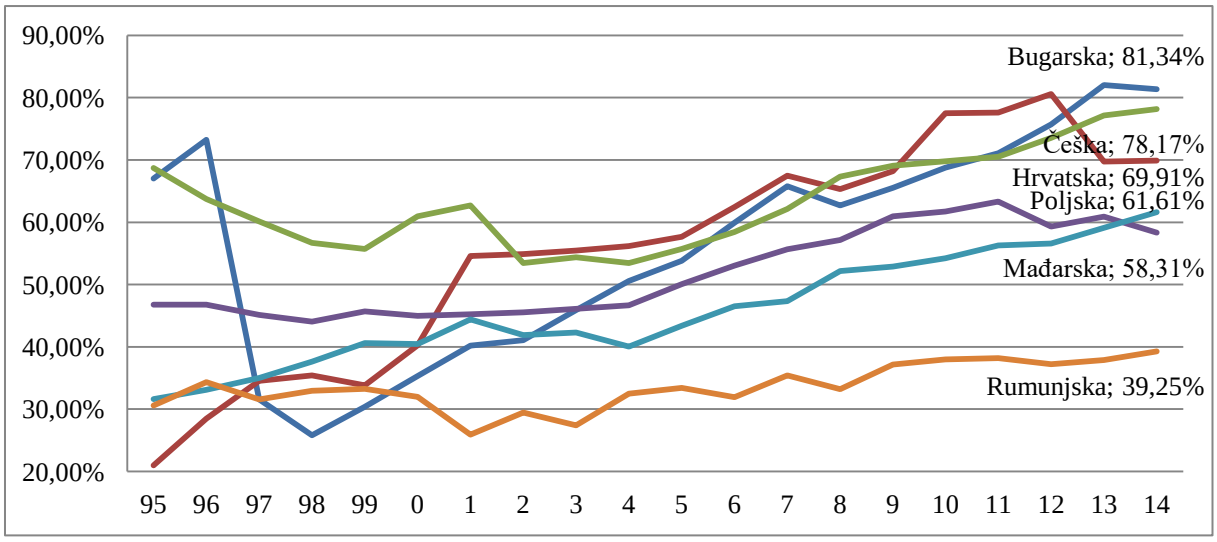
Godina\zemlja	Bugarska	Hrvatska	Češka	Mađarska	Poljska	Rumunjska
1995.	-0,20%	-6,44%	-2,31%	-3,41%	0,61%	-5,00%
1996.	0,16%	-4,61%	-6,18%	-3,73%	-2,08%	-7,28%
1997.	3,81%	-10,49%	-5,88%	-4,12%	-3,65%	-5,96%
1998.	-0,42%	-5,38%	-1,97%	-7,13%	-3,98%	-6,95%
1999.	-4,83%	-6,42%	-2,26%	-7,92%	-7,42%	-3,58%
2000.	-5,35%	-2,31%	-4,38%	-8,47%	-6,02%	-3,62%
2001.	-5,69%	-2,87%	-4,86%	-5,84%	-3,12%	-5,47%
2002.	-1,95%	-6,93%	-5,22%	-6,40%	-2,79%	-3,30%
2003.	-4,85%	-6,15%	-5,83%	-8,04%	-2,52%	-5,53%
2004.	-6,40%	-4,33%	-4,83%	-8,54%	-5,46%	-8,37%
2005.	-11,22%	-5,46%	-0,89%	-7,01%	-2,62%	-8,57%
2006.	-17,09%	-6,43%	-2,02%	-7,08%	-4,05%	-10,45%
2007.	-25,55%	-7,24%	-4,21%	-7,15%	-6,40%	-13,95%
2008.	-21,72%	-8,82%	-1,87%	-6,96%	-6,76%	-12,00%
2009.	-8,22%	-5,04%	-2,37%	-0,76%	-4,09%	-4,92%
2010.	1,01%	-1,50%	-3,55%	0,27%	-5,40%	-5,05%
2011.	1,06%	-0,61%	-2,21%	0,81%	-5,17%	-5,00%
2012.	-0,39%	-0,37%	-1,53%	1,72%	-3,72%	-4,77%
2013.	1,77%	0,95%	-0,53%	3,94%	-1,29%	-1,08%
2014.	1,22%	0,72%	0,65%	2,20%	-2,04%	-0,48%
Minimum	-25,55%	-10,49%	-6,18%	-8,54%	-7,42%	-13,95%
Prosjek	-5,24%	-4,49%	-3,11%	-4,18%	-3,90%	-6,07%
Maksimum	3,81%	0,95%	0,65%	3,94%	0,61%	-0,48%

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators).

Izvor: Samostalna izrada

Udio salda transakcija tekućeg računa u bruto domaćem proizvodu je sljedeći indikator koji je prikazan u Tablici 38. Kod svih promatranih zemalja saldo transakcija tekućeg računa u prosjeku kroz ukupno promatrano razdoblje bio je negativan. Najviši negativan saldo zabilježen je u Bugarskoj i iznosio je oko 25% od ukupnog bruto domaćeg proizvoda. U ostalim promatranim zemljama najviši negativni saldo nije prelazio 14% od ukupnog bruto domaćeg proizvoda. Rumunjska kroz sve godine promatranja nije zabilježila niti jednu godinu u kojoj je saldo transakcija tekućeg računa bio pozitivan.

Financijsku razvijenost moguće je promatrati na više načina. Jedan od načina jeste da se financijska razvijenost promatra kroz omjer likvidnih sredstava u odnosu na bruto domaći proizvod. Ovu determinantnu Markiewicz (2005.) je također testirala na de juro i de facto tečajnim režimima. U oba slučaja determinanta je iskazala statistički značajnu povezanost, i to na razini od 1%, sa plivajućim tečajnim režimima. Financijska razvijenost izražena kroz omjer likvidnih sredstava u odnosu na bruto domaći proizvod prikazana je na narednom grafikonu.



Grafikon 42: Omjer likvidnih sredstava u odnosu na bruto domaći proizvod u zemljama koje su članice Europske unije u razdoblju 1995. – 2014. godine

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators).

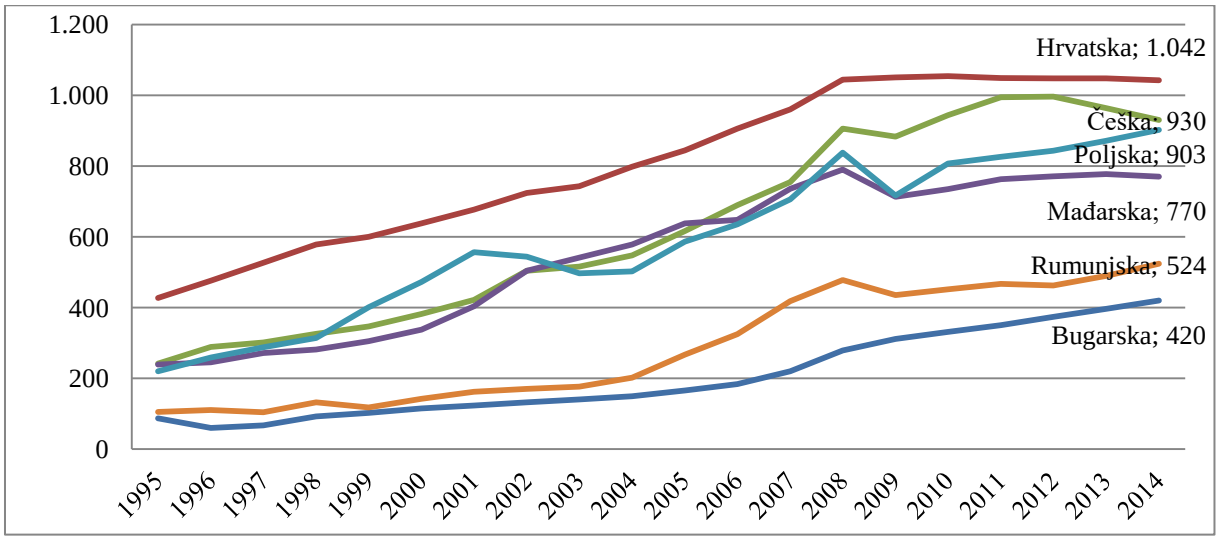
Izvor: Samostalna izrada

Financijska razvijenost (Grafikon 42.) izražena preko omjera likvidnih sredstava u odnosu na bruto domaći proizvod kod Rumunjske ima najniži omjer u odnosu na bruto domaći proizvod. Omjer kod Rumunjske nije prelazio iznos od 40% u svim promatranim godinama. Kod ostalih

zemalja omjer je od 2008. godine bio viši od 50%. Iako je u početnim godinama promatranja Hrvatska imala najniži udio likvidnih sredstava u bruto domaćem proizvodu, ovaj udio se stalno povećavao te je u pojedinim godinama bio i najviši u odnosu na sve zemlje iz uzorka. Oscilacije udjela su zabilježene u Bugarskoj i Češkoj.

Frieden, Leblang i Valev (2008.) testirali su utjecaj financijske razvijenosti na izbor tečajnog režima u jednom od pet modela koji uzima u obzir de facto tečajne režime i jednom od pet modela koji u obzir uzima de jure tečajne režime. U modelu koji u obzir uzima de jure tečajni režim varijabla nije iskazala statističku značajnost, no koeficijent je iskazao smjer prema plivajućim tečajnim režimima. U modelu koji je u obzir uzeo de facto tečajni režim financijska razvijenost je iskazala statističku značajnost na razini manjoj od 1%, te je koeficijet također bio negativnog predznaka. Ovo govori kako je vjerojatnost izbora fiksnog tečajnog režima veća što je financijska razvijenost zemlje manja.

Naredni indikator govori o jediničnim troškovima rada u zemljama. Indikator je izražen preko podataka o prosječnoj mjesečnoj bruto plaći prikazanoj u eurima. Jedinični troškovi rada prikazani su u narednom grafikonu (Grafikon 43.).



Grafikon 43: Jedinični troškovi rada u zemljama koje su članice Europske unije u razdoblju 1995. – 2014. godine

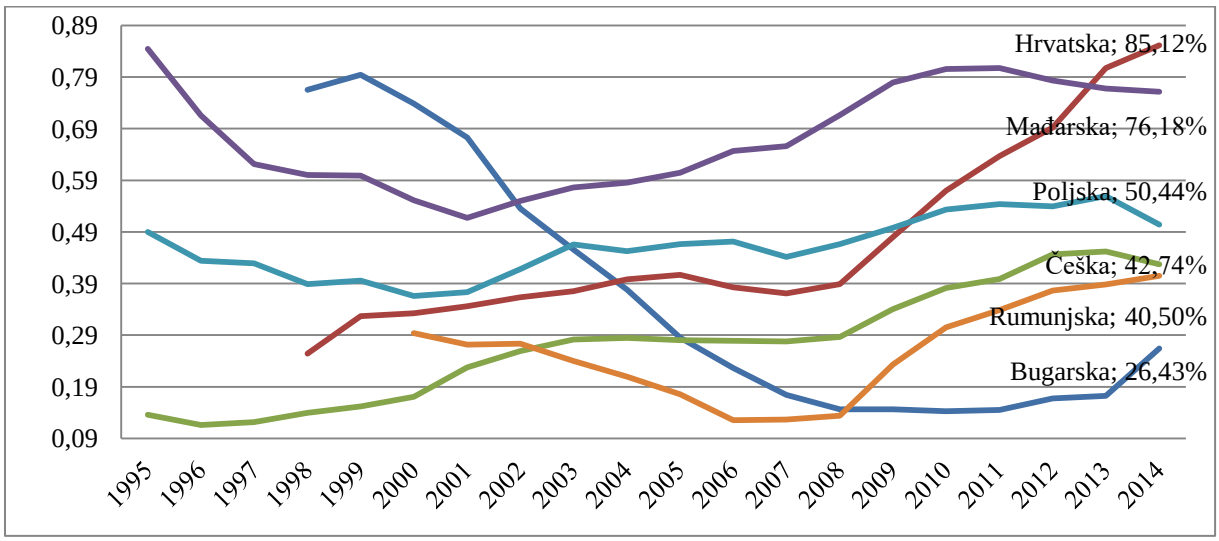
Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka Bečkog instituta za međunarodne ekonomske studije (WIIW).

Izvor: Samostalna izrada

Analizirajući jedinične troškove rada može se zaključiti da je u svim zemljama došlo do porasta troškova rada. Na početku promatranog razdoblja jedinični troškovi rada u većini

zemalja iznosili su ispod 250 eura, a na kraju razdoblja ovaj iznos bio je veći od 750 eura u većini zemalja. Najniži troškovi rada zabilježeni su u Bugarskoj i Rumunjskoj, a najviši u Hrvatskoj. Odmah ispod Hrvatske nalaze se Češka i Poljska. Značajniji rast zabilježen je od početka promatranog razdoblja pa do 2008. godine. Nakon 2008. godine rast više nije tako izražajan.

Naredni indikator prikazuje omjer bruto duga zemlje u odnosu na bruto domaći proizvod i isti je prikazan kroz naredni grafikon (Grafikon 44.).



Grafikon 44: Omjer bruto duga zemlje u odnosu na bruto domaći proizvod u zemljama koje su članice Europske unije u razdoblju 1995. – 2014. godine

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka svjetskog ekonomskog pregleda (World Economic Outlook). Pojedini pokazatelji nisu dostupni u spomenutoj bazi podataka.

Izvor: Samostalna izrada

Kada se promatra omjer bruto duga zemlje u odnosu na bruto domaći proizvod može se zaključiti kako su Hrvatska i Mađarska na kraju razdoblja zabilježile omjer koji je prelazio 75%. Kod svih ostalih zemalja ovaj omjer uglavnom nije prelazio 50%. Izuzeci su bili Bugarska do 2003. godine i Poljska u pojedinim godinama.

Naredni indikator govori o ukupnom proračunskom suficitu/deficitu, a isti je prikazan u odnosu na bruto domaći proizvod u Tablici 39. Kada se analizira omjer proračunskog suficita/deficita može se zaključiti kako je većina država kroz promatrane godine zabilježila proračunski deficit. U prosjeku deficit je bio najniži u Bugarskoj i bio je niži od 1% bruto domaćeg proizvoda. Nešto viši je zabilježen u Hrvatskoj i Češkoj. Poljska i Rumunjska u prosjeku imale su deficit od 4% bruto domaćeg proizvoda, a Mađarska nešto više od 7%.

Tablica 39: Proračunski suficit/deficit odnosu na bruto domaći proizvod u zemljama koje su članice Europske unije u razdoblju 1995. – 2014. godine

Zemlja	Minimum	Prosjek	Maksimum
Bugarska	-14,85%	-0,64%	3,14%
Hrvatska	-5,24%	-2,64%	0,06%
Češka	-5,68%	-3,02%	-0,87%
Mađarska	-10,99%	-7,15%	-2,79%
Poljska	-6,96%	-4,09%	-1,73%
Rumunjska	-9,71%	-4,28%	-2,26%

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators).

Izvor: Samostalna izrada

Slijedi prikaz i analiza institucionalnih indikatora. Prvi institucionalni indikator koji se prikazuje je indeks demokracije. Indeks demokracije prikazan je u Tablici 40, a korištena je skala od 0 do 10. Od navedenih zemalja jedino je Mađarska iskazala najveći stupanj demokracije u čitavom promatranom razdoblju.

Tablica 40: Indeks demokracije u zemljama koje su članice Europske unije u razdoblju 1995. – 2014. godine

Godina/zemlja	Bugarska	Hrvatska	Češka	Mađarska	Poljska	Rumunjska
1995.	8	0	10	10	9	5
1996.	8	0	10	10	9	8
1997.	8	0	10	10	9	8
1998.	8	0	10	10	9	8
1999.	8		10	10	9	8
2000.	8	8	10	10	9	8
2001.	9	8	10	10	9	8
2002.	9	8	10	10	10	8
2003.	9	8	10	10	10	8
2004.	9	8	10	10	10	9
2005.	9	9	10	10	10	9
2006.	9	9	9	10	10	9
2007.	9	9	9	10	10	9
2008.	9	9	9	10	10	9
2009.	9	9	9	10	10	9
2010.	9	9	9	10	10	9
2011.	9	9	9	10	10	9
2012.	9	9	9	10	10	9
2013.	9	9	9	10	10	9
2014.	9	9	9	10	10	9

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka Polity IV Project. Pojedini pokazatelji nisu dostupni u spomenutoj bazi podataka.

Izvor: Samostalna izrada

U drugoj polovici promatranog razdoblja sve su zemlje imale najveći stupanj ili stupanj ispod najvećeg. Kod svih zemalja, osim u Češkoj, zabilježen je rast indeksa demokracije.

Frieden, Leblang i Valev (2008.) mjerili su u svom empirijskom istraživanju utjecaj institucionalnih determinanti na izbor tečajnog režima preko indeksa demokracije. Došli su do zaključka da zemlja sa razvijenijim demokratskim sustavima imaju veću vjerojatnost da djeluju pod fiksnim tečajnim režimima. Razlog za ovo navode u činjenici da vladajuća garnitura koristi inozemni tečajni režim kako bi izolirali monetarnu politiku od domaćih političkih zahtjeva. Svi koeficijenti za ovaj zaključak bili su statistički značajni i kod de facto i kod de jure tečajnih režima.

Naredni indikator govori o političkoj stabilnosti, a ona je izražena putem broja godina iste administracije. Politička stabilnost je prikazana u Tablici 41.

Tablica 41: Broja godina iste administracije u zemljama koje su članice Europske unije u razdoblju 1995. – 2014. godine

Godina\zemlja	Bugarska	Hrvatska	Češka	Mađarska	Poljska	Rumunjska
1995.	1	3	3	1	5	3
1996.	2	4	4	2	1	4
1997.	3	5	5	3	2	1
1998.	4	6	6	4	3	2
1999.	5	1	7	1	4	1
2000.	6	2	8	2	5	2
2001.	7	3	1	3	6	1
2002.	8	4	2	4	7	2
2003.	9	5	3	1	8	3
2004.	10	1	1	2	9	4
2005.	11	2	2	1	10	1
2006.	12	3	3	2	1	2
2007.	13	1	4	3	2	3
2008.	14	2	5	4	3	4
2009.	15	3	6	5	4	5
2010.	16	1	7	6	5	6
2011.	17	2	1	1	1	7
2012.	18	3	2	2	2	8
2013.	19	4	3	3	3	9
2014.	20		4	4	4	10

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka o političkim institucijama (Database of Political Institutions). Pojedini pokazatelji nisu dostupni u spomenutoj bazi podataka.

Izvor: Samostalna izrada

Tablica govori kako je najdužu administraciju, tj. političku stabilnost, iskazala Bugarska. Administracija u Bugarskoj zadržala se od početno promatranog razdoblja pa do kraja promatranog razdoblja. Ista administracija u Poljskoj i Rumunjskoj najduže se zadržala deset

godina, u Češkoj osam godina, a u Hrvatskoj i Mađarskoj ista administracija se najduže zadržala šest godina.

Institucionalne determinante političku stabilnost i snagu vlade testirala je Markiewicz (2005.) preko de jure i de facto tečajnih režima. Obe determinante su se iskazale kao značajne. Međutim, njihovi znakovi su suprotni. Prva, politička stabilnost, sugerira da, što je politika politički nestabilna zemlja, to je vjerojatnije da će odabrati fiksni tečajni režim. Snažnije vlade imaju veću sklonost za odabir fiksnog tečajnog režima. Autorici su rezultati bili zagonetka zbog neočekivanog ishoda pa je uradila i dodatne testove kako bi pokušala dobiti drukčije rezultate. Međutim nije bilo promjene tako da su ovi rezultati za autoricu ostali zagonetka.

Tablica 42: Snaga vlade prema broju mjesta u parlamentu u odnosu na maksimalno mogući broj mjesta u zemljama koje su članice Europske unije u razdoblju 1995. – 2014. godine

Godina\zemlja	Hrvatska	Češka	Mađarska	Poljska	Rumunjska
1995.	53%	66%	72%	66%	54%
1996.	53%	53%	72%	66%	54%
1997.	50%	53%	72%	66%	37%
1998.	42%	53%	72%	42%	37%
1999.	41%	53%	55%	42%	37%
2000.	41%	63%	55%	42%	37%
2001.	41%	63%	55%	42%	45%
2002.	41%	63%	55%	56%	45%
2003.	51%	63%	51%	56%	45%
2004.	51%	48%	51%	56%	45%
2005.	51%	48%	51%	56%	46%
2006.	51%	48%	51%	53%	46%
2007.	50%	48%	54%	53%	46%
2008.	50%	52%	54%	52%	46%
2009.	50%	52%	54%	52%	69%
2010.	50%	52%	54%	52%	69%
2011.	59%	52%	68%	52%	69%
2012.	59%	53%	68%	51%	69%
2013.	59%	53%	68%	51%	82%
2014.	56%	53%	68%	51%	82%

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka o političkim institucijama (Database of Political Institutions). Pojedini pokazatelji nisu dostupni u spomenutoj bazi podataka.

Izvor: Samostalna izrada

Nakon indikatora koji govori o istoj administraciji prikazuje indikator koji govori o snazi vlade prema broju mjesta u parlamentu u odnosu na maksimalno mogući broj mjesta. Indikator je prikazan u Tablici 42. Postotno gledano snaga vlade prema broju mjesta u parlamentu u odnosu na maksimalno mogući broj mjesta u Hrvatskoj kretala se između 41% i 59%. Ovaj postotak u Češkoj kretao se između 48% i 66%, u Mađarskoj između 51% i 72%, u Poljskoj između 42% i 66%, i u Rumunjskoj između 37% i 82%.

4.2. Karakteristike i analiza tečajnih režima i pretpostavljenih determinanti ostalih posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije

Ostale posttranzicijske zemlje u procesu eurointegracije koje se promatraju su Albanija, Bosna i Hercegovina, Makedonija, Crna Gora i Srbija. Analiza spomenutih zemalja počinje klasifikacijom tečajnih režima u spomenutim zemljama (Tablica 43.).

Tablica 43: Klasifikacija tečajnih režima ostalih zemalja u razdoblju 1995. – 2014. godine

Godina \ Zemlja	Albanija	Bosna i Hercegovina	Makedonija	Crna Gora	Srbija
1995.	13	2	7		
1996.	14	2	7		
1997.	14	2	7		
1998.	10	2	7		
1999.	11	2	7		
2000.	11	2	7		
2001.	11	2	7		
2002.	11	2	7		
2003.	11	2	7		
2004.	11	2	7		
2005.	11	2	7		
2006.	11	2	7	1	8
2007.	11	2	7	1	8
2008.	11	2	7	1	8
2009.	4	2	7	1	8
2010.	4	2	7	1	8
2011.	4	2	7	1	8
2012.	4	2	7	1	8
2013.	4	2	7	1	8
2014.	4	2	7	1	8

Napomena: Tečaj je označen po sljedećoj metodologiji

1 = Sustav bez domaće valute u optjecaju
2 = Prethodno najavljeno vezanje ili sustav valutnog odbora
4 = De facto vezanje
7 = De facto sustav puzećega vezanja deviznoga tečaja
8 = De facto sustav puzećega raspona deviznoga tečaja koji je uži ili jednak od +/-2 postotka
10 = De facto sustav puzećega raspona deviznoga tečaja koji je uži ili jednak od +/-5 postotka
11 = Sustav krećućeg raspona deviznoga tečaja koji je uži ili jednak od +/-2 postotka
13 = Sustav slobodno-plivajućih deviznih tečajeva
14 = Slobodno padajući tečaj

Izvor: Samostalna izrada koristeći de facto klasifikaciju od Ilzetzki, Reinhart i Rogoff 1940.- 2015. godine

Od ukupne klasifikacije tečajnih režima, koja se sastoji od 15 različitih tečajnih režima prema Ilzetzki, Reinhart i Rogoff, ostale zemlje u razdoblju od 20 godina koristile su devet različitih tečajnih režima. Postotna pripadnost pojedinim tečajnim režimima prikazana je u Tablici 44.

Tablica 44: Detaljna postotna klasifikacija tečajnih režima ostalih zemalja u razdoblju 1995. – 2014. godine

Godina \ Tečaj	1	2	4	7	8	10	11	13	14
1995.	0,0%	33,3%	0,0%	33,3%	0,0%	0,0%	0,0%	33,3%	0,0%
1996.	0,0%	33,3%	0,0%	33,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	33,3%
1997.	0,0%	33,3%	0,0%	33,3%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	33,3%
1998.	0,0%	33,3%	0,0%	33,3%	0,0%	33,3%	0,0%	0,0%	0,0%
1999.	0,0%	33,3%	0,0%	33,3%	0,0%	0,0%	33,3%	0,0%	0,0%
2000.	0,0%	33,3%	0,0%	33,3%	0,0%	0,0%	33,3%	0,0%	0,0%
2001.	0,0%	33,3%	0,0%	33,3%	0,0%	0,0%	33,3%	0,0%	0,0%
2002.	0,0%	33,3%	0,0%	33,3%	0,0%	0,0%	33,3%	0,0%	0,0%
2003.	0,0%	33,3%	0,0%	33,3%	0,0%	0,0%	33,3%	0,0%	0,0%
2004.	0,0%	33,3%	0,0%	33,3%	0,0%	0,0%	33,3%	0,0%	0,0%
2005.	0,0%	33,3%	0,0%	33,3%	0,0%	0,0%	33,3%	0,0%	0,0%
2006.	20,0%	20,0%	0,0%	20,0%	20,0%	0,0%	20,0%	0,0%	0,0%
2007.	20,0%	20,0%	0,0%	20,0%	20,0%	0,0%	20,0%	0,0%	0,0%
2008.	20,0%	20,0%	0,0%	20,0%	20,0%	0,0%	20,0%	0,0%	0,0%
2009.	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2010.	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2011.	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2012.	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2013.	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
2014.	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	20,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%

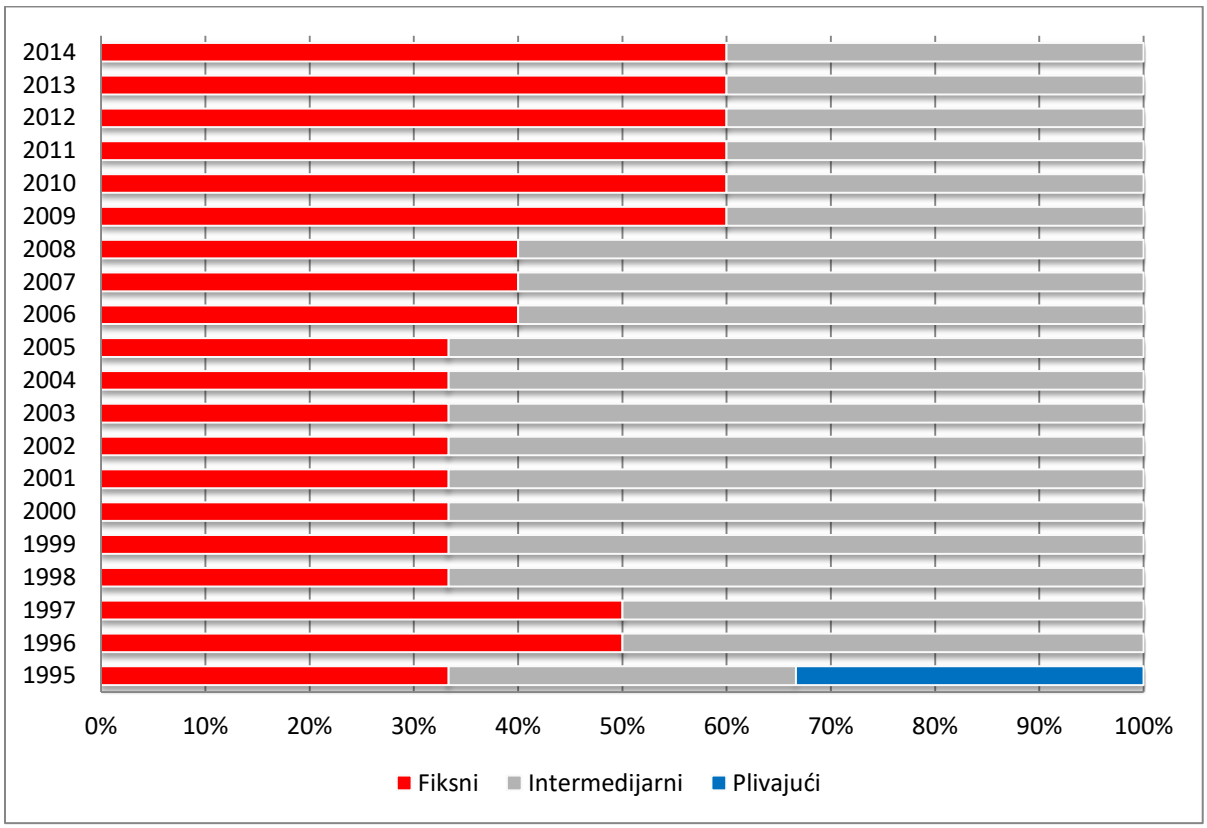
Napomena: Tečaj je označen po sljedećoj metodologiji

1 = Sustav bez domaće valute u optjecaju
2 = Prethodno najavljeno vezanje ili sustav valutnog odbora
4 = De facto vezanje
7 = De facto sustav puzećega vezanja deviznoga tečaja
8 = De facto sustav puzećega raspona deviznoga tečaja koji je uži ili jednak od +/-2 postotka
10 = De facto sustav puzećega raspona deviznoga tečaja koji je uži ili jednak od +/-5 postotka
11 = Sustav krećućeg raspona deviznoga tečaja koji je uži ili jednak od +/-2 postotka
13 = Sustav slobodno-plivajućih deviznih tečajeva
14 = Slobodno padajući tečaj

Izvor: Samostalna izrada koristeći de facto klasifikaciju od Ilzetzki, Reinhart i Rogoff 1940.- 2015. godine

Kada se analizira postotna pripadnost pojedinim tečajnim režimima moguće je zaključiti kako se ni jedan tečajni režim koristio u više od 40% zemalja iz uzorka. Tečajni režimi poput prethodno najavljeno vezanje ili sustav valutnog odbora i de facto sustav puzećega vezanja deviznoga tečaja su jedini tečajni režimi koji su korišteni u svim godinama promatranja. De facto sustav puzećega raspona deviznoga tečaja koji je uži ili jednak od +/-2 postotka koji se koristio u svim godinama u zemljama članicama Europske unije nije imao jednaku zastupljenost u ostalim zemljama. Kada bi se zajedno usporedile iz uzorka i zemlje članice Europske unije i ostale zemlje moguće je zaključiti kako ni jedan tečajni režim nije imao zastupljenost u svim godinama promatranja. U ostalim zemljama i ekstremi, poput slobodno padajućeg tečaja i dvostrukog tržišta gdje nedostaju pokazatelji iz jednog tržišta, su imali određeni udio.

Naredni grafikon (Grafikon 45.) prikazuje pripadnost tečajnih režima kada se tečajni režimi svrstaju u tri kategorije, fiksne, intermedijarne i plivajuće tečajne režime.



Grafikon 45: Grupiranje tečajnih režima ostalih zemalja u razdoblju 1995. – 2014. godine

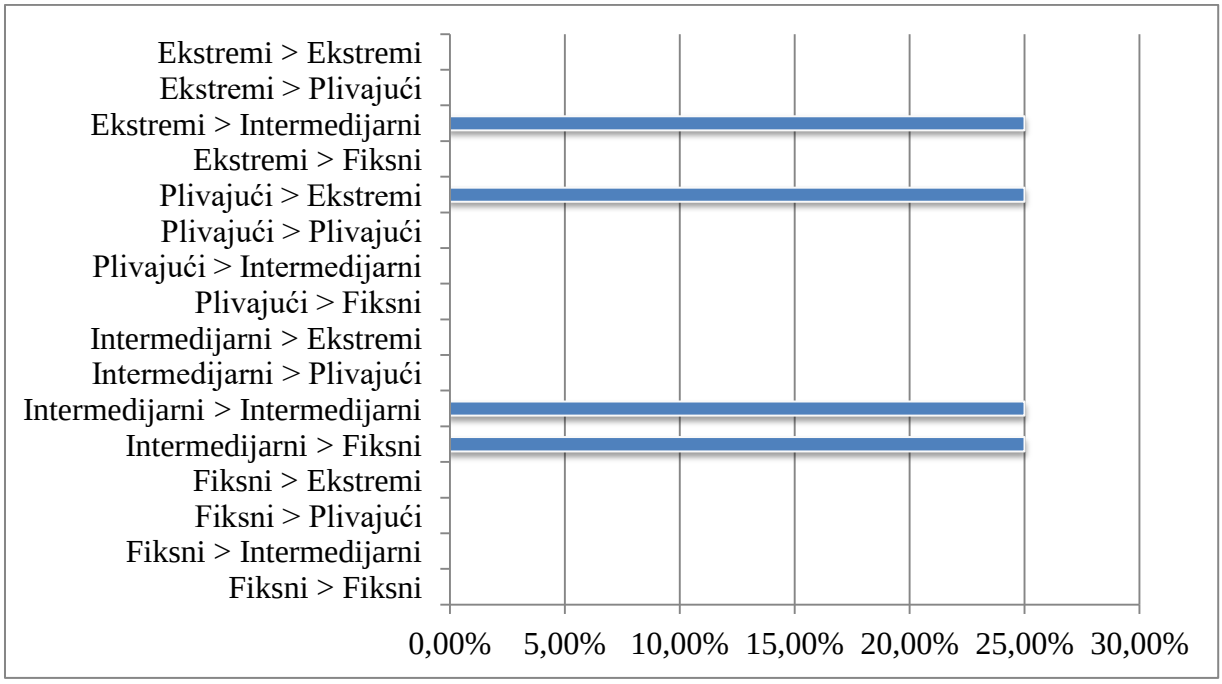
Napomena: Tečajni režimi kao što su slobodno padajući tečaj i dvostruko tržište gdje nedostaju pokazatelji iz jednog tržišta, iz klasifikacije prema Ilzetzki, Reinhart i Rogoff, pripadaju ekstremnim situacijama te su izostavljeni iz analize.

Izvor: Samostalna izrada

Analiza Grafikona 45. govori da ostale zemlje iz uzorka nakon 1995. godine nisu koristile neke oblike plivajućih tečajnih režima (osim u jednoj zemlji u jednoj godini). Izbor je bio između fiksnih i intermedijarnih režima. U vremenskom razdoblju od 1998. godine do 2008. godine broj zemalja koje su koristile intermedijarne tečajne režime bio je veći od zemalja koje su koristile fiksne tečajne režime. U ostalim godinama prednost pri izboru tečajnog režima bila je na strani fiksnih tečajnih režima, ili prednosti nije ni bilo.

Ostale zemlje u razdoblju 1995. – 2014. godine promijenile su tečajne režime 4 puta. Kada se analizira promjena tečajnih režima u odnosu na vremensko razdoblje, rezultati pokazuju kako zemlje iz uzorka mijenjaju tečajne režime svako 19,5 godina. Ipak, ovaj zaključaj se treba uzeti sa rezervom jer se radi o analizi samo pet zemalja, od kojih su dvije zemlje promatrane

nakon 2006. godine. Također od pet promatranih zemalja u četiri zemlje nije bilo nikako promjena tečajnih režima. Jedina zemlja gdje su se promjene događale bila je Albanija koja je u prosjeku svako 5 godina mijenjala vrstu korištenog tečajnog režima. Promjena tečajnih režima prema tri glavne kategorije vidljiva je u nastavku (Grafikon 46.).



Grafikon 46: Promjene tečajnih režima ostalih zemalja u razdoblju 1995. – 2014. godine

Napomena: Tečajni režimi kao što su slobodno padajući tečaj i dvostruko tržište gdje nedostaju pokazatelji iz jednog tržišta, iz klasifikacije prema Ilzetzki, Reinhart i Rogoff, pripadaju ekstremima.

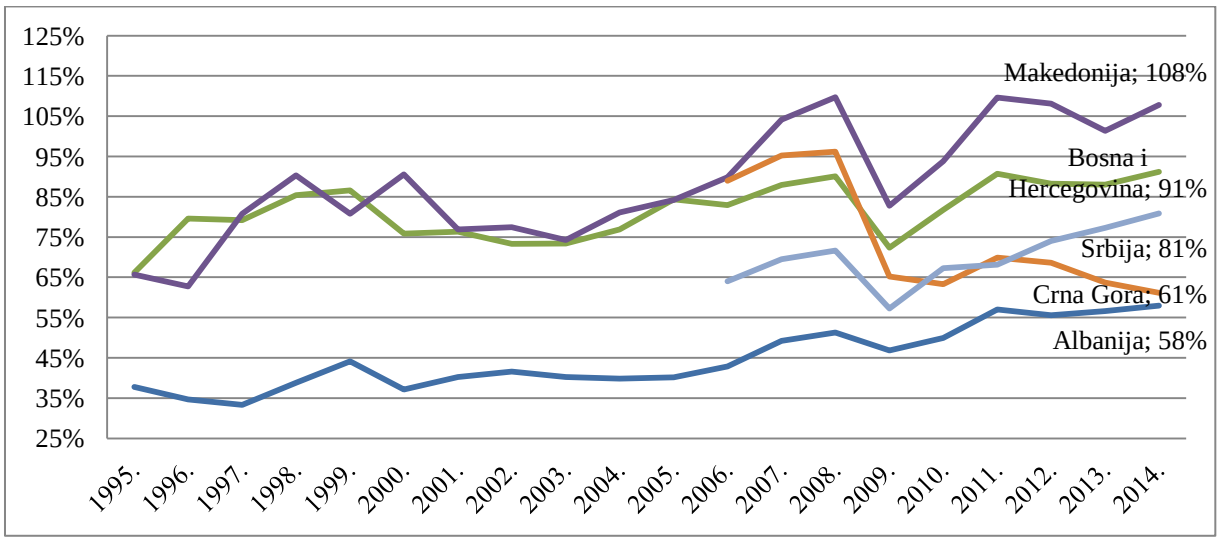
Izvor: Samostalna izrada

Od ukupno 16 različitih mogućnosti promjena tečajnog režima te prelaska na drugi tečajni režim, 4 mogućnosti su korištene. Sve promjene su jednako zastupljene.

Slijede analize nezavisnih varijabli kod ostalih zemalja. Trgovinska otvorenost ostalih zemalja prikazana je na Grafikonu 47. Analizirajući podatke o trgovinskoj otvorenosti ostalih zemalja može se izvući zaključak kako su Makedonija i Bosna i Hercegovina imale prosječno najvišu trgovinsku otvorenost. Makedonija je jedina zemlja čija je trgovinska otvorenost u pojedinim godinama prelazila 100%, odnosno čiji je zbroj uvoza i izvoza bio veći od iznosa bruto domaćeg proizvoda.

Sličnost između ovih zemalja i analiziranih zemalja koje su članice Europske unije se vidi u padu stope trgovinske otvorenosti u vrijeme svjetske financijske krize. Iako su sve analizirane

zemlje članice Europske unije zabilježile oporavak te se stopa trgovinske otvorenosti vratila na stanja prije krize, to nije bio slučaj kod ostalih zemalja.



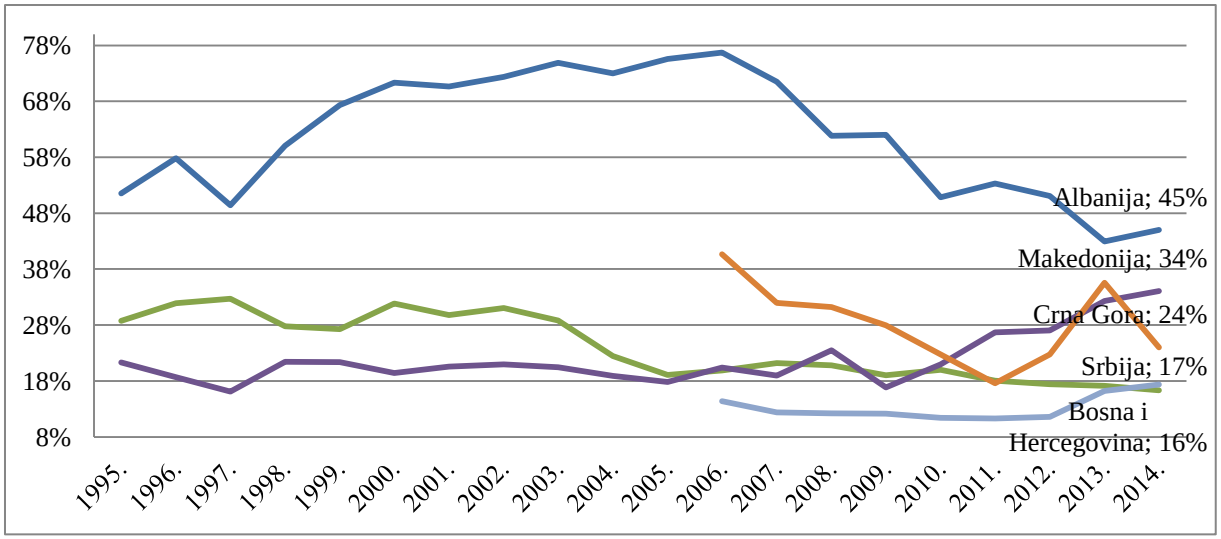
Grafikon 47: Trgovinska otvorenost ostalih zemalja u razdoblju 1995. – 2014. godine

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators). Pokazatelji za pojedine zemlje prikupljeni su za dostupne godine.

Izvor: Samostalna izrada

Zemljopisna koncentracija trgovine, govori o udjelu izvoza kod najvažnijeg trgovinskog partnera, prikazana je na Grafikonu 48. Analizirajući zemljopisnu koncentraciju trgovine može se zaključiti kako je koncentracija trgovine prema najvažnijem trgovinskom partneru, kod pojedinih zemalja, bila viša kod ostalih zemalja nego kod zemalja koje su članice Europske unije.

Tu prednjači Albanija kod koje je ovaj udio u pojedinim godinama prelazio 70%. Ipak nakon 2006. godine dolazi do sve veće diverzifikacije trgovine kod Albanije te dolazi do pada udjela. Postotak zemljopisne koncentracije trgovine kod ostalih zemalja uglavnom se kretao između 10% i 30%.

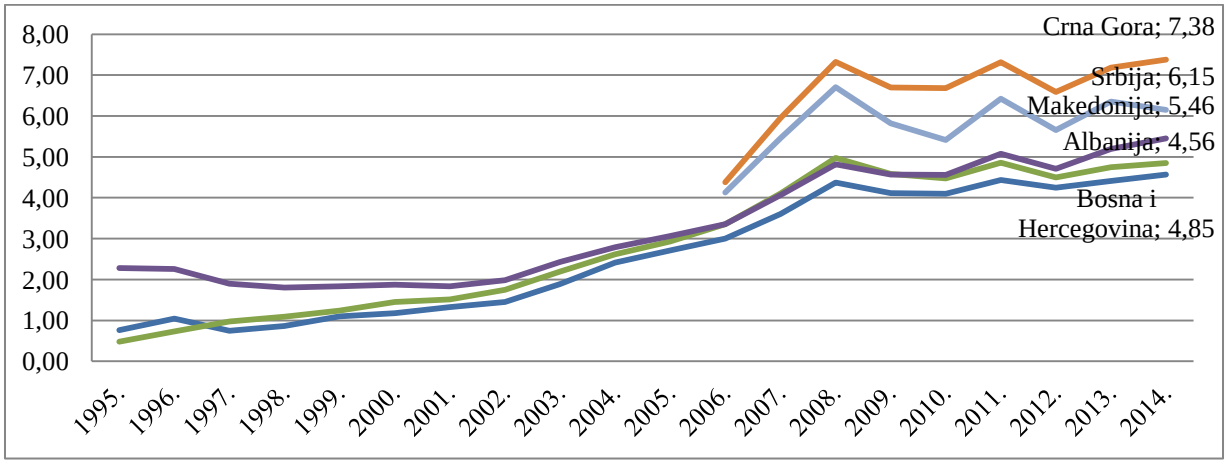


Grafikon 48: Zemljopisna koncentracija trgovine u ostalim zemljama u razdoblju 1995. – 2014. godine

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka o statistici usmjerenosti trgovine (Direction of trade statistic).

Izvor: Samostalna izrada

Nakon prikaza i analize zemljopisne koncentracije trgovine slijedi prikaz i analiza dva pokazatelja i to ekonomske razvijenosti i veličine ekonomije. Naredni grafikon (Grafikon 49.) prikazuje ekonomsku razvijenost koja ja iskazana preko indikatora koji identificira bruto domaći proizvod po stanovniku. Analiza grafikona govori kako je i kod ostalih zemalja zabilježen rast koji je trajao do 2008. godine.



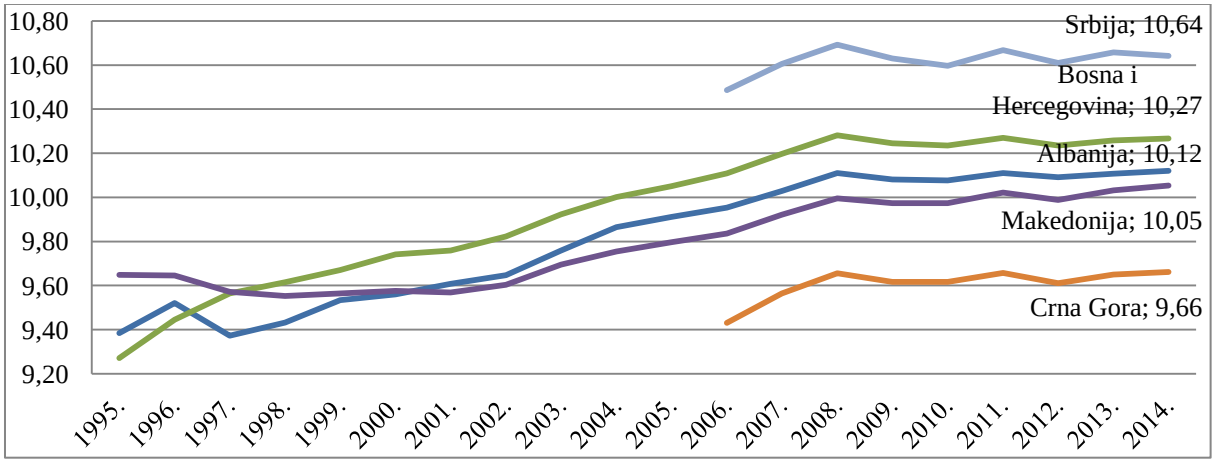
Grafikon 49: Bruto domaći proizvod po stanovniku u ostalim zemljama u razdoblju 1995. – 2014. godine

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators). Bruto domaći proizvod po stanovniku prikazan je u tisućama američkih dolara.

Izvor: Samostalna izrada

Nakon financijske krize slijedi oporavak kod većine zemalja iz uzorka, a određene zemlje iz uzorka na kraju razdoblja nadmašile su podatke iz 2008. godine, što nije bio slučaj sa analiziranim zemljama koje su članice Europske unije. Na kraju razdoblja Crnu Goru karakterizira najveći bruto domaći proizvod po stanovniku. Zanimljiv je i zaključak da je ova zemlja u pojedinim godinama imala više pokazatelj čak i od bar jedne (Bugarska) zemlje iz uzorka koja je članica Europske unije.

Analizirajući veličinu ekonomije iskazanu kroz bruto domaći proizvod za svaku zemlju dobije se nešto drukčiji poredak zemalja. Bruto domaći proizvod za svaku zemlju prikazan je na Grafikonu 50.



Grafikon 50: Bruto domaći proizvod u ostalim zemljama u razdoblju 1995. – 2014. godine

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators). Pokazatelji prikazuju logaritam od bruto domaćeg proizvoda, koji je izražen u američkim dolarima, za svaku zemlju.

Izvor: Samostalna izrada

Prikupljeni pokazatelji govore da Srbija ima najviši bruto domaći proizvod od promatranih zemalja. Nakon njih slijedi Bosna i Hercegovina, Albanija, Makedonija i na dnu se nalazi Crna Gora. U odnosu na početno promatrano razdoblje, može se zaključiti da je Bosna i Hercegovina preskočila Albaniju i Makedoniju. I ovdje se nazire 2008. godina kao godina kada su pojedine zemlje ostvarile najbolje pokazatelje. Za razliku od zemalja koje su članice Europske unije, mnoge su zemlje u kasnijim godinama ostvarile bolje pokazatelje nego što su imale 2008. godine. Može se zaključiti da je financijska kriza imala veći utjecaj u zemljama koje su članice Europske unije, nego što je slučaj sa ostalim zemljama.

Naredna tablica (Tablica 45.) prikazuje diferenciju stope inflacije ostalih zemalja iz uzorka. Analizirajući odabrano razdoblje može se zaključiti kako je diferencija stope inflacije kod

ostalih zemalja i stope inflacije u Njemačkoj prosječno gledano uglavnom godine sve niža. Jedine značajnije razlike u stopama inflacije zabilježene su u Albaniji u prvim godinama promatranja, a od 1999. godine razlike u stopi inflacije su dosta niske. Kada se promatra razdoblje u posljednjih 10 godina, prosječna stopa diferencije inflacije po zemljama kretala se od -0,3% do 6,3%. Nešto veća odstupanja zabilježena su u Srbiji, koja u prosjeku bilježi i najveće razlike. Ipak i ove zemlje, kao i zemlje članice Europske unije, se pripremaju za eventualni ulazak u istu te nastoje imati i održavati stabilnost cijena.

Tablica 45: Diferencija stope inflacije u ostalim zemljama u razdoblju 1995. – 2014. godine

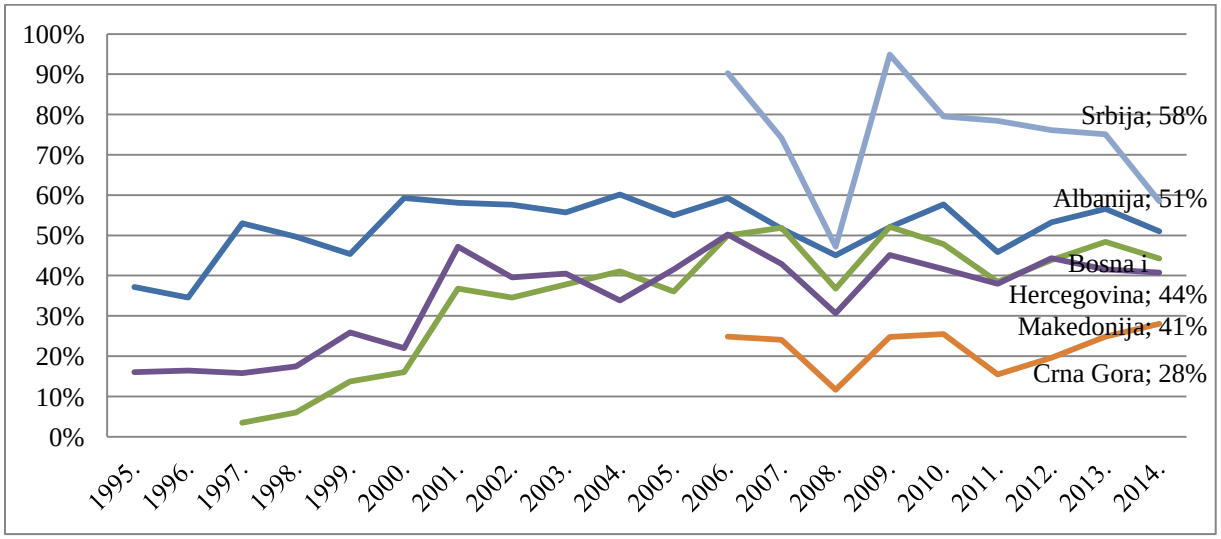
Godina	Albanija	Bosna i Hercegovina	Makedonija	Crna Gora	Srbija	Prosjek
1995.	6,1%		14,6%			10,4%
1996.	11,5%		1,2%			6,3%
1997.	31,7%	4,2%	-0,2%			11,9%
1998.	20,0%	-0,9%	-0,1%			6,4%
1999.	-0,3%	2,2%	-1,9%			0,0%
2000.	-1,3%	3,6%	5,2%			2,5%
2001.	1,2%	2,7%	3,3%			2,4%
2002.	3,9%	-1,0%	1,0%			1,3%
2003.	1,3%	-0,5%	0,1%			0,3%
2004.	1,1%	-1,5%	-2,4%			-1,0%
2005.	0,4%	1,6%	-2,5%			-0,2%
2006.	0,6%	4,3%	1,5%	0,3%	8,9%	3,1%
2007.	0,7%	-0,8%	0,5%	1,1%	3,7%	1,1%
2008.	0,6%	4,7%	4,5%	6,2%	9,7%	5,1%
2009.	2,0%	-0,6%	-0,9%	3,4%	7,9%	2,4%
2010.	2,5%	1,0%	0,5%	-0,5%	5,0%	1,7%
2011.	1,0%	1,2%	1,4%	0,6%	8,7%	2,6%
2012.	-0,1%	-0,1%	1,1%	1,5%	5,2%	1,5%
2013.	0,3%	-1,7%	1,2%	0,6%	6,1%	1,3%
2014.	0,9%	-1,7%	-0,9%	-1,5%	1,3%	-0,4%
Prosjek 1995.-2014.	4,2%	0,9%	1,4%	1,3%	6,3%	2,9%
Prosjek 2000.-2014.	1,0%	0,7%	0,9%	1,3%	6,3%	1,6%
Prosjek 2005.-2014.	0,9%	0,8%	0,6%	1,3%	6,3%	1,8%
Prosjek 2010.-2014.	0,9%	-0,3%	0,7%	0,1%	5,3%	1,3%

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka svjetskog ekonomskog pregleda (World Economic Outlook). Diferencija je urađena sa stopom inflacije iz Njemačke. Pozitivan predznak predstavlja veću stopu inflacije u promatranoj zemlji u odnosu na stopu inflacije u Njemačkoj. Pokazatelji za pojedine zemlje prikupljeni su za dostupne godine.

Izvor: Samostalna izrada

Nakon analize podataka koji su uglavnom korišteni kao indikatori nezavisnih varijabilni koji su svrstani u skup determinanti teorije optimalnog valutnog područja prelazimo na analizu podataka koji su uglavnom korišteni kao indikatori nezavisnih varijabilni koji su svrstani u skup makroekonomskih determinanti. Omjer međunarodnih rezervi i ukupnog uvoza prikazan je na Grafikonu 51. Kada se analizira Grafikon 51. moguće je zaključiti kako je dosta nizak postotak imala Crna Gora. Razlog se može pronaći u činjenici da Crno Gora kao sredstvo

plaćanja već koristi Euro te se ova valuta izuzima iz podatka o međunarodnim rezervama. Poprilične oscilacije i visok udio međunarodnih rezervi karakteristike su Srbije. I ove zemlje karakterizira popriličan pad u 2007. godini i rast omjera u 2008. godini. Razlozi za navedeno mogu se pripisati nastanku financijske krize i odgovora monetarnih aktera kako bi se obranili od potencijalnih valutnih kriza. Iskustva o determinantni međunarodne rezerve kod istraživanja sa sličnim uzorkom moguće je vidjeti i kod Nerlich (2002.). Ovi rezultati su ukratko opisani i kod zemalja iz uzorka članica Europske unije.



Grafikon 51: Odnos međunarodnih rezervi i ukupnog uvoza u ostalim zemljama u razdoblju 1995. – 2014. godine

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators). Pokazatelji za pojedine zemlje prikupljeni su za dostupne godine.

Izvor: Samostalna izrada

Stope inflacije predstavljaju narednu varijablu, a pokazatelji su prikazani u Tablici 46. Promatrajući odabrano razdoblje može se zaključiti kako je generalno stopa inflacije prosječno gledano dosta niska, kao što je slučaj kod promatranih zemalja koje su članice Europske unije. Kroz čitavo promatrano razdoblje Srbija ima dosta visoku stopu inflacije, koja je samo u rijetkim godinama bila ispod 6%. Ostale zemlje karakterizira dosta niža stopa inflacije. Ako se iz promatranja izostavi Srbija, prosječna stopa inflacije u ostalim zemljama kretala od 1,4% do 5,7%. Kada se promatra razdoblje u posljednjih 15 godina, prosječna stopa inflacije po državama kretala se od 1,4% do 3,5%, ne računajući Srbiju, gdje je stopa inflacije bila nešto viša. Posljednjih pet godina prosječna stopa inflacije kretala se između 1,4% i

3,0%, a i ovaj put Srbija nije bila uključena. Najnižu prosječnu stopu inflacije kroz čitavo promatrano razdoblje u odabranim zemljama Europske unije imala je Hrvatska i ona je iznosila 3,0%. U ostalim zemlja dvije zemlje ostvarile su i nižu stopu inflacije od navedene. Radi se o Bosni i Hercegovini čija je prosječna stopa inflacije kroz čitavo promatrano razdoblje iznosila 2,4% (no pokazatelji za 1995. i 1996. godinu nisu dostupni u korištenoj bazi podataka) i Makedoniji čija je prosječna stopa inflacije kroz čitavo promatrano razdoblje iznosila 2,9%. Crna Gora je također imala prosječnu stopu inflacije kroz čitavo promatrano razdoblje od 3,0% no promatrano razdoblje Crne Gore je od 2006. godine.

Tablica 46: Stope inflacije u ostalim zemljama u razdoblju 1995. – 2014. godine

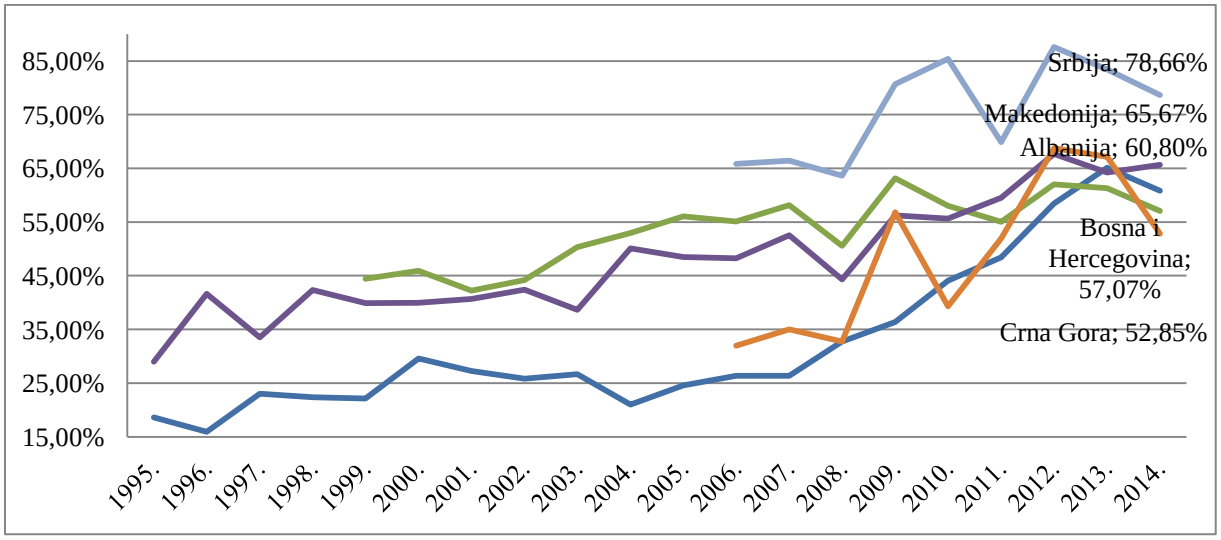
Godina\zemlja	Albanija	Bosna i Hercegovina	Makedonija	Crna Gora	Srbija	Prosjek
1995.	7,8%		16,4%			12,1%
1996.	12,7%		2,5%			7,6%
1997.	33,2%	5,7%	1,3%			13,4%
1998.	20,6%	-0,3%	0,5%			7,0%
1999.	0,4%	2,8%	-1,3%			0,7%
2000.	0,0%	5,0%	6,6%			3,9%
2001.	3,1%	4,6%	5,2%			4,3%
2002.	5,2%	0,3%	2,3%			2,6%
2003.	2,3%	0,5%	1,1%			1,3%
2004.	2,9%	0,3%	-0,7%			0,8%
2005.	2,4%	3,6%	-0,6%			1,8%
2006.	2,4%	6,1%	3,3%	2,1%	10,7%	4,9%
2007.	2,9%	1,5%	2,8%	3,4%	6,0%	3,3%
2008.	3,4%	7,4%	7,2%	9,0%	12,4%	7,9%
2009.	2,3%	-0,4%	-0,6%	3,6%	8,1%	2,6%
2010.	3,6%	2,1%	1,7%	0,7%	6,1%	2,8%
2011.	3,4%	3,7%	3,9%	3,1%	11,1%	5,0%
2012.	2,0%	2,0%	3,3%	3,6%	7,3%	3,7%
2013.	1,9%	-0,1%	2,8%	2,2%	7,7%	2,9%
2014.	1,6%	-0,9%	-0,1%	-0,7%	2,1%	0,4%
Prosjek 1995.-2014.	5,7%	2,4%	2,9%	3,0%	8,0%	4,5%
Prosjek 2000.-2014.	2,6%	2,4%	2,5%	3,0%	8,0%	3,2%
Prosjek 2005.-2014.	2,6%	2,5%	2,4%	3,0%	8,0%	3,5%
Prosjek 2010.-2014.	2,5%	1,4%	2,3%	1,8%	6,9%	3,0%

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka svjetskog ekonomskog pregleda (World Economic Outlook). Pokazatelji za pojedine zemlje prikupljeni su za dostupne godine.

Izvor: Samostalna izrada

Slijedi prikaz naredne nezavisne varijable, a radi se o inozemnom dugu. Već je spomenuto da se inozemni dug mjeri putem indikatora koji u omjer stavljaju ukupan iznos inozemnog duga u odnosu na bruto nacionalni dohodak, kao i opis što sve sadrži indikator. Iako je bilo nedostataka kada se promatra ovaj indikator kod zemalja iz uzorka članica Europske unije, pokazatelji za ostale zemlje iz uzorka su potpuniji. Kada se analiziraju pokazatelji za ove zemlje (Grafikon 52.) razvidno je da je indikator dosta visok i viši u odnosu na sve ostale

zemlje u svim godinama u Srbiji, te da u pojedinim godinama ovaj indikator prelazi 85%. Od 2006. godine došlo je do rasta vrijednosti indikatora u svim promatranim zemljama, a optimistična je činjenica da je rast trajao uglavnom do 2012. godine i da je primjetan suprotni trend.



Grafikon 52: Indikator koji mjeri inozemni dug u ostalim zemljama u razdoblju 1995. – 2014. godine

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators). Pokazatelji za pojedine zemlje prikupljeni su za dostupne godine.

Izvor: Samostalna izrada

Udio salda transakcija tekućeg računa u bruto domaćem proizvodu naredni je indikator koji je prikazan (Tablica 47.).

Kao što je bio slučaj i sa zemljama koje su članice Europske unije i kod ostalih zemalja saldo transakcija tekućeg računa u prosjeku kroz ukupno promatrano razdoblje bio je negativan. Najviši negativan saldo zabilježen je u Crnoj Gori i iznosio je oko 50% od ukupnog bruto domaćeg proizvoda.

U ostalim promatranim zemljama najviši negativni saldo nije prelazio 22% od ukupnog bruto domaćeg proizvoda. Zanimljiva je i činjenica da sve zemlje iz uzorka kroz sve godine promatranja nisu zabilježile niti jednu godinu u kojoj je saldo transakcija tekućeg računa bio pozitivan.

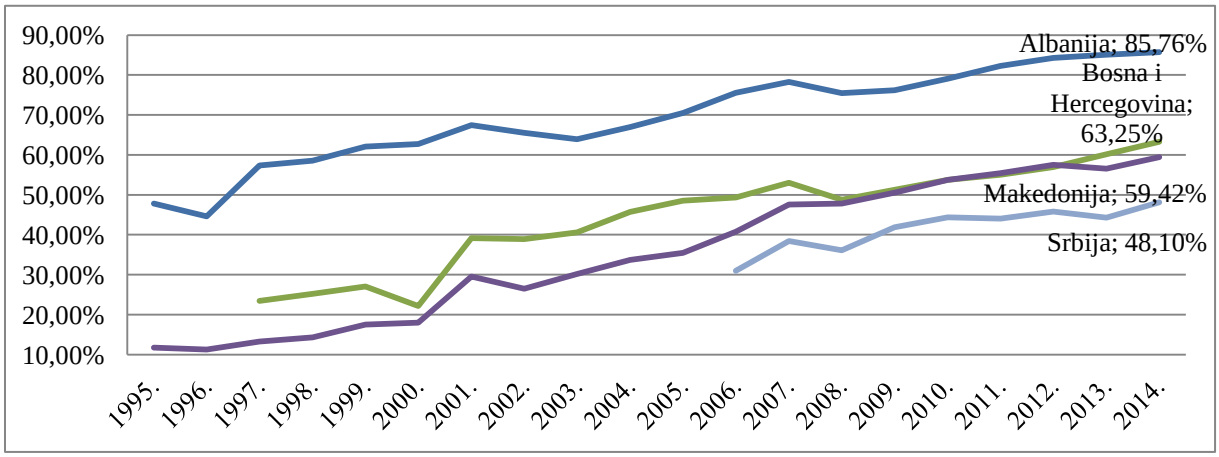
Tablica 47: Udio salda transakcija tekućeg računa u bruto domaćem proizvodu u ostalim zemljama u razdoblju 1995. – 2014. godine

Godina\zemlja	Albanija	Bosna i Hercegovina	Makedonija	Crna Gora	Srbija
1995.	-0,47%				
1996.	-3,24%		-6,52%		
1997.	-11,54%		-7,38%		
1998.	-2,40%	-8,38%	-7,84%		
1999.	-4,55%	-10,70%	-1,78%		
2000.	-4,30%	-7,19%	-2,73%		
2001.	-5,35%	-12,92%	-6,34%		
2002.	-9,19%	-17,90%	-9,43%		
2003.	-7,08%	-19,49%	-3,75%		
2004.	-4,89%	-16,36%	-7,95%		
2005.	-7,00%	-16,43%	-2,55%		
2006.	-7,46%	-7,76%	-0,42%		
2007.	-10,75%	-9,19%	-7,27%	-39,91%	-18,68%
2008.	-15,67%	-13,84%	-12,47%	-49,95%	-21,39%
2009.	-15,37%	-6,45%	-6,48%	-27,78%	-6,57%
2010.	-11,34%	-6,01%	-2,11%	-23,01%	-6,82%
2011.	-12,95%	-9,49%	-2,49%	-17,43%	-10,95%
2012.	-10,21%	-8,83%	-3,27%	-18,82%	-11,61%
2013.	-10,92%	-5,50%	-1,65%	-14,54%	-6,14%
2014.	-12,89%	-7,83%	-0,92%	-15,23%	-6,01%
Minimum	-15,67%	-19,49%	-12,47%	-49,95%	-21,39%
Prosjek	-8,38%	-10,84%	-4,91%	-25,83%	-11,02%
Maksimum	-0,47%	-5,50%	-0,42%	-14,54%	-6,01%

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators). Pojedini pokazatelji nisu dostupni u spomenutoj bazi podataka.

Izvor: Samostalna izrada

Financijska razvijenost je izražena preko indikatora koji likvidna sredstva stavlja u omjer sa bruto domaći proizvodom u ostalim zemljama, i prikazana je na Grafikonu 53.



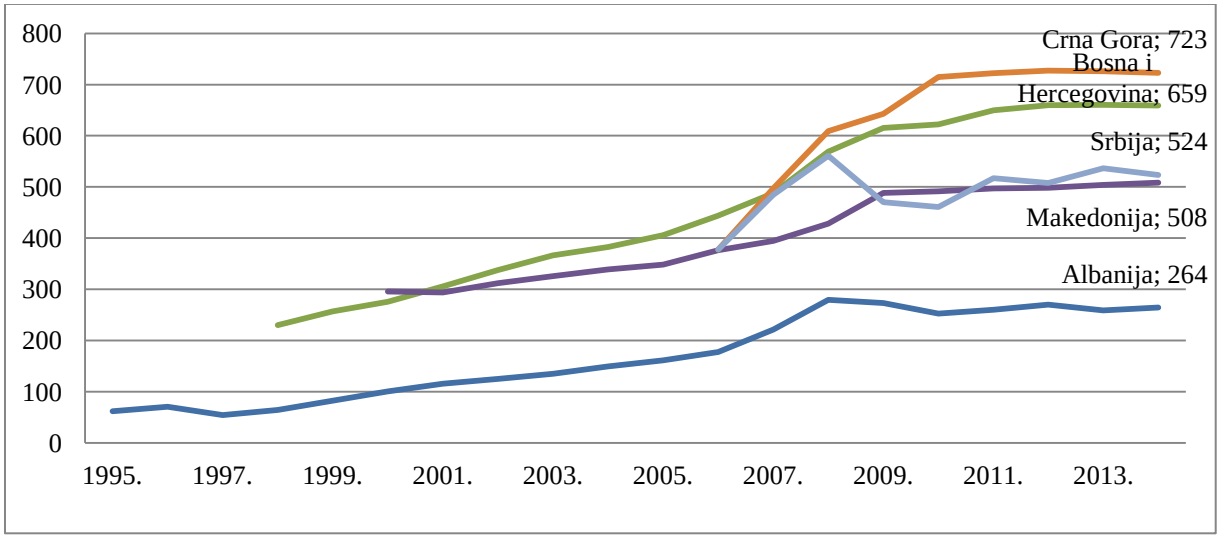
Grafikon 53: Omjer likvidnih sredstava u odnosu na bruto domaći proizvod u ostalim zemljama u razdoblju 1995. – 2014. godine

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators). Pojedini pokazatelji nisu dostupni u spomenutoj bazi podataka.

Izvor: Samostalna izrada

Financijsku razvijenost iskazanu preko likvidnih sredstava karakterizira trend rasta udjela u svim promatranim zemljama. Kroz sve godine Albanija je imala izraženiji udio u odnosu na sve ostale zemlje. Na kraju promatranog razdoblja udio likvidnih sredstava u odnosu na bruto domaći proizvod u Albaniji je iznosio preko 85%. Kroz većinu promatranog razdoblja Bosnu i Hercegovinu i Makedoniju karakterizira sličan udio likvidnih sredstava. Nešto niži ostvarivala je Srbija. Pokazatelji za Crnu Goru nisu bili dostupni u korištenoj bazi podataka.

Slijedi prikaz indikatora koji govori o jediničnim troškovima rada u zemljama. Indikator je izražen preko podataka o prosječnoj mjesečnoj bruto plaći prikazanoj u eurima. Jedinični troškovi rada prikazani su na Grafikonu 54.



Grafikon 54: Jedinični troškovi rada u ostalim zemljama u razdoblju 1995. – 2014. godine

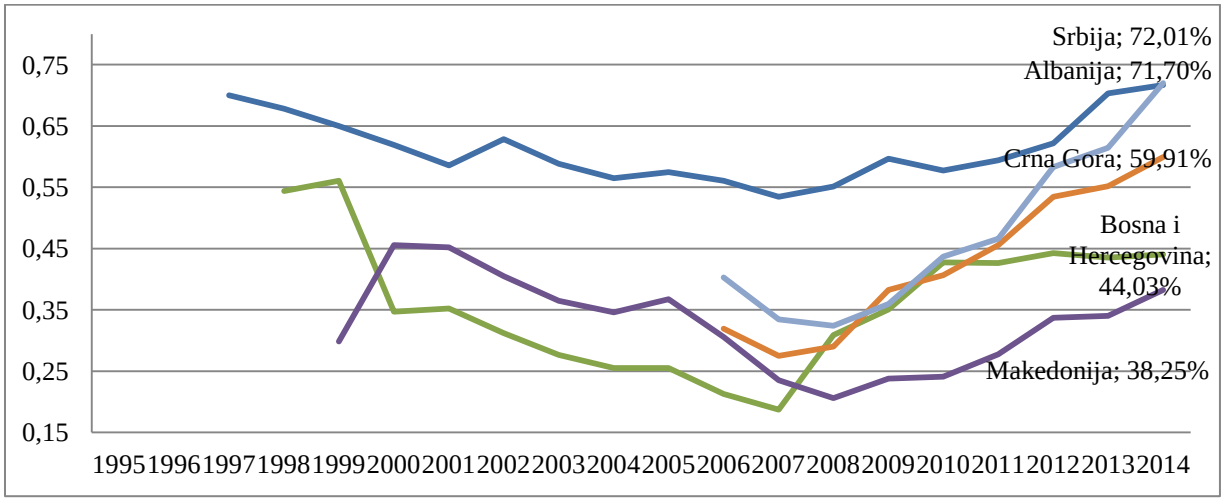
Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka Bečkog instituta za međunarodne ekonomske studije (WIIW). Pojedini pokazatelji nisu dostupni u spomenutoj bazi podataka.

Izvor: Samostalna izrada

Analizirajući jedinične troškove rada može se zaključiti da je u svim zemljama došlo do porasta troškova rada. Najniži troškovi rada zabilježeni su u Albaniji i nisu bili veći od 300 eura. Najviši troškovi rada zabilježeni su u Crnoj Gori i na kraju razdoblja oni iznose preko 700 eura. Odmah ispod Crne Gore nalazi se Bosna i Hercegovina. Sredinu po troškovima rada čine Srbija i Makedonija. Bugarska i Rumunjska koje su bile na dnu analizirajući zemlje Europske unije, bile bi svrstane u grupi sa Srbijom i Makedonijom. I u ovim zemljama nakon 2008. godine rast više nije tako izražajan.

Sljedeći indikator prikazuje omjer bruto duga zemlje u odnosu na bruto domaći proizvod. Indikator je prikazan na Grafikonu 55. Kada se promatra omjer bruto duga zemlje u odnosu

na bruto domaći proizvod može se zaključiti kako su Albanija i Srbija na kraju razdoblja zabilježile omjer koji je prelazio 70%. Kod svih ostalih zemalja, ne računajući Crnu Goru čije je omjer bio oko 60%, ovaj omjer uglavnom nije prelazio 50%.



Grafikon 55: Omjer bruto duga zemlje u odnosu na bruto domaći proizvod u ostalim zemljama u razdoblju 1995. – 2014. godine

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka svjetskog ekonomskog pregleda (World Economic Outlook). Pojedini pokazatelji nisu dostupni u spomenutoj bazi podataka.

Izvor: Samostalna izrada

Promatrajući Grafikon 55. razvidno je kako je do 2007. ovaj pokazatelj bio u trendu pada, a nakon 2007. godine dolazi do značajnijeg rasta. Kada se pokazatelji uspoređuju sa pokazateljima zemalja iz uzorka članicama Europske unije, može se reći da je i kod ovih zemalja u posljednjim godinama zabilježen trend rasta spomenutog pokazatelja.

Slijedi prikaz indikatora koji govori o ukupnom proračunskom suficitu/deficitu u odnosu na bruto domaći proizvod i prikazan je u Tablici 48.

Tablica 48: Proračunski suficit/deficit odnosu na bruto domaći proizvod u ostalim zemljama u razdoblju 1995. – 2014. godine

Zemlja	Minimum	Prosjek	Maksimum
Albanija	-12,12%	-7,62%	-2,84%
Bosna i Hercegovina	-4,19%	-0,66%	2,75%
Makedonija	-3,93%	-1,29%	2,32%
Srbija	-6,09%	-3,20%	-0,90%

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators). Pojedini pokazatelji nisu dostupni u spomenutoj bazi podataka.

Izvor: Samostalna izrada

Kada se analizira Tablica 48. može se zaključiti kako je u prosjeku deficit je bio najniži u Bosni i Hercegovini i bio je niži od 1% bruto domaćeg proizvoda. Nešto viši deficit je zabilježen u Makedoniji. Srbija je u prosjeku imala deficit viši od 3% bruto domaćeg proizvoda, a Albanija nešto više od 7% bruto domaćeg proizvoda. Pokazatelji za Crnu Goru nisu bili dostupni u spomenutoj bazi podataka.

Nakon indikatora teorije optimalnog valutnog područja i makroekonomskih indikatora slijedi prikaz i analiza institucionalnih indikatora. Prvi institucionalni indikator koji je prikazan u Tablici 49. je indeks demokracije. U spomenutom indikatoru korištena je skala od 0 do 10.

Tablica 49: Indeks demokracije u ostalim zemljama u razdoblju 1995. – 2014. godine

Godina\zemlja	Albanija	Makedonija	Crna Gora	Srbija
1995.	6	6		
1996.	3	6		
1997.	6	6		
1998.	6	6		
1999.	6	6		
2000.	6	6		
2001.	6	6		
2002.	7	9		
2003.	7	9		
2004.	7	9		
2005.	9	9		
2006.	9	9	9	9
2007.	9	9	9	9
2008.	9	9	9	9
2009.	9	9	9	9
2010.	9	9	9	9
2011.	9	9	9	9
2012.	9	9	9	9
2013.	9	9	9	9
2014.	9	9	9	9

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka Polity IV Project. Pojedini pokazatelji nisu dostupni u spomenutoj bazi podataka.

Izvor: Samostalna izrada

Od navedenih zemalja ni jedna zemlja nije iskazala najveći stupanj demokracije u čitavom ili u pojedinačno promatranom razdoblju. Pojedine zemlje u pojedinim razdobljima iskazale su stupanj demokracije koji je stupanj ispod najvećeg. Promatrajući čitavo razdoblje samo Albanija i Makedonija nisu iskazale vrlo visok stupanj demokracije. Ipak, zemlje su ostvarile napredak i popravile su vrijednost prikazanog indikatora. Potrebno je napomenuti da pokazatelji za Bosnu i Hercegovinu nisu bili dostupni.

Sljedeći indikator govori o političkoj stabilnosti, koja je izražena putem broja godina iste administracije u uredima i prikazana je u Tablici 50.

Tablica 50: Broja godina iste administracije u ostalim zemljama u razdoblju 1995. – 2014. godine

Godina\zemlja	Albanija	Bosna i Hercegovina	Makedonija
1995.	3	1	4
1996.	4		5
1997.	5		1
1998.	1		2
1999.	2		3
2000.	1		4
2001.	2		5
2002.	1		1
2003.	1	1	2
2004.	2	2	3
2005.	3	3	4
2006.	1	4	5
2007.	2	1	6
2008.	3	2	7
2009.	4	3	8
2010.	5	4	1
2011.	6	1	2
2012.	7	2	3
2013.	8	3	1
2014.	1	4	2

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka o političkim institucijama (Database of Political Institutions). Pojedini pokazatelji nisu dostupni u spomenutoj bazi podataka.

Izvor: Samostalna izrada

Prethodna tablica (Tablica 50.) govori kako je najdužu administraciju, odnosno političku stabilnost, iskazale su Albanija i Makedonija gdje se ista administracija u uredima znala zadržati i do osam godina. U Bosni i Hercegovini ista administracija se najduže zadržala četiri godine. Za razliku od zemalja iz uzorka članica Europske unije gdje su pokazatelji bili potpuni, mnogi pokazatelji su nedostajali kod ostalih zemalja, tako u potpunosti nedostaju pokazatelji za Crnu Goru i Srbiju.

Nakon indikatora koji govori o istoj administraciji prikazuje se indikator koji govori o snazi vlade prema broju mjesta u parlamentu u odnosu na maksimalno mogući broj mjesta i isti je prikazan u Tablici 51.. Postotno gledano snaga vlade prema broju mjesta u parlamentu u odnosu na maksimalno mogući broj mjesta u Albaniji kretala se između 55% i 89%, veći postoci zabilježeni su u početnom razdoblju, kasnije dolazi do nižih postotaka. Ovaj postotak u Bosni i Hercegovini kretao se između 38% pa do maksimalno mogućih 100%.

Tablica 51: Snaga vlade prema broju mjesta u parlamentu u odnosu na maksimalno mogući broj mjesta u ostalim zemljama u razdoblju 1995. – 2014. godine

Godina\zemlja	Albanija	Bosna i Hercegovina	Makedonija
1995.	71%	100%	54%
1996.	71%		54%
1997.	89%		54%
1998.	76%		54%
1999.	76%		62%
2000.	76%		62%
2001.	76%	100%	62%
2002.	59%	100%	70%
2003.	59%	67%	70%
2004.	59%	67%	70%
2005.	59%	67%	70%
2006.	55%	67%	55%
2007.	55%	48%	55%
2008.	55%	48%	55%
2009.	55%	48%	55%
2010.	56%	48%	52%
2011.	56%	38%	58%
2012.	56%	38%	58%
2013.	56%	38%	58%
2014.	60%	38%	58%

Napomena: Pokazatelji prikupljeni iz baze podataka o političkim institucijama (Database of Political Institutions). Pojedini pokazatelji nisu dostupni u spomenutoj bazi podataka.

Izvor: Samostalna izrada

U Bosni i Hercegovini je zabilježen isti trend kao i u Albaniji, te dolazi do smanjenja snage vlade. U Makedoniji postotak se kretao između 52% i 70%. I za ovu varijablu, kao i za prethodnu, može se konstatirati da nedostaju mnogi pokazatelji kao i da u potpunosti nedostaju pokazatelji za Crnu Goru i Srbiju.

Za sve promatrane posttranzicijske zemlje može se zaključiti da su uspjele tijekom financijske krize održati korištene tečajne režime, no ova cijena je vidljiva kroz pogoršavanje pojedinih ekonomskih pokazatelja. Nakon analitičkog i grafičkog prikaza pokazatelja posttranzicijskih zemalja koje se nalaze u procesu eurointegracije završeno je i ovo poglavlje koje je za cilj imalo analizu karakteristika tečajnih režima i pretpostavljenih determinanti kao temelja za kasniju empirijsku analizu. Sljedeće poglavlje ove disertacije prikazuje metodološki aspekt empirijskog istraživanja, analitički i grafički razvoj modela i rezultate istraživanja.

5. MODEL IZBORA TEČAJNIH REŽIMA POSTTRANZICIJSKIH ZEMALJA U PROCESU EUROINTEGRACIJE

U prethodnim poglavljima pojmovno je određen teorijski okvir u dijelovima o tečajnim režimima i teorijama i determinantama tečajnih režima te prikazan metodološki i kronološki pregled prethodnih i relevantnih istraživanja koji su se bavili ovom ili sličnom tematikom. Stigli smo i do petog poglavlja koje predstavlja samu bit i suštinu predmetnog rada.

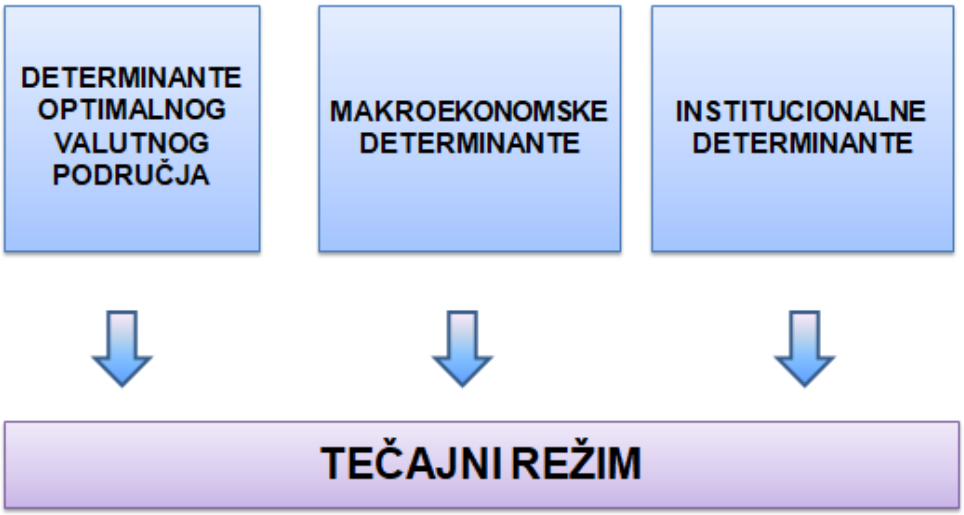
U ovom poglavlju prikazan je metodološki aspekt empirijskog istraživanja te analitički i grafički razvoj modela. Također iznesene su polazne osnove za analizu, ograničenja istraživanja, definiran i obrazložen uzorak istraživanja. Izvršena je i operacionalizacija nezavisnih i zavisnih varijabli istraživanja. U ovom poglavlju, također, su prezentirani osnovni rezultati istraživanja koji su se temeljili na osnovnim ciljevima, hipotezama i očekivanom znanstvenom doprinosu ovog istraživanja. Do rezultata se došlo teorijskim i empirijskim istraživanjem, te statističkom analizom prikupljenih podataka. Korišteni su i osnovni prezentacijski oblici (tablice i grafikoni) kako bi se na jednostavan način prikazalo zainteresiranoj javnosti. Poglavlje sadrži i teorijski i empirijski doprinos istraživanja. U radu se susrelo sa mnogobrojnim ograničenjima koji su jasno obrazloženi, a poglavlje završava sa prosudbom daljih istraživačkih aktivnosti.

5.1. Metodološki aspekt empirijskog istraživanja

U ovom se dijelu podrobno objašnjavaju postavke modela, karakteristike empirijskog istraživanja, uz opis korištenih metoda, prikupljanje podataka, izbor uzorka, instrumenti istraživanja, metodologija obrade podataka i rezultati istraživanja.

5.1.1. Postavke modela

S obzirom na iskazana teorijska i empirijska istraživanja utjecaja determinanti tečajnih režima na izbor tečajnog režima oblikovan je i konceptualni model u kojem su predstavljene i prikazane veze i odnosi između determinanti tečajnih režima i tečajnih režima. Da bi se model mogao statistički konkretizirati, tj. testirati i verificirati, potrebno ga je razviti i predstaviti. Model se grafički predočava (Grafikon 56.) u obliku slikovnog prikaza u kojem su naznačene osnovne veze i odnosi između varijabli u predmetnom istraživanju, koji zapravo predstavljaju glavne i pomoćne hipoteze predmetnog istraživanja. Iz grafičkog prikaza konceptualnog modela može se uvidjeti da predmetni model istraživanja ima dvije skupine varijabli, nezavisne varijable predstavljene kroz determinante tečajnih režima i zavisnu varijablu koja je predstavljena kroz tečajne režime.



Grafikon 56: Prikaz konceptualnog modela utjecaja determinanti tečajnih režima na izbor tečajnog režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije

Izvor: Samostalna izrada

Determinante tečajnih režima, za potrebe istraživanja, klasificiraju se u tri osnovne grupe: determinante optimalnog valutnog područja, makroekonomske determinante i institucionalne determinante. Unutar svake grupe svrstane su determinante pa tako determinante optimalnog valutnog područja se sastoje od trgovinske otvorenosti, zemljopisne koncentracije trgovine, ekonomske razvijenosti, veličine ekonomije i diferencije inflacije. Međunarodne rezerve, inflacija, inozemni dug, bilanca tekućeg računa, financijska razvijenost, jedinični troškovi rada, bruto dug i proračunski suficit/deficit su makroekonomske determinante. Institucionalne

determinante su demokracija, politička stabilnost i snaga vlade. Na drugoj strani, tečajni režimi predstavljaju zavisnu varijabla i koja u predloženom istraživanju može poprimiti dvije vrijednosti: fiksne tečajne režime i ostale tečajne režime.

Konceptualni model istraživanja polazi od pretpostavke koja je formalizirana kroz glavnu hipotezu da makroekonomske, institucionalne i determinante optimalnog valutnog područja utječu na izbor tečajnog režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije. Operacionalizacija ove radne hipoteze za potrebe istraživanja je izvršena kroz pet pomoćnih hipoteza. Pomoćne hipoteze su postavljene prema fiksnim tečajnim režimima koji su uzeti kao referentni, a pomoćne hipoteze u vezu dovode fiksne tečajne režime i veću trgovinsku otvorenost, veće međunarodne rezerve, političku stabilnost, nižu veličinu ekonomije i nižu ekonomsku razvijenosti kod posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije.

5.1.2. Metodologija prikupljanja i obrade podataka

Metodologija prikupljanja i obrade podataka podrazumijeva izbor prikladnih instrumenata kojima se izvršilo prikupljanje, sistematizacija, klasifikacija i statistička obrada podataka.

Pokazatelji za potrebe empirijskog dijela istraživanja prikupljeni su iz dostupnih baza podataka. Pokazatelji o zavisnoj varijabli, tj. o tečajnim režimima, su prikupljeni analizom baze podataka o tečajnim režimima zemalja. Baza podataka za zavisnu varijablu je preuzeta od autora Ilzetzki, Reinhart i Rogoff (2015) i ista je za razdoblje 1940. - 2015. godine. Radi se o de facto klasifikaciji tečajnih režima.

Postranzicijske zemlje u procesu eurointegracije koriste jako rijetko plivajuće tečajne režime. U pojedinim godinama čak niti jedna zemlja nije koristila ove tečajne režime, a kada se promatraju zemlje iz uzorka koje nisu postale članice Europske unije tada plivajući tečajni režimi nisu korišteni u gotovo svim godinama i svim zemljama. Zbog navedenih karakteristika zavisne varijable napravljena je podjela između fiksnih i ostalih tečajnih režima, te je za statističke potrebe napravljeno kodiranje između 0 i 1 (0-ostali tečajni režimi, 1-fiksni tečajni režimi). Zavisna varijabla je stoga binarna nominalna varijabla te se zato koristi tzv. binarna (binomna) logistička regresija.

U Tablici 52. prikazana je operacionalizacija nezavisnih varijabli, te je vidljiv način izračuna za svaku determinantu, pretpostavljeni utjecaj, kao i izvor podataka.

Tablica 52: Operacionalizacija nezavisnih varijabli

Naziv determinante	Indikatori	Pretpostavljeni utjecaj	Korištena od	Izvor podataka
Trgovinska otvorenost	(Izvoz + Uvoz) / BDP	Dosadašnja istraživanja iskazala su povezanost sa fiksnim režimima	Markiewitz, 2005., Levy Yeyati, Sturzenegger, Reggio, 2010., Ronkko, 2012., Aliyev 2014.	Baza podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators)
Zemljopisna koncentracija trgovine	Izvoz kod najvažnijeg trgovinskog partnera / Izvoz	Dosadašnja istraživanja iskazala su povezanost sa fiksnim režimima	Juhn, Mauro, 2002., Guclu, 2008., Daly, 2009.	Baza podataka o statistici usmjerenosti trgovine (Direction of trade statistic)
Ekonomska razvijenost	BDP po stanovniku	Dosadašnja istraživanja iskazala su povezanost sa plivajućim režimima	Juhn, Mauro, 2002., Ronkko, 2012., Combes, Minea, Sow, 2013.	Baza podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators)
Veličina ekonomije	Log BDP	Dosadašnja istraživanja iskazala su povezanost sa plivajućim režimima	Markiewitz, 2005., Berdiev, Kim, Chang, 2012., Ronkko, 2012., Aliyev 2014.	Baza podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators)
Diferencija inflacije	Inflacija – Inflacija u Njemackoj	Dosadašnja istraživanja iskazala su povezanost sa plivajućim režimima	Markiewitz, 2005., Guclu, 2008., Ghanem, Bismut, 2009.	Baza podataka svjetskog ekonomskog pregleda (World Economic Outlook)
Međunarodne rezerve	Međunarodne rezerve minus zlato / Uvoz	Dosadašnja istraživanja iskazala su povezanost sa fiksnim režimima	Juhn, Mauro, 2002., Bleaney, Francisco, 2005., Ronkko, 2012.	Baza podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators)
Stopa inflacije	Inflacija	Dosadašnja istraživanja iskazala su povezanost sa plivajućim režimima	Fallon, 2009., Berdiev, Kim, Chang, 2012., Aliyev 2014.	Baza podataka svjetskog ekonomskog pregleda (World Economic Outlook)
Inozemni dug	Inozemni dug / BDP	Dosadašnja istraživanja iskazala su povezanost sa fiksnim režimima	Bergen, Sturm, de Haan, 2000., Ondina, 2008., Ronkko, 2012.	Baza podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators)
Tekući račun	Bilanca tekućeg računa / BDP	Dosadašnja istraživanja iskazala su povezanost sa fiksnim režimima	Ondina, 2008., Calderon, Schmidt-Hebbel, 2008. Guclu, 2008.	Baza podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators)
Financijska razvijenost	Široka ponuda novca (broad money) / BDP	Dosadašnja istraživanja nisu dala jasnu vezu	Hagen, Zhou, 2002., Markiewitz, 2005., Asici, 2008.	Baza podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators)
Jedinični troškovi rada	Prosječna mjesečna bruto plaća	Dosadašnja istraživanja nisu dala jasnu vezu	-	Baza podataka Bečkog instituta za međunarodne ekonomske studije (WIIW)
Bruto dug	Bruto dug zemlje / BDP	Dosadašnja istraživanja nisu dala jasnu vezu	Benassy-Quere i Coeure, 2002., Markiewitz, 2005., Alesina, Wanger, 2006.	Baza podataka svjetskog ekonomskog pregleda (World Economic Outlook)
Proračunski deficit	Suficit/deficit (% od BDP)	Dosadašnja istraživanja nisu dala jasnu vezu	Calderon, Schmidt-Hebbel, 2008.	Baza podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators)
Indeks demokracije	Indeks	Dosadašnja istraživanja nisu dala jasnu vezu	Alesina, Wanger, 2006., Asici, 2008., Aliyev 2014.	Baza podataka Polity IV project
Politička stabilnost	Broj godina iste administracije u uredima	Stabilnost je povezivana sa fiksnim režimima	Markiewitz, 2005., Alesina, Wanger, 2006., Guclu, 2008.	Baza podataka o političkim institucijama (Database of Political Institutions)
Snaga vlade prema broju mjesta u parlamentu	Vlada / Ukupan broj u parlamentu	Snažnija vlada je povezivana sa fiksnim režimima	Levy Yeyati, Sturzenegger, Reggio, 2002., Markiewitz, 2005.	Baza podataka o političkim institucijama (Database of Political Institutions)

Izvor: Samostalna izrada

Pokazatelji o determinantama tečajnih režima kao nezavisnim varijablama također su prikupljeni iz dostupnih baza podataka. Istraživanje je obuhvatilo zemlje čiji je cilj ulazak u Europsku uniju, a samim tim i u Ekonomsku i monetarnu uniju, te one zemlje koje se već nalaze u sastavu Europske unije, ali još nisu postale članice Ekonomske i monetarne unije.

Zemlje koje su promatrane, a nalaze se u sastavu Europsku uniju su: Bugarska, Rumunjska, Češka, Mađarska, Poljska i Hrvatska. Kada se promatra kodiranje pripadnosti Europskoj uniji, potrebno je istaći da su zemlje članice Europske unije iz uzorka kodirane sa nula, dok su zemlje iz uzorka koje nisu članice Europske unije kodirane sa jedan.

Pored navedenih zemalja promatrane su i zemlje koje imaju za kratkoročni ili dugoročni cilj ulazak u Europsku uniju, a kasnije i Ekonomsku i monetarnu uniju. Radi se o zemljama kandidatima za ulazak u Europsku uniju, te zemljama koje su potencijalni kandidati. Izuzetak su Turska i Kosovo. Ostale zemlje su: Albanija, Bosna i Hercegovina, Makedonija, Crna Gora i Srbija. Ukupan broj zemalja koje se promatraju je 11. Vremenska definicija uzorka obuhvatilo je razdoblje od 1995. godine do 2014. godine. Dakle, radi se o vremenskom nizu od 20 godina.

5.1.3. Analiza podataka i rezultati empirijskog istraživanja

Nakon što su pokazatelji prikupljeni, uslijedilo je njihovo pregledavanje, oblikovanje i priprema za unos u statistički program za statističke analize i testiranja. Za te potrebe korišten je statistički programski alat Stata (engl. Stata: Data Analysis and Statistical Software).

Za potrebe empirijskog dijela istraživanja metodama deskriptivne i inferencijalne statistike analizirani su prikupljeni pokazatelji, te su dobiveni rezultati prezentirani pomoću tabličnih i grafičkih prikaza. Slijedi prikaz istih, i to prvo tablični prikaz (Tablica 53.) deskriptivne statistike za sve determinante, a zatim i grafički prikaz nezavisnih varijabli.

Prosječna vrijednost trgovinske otvorenosti iznosi 0,7954 u cijelom uzorku. Standardna devijacija (ili prosječno odstupanje od aritmetičke sredine) iznosi 0,2771, minimalna vrijednost u uzorku iznosi 0,3327, a maksimalna 1,5898. Standardna devijacija između zemalja iznosi 0,2328. Min=najmanja prosječna vrijednost trgovinske otvorenosti neke zemlje iznosi 0,4474, a najveća prosječna vrijednost neke zemlje iznosi 1,2056. Standardna devijacija

unutar zemalja iznosi 0,1493. Min i maks mjere najmanje i najveće odstupanje od prosjeka zemlje uvećano za prosječnu vrijednost uzorka.

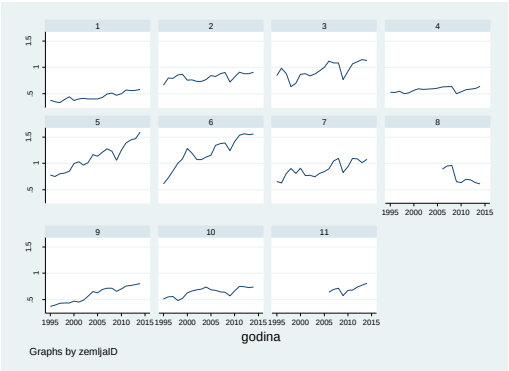
Tablica 53: Tablični prikaz deskriptivne statistike za sve determinante

Varijabla	Uzorak	Aritmetička sredina	Standardna devijacija	Min	Maks	N
Trgovinska otvorenost	Cjelokupni uzorak	0,7954	0,2771	0,3327	1,5898	198
	Između zemalja		0,2329	0,4474	1,2056	11
	Unutar zemalja		0,1494	0,2029	1,2736	18,0
Zemljopisna koncentracija trgovine	Cjelokupni uzorak	0,2771	0,1424	0,0994	0,7673	198
	Između zemalja		0,1357	0,1230	0,6196	11
	Unutar zemalja		0,0521	0,0870	0,4247	18,0
Ekonomska razvijenost	Cjelokupni uzorak	6515,4600	4778,9420	481,1650	22649,3800	198
	Između zemalja		3358,4930	2617,0530	13125,3100	11
	Unutar zemalja		3378,7340	-844,7994	16039,5300	18,0
Veličina ekonomije	Cjelokupni uzorak	10,5115	0,6238	9,2710	11,7364	198
	Između zemalja		0,6098	9,6071	11,4566	11
	Unutar zemalja		0,2371	9,8342	10,9043	18,0
Diferencija inflacije	Cjelokupni uzorak	0,1179	0,7721	-0,0252	10,5970	195
	Između zemalja		0,1933	0,0093	0,6561	11
	Unutar zemalja		0,7473	-0,5619	10,0588	17,7
Međunarodne rezerve	Cjelokupni uzorak	0,4543	0,1623	0,0345	0,9489	196
	Između zemalja		0,1371	0,2208	0,7491	11
	Unutar zemalja		0,1230	0,0782	0,8339	17,8
Stopa inflacije	Cjelokupni uzorak	0,1333	0,7720	-0,0160	10,6121	195
	Između zemalja		0,1932	0,0245	0,6713	11
	Unutar zemalja		0,7472	-0,5540	10,0741	17,7
Inozemni dug	Cjelokupni uzorak	55,0742	23,3209	15,9478	114,7950	114
	Između zemalja		19,6832	32,7811	89,7801	7
	Unutar zemalja		13,2977	28,2797	87,4185	16,3
Tekući račun	Cjelokupni uzorak	-6,6308	6,6934	-49,9481	3,9392	193
	Između zemalja		6,5226	-25,8332	-3,1116	11
	Unutar zemalja		4,7897	-30,7457	4,6641	17,5
Financijska razvijenost	Cjelokupni uzorak	50,3369	16,5556	11,2823	85,7590	187
	Između zemalja		11,7149	33,5782	69,4747	10
	Unutar zemalja		12,0782	15,7430	75,9742	18,7
Jedinični troškovi rada	Cjelokupni uzorak	468,7265	263,1965	53,9525	1053,9060	190
	Između zemalja		197,3131	168,7820	811,8872	11
	Unutar zemalja		172,6086	83,0787	837,6739	17,3
Bruto dug	Cjelokupni uzorak	43,1236	18,0713	11,5910	85,1240	178
	Između zemalja		13,0646	25,9837	67,4501	11
	Unutar zemalja		12,2815	20,8549	86,0219	16,2
Proračunski deficit	Cjelokupni uzorak	-3,5265	3,1657	-14,8467	3,1394	141
	Između zemalja		2,4351	-7,6185	-0,6412	10
	Unutar zemalja		2,2940	-17,7320	1,2560	14,1
Indeks demokracije	Cjelokupni uzorak	8,6271	1,7571	0,0000	10,0000	177
	Između zemalja		1,0013	6,8421	10,0000	10
	Unutar zemalja		1,4479	1,7850	10,7850	17,7
Politička stabilnost	Cjelokupni uzorak	4,1919	3,6279	1,0000	20,0000	172
	Između zemalja		2,4714	2,3846	10,5000	9
	Unutar zemalja		2,7540	-5,3081	13,6919	19,1
Snaga vlade prema broju mjesta u parlamentu	Cjelokupni uzorak	0,5352	0,1627	0,0455	1,0000	167
	Između zemalja		0,1493	0,1409	0,6370	9
	Unutar zemalja		0,1113	0,3098	0,9288	18,6

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

I sve ostale varijable je moguće definirati na isti način. U dodatku je prikazana deskriptivna statistika po zemljama.

Nakon tabličnog prikaza deskriptivne statistike za sve determinante i sve zemlje, slijedi grafički prikaz nezavisnih varijabli za sve zemlje iz uzorka. I u ovome slučaju s obzirom da su mnoge karakteristike prikazane u prethodnoj cjelini, kratko ćemo se bazirat samo na najvažnijim činjenicama.

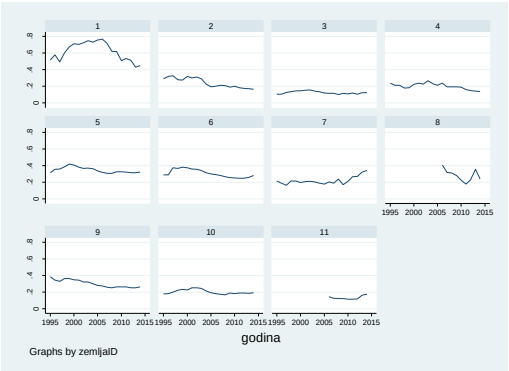


Grafikon 57: Grafički prikaz nezavisne varijable trgovinska otvorenost za sve zemlje u razdoblju 1995.-2014.

Napomena: 1=Albanija, 2=Bosna i Hercegovina, 3= Bugarska, 4= Hrvatska, 5= Češka, 6= Mađarska, 7= Makedonija, 8= Crna Gora, 9= Poljska, 10= Rumunjska, 11= Srbija.

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Kada se promatra trgovinska otvorenost (Grafikon 57.) u promatranom vremenskom nisu, gotovo sve zemlje karakterizira povećanje otvorenosti. U slučaju Češke i Mađarske otvorenost u posljednjim promatranim godinama prelazi 150%. Jedini negativni trend zabilježen je u slučaju Crne Gore.

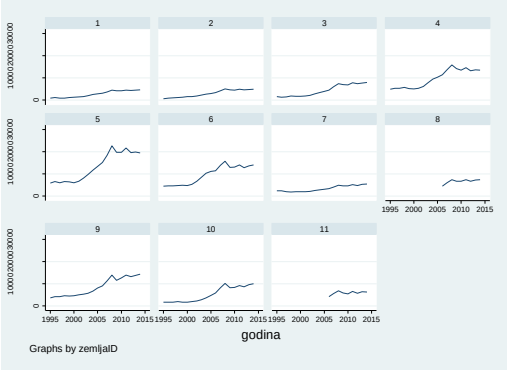


Grafikon 58: Grafički prikaz nezavisne varijable zemljopisna koncentracija trgovine za sve zemlje u razdoblju 1995.-2014.

Napomena: 1=Albanija, 2=Bosna i Hercegovina, 3= Bugarska, 4= Hrvatska, 5= Češka, 6= Mađarska, 7= Makedonija, 8= Crna Gora, 9= Poljska, 10= Rumunjska, 11= Srbija.

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Kada se promatra zemljopisna koncentracija trgovine (Grafikon 58.) koja se računala kao udio izvoza kod najvažnijeg trgovinskog partnera u odnosu na ukupni izvoz, razvidno je da je Albanija imala najviši udio. Ipak u zadnjim godinama dolazi do smanjenja.

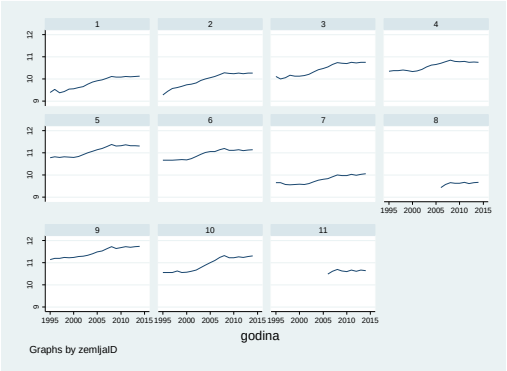


Grafikon 59: Grafički prikaz nezavisne varijable ekonomska razvijenost za sve zemlje u razdoblju 1995.-2014.

Napomena: 1=Albanija, 2=Bosna i Hercegovina, 3= Bugarska, 4= Hrvatska, 5= Češka, 6= Mađarska, 7= Makedonija, 8= Crna Gora, 9= Poljska, 10= Rumunjska, 11= Srbija.

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Ekonomska razvijenost (Grafikon 59.), odnosno indikator kojim se izražava ista, najviša je ostvarena u Češkoj. Ipak zadnjih godina dolazi do smanjenja rasta, ili čak pada u pojedinim zemljama što se može pripisati nastanku krize.

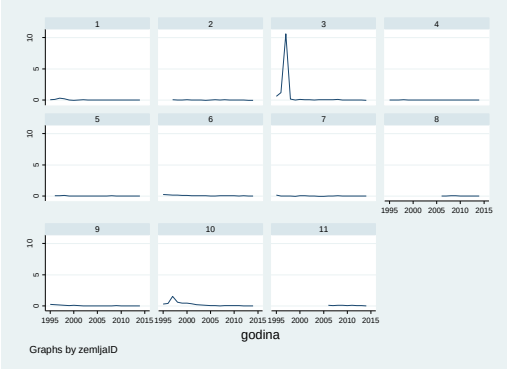


Grafikon 60: Grafički prikaz nezavisne varijable veličina ekonomije za sve zemlje u razdoblju 1995.-2014.

Napomena: 1=Albanija, 2=Bosna i Hercegovina, 3= Bugarska, 4= Hrvatska, 5= Češka, 6= Mađarska, 7= Makedonija, 8= Crna Gora, 9= Poljska, 10= Rumunjska, 11= Srbija.

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Veličinu ekonomije (Grafikon 60.) uglavnom prati uzlazni trend, a najveći pokazatelji zabilježeni su u zemljama Europske unije, Češkoj, Mađarskoj, Poljskoj i Rumunjskoj.

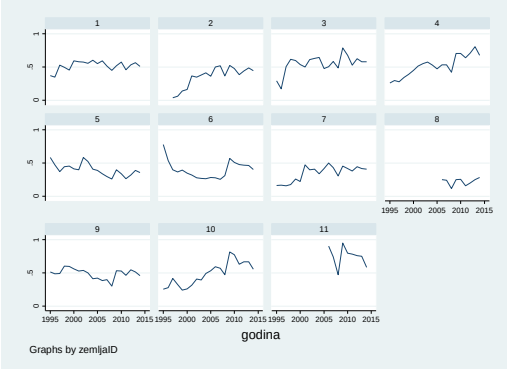


Grafikon 61: Grafički prikaz nezavisne varijable diferencija inflacije za sve zemlje u razdoblju 1995.-2014.

Napomena: 1=Albanija, 2=Bosna i Hercegovina, 3= Bugarska, 4= Hrvatska, 5= Češka, 6= Mađarska, 7= Makedonija, 8= Crna Gora, 9= Poljska, 10= Rumunjska, 11= Srbija.

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Diferenciju inflacije (Grafikon 61.) karakterizira hiperinflacija koja se dogodila u Bugarskoj 1997. godine. Iako se radi o ekstremu, isti je prikazan u istraživanju.

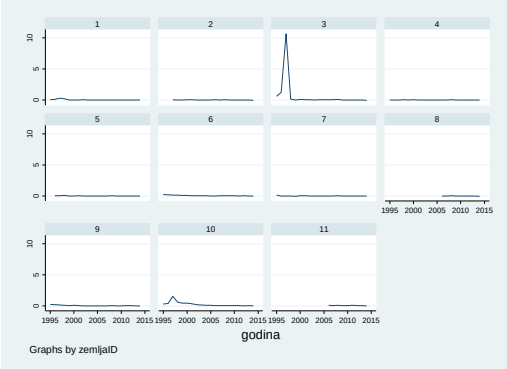


Grafikon 62: Grafički prikaz nezavisne varijable međunarodne rezerve za sve zemlje u razdoblju 1995.-2014.

Napomena: 1=Albanija, 2=Bosna i Hercegovina, 3= Bugarska, 4= Hrvatska, 5= Češka, 6= Mađarska, 7= Makedonija, 8= Crna Gora, 9= Poljska, 10= Rumunjska, 11= Srbija.

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Udio međunarodnih rezervi (Grafikon 62.) raznolik je zemljama iz uzorka. Ipak dosta visoke međunarodne rezerve zabilježene su u Bugarskoj, Hrvatskoj, Rumunjskoj i Srbiji.

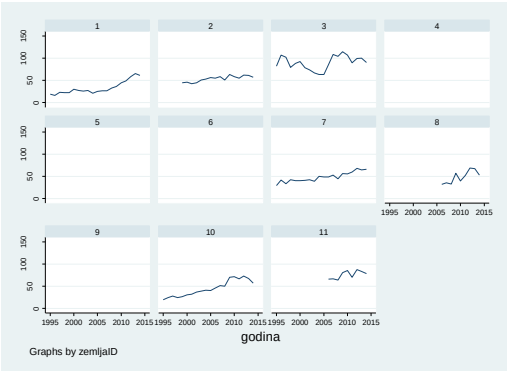


Grafikon 63: Grafički prikaz nezavisne varijable inflacija za sve zemlje u razdoblju 1995.-2014.

Napomena: 1=Albanija, 2=Bosna i Hercegovina, 3= Bugarska, 4= Hrvatska, 5= Češka, 6= Mađarska, 7= Makedonija, 8= Crna Gora, 9= Poljska, 10= Rumunjska, 11= Srbija.

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Kao što je bio slučaj i kod diferencije inflacije i u slučaju kada se promatra inflacija (Grafikon 63.) ističe se 1997. godina i hiperinflacija u Bugarskoj.

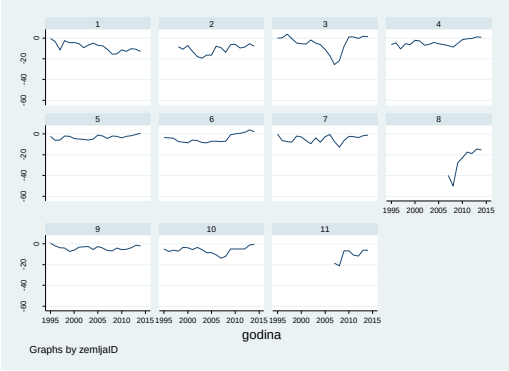


Grafikon 64: Grafički prikaz nezavisne varijable inozemni dug za sve zemlje u razdoblju 1995.-2014.

Napomena: 1=Albanija, 2=Bosna i Hercegovina, 3= Bugarska, 4= Hrvatska, 5= Češka, 6= Mađarska, 7= Makedonija, 8= Crna Gora, 9= Poljska, 10= Rumunjska, 11= Srbija.

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Iako nedostaju pokazatelji za pojedine zemlje za varijablu inozemni dug (Grafikon 64.), razvidno je da uglavnom dolazi do rasta ove varijable. Iako je karakteriziraju oscilacije u ovome pokazatelju najveći udio zabilježen je u Bugarskoj.

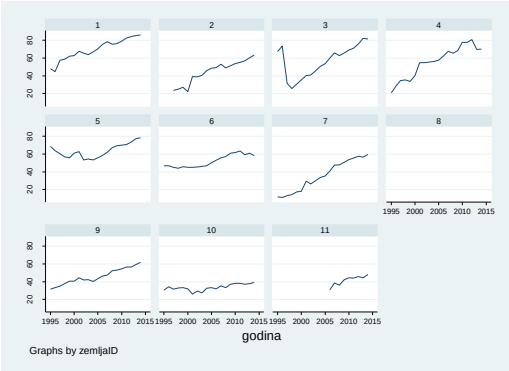


Grafikon 65: Grafički prikaz nezavisne varijable bilanca tekućeg računa za sve zemlje u razdoblju 1995.-2014.

Napomena: 1=Albanija, 2=Bosna i Hercegovina, 3= Bugarska, 4= Hrvatska, 5= Češka, 6= Mađarska, 7= Makedonija, 8= Crna Gora, 9= Poljska, 10= Rumunjska, 11= Srbija.

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Kada se promatra varijabla bilance tekućeg računa (Grafikon 65.), koja je mjerena preko indikatora koji u omjer stavlja bilancu tekućeg računa i BDP, vidljivo je da je ovaj pokazatelj uglavnom negativan.

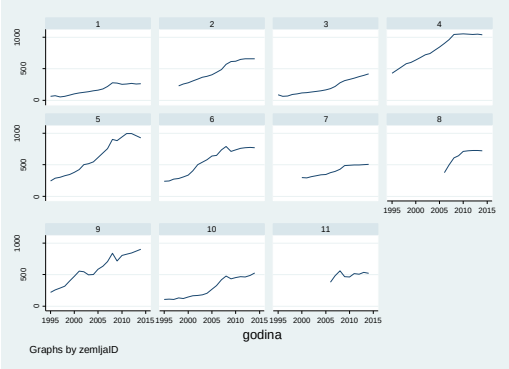


Grafikon 66: Grafički prikaz nezavisne varijable financijska razvijenost za sve zemlje u razdoblju 1995.-2014.

Napomena: 1=Albanija, 2=Bosna i Hercegovina, 3= Bugarska, 4= Hrvatska, 5= Češka, 6= Mađarska, 7= Makedonija, 8= Crna Gora, 9= Poljska, 10= Rumunjska, 11= Srbija.

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Financijska razvijenost (Grafikon 66.) u promatranim zemljama uglavnom ima trend rasta. Izuzetak je bila Bugarska, što se može pripisati spomenutoj krizi koja je uzrokovana zbog nastale hiperinflacije u 1997. godini.

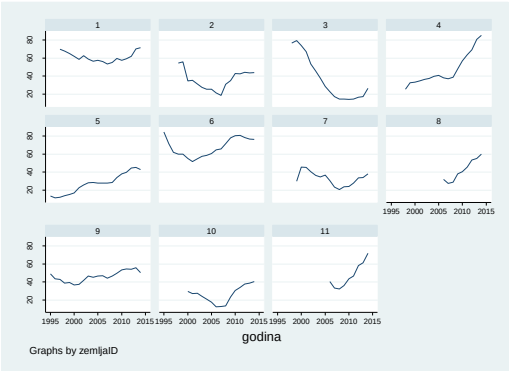


Grafikon 67: Grafički prikaz nezavisne varijable jedinični troškovi rada za sve zemlje u razdoblju 1995.-2014.

Napomena: 1=Albanija, 2=Bosna i Hercegovina, 3= Bugarska, 4= Hrvatska, 5= Češka, 6= Mađarska, 7= Makedonija, 8= Crna Gora, 9= Poljska, 10= Rumunjska, 11= Srbija.

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Jedinični troškovi rada (Grafikon 67.) mjereni su preko indikatora koji prikazuje prosječnu mjesečnu bruto plaću. Varijabla je iskazala najveću razinu u Hrvatskoj i Češkoj, a u posljednje promatranim godinama razina je visoka i u Poljskoj.

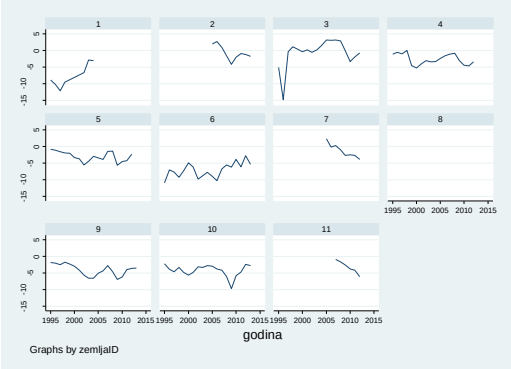


Grafikon 68: Grafički prikaz nezavisne varijable bruto dug za sve zemlje u razdoblju 1995.-2014.

Napomena: 1=Albanija, 2=Bosna i Hercegovina, 3= Bugarska, 4= Hrvatska, 5= Češka, 6= Mađarska, 7= Makedonija, 8= Crna Gora, 9= Poljska, 10= Rumunjska, 11= Srbija.

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Karakteristika varijable bruto dug (Grafikon 68.) je ta da nakon 2007. godine dolazi do povećanja udjela gotovo u svim zemljama. Razlog se može pripisati nastanku financijske krize koja je nastala na globalnoj razini. I za varijablu bruto dug karakterističan je utjecaj financijske krize te pogoršanja pokazatelja, kao i utjecaj hiperinflacije za Bugarsku u početnim godinama promatranja.

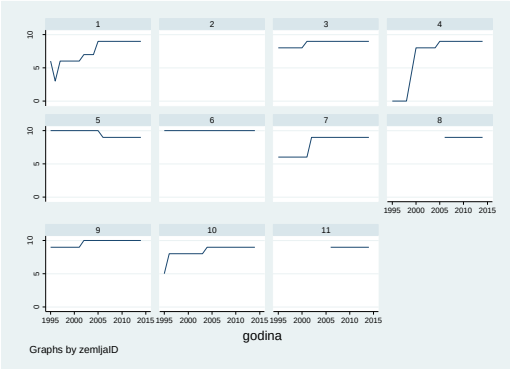


Grafikon 69: Grafički prikaz nezavisne varijable proračunski suficit/deficit za sve zemlje u razdoblju 1995.-2014.

Napomena: 1=Albanija, 2=Bosna i Hercegovina, 3= Bugarska, 4= Hrvatska, 5= Češka, 6= Mađarska, 7= Makedonija, 8= Crna Gora, 9= Poljska, 10= Rumunjska, 11= Srbija.

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Pokazatelji za varijablu proračunski suficit/deficit prikazani su na Grafikonu 69. Iz istog je razvidno kako su gotovo sve zemlje suočene sa proračunskim deficitom, te da su u pojedinim godinama ipak ostvarile i proračunski suficit. Za varijablu su karakteristični i nedostajuću podaci za pojedine godine.

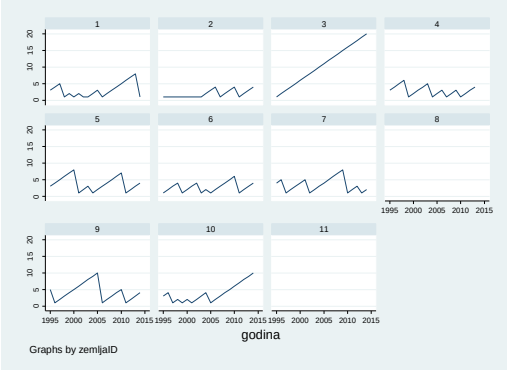


Grafikon 70: Grafički prikaz nezavisne varijable indeks demokracije za sve zemlje u razdoblju 1995.-2014.

Napomena: 1=Albanija, 2=Bosna i Hercegovina, 3= Bugarska, 4= Hrvatska, 5= Češka, 6= Mađarska, 7= Makedonija, 8= Crna Gora, 9= Poljska, 10= Rumunjska, 11= Srbija.

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Pokazatelji za varijablu indeks demokracije (Grafikon 70.) nedostaju za Bosnu i Hercegovinu. Kada se promatraju ostale zemlje uglavnom je došlo do rasta, osim u Češkoj. I pored pada indeksa Češka i Mađarska ostvarile su dosta visok pokazatelj u navedenim godinama promatranja.

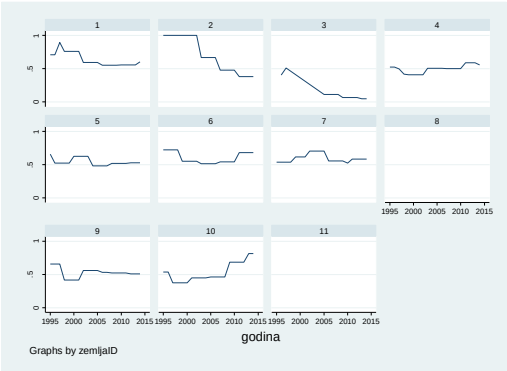


Grafikon 71: Grafički prikaz nezavisne varijable političke stabilnosti za sve zemlje u razdoblju 1995.-2014.

Napomena: 1=Albanija, 2=Bosna i Hercegovina, 3= Bugarska, 4= Hrvatska, 5= Češka, 6= Mađarska, 7= Makedonija, 8= Crna Gora, 9= Poljska, 10= Rumunjska, 11= Srbija.

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Prema pokazatelju koji mjeri političku stabilnost (Grafikon 71.), može se konstatirati da je u Bugarskoj zabilježena najveća politička stabilnost, te da nema promjena odnosno da se ista administracija nalazi u uredima kroz čitavo promatrano razdoblje.



Grafikon 72: Grafički prikaz nezavisne varijable snaga vlade za sve zemlje u razdoblju 1995.-2014.

Napomena: 1=Albanija, 2=Bosna i Hercegovina, 3= Bugarska, 4= Hrvatska, 5= Češka, 6= Mađarska, 7= Makedonija, 8= Crna Gora, 9= Poljska, 10= Rumunjska, 11= Srbija.

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Kada se promatra posljednje promatrana varijabla koja mjeri snagu vlade (Grafikon 72.), može se reći da je dosta snažna vlada zabilježena u početnom razdoblju promatranja u Bosni i Hercegovini, te u Rumunjskoj u završnim godinama promatranog razdoblja. S druge strane Bugarsku ne karakterizira snažna vlada posebno ako se u obzir uzmu završne godine promatranog uzorka.

Nakon deskriptivne statistike i grafikona, a prije dijela gdje se prezentiraju rezultati istraživanja za svaku varijablu je proveden t-test razlike aritmetičkih sredina. Isto je prikazano u Tablici 54.

Mean (aritmetička sredina) 0 i mean 1 su prosječne vrijednosti za 0-ostali tečajni režim, 1-fiksni tečajni režim. Vrijednost t-testa je dana u 4. stupcu. Minus predznak znači da je aritmetička sredina kod ostalih režima manja nego kod fiksnih, i obrnuto. Nakon vrijednsoti t-testa prikazani su stupnjevi slobode (df=n-2) i signifikantnost (p-vrijednosti, 6. stupac). Na temelju p-vrijednosti se zaključuje postoji li statistički značajna razlika u aritmetičkim sredinama. Statistički značajna razlika postoji ako je p<0,05 (5%). Tablica još prikazuje N (broj opažanja) i standardne devijacije po grupama.

Tablica 54: Prikaz t-testa razlike aritmetičkih sredina

Varijabla	Arit. Sred. 0	Arit. Sred. 1	t-value	df	p	Valid N 0	Valid N 1	Std.Dev. 0	Std.Dev. 1
Trgovinska otvorenost	0,786	0,821	-0,79176	196	0,429456	143	55	0,309	0,168
Zemljopisna koncentracija trgovine	0,294	0,234	2,67923	196	0,008006	143	55	0,145	0,126
Ekonomska razvijenost	7429,358	4139,324	4,55084	196	0,000009	143	55	5167,395	2266,901
Veličina ekonomije	10,677	10,082	6,63488	196	0,000000	143	55	0,619	0,390
Diferencija između stopa inflacije	0,067	0,254	-1,51066	193	0,132510	142	53	0,158	1,460
Međunarodne rezerve u odnosu na uvoz	0,466	0,424	1,60369	194	0,110410	143	53	0,157	0,175
Stopa inflacije	0,082	0,270	-1,51088	193	0,132455	142	53	0,157	1,460
Inozemni dug u BNP-u	45,663	66,700	-5,34059	112	0,000000	63	51	19,555	22,482
Bilanca tekućeg računa u BDP-u	-5,002	-11,166	6,16025	191	0,000000	142	51	3,788	10,152
Financijska razvijenost	48,883	55,061	-2,18646	185	0,030037	143	44	15,573	18,839
Jedinični troškovi rada	505,137	372,100	3,18042	188	0,001720	138	52	272,997	208,344
Bruto dug	44,024	40,753	1,07927	176	0,281943	129	49	17,865	18,582
Proračunski deficit u BDP-u	-4,208	-0,649	-5,84094	139	0,000000	114	27	2,647	3,588
Stupanj demokracije	8,577	8,829	-0,75635	175	0,450458	142	35	1,951	0,382
Politička stabilnost	3,376	6,974	-5,97383	170	0,000000	133	39	2,141	5,747
Snaga vlade prema broju mjesta u parlamentu	0,561	0,429	4,39977	165	0,000019	134	33	0,101	0,284

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Prosječna vrijednost trgovinske otvorenosti kod ostalih tečajnih režima iznosi 0,786 dok kod fiksnih tečajnih režima iznosi 0,821. Na temelju t testa razlike aritmetičkih sredina koji iznosi -0,791 te na temelju p vrijednosti koja iznosi 42,94% može se prihvatiti pretpostavka da se prosječna trgovinska otvorenost ne razlikuje statistički značajno s obzirom na vrstu tečajnih

režima. Iako je trgovinska otvorenost veća kod fiksnih tečajnih režima, što je u skladu s pomoćnom hipotezom H01, razlika nije statistički značajna.

Prosječna vrijednost zemljopisne koncentracije trgovine kod ostalih tečajnih režima iznosi 0,294 dok kod fiksnih tečajnih režima iznosi 0,234. Na temelju t testa razlike aritmetičkih sredina koji iznosi 2,679 te na temelju p vrijednosti koja iznosi 0,8% ne može se prihvatiti pretpostavka da se prosječna zemljopisna koncentracija trgovine ne razlikuje statistički značajno s obzirom na vrstu tečajnih režima. Zemljopisna koncentracija trgovine je statistički značajno manja kod fiksnih tečajnih režima.

Prosječna vrijednost ekonomske razvijenosti kod ostalih tečajnih režima iznosi 7429,3 dok kod fiksnih tečajnih režima iznosi 4139,3. Na temelju t testa razlike aritmetičkih sredina koji iznosi 4,55 te na temelju p vrijednosti koja iznosi manje od 1% ne može se prihvatiti pretpostavka da se prosječna ekonomska razvijenost ne razlikuje statistički značajno s obzirom na vrstu tečajnih režima. Ekonomska razvijenost je statistički značajno manja kod fiksnih tečajnih režima, što je u skladu s pomoćnom hipotezom H03.

Prosječna vrijednost veličine ekonomije kod ostalih tečajnih režima iznosi 10,67 dok kod fiksnih tečajnih režima iznosi 10,08. Na temelju t testa razlike aritmetičkih sredina koji iznosi 6,63 te na temelju p vrijednosti koja je manja od 1% ne može se prihvatiti pretpostavka da se prosječna veličina ekonomije ne razlikuje statistički značajno s obzirom na vrstu tečajnih režima. Veličina ekonomije je statistički značajno manja kod fiksnih tečajnih režima, što je u skladu s pomoćnom hipotezom H02.

Prosječna vrijednost inflacijskog diferencijala kod ostalih tečajnih režima iznosi 0,067 dok kod fiksnih tečajnih režima iznosi 0,254. Na temelju t testa razlike aritmetičkih sredina koji iznosi -1,51 te na temelju p vrijednosti koja iznosi 13,25% može se prihvatiti pretpostavka da se inflacijski diferencijal ne razlikuje statistički značajno s obzirom na vrstu tečajnih režima. Iako je inflacijski diferencijal veći kod fiksnih tečajnih režima, razlika nije statistički značajna. Naravno, ovo upućuje na realnu precijenjenost tečaja kod fiksnih tečajnih režima što je sukladno s empirijskim istraživanjima kod navedenih zemalja.

Prosječna vrijednost omjera međunarodnih rezervi prema uvozu je kod ostalih tečajnih režima iznosi 0,466 dok kod fiksnih tečajnih režima iznosi 0,424. Na temelju t testa razlike aritmetičkih sredina koji iznosi 1,603 te na temelju p vrijednosti koja iznosi 11,04% može se prihvatiti pretpostavka da se navedeni omjer ne razlikuje statistički značajno s obzirom na vrstu tečajnih režima. Iako je omjer manji kod fiksnih tečajnih režima zasigurno je veći udio

rezervi kod fiksnih u omjeru prema BDP-u. Iako razlika nije statistički značajna (standardna devijacija ovog omjera kod fiksnih režima je veća nego kod ostalih), i pomoćna hipoteza H04 se ne bi trebala prihvatiti, tumačenje, sukladno teoriji, je da zbog otvorenosti i kretanja kapitala rast rezervi nije samo karakteristika zemalja s fiksnim tečajnim režimima.

Prosječna vrijednost stope inflacije kod ostalih tečajnih režima iznosi 0,082 dok kod fiksnih tečajnih režima iznosi 0,27. Na temelju t testa razlike aritmetičkih sredina koji iznosi -1,51 te na temelju p vrijednosti koja iznosi 13,24% može se prihvatiti pretpostavka da se prosječna stopa inflacije ne razlikuje statistički značajno s obzirom na vrstu tečajnih režima. Iako je stopa inflacije veća kod fiksnih tečajnih režima, razlika nije statistički značajna.

Prosječna vrijednost omjera inozemnog duga u BNP-u kod ostalih tečajnih režima iznosi 45,66 dok kod fiksnih tečajnih režima iznosi 66,7. Na temelju t testa razlike aritmetičkih sredina koji iznosi -5,34 te na temelju p vrijednosti koja je manja od 1% ne može se prihvatiti pretpostavka da se navedeni omjer ne razlikuje statistički značajno s obzirom na vrstu tečajnih režima. Navedeni omjer je statistički značajno veći kod fiksnih tečajnih režima što je u skladu s teorijom i empirijskim istraživanjima.

Prosječna vrijednost tekućeg računa u BDP-u kod ostalih tečajnih režima iznosi -5,002 dok kod fiksnih tečajnih režima iznosi -11,16. Na temelju t testa razlike aritmetičkih sredina koji iznosi 6,16 te na temelju p vrijednosti koja je manja od 1% ne može se prihvatiti pretpostavka da se navedeni omjer ne razlikuje statistički značajno s obzirom na vrstu tečajnih režima. Navedeni omjer je statistički značajno veći kod fiksnih tečajnih režima što je u skladu s teorijom i empirijskim istraživanjima.

Prosječna vrijednost financijske razvijenosti kod ostalih tečajnih režima iznosi 48,88 dok kod fiksnih tečajnih režima iznosi 55,06. Na temelju t testa razlike aritmetičkih sredina koji iznosi -2,18 te na temelju p vrijednosti koja iznosi 3,003% može se prihvatiti pretpostavka da se navedeni omjer ne razlikuje statistički značajno s obzirom na vrstu tečajnih režima pri 1% signifikantnosti testa. Isti se statistički razlikuje na 5% signifikantnosti. Navedeni omjer je veći kod fiksnih tečajnih režima što se može pripisati definiciji indikatora i očekivanom manjem valutnom riziku stranih banaka u navedenim zemljama.

Prosječna vrijednost jediničnih troškova rada kod ostalih tečajnih režima iznosi 505,13 dok kod fiksnih tečajnih režima iznosi 372,1. Na temelju t testa razlike aritmetičkih sredina koji iznosi 3,18 te na temelju p vrijednosti koja je manja od 1% ne može se prihvatiti pretpostavka da se navedeni indikator ne razlikuje statistički značajno s obzirom na vrstu tečajnih režima.

Navedeni indikator je statistički značajno manji kod fiksnih tečajnih režima što se može pripisati stupnju razvijenosti.

Prosječna vrijednost omjera bruto duga u BDP-u kod ostalih tečajnih režima iznosi 44,02 dok kod fiksnih tečajnih režima iznosi 40,75. Na temelju t testa razlike aritmetičkih sredina koji iznosi 1,07 te na temelju p vrijednosti koja iznosi 28,19% može se prihvatiti pretpostavka da se navedeni indikator ne razlikuje statistički značajno s obzirom na vrstu tečajnih režima. Iako je navedeni indikator manji kod fiksnih ta razlika nije statistički značajna. Manji indikator kod fiksnih tečajnih režima možemo pripisati većem značaju fiskalne stabilnosti za održivost tečaja kod fiksnih tečajnih režima.

Prosječna vrijednost omjera proračunskog deficita u BDP-u kod ostalih tečajnih režima iznosi -4,21 dok kod fiksnih tečajnih režima iznosi -0,64. Na temelju t testa razlike aritmetičkih sredina koji iznosi -5,84 te na temelju p vrijednosti koja je manja od 1% ne može se prihvatiti pretpostavka da se navedeni indikator ne razlikuje statistički značajno s obzirom na vrstu tečajnih režima. Objašnjenje rezultata je sukladno objašnjenju prethodnog indikatora.

Prosječna vrijednost stupnja demokracije kod ostalih tečajnih režima iznosi 8,57 dok kod fiksnih tečajnih režima iznosi 8,82. Na temelju t testa razlike aritmetičkih sredina koji iznosi -0,75 te na temelju p vrijednosti koja iznosi 45,04% može se prihvatiti pretpostavka da se navedeni indikator ne razlikuje statistički značajno s obzirom na vrstu tečajnih režima.

Prosječna vrijednost političke stabilnosti kod ostalih tečajnih režima iznosi 3,37 dok kod fiksnih tečajnih režima iznosi 6,97. Na temelju t testa razlike aritmetičkih sredina koji iznosi -5,97 te na temelju p vrijednosti koja je manja od 1% ne može se prihvatiti pretpostavka da se navedeni indikator ne razlikuje statistički značajno s obzirom na vrstu tečajnih režima. Prosječna vrijednost političke stabilnosti je statistički značajno veća kod fiksnih tečajnih režima što je u skladu s pomoćnom hipotezom H05.

Nakon deskriptivne statistike, grafikona i prikaza t-testa, prezentiraju se rezultati istraživanja regresijskih modela, odnosno svih varijabli uzetih zajedno.

Prvo je procijenjen model logističke regresije. Metoda procjene parametara koja se koristi kod logističke regresije je maksimizacija funkcije vjerodostojnosti (engl. maximum likelihood). Koristile su se robusne standardne pogreške. Testiranje značajnosti parametara se provodi Wald testom. Rezultati pokazuju značajnost svih procijenjenih modela.

Procijenjen je združeni model binarne logističke regresije na panel podacima, što predstavlja ujedno najjednostavniji panel model oblika:

$$ln\left(\frac{P\left(y_{it}=1|\mathbf{x}_{it}\right)}{1-P\left(y_{it}=1|\mathbf{x}_{it}\right)}\right)=\alpha+\beta_1 x_{it1}+\beta_2 x_{it2}+...+\beta_K x_{itK}+\varepsilon_{it};i=1,...,N,t=1,...,T$$

pri čemu N označava broj jedinica promatranja (država), T označava broj vremenskih perioda (godina), $x_{itk},k=1,...,K$ označava vrijednost k-te nezavisne varijable, i-te jedinice promatranja u vremenskom periodu t, dok je y_{it} vrijednost binarne zavisne varijable i-te jedinice promatranja u vremenskom periodu t koja je transformirana multiplikacijom s prirodnim logaritmom proporcije (tzv. logit transformacija). Pri tom je $P\left(y_{it}=1|\mathbf{x}_{it}\right)$ vjerojatnost da zavisna varijabla poprimi vrijednost 1, uz zadanu linearnu kombinaciju nezavisnih varijabli. Parametar α je konstantni član koji je jednak za sve jedinice promatranja i ne mijenja se kroz vrijeme, a $\beta_1,\beta_2,...,\beta_K$ su parametri uz nezavisne varijable koje treba procijeniti, ε_{it} je greška relacije i-te jedinice promatranja u vremenskom periodu t i pretpostavlja se da su ε_{it} identično i nezavisno distribuirane slučajne varijable po jedinicama promatranja i vremenu, sa sredinom 0 i varijancom σ_ε^2. Također se pretpostavlja da su svi x_{itk} nezavisni s ε_{it} za sve i,t,k. Ovaj najjednostavniji model ujedno ima i najviše ograničenja. Združeni model daje pristrane i nekonzistentne procjene. Da bi se na neki način olakšala pretpostavka homoskedastičnosti upotrebljavaju se robusne standardne pogreške.

Zavisna varijabla poprima vrijednosti 0 za ostale tečajne režime, a 1 za fiksne tečajne režime, dok su nezavisne varijable trgovinska otvorenost (trg_otvore), ekonomska razvijenost (ek_razv), međunarodne rezerve (među_rezer), stopa inflacije (inflacija), tekući račun (bilanca_bdp), veličina ekonomije (vel_eko), zemljopisna koncentracija trgovine (zem_konc) i politička stabilnost (pol_stabil). Na temelju korelacijske matrice odabrane su nezavisne varijable koje nemaju visoki stupanj korelacije kako bi se eliminirao problem multikolinearnosti u modelu.

Nadalje se prikazuje i analizira detaljnije svaki od modela prikazanih u Tablici 55., te se analiziraju rezultati i uspoređuju sa postavljenim hipotezama. Prvi model je oblika:

$$ln\left(\frac{P\left(y_{it}=1|\mathbf{x}_{it}\right)}{1-P\left(y_{it}=1|\mathbf{x}_{it}\right)}\right)=-5.615+4.735\cdot trg_otvore_{it1}-0{,}000392\cdot ek_razv_{it}+2.826\cdot među_rezer_{it}+$$
$$+0.382\cdot inf\ lacija_{it}-0.217\cdot bilanca_bdp_{it}+\varepsilon_{it};i=1,...,N,t=1,...,T$$

Tablica 55: Skraćeni tablični prikaz rezultata združenog modela logističke regresije

tecaj	model (1)	model (1) omjeri šansi	model (2)	model (2) omjeri šansi	model (3)	model (3) omjeri šansi	model (4)	model (4) omjeri šansi	model (5)	model (5) omjeri šansi	model (6)	model (6) omjeri šansi
trg_otvore	4.735***	113.8155	4.902***	134.52	1.134*	3.108536	7.194***	1331.076	6.002***	404.2795	2.115**	8.290064
	-1.131	(128.6743)	-1.000	(134.5154)	(0.600)	(1.865478)	-1.665	(2216.506)	-1.496	(604.7082)	(0.831)	(6.887179)
ek_razv	-0.000392***	0.9996082					-0.000717***	0.9992835				
	(0.0000793)	(0.0000793)					(0.000137)	(0.0001365)				
među_rezer	2.826*	16.88299	5.306***	201.4978	0.323	1.381249	10.99***	59499.76	11.31***	81800.23	4.990**	146.9688
	-1.477	(24.94433)	-1.617	(325.8517)	-1.365	(1.88483)	-2.527	(150361.8)	-2.758	(225570.3)	-2.017	(296.4237)
inflacija	0.382**	1.465809	1.685	5.392985	0.563**	1.756438	1.859	6.415487	3.952**	52.05263	2.602	13.4973
	(0.165)	(0.2419196)	-1.054	(5.682324)	(0.253)	(0.4436641)	-1.524	(9.774159)	-1.702	(88.57176)	-2.035	(27.47346)
bilanca_bdp	-0.217***	0.8047559	-0.194***	0.8236101	-0.206***	0.8136273	-0.330***	0.7186164	-0.333***	0.7165117	-0.380***	0.6836507
	(0.0489)	(0.0393644)	(0.0445)	(0.0366203)	(0.0499)	(0.0406263)	(0.0840)	(0.0603689)	(0.0839)	(0.060134)	(0.0858)	(0.0586253)
vel_eko			-2.887***	0.0557182					-3.043***	0.0476701		
			(0.491)	(0.0273431)					(0.679)	(0.0323911)		
zem_konc					-4.738**	0.0087551					-5.599**	0.0037013
					-2.344	(0.0205237)					-2.421	(0.0089618)
pol_stabil							0.336***	1.398992	0.322***	1.37972	0.309***	1.361617
							(0.0860)	(0.1202717)	(0.0757)	(0.1044998)	(0.0715)	(0.0973421)
_cons	-5.615***	0.0036445	20.95***	1.25e+09	-2.402*	0.0904926	-12.49***	3.78e-06	16.29***	1.19e+07	-7.923***	0.0003623
	-1.227	(0.0044717)	-4.283	(5.36e+09)	-1.233	(0.1115476)	-2.171	(8.21e-06)	-5.549	(6.61e+07)	-1.933	(0.0007002)
N	192		192		192		170		170		170	
Wald chi2	43.32		50.44		27.79		46.74		33.56		46.11	
Prob > chi2	0.0000		0.0000		0.0000		0.0000		0.0000		0.0000	
Pseudo R2	0.3244		0.3433		0.2288		0.5444		0.5109		0.4107	
Log pseudolikelihood	-75.090435		-72.989502		-85.713628		-41.155249		-4.417594		-53.233781	

Standard errors in parentheses; * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Korištenjem združenog logit modela identificirane su varijable, odnosno determinante izbora tečajnog režima koje na razini statističke značajnosti od 5% značajno doprinose utvrđivanju i predviđanju izbora tečajnog režima kod posttranzicijskih zemalja koje se nalaze u procesu eurointegracije. Radi se o sljedećim determinantama: trgovinska otvorenost (trg_otvore) ($\beta_1 = 4.734, p = 0,000$), ekonomska razvijenost (ek_razv) ($\beta_2 = 0.0003919, p = 0,000$), međunarodne rezerve (među_rezer) (β_3 = 2,8263060; p = 0,056), stopa inflacije (inflacija) (β_4 = 0,3824074; p = 0,021) i tekući račun (bilanca_bdp) (β_5 = -0,2172163; p = 0,000).

Kada se raspravlja o vrijednostima koeficijenata uz prediktore na kojima se temelje pomoćne hipoteze, onda treba istaknuti da koeficijenti imaju očekivane predznake. Kod determinanti trgovinska otvorenost i međunarodne rezerve oba predznaka uključena u konačni model su pozitivna s pravilom zaključivanja: pozitivan koeficijent vodi prema izboru fiksnog tečajnog režima. Drugim riječima, veća vrijednost koeficijenta trgovinska otvorenost (trg_otvore) uz vrijednost 4,7345790 doprinosi odabiru fiksnog tečajnog režima. Također, veća vrijednost koeficijenta ekonomska razvijenost (ek_razv) uz vrijednost -0,0003919 doprinosi odabiru plivajućeg tečajnog režima.

Nadalje, iz vrijednosti koeficijenta uz prediktore može se zaključiti da pokazatelj trgovinska otvorenost (trg_otvore) jače utječe na vjerojatnost izbora tečajnog režima (4,7345790) uz statističku značajnost manju od 5% (p=0,000). S druge strane, ekonomska razvijenost (ek_razv) uz vrijednost -0,0003919, međunarodne rezerve (među_rezer) uz vrijednost 2,8263060, stopa inflacije (inflacija) uz vrijednost 0,3824074 i tekući račun (bilanca_bdp) uz vrijednost -0,2172163 su na nešto nižim razinama uz statističku značajnost manju od 5%.

Zanimljivo je analizirati i vrijednost omjera šansi (engl. Odds Ratio) kod odabranih pokazatelja uključenih u konačni model izbora tečajnog režima kod posttranzicijskih zemalja koje se nalaze u procesu eurointegracije. Omjer šansi kod pokazatelja trgovinska otvorenost iznosi 113,8155 što podrazumijeva da za svaki porast trgovinske otvorenosti za jednu jedinicu vjerojatnost je veća za 11281.55% da će zemlja imati fiksni, a ne plivajući tečajni režim. To dodatno ukazuje na povezanost predmetnog prediktora sa zavisnom varijablom i njegovu prediktivnu sposobnost pri izboru tečajnog režima. S druge strane, omjer šansi kod pokazatelja međunarodne rezerve iznosi 16,883, što podrazumijeva da je za svaki porast indikatora međunarodne rezerve za jednu jedinicu vjerojatnost veća za 1588,30% da će zemlja imati fiksni, a ne plivajući tečajni režim. Na isti način moguće je dobiti zaključke i za ostale varijable iz modela.

Kod narednog (modela 2) identificirane su varijable, odnosno determinante izbora tečajnog režima koje na razini statističke značajnosti od 5% značajno doprinose utvrđivanju i predviđanju izbora tečajnog režima kod posttranzicijskih zemalja koje se nalaze u procesu eurointegracije, a radi se o: trgovinskoj otvorenosti (trg_otvore) (β_1 = 4,9017130; p = 0,000), veličina ekonomija (vel_eko) (β_2 = -2,8874490; p = 0,000), međunarodne rezerve (među_rezer) (β_3 = 5,3057780; p = 0,001) i tekući račun (bilanca_bdp) (β_4 = -0,1940580; p=0,000).

Kada se raspravlja o vrijednostima koeficijenata uz prediktore na kojima se temelje pomoćne hipoteze, onda treba istaknuti da koeficijenti i u drugom modelu imaju očekivane predznake. Kod determinanti trgovinska otvorenost i međunarodne rezerve obadva predznaka uključena u konačni model su pozitivna s pravilom zaključivanja: pozitivan koeficijent vodi prema izoru fiksnog tečajnog režima. Determinanta veličina ekonomije ima očekivani negativni predznak koji je u skladu sa postavljenom pomoćnom hipotezom. Veća vrijednost koeficijenta međunarodne rezerve (među_rezer) uz vrijednost 5,3057780 doprinosi odabiru fiksnog tečajnog režima. Također, veća vrijednost koeficijenta veličina ekonomija (vel_eko) uz vrijednost -2,8874490 doprinosi odabiru plivajućeg tečajnog režima.

Nadalje, iz vrijednosti koeficijenta uz prediktore može se zaključiti da pokazatelj trgovinska otvorenost (trg_otvore) i međunarodne rezerve (među_rezer) jače utječu na vjerojatnost izbora tečajnog režima (4,9017130 i 5,3057780) uz planiranu statističku značajnost od 5%. S druge strane, veličina ekonomija (vel_eko) uz vrijednost -2,8874490 i tekući račun (bilanca_bdp) uz vrijednost -0,1940580 su na nešto nižim razinama uz statističku značajnost manju od 5%.

Kada se analizira vrijednost omjera šansi kod odabranih pokazatelja uključenih u konačni model izbora tečajnog režima kod posttranzicijskih zemalja koje se nalaze u procesu eurointegracije, količnik vjerojatnosti kod pokazatelja međunarodne rezerve iznosi 201,5 što podrazumijeva da za svaki porast indikatora međunarodnih rezervi za jednu jedinicu vjerojatnost je veća za 20049.77% da će zemlja imati fiksni, a ne plivajući tečajni režim. S druge strane, omjer šansi kod pokazatelja veličina ekonomije 0,056, što podrazumijeva da za svaki porast indikatora veličine ekonomije za jednu jedinicu vjerojatnost je manja za 94,428% da će zemlja imati fiksni, a ne plivajući tečajni režim. Ovo dodatno ukazuje na povezanost predmetnih prediktora sa zavisnom varijablom i njihove sposobnosti pri izboru tečajnog režima.

Kod modela 3 identificirane su sljedeće varijable, odnosno determinante izbora tečajnog režima koje na razini statističke značajnosti od 5% značajno doprinose utvrđivanju i predviđanju izbora tečajnog režima kod posttranzicijskih zemalja koje se nalaze u procesu eurointegracije, a radi se o: trgovinska otvorenost (trg_otvore) (β_1 = 1,1341520; p = 0,059), zemljopisna koncentracija trgovine (zem_konc) (β_2 = -4,7381200; p = 0,043), stopa inflacije (inflacija) (β_3 = 0,5632879; p = 0,026) i tekući račun (bilanca_bdp) (β_4 = -0,2062528; p = 0,000).

Kada se raspravlja o vrijednostima koeficijenata uz prediktore na kojima se temelje pomoćne hipoteze, onda treba istaknuti da koeficijenti i u trećem modelu imaju očekivane predznake. Kod determinanti trgovinska otvorenost i međunarodne rezerve obadva predznaka uključena u konačni model su pozitivna. Ipak u ovome modelu determinanta međunarodne rezervi nije iskazala statističku značajnost.

Nadalje, iz vrijednosti koeficijenta uz prediktore može se zaključiti da pokazatelj trgovinska otvorenost (trg_otvore) jače utječe, od drugih pokazatelja, na vjerojatnost izbora tečajnog režima (1,1341520) uz statističku značajnost manju od 5%.

Kada se analizira vrijednost omjera šansi kod odabranih pokazatelja uključenih u konačni model izbora tečajnog režima kod posttranzicijskih zemalja koje se nalaze u procesu eurointegracije, omjer šansi kod pokazatelja trgovinska otvorenost iznosi 3,109 što podrazumijeva da za svaki porast indikatora trgovinska otvorenost za jednu jedinicu vjerojatnost je veća za 210,85% da će zemlja imati fiksni, a ne plivajući tečajni režim. S druge strane, omjer šansi kod pokazatelja zemljopisna koncentracija trgovine 0,009, što podrazumijeva da za svaki porast indikatora zemljopisna koncentracija trgovine za jednu jedinicu vjerojatnost je manja za 99,1% da će zemlja imati fiksni, a ne plivajući tečajni režim.

Sljedeći (model 4) identificirao je varijable, odnosno determinante izbora tečajnog režima koje na razini statističke značajnosti od 5% značajno doprinose utvrđivanju i predviđanju izbora tečajnog režima kod posttranzicijskih zemalja koje se nalaze u procesu eurointegracije, a one su: trgovinska otvorenost (trg_otvore) (β_1 = 7,1937430; p = 0,000), ekonomska razvijenost (ek_razv) (β_2 = -0,0007168; p = 0,000), međunarodne rezerve (među_rezer) (β_3 = 10,9937300; p = 0,000), tekući račun (bilanca_bdp) (β_4 = -0,3304276; p = 0,000) i politička stabilnost (pol_stabil) (β_5 = 0,3357520; p = 0,000).

Kada se raspravlja o vrijednostima koeficijenata uz prediktore na kojima se temelje pomoćne hipoteze, onda treba istaknuti da koeficijenti imaju očekivane predznake. Kod determinanti

trgovinska otvorenost i međunarodne rezerve obadva predznaka uključena u konačni model su pozitivna s pravilom zaključivanja: pozitivan koeficijent vodi prema izoru fiksnog tečajnog režima. Politička stabilnost ima isti predznak kao i prethodno nabrojane determinante. Indikator politička stabilnost mjeri se sa brojem godina iste administracije u uredima, što je ovaj broj veći zemlja je politički stabilnija i obratno. Drugim riječima, politička stabilnost veže se uz pozitivan predznak te se i za ovu determinantu može reći da se veže za fiksni tečajni režim. Veća vrijednost koeficijenta politička stabilnost (pol_stabil) uz vrijednost 0,3357520 doprinosi odabiru fiksnog tečajnog režima. Također, veća vrijednost koeficijenta ekonomska razvijenost (ek_razv) uz vrijednost -0,0007168 doprinosi odabiru plivajućeg tečajnog režima.

Nadalje, iz vrijednosti koeficijenta uz prediktore može se zaključiti da pokazatelji trgovinska otvorenost (trg_otvore) i međunarodne rezerve vrlo jako utječu na vjerojatnost izbora tečajnog režima (7,1937430 i 10,9937300) uz statističku značajnost manju od 5% (p=0,000). S druge strane, ekonomska razvijenost (ek_razv) uz vrijednost -0,0007168, tekući račun (bilanca_bdp) uz vrijednost -0,3304276 i politička stabilnost (pol_stabil) uz vrijednost 0,3357520 su na nešto nižim razinama uz statističku značajnost manju od 5%.

Analizom vrijednosti omjera šansi kod odabranih pokazatelja uključenih u konačni model izbora tečajnog režima kod posttranzicijskih zemalja koje se nalaze u procesu eurointegracije može se zaključiti da omjer šansi kod pokazatelja politička stabilnost iznosi 1,399 što podrazumijeva da za svaki porast indikatora politička stabilnost, odnosno što je zemlja stabilnija za jednu jedinicu vjerojatnost je veća za 39,9% da će zemlja imati fiksni, a ne plivajući tečajni režim. S druge strane, omjer šansi kod pokazatelja međunarodne rezerve iznosi 59500, što podrazumijeva da za svaki porast indikatora međunarodne rezerve za jednu jedinicu vjerojatnost je veća za 5949890% da će zemlja imati fiksni, a ne plivajući tečajni režim. Ovo dodatno ukazuje na povezanost predmetnog prediktora sa zavisnom varijablom i ulogu pri izboru tečajnog režima u ovome modelu. Na isti način moguće je dobiti zaključke i za ostale varijable iz modela.

Pretposljednji model (model 5) identificirao je sljedeće varijable, odnosno determinante izbora tečajnog režima: trgovinska otvorenost (trg_otvore) (β_1 = 6,0021070; p = 0,000), veličina ekonomije (vel_eko) (β_2 = -3,0434510; p = 0,000), međunarodne rezerve (među_rezer) (β_3 = 11,3120400; p = 0,000), stopa inflacije (inflacija) (β_4 = 3,9522550; p =

0,020), tekući račun (bilanca_bdp) (β_5 = -0,3333607; p = 0,000) i politička stabilnost (pol_stabil) (β_6 = 0,3218806; p = 0,000).

Kada se raspravlja o vrijednostima koeficijenata uz prediktore na kojima se temelje pomoćne hipoteze, onda treba istaknuti da i u ovome modelu koeficijenti imaju očekivane predznake. Kod determinanti trgovinska otvorenost, međunarodne rezerve i politička stabilnost svi predznaci uključeni u konačni model su pozitivni s pravilom zaključivanja: pozitivan koeficijent vodi prema izoru fiksnog tečajnog režima. Politička stabilnost ima isti predznak kao i prethodno nabrojane determinante. Veća vrijednost koeficijenta politička stabilnost (pol_stabil) uz vrijednost 0,3218806 doprinosi odabiru fiksnog tečajnog režima. Također, veća vrijednost koeficijenta veličina ekonomije (vel_eko) uz vrijednost -3,0434510 doprinosi odabiru plivajućeg tečajnog režima.

Nadalje, iz vrijednosti koeficijenta uz prediktore može se zaključiti da pokazatelji trgovinska otvorenost (trg_otvore) i međunarodne rezerve vrlo jako utječu na vjerojatnost izbora tečajnog režima (6,0021070 i 11,3120400) uz statističku značajnost manju od 5% (p = 0,000). S druge strane, veličina ekonomije (-3,0434510), stopa inflacije (3,9522550), tekući račun (-0,3333607) i politička stabilnost (0,3218806) su na nešto nižim razinama uz statističku značajnost manju od 5%.

Analizom vrijednost omjera šansi kod odabranih pokazatelja uključenih u konačni model izbora tečajnog režima kod posttranzicijskih zemalja koje se nalaze u procesu eurointegracije može se zaključiti da količnik vjerojatnosti kod pokazatelja veličina ekonomije iznosi 0,048 što podrazumijeva da za svaki porast indikatora veličina ekonomije za jednu jedinicu vjerojatnost je manja za 95,2% da će zemlja imati fiksni, a ne plivajući tečajni režim. S druge strane, omjer šansi kod pokazatelja politička stabilnost iznosi 1,38, što podrazumijeva da za svaki porast indikatora politička stabilnost, odnosno što je zemlja stabilnija za jednu jedinicu vjerojatnost je veća za 37,97% da će zemlja imati fiksni, a ne plivajući tečajni režim.

Posljednji model (model 6) identificirao je sljedeće varijable, odnosno determinante izbora tečajnog režima: trgovinska otvorenost (trg_otvore) (β_1 = 2,1150580; p = 0,011), zemljopisna koncentracija trgovine (zem_konc) (β_2 = -5,5990830; p = 0,021), međunarodne rezerve (među_rezer) (β_3 = 4,9902200; p = 0,013), tekući račun (bilanca_bdp) (β_4 = -0,3803082; p = 0,000) i politička stabilnost (pol_stabil) (β_5 = 0,3086732; p = 0,000).

Kada se raspravlja o vrijednostima koeficijenata uz prediktore na kojima se temelje pomoćne hipoteze, onda treba istaknuti da i u ovome modelu koeficijenti imaju očekivane predznake.

Kod determinanti trgovinska otvorenost, međunarodne rezerve i politička stabilnost svi predznaci uključeni u konačni model su pozitivni. Veća vrijednost koeficijenta politička stabilnost (pol_stabil), znači da je veća politička stabilnost u zemlji te uz vrijednost 0,3086732 doprinosi odabiru fiksnog tečajnog režima.

Iz vrijednosti koeficijenta uz prediktore gu se donijeti zaključci kao u prethodnim modelima., a to je da trgovinska otvorenost (trg_otvore) i međunarodne rezerve vrlo jako utječu na vjerojatnost izbora tečajnog režima. S druge strane, ostale determinante u ovome modelu kao zemljopisna koncentracija trgovine, tekući račun i politička stabilnost su na nešto nižim razinama uz statističku značajnost od 5%.

Analizom vrijednost omjera šansi kod odabranih pokazatelja uključenih u konačni model izbora tečajnog režima kod posttranzicijskih zemalja koje se nalaze u procesu eurointegracije može se zaključiti da omjer šansi kod pokazatelja trgovinska otvorenost iznosi 8,29 što podrazumijeva da za svaki porast indikatora trgovinska otvorenost za jednu jedinicu vjerojatnost je veća za 729% da će zemlja imati fiksni, a ne plivajući tečajni režim. Omjer šansi kod pokazatelja politička stabilnost iznosi 1,362, što podrazumijeva da za svaki porast indikatora politička stabilnost, odnosno što je zemlja stabilnija za jednu jedinicu vjerojatnost je veća za 36,16% da će zemlja imati fiksni, a ne plivajući tečajni režim.

Kada se uspoređuje statistička značajnost u svim modelima može se zaključiti da su se determinante teorije optimalnog valutnog područja pokazale kao najbrojnije. Postavljeni postulati teorije optimalnog valutnog područja mogu objasniti utjecaj pojedinih determinanti posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije.

Postavljene pomoćne i glavna hipoteza potvrditi će se ili opovrgnuti na temelju rezultata združenog modela logističke regresije (Tablica 55.). Kao prva pomoćna hipoteza postavljeno je da veća trgovinska otvorenost vodi prema izboru fiksnog tečajnog režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije. Kada se promatraju svi modeli u kojima je prisutna determinanta trgovinska otvorenost moguće je zaključiti da su značajnost i smjer jednaki u svim modelima. S obzirom na navedeno moguće je prihvatiti prvu pomoćnu hipotezu, odnosno da veća trgovinska otvorenost vodi prema izboru fiksnog tečajnog režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije.

Kao druga pomoćna hipoteza postavljeno je da veličina ekonomije ima negativan utjecaj na izbor fiksnog tečajnog režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije. Kada se promatraju svi modeli, a to su model 2 i model 5, u kojima je prisutna determinanta veličina

ekonomije moguće je zaključiti da su značajnost i smjer jednaki u oba modela. Ovo govori da je moguće prihvatiti drugu pomoćnu hipotezu, te da veličina ekonomije ima negativan utjecaj na izbor fiksnog tečajnog režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije.

Za treću pomoćnu hipotezu definirano je da ekonomska razvijenost ima negativan utjecaj na izbor fiksnog tečajnog režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije. Ekonomska razvijenost promatrana je u modelu 1 i modelu 4. U oba modela ekonomska razvijenosti ima jednak, negativan, smjer i jednaku statističku značajnost. Na temelju pokazatelja zaključuje se da ekonomska razvijenost ima negativan utjecaj na izbor fiksnog tečajnog režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije.

Četvrta pomoćna hipoteza definira da veće međunarodne rezerve su karakteristika posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije koje koriste fiksne tečajne režime. Ova determinanta testirana je u svim modelima, te je moguće zaključiti da je smjer identičan u svim modelima, a značajnost u gotovo svim modelima. S obzirom da se radi o većini modela u kojima je ova determinanta značajna moguće je izvući potvrditi, minimalno djelomično, pomoćnu hipotezu da veće međunarodne rezerve su karakteristika posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije koje koriste fiksne tečajne režime.

Peta, posljednja, pomoćna determinanta se tiče institucionalnih determinanti, i postavljena je da politička stabilnost karakterizira fiksne tečajne režime posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije. Ova determinanta je testirana u modelu 4, modelu 5 i modelu 6. Iz dobivenih rezultata moguće je zaključiti da su značajnost i smjer identični, te da za ovu determinantu vrijedi obratno zaključivanje (veći pokazatelj znači veću stabilnost). I svega je razvidno da politička stabilnost karakterizira fiksne tečajne režime posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije.

S obzirom da se glavna hipoteza potvrđuje na temelju pomoćnih, moguće je zaključiti da je i glavna hipoteza potvrđena te da makroekonomske, institucionalne i determinante optimalnog valutnog područja utječu na izbor tečajnog režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije.

U svrhu provjere robusnosti rezultata procjenjuje se panel model sa slučajnim efektom. Procjenitelj fiksnog efekta nije korišten jer zavisna varijabla mora imati za svaku jedinicu promatranja oba ishoda kroz promatrano vrijeme, dok nezavisne varijable također moraju biti promjenjive kroz vrijeme za veliki dio jedinica promatranja, što u ovom slučaju nije

korišteno. Model sa slučajnim efektom (engl. random effect) je također procijenjen za iste kombinacije varijabli.

Tablica 56: Procijenjeni parametri modela sa slučajnim efektom

	model (1)	model (2)	model (3)	model (4)	model (5)	model (6)
trg_otvore	30.02***	36.43***	8.377	54.67***	18.39***	6.260
	(7.271)	(9.669)	(5.763)	(17.02)	(6.853)	(5.310)
ek_razv	-0.000530			-0.00175		
	(0.000356)			(0.00131)		
među_rezer	7.283	34.86**	15.82	69.40**	20.53	10.58
	(9.856)	(16.07)	(10.38)	(27.79)	(16.14)	(11.62)
inflacija	-1.076	-0.445	-0.414	-1.214	3.713	2.074
	(1.523)	(2.433)	(0.965)	(2.511)	(9.032)	(5.142)
bilanca_bdp	-0.720**	-0.773**	-0.508*	-1.465**	-0.634*	-0.657*
	(0.283)	(0.319)	(0.263)	(0.693)	(0.358)	(0.387)
vel_eko		-4.447			-1.306	
		(5.144)			(3.359)	
zem_konc			-13.87*			-22.72**
			(7.390)			(9.714)
pol_stabil				0.970*	0.539	0.371
				(0.562)	(0.373)	(0.401)
_cons	-27.71***	-4.776	-19.04*	-81.51***	-20.83	-14.85
	(9.202)	(46.55)	(10.95)	(26.72)	(38.31)	(10.89)
lnsig2u						
_cons	6.005***	6.956***	6.356***	7.316***	4.243***	4.697***
	(0.924)	(0.661)	(1.314)	(1.837)	(0.887)	(1.569)
N	192	192	192	170	170	170

Standard errors in parentheses; * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Prikazani su rezultati dobiveni logističkim panel modelom sa slučajnim efektom (Tablica 56.) koji se interpretiraju na isti način kao i kod logističke regresije. Metoda procjene parametara je također metoda maksimalne vjerodostojnosti (engl. maximum likelihood). Može se uočiti da se korištenjem drugog procjenitelja dobiju rezultati koji su slični onima dobivenim združenim modelom logističke regresije. Naime, procijenjeni parametri imaju isti smjer i intenzitet. Stoga se može zaključiti da su rezultati robusni na korištenje različitih procjenitelja te korištenjem različitih nezavisnih varijabli.

Pored prikazanih modela urađena je još jedna statistička analiza sa istim varijablama, gdje se ubacila i dodatna varijabla eu koja predstavlja pripadnost Europskoj uniji.

Sa ovom varijablom nastojao se dobiti odgovor postoji li razlika u determinantama između zemalja iz uzorka koje su članice Europske unije i ostalih zemalja iz uzorka. Kada se vrši usporedba tablice skraćeni tablični prikaz rezultata združenog modela logističke regresije i tablice skraćeni tablični prikaz rezultata združenog modela logističke regresije uz grupiranje zemalja razvidno je da se smjer utjecaja i značajnost ne mijenjaju dok se intenzitet mijenja malo. Rezultati ovih modela prikazani su u Tablici 57.

Tablica 57: Skraćeni tablični prikaz rezultata združenog modela logističke regresije uz grupiranje zemalja

	pooleu (1)	pooleu (2)	pooleu (3)	pooleu (4)	pooleu (5)	pooleu (6)
trg_otvore	4.741***	5.554***	1.379**	7.852***	5.987***	2.367*
	(1.115)	(1.107)	(0.600)	(1.830)	(1.480)	(1.352)
ek_razv	-0.000383***			-0.000628***		
	(0.0000872)			(0.000144)		
među_rezer	2.825*	6.703***	0.663	12.60***	11.33***	7.792***
	(1.483)	(1.749)	(1.436)	(3.187)	(2.796)	(2.218)
inflacija	0.405**	0.856	0.827	3.170	4.052**	4.171
	(0.180)	(1.041)	(0.945)	(1.954)	(1.801)	(2.837)
bilanca_bdp	-0.211***	-0.260***	-0.165***	-0.296***	-0.328***	-0.283***
	(0.0479)	(0.0494)	(0.0448)	(0.0818)	(0.0788)	(0.0761)
vel_eko		-4.669***			-2.903***	
		(0.842)			(1.039)	
zem_konc			-4.880**			-7.245***
			(1.961)			(2.033)
pol_stabil				0.348***	0.325***	0.340***
				(0.0886)	(0.0786)	(0.0803)
eu	0.159	-2.266***	1.151***	1.474*	0.207	2.901***
	(0.413)	(0.750)	(0.378)	(0.763)	(1.136)	(0.648)
_cons	-5.707***	38.99***	-2.952**	-14.93***	14.75	-9.948***
	(1.212)	(7.890)	(1.228)	(3.189)	(10.73)	(2.478)
N	192	192	192	170	170	170

Standard errors in parentheses; * $p < 0.1$, ** $p < 0.05$, *** $p < 0.01$

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Slijedi rasprava o doprinosima rezultata istraživanja, ograničenja provedenog istraživanja i prosudba daljnjih istraživačkih aktivnosti.

5.2. Doprinosi rezultata istraživanja

Očekivani znanstveni doprinos predloženog istraživanja postojećoj znanstvenoj literaturi ogleda se u modeliranju utjecaja determinanti pri izboru tečajnih režima za posttranzicijske zemlje koje se nalaze u procesima eurointegracije. Kod dosadašnjih istraživanja determinanti tečajnih režima zemlje su se birale prema pojedinim kriterijima (stupnju razvijenosti, zemljopisnom položaju, itd).

Vrlo mali broj istraživanja (Klyuev 2001., Nerlich, 2002., Grauwe, Schnabl 2004., Markiewitz 2005., Frieden, Leblang, Valev 2008.) kao kriterij uzima zemlje koje se nalaze u procesu eurointegracije. Istraživanje je doprinijelo identificiranju značajnih determinanti optimalnog valutnog područja, makroekonomskih determinanti i institucionalnih determinanti za izbor tečajnog režima kod posttranzicijskih zemalja koje se nalaze u procesu eurointegracije. Preko pet pomoćnih hipoteza identificirane su značajne determinante za izbor tečajnog režima kod posttranzicijskih zemalja. Pri združenom modelu logističke regresije trgovinska otvorenost iskazala je značajnost i smjer prema izboru fiksnog tečajnog režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije. Kada se promatraju istraživanja sa sličnim prostornim uzorkom potrebno je istaći da su Frieden, Leblang i Valev (2008.) i Markiewitz (2005.) dobili identične rezultate za ovu determinantu. Veličina ekonomije i ekonomska razvijenost iskazala je negativan utjecaj na izbor fiksnog tečajnog režima kod posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije. Kada rezultate usporedimo sa istraživanjima koji su dobili autori sa sličnim uzorkom, za ovu determinantu Grauwe i Schnabl (2004.) dobili su suprotan utjecaj. Moguće je da je rezultat iznenadio autore te su konstantirali da bez obzira na dobivene rezultate ne mogu odbaciti hipotezu da tečajna stabilnost promiče ekonomski rast u zemljama Srednje i Istočne Europe. Rezultati istraživanja utvrdili su značajnost i smjer međunarodnih rezervi i političke stabilnosti sa izborom fiksnog tečajnog režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije. Kada ove rezultate usporedimo sa rezultatima prostorno srodne literatura moguće je konstantirati da je slične rezultate dobila Nerlich (2002.) kod determinante međunarodnih rezervi, a Markiewitz (2005.) suprotne kod determinante političke stabilnosti. Markiewitz (2005.) je dobivene rezultate nazvala zagonetkom, jer nije mogla obajsniti kontradiktornost u rezultatima provedenog empirijskog istraživanja.

Pored identificiranja značajnih determinanti za izbor tečajnog režima kod posttranzicijskih zemalja, kao najvažniji znanstveni doprinos može se navesti i sljedeće:

- analiza odnosa fiksnih i ostalih (intermedijarnih i plivajućih) tečajnih režima,
- testiranje i odbacivanje „korner hipoteze“ kod posttranzicijskih zemalja koje se nalaze u procesima eurointegracije,
- testiranje i odbacivanje „korner hipoteze“ na svim zemljama na vremenskom uzorku od 45 godina,
- obogaćivanje domaće literature iz područja tečajnih režima,
- kao i analizu promjene jednog tečajnog režima i prelaska na drugi kod posttranzicijskih zemalja koje se nalaze u procesu eurointegracije.

Dosadašnja empirijska istraživanja vodile su se podjelom na dvije velike skupine, odnosno na fiksne i plivajuće tečajne režime. Čak i kada su uključivale i treću zasebnu skupinu odnosno intermedijarne režime, postavljena teorija stavljala je u odnos fiksne i intermedijarne tečajne režime. Zbog karakteristika promatranih zemalja nije bilo moguće promatranje između plivajućih tečajnih režima i ostalih. Razlog za ovo je dan u činjenici da su plivajući tečajni režimi rijetko postojali u prostornom uzorku. Jedino rješenje bilo je promatranje razlika između fiksnih i intermedijarnih tečajnih režima. Stoga dobiveni rezultati predstavljaju i novost jer se razlike u determinantama odnose na razlike između fiksnih i intermedijarnih tečajnih režima, za razliku od brojnih teorija gdje se razlike stavljaju između fiksnih (u koje se ubrajaju i intermedijarni tečajni režimi) i plivajućih tečajnih režima.

Doprinos ovog istraživanja može se izraziti i kroz razvoj znanstvenih spoznaja o klasificiranju tečajnih režima. Razvidno je kako ne postoji jedinstvena podjela tečajnih režima, te kako podjele mogu biti i između de jure i de facto tečajnih režima. Iako se u novije vrijeme koriste sve više de facto podjele, između njih postoje velike razlike što je prikazano u ovome istraživanju.

Kada se promatraju povijesne promjene i trendovi pri izboru tečajnih režima, moguće je zaključiti kako mnoge teorije su izgubile eksplanatornu snagu. Korner hipoteza je najuočljiviji primjer toga. Autori teorije korner hipoteze naglašavali se važnost izbora fiksnog ili plivajućeg tečajnog režima, te su pretpostavljali postepeni nestanak središnjih rješenja odnosno intermedijarnog tečajnog režima. Ovo ne da se nije dogodilo nego su intermedijarni tečajni režimi postali popularniji izbor i od plivajućih i od fiksnih tečajnih režima kada se

promatraju posttranzicijske zemlje koje se nalaze u procesu eurointegracije. Također izvršena je analiza adekvatnosti „korner hipoteze“ i na svim dostupnim zemljama u vremenskom uzorku od 45 godina. Rezultati analize ponovno su potvrdili stajalište kako se korner hipoteza odbacuje.

Spomenute znanstvene spoznaje doprinijele su obogaćivanju poprilično oskudne domaće literature iz područja tečajnih režima. Bitno je i spomenuti kako se rezultati istraživanja, kako teoretskog tako i empirijskog dijela, mogu koristiti na kolegijima koji su bliski ovim područjima.

Doprinos ovog znanstveno-istraživačkog rada moguće je vidjeti i kroz analizu promjene jednog tečajnog režima i prelaska na drugi kod posttranzicijskih zemalja koje se nalaze u procesu eurointegracije. S obzirom na poznatu činjenicu da tečajni režimi nisu optimalni „jednom za uvijek“, dolazi do potrebe mijenjanja tečajnih režima. Bolje poznavanje dosadašnjih iskustava zemalja koje su obavile promjenu tečajnih režima može olakšati put zemljama koje tek namjeravaju promijeniti tečajni režim.

Od rezultata ovoga istraživanja očekuje se da potpomogne boljem razumijevanju važnosti pojedinih determinanti prema tečajnim režimima, sistematiziranju znanja iz područja o teorijama tečajnih režima, razumijevanju teorija izbora tečajnih režima kao i povezanost makroekonomskih faktora sa tečajnim režimima, te da pomogne pri izboru optimalnog tečajnog režima. Istraživanje je otvorilo i nova pitanja koja se mogu koristiti za buduća istraživanja.

5.3. Ograničenja provedenog istraživanja

Ograničenja u provedbi empirijskog dijela istraživanja nisu zanemariva, ista postoje te je potrebno i navesti najznačajnija. Nedostupnost podataka, različite klasifikacije zavisne varijable, velika disproporcija u uzorku zavisne varijable, oprečni rezultati dosadašnjih istraživanja i odabir binomne ili multinomne zavisne varijable su ona ograničenja koja su se posebno naznačila.

Iako su korištene neke od najznačajnijih trenutno dostupnih baza podataka, kao što su baza podataka o indikatorima svjetskog razvoja, baza podataka o statistici usmjerenosti trgovine, baza podataka svjetskog ekonomskog pregleda, baza podataka o globalnom financijskom

razvoju, baza podataka Bečkog instituta za međunarodne ekonomske studije, baza podataka Polity IV Project, baza podataka o političkim institucijama, baza podataka nevladine organizacije za promociju građanskih sloboda, određeni pokazatelji za pojedine godine i pojedine zemlje nisu bili dostupni. Radi se o pokazateljima koji su vezani za nezavisne varijable. Ukupan broj podataka za nezavisne varijable koji bi trebali biti u potpunoj bazi, za sve zemlje i sve godine (9 zemalja sa 20 godina promatranja i 2 zemlje sa 9 godina promatranja) je 3168 (198 godina promatranja x 16 nezavisnih varijabli). Ukupan broj prikupljenih podataka za nezavisnu varijablu iznosio je 2897. Te se može konstatirati da je prikupljeno 91,45% podataka za nezavisne varijable. Pokazatelji za zavisnu varijablu su prikupljeni u potpunosti.

Različite klasifikacije zavisne varijable jedno je od bitnih ograničenja. Različita klasifikacija vidljiva je i kada je promatra samo pojedinačni autor primjerice Međunarodni monetarni fond. Kroz svoju povijest Međunarodni monetarni fond koristio je osam različitih klasifikacija. Ispočetka se radilo o de jure klasifikacija koje su bile poprilično jednostavne, a u novije vrijeme se radi o de facto klasifikacijama sa sve većim brojem tečajnih režima unutar klasifikacije. Eichengreen i Razo-Garcia (2011.) napravili su jednu vrlo zanimljivu usporedbu tri dosta česte de facto klasifikacije tečajnih režima. U usporedbi pokazali su različitosti između de facto klasifikacija. Spomenut ćemo samo usporedbu klasifikacije prema Reinhart i Rogoff i Levy-Yeyati i Sturzenegger klasifikacije. Od ukupnog uzorka koji je brojao 3609 jedinica samo njih 2341 ili 65% bili su klasificirani u isti skup koristeći podjelu na fiksne, intermedijarne i plivajuće tečajne režime. Razvidno je kako i među danas najpopularnijim de facto klasifikacijama postoje određena neslaganja.

Promatrajući klasifikaciju zavisne varijable u istraživanju lako je uočljiva velika disproporcija u uzorku između zemalja koje koriste fiksni ili intermedijarni tečajni režim i zemalja koje koriste plivajući tečajni režim. Dosadašnja istraživanja uglavnom su pri klasificiranju razdvajale plivajuće tečajne režime od svih ostalih. U ovome istraživanju to nije bilo moguće zbog malog broja zemalja koje koriste plivajuće tečajne režime. U pojedinim godinama iz vremenskog uzorka znalo se dogoditi da niti jedna zemlja iz uzorka ne koristi plivajuće tečajne režime, a kada se promatraju zemlje iz uzorka koje nisu postale članice Europske unije samo je Albanija u početnoj godini vremenskog uzorka koristila neki oblik plivajućeg tečajnog režima. Kada se promatraju zemlje iz uzorka članice Europske unije samo su Poljska i Rumunjska u pojedinim godinama koristile neke oblike plivajućih tečajnih režima. Iz ovoga

razloga multionomna podjela zavisne varijable na fiksne, intermedijarne i plivajuće režime se nije pokazao kao optimalan izbor.

Oprečni rezultati dosadašnjih istraživanja. Pregled empirijskih istraživanja ukazuje na niz nejasnoća prilikom objašnjavanja utjecaja pojedinih determinanti, bilo da se njihov utjecaj tijekom vremena promijenio ili da je teorijski okvir preferirao značaj nekih drugih determinanti izbora tečajnog režima. U mnogim istraživanjima ne postoji jednoznačan utjecaj navedenih determinanti na izbor tečajnog režima. Promatrajući otvorenost (Ondina, Rivero, Queijeiro i Cuervo, 2008.) kao najčešću testiranu determinantu može se istaći da se determinanta otvorenost pokazala statistički značajnu vezu sa plivajućim tečajnim režimima u 29% istraživanja. Ista determinanta iskazala je statistički značajnu vezu sa fiksnim tečajnim režimima u 46% istraživanja, dok u 25% istraživanja nije se pokazala statistički značajnom pri izboru tečajnog režima. Oprečne zaključke moguće je pronaći i u drugim istraživanjima.

Binomna ili multinomna zavisna varijabla. Dosadašnja istraživanja koristila su i jednu i drugu metodu. U ovome radu jedna je zavisna varijabla i to binarnog (binomnog) karaktera kojem se opisuje izbor deviznog režima dok su nezavisne varijable numeričke. Autori poput Levy Yeyati, Sturzenegger i Regio (2002.), Dubas, Lee i Mark (2005.), Bleaney i Francisco (2005. i 2007.) i drugi su autori koristili binarnu metodu. S druge strane autori poput Bailliu, Lafrance i Perrault (2002.), Papaioannou (2003.), Markiewicz (2005. i 2006.) i drugi koristili su multinomnu metodu. Izbor je ovisio da li će zavisna varijabla biti samo sa izborom dva tečajna režima (fiksni i plivajući) ili će sadržavati tri (ubaciti će se i intermedijarni), a moguć je i odabir i detaljnijih podjela tečajnih režima.

5.4. Prosudba daljnjih istraživačkih aktivnosti

Temeljem dobivenih rezultata, gdje su postavljene hipoteze potvrđene, postavlja se zadatak daljnjeg istraživanja utjecaja determinanti tečajnog režima na izbor tečajnog režima. Postoji nekoliko ograničavajućih faktora koji su bili u ovome istraživanju, a koji bi se mogli premostiti kroz određeno razdoblje i usmjeriti daljnja istraživanja.

Spominjano je ograničenje zavisne varijable te njena raznolika i neujednačena klasifikacija. U daljnjim istraživanjima predlaže se korištenje neke druge klasifikacije tečajnih režima, kako bi rezultati mogli potvrdite dobivene rezultate iz ovog istraživanja čime bi se ojačao utjecaj

spomenutih determinanti. U prvom planu predlaže se klasifikacija tečajnih režima prema Međunarodnom monetarnom fondu.

Ovo istraživanja u više navrata naglasilo je utjecaj međunarodne financijske krize koji je imao na pojedine nezavisne varijable. Kao buduće istraživanje moguće je odabrati i drugi vremenski uzorak, odnosno razdvojiti istraživanje prije i poslije financijske krize kako bi se utvrdilo postoje li razlike u značaju izbora determinanti u vremenskim intervalima prije i poslije financijske krize.

Nedostajući pokazatelji isto su se pokazali kao ograničenje za pojedine zemlje, pogotovo za dvije novije zemlje. Pretpostavka je da će baze biti sve potpunije te da će buduća istraživanja imati manje nedostajućih podataka.

Iako su pojedini autori nastojali grupirati u jednu tablicu dosadašnje rezultate utjecaja pojedinih determinanti na izbor tečajnog režima, nedostatak toga pristupa jest što je različit uzorak prikazan u jednoj tablici. Predlaže se promatranje dosadašnjih istraživanja i grupiranje rezultata s obzirom na razvijenost zemalja. Moguće je doći do saznanja o različitom utjecaju determinanti na izbor tečajnog režima s obzirom na grupiranje zemalja prema razvijenosti.

ZAKLJUČAK

Predmet istraživanja ovoga rada je detaljno istražiti utjecaj determinanti na izbor tečajnog režima kod posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije. U radu se ponajprije opisuje evolucija monetarnog-tečajnog sustava te analiziraju tečajni režimi i njegove karakteristike. Iako se teorija tečajnih režima razvija gotovo svakodnevno, ne postoji jedinstvena općeprihvaćena de facto klasifikacija. Različite klasifikacije tečajnih režima otežavaju donošenje jasnih zaključaka veze između determinanti tečajnih režima i izbora tečajnog režima. Problem se javlja u zaključcima kod svih zemalja, ne samo zemalja koje su bile predmetom ovoga istraživanja.

Teorije, klasične vezane uglavnom za teoriju optimalnog valutnog područja i moderne, o tečajnim režimima se nadopunjuju, ali i osporavaju. Teorija „korner hipoteze“ je najbolji primjer. Autori teorije korner hipoteze naglašavali se važnost izbora fiksnog ili plivajućeg tečajnog režima, te su pretpostavljali postepeni nestanak središnjih rješenja odnosno intermedijarnog tečajnog režima. Teorija je zagovarana od strane poznatih svjetskih autora, Fishera ponajprije, i vrlo brzo postala jako popularna. Predviđan je potpuni nestanak središnjih, intermedijarnih, rješenja, odnosno izbor bi se temeljio na nekom od korner rješenja. Ovo ne da se nije dogodilo nego su intermedijarni tečajni režimi postali popularniji izbor i od plivajućih i od fiksnih tečajnih režima kada se promatraju posttranzicijske zemlje koje se nalaze u procesu eurointegracije. U radu se može pronaći i analiza pripadnosti tečajnim režimima na uzorku od svih dostupnih zemalja i na vremenskom uzorku od 45 godina. Kada se analizira pripadnost intermedijarnim tečajnim režimima, izvučen je zaključak da intermedijarni tečajni režimi ne nestaju. Pripadnost intermedijarnim tečajnim režimima uglavnom je rasla, kroz sve promatrane godine, a u pojedinim godinama bili su i najzastupljenija skupina tečajnih režima, prestignuvši fiksne tečajen režime. Još jedan primjer može se pronaći i sa „trilemom monetarne politike“ koja je bila čvrsti oslonac za koji su se autori mogli bezbrižno hvatati. No kasnijim istraživanjima došlo je do nadopunjivanja, a zatim i osporavanja „trileme“ prvotno preko „kvadrileme monetarne politike“, a zatim i „dileme monetarne politike“.

Prva istraživanja o determinantama tečajnih režima započela su prije 40-ak godina. Autori su prvotno ispitivali pretpostavljeni utjecaj determinanti teorije optimalnog valutnog područja. Razvojem teorije došlo je do sve većeg i raznolikijeg ispitivanja determinanti na izbor

tečajnog režima. Pregled dosadašnjih empirijskih istraživanja ukazuje na niz nejasnoća prilikom objašnjavanja utjecaja pojedinih determinanti, bilo da se njihov utjecaj tijekom vremena promijenio ili da je teorijski okvir preferirao značaj nekih drugih determinanti izbora tečajnog režima. Rezultati dosadašnjih empirijskih istraživanja ukazuju da ne postoji jednoznačna veza između determinanti i izbora tečajnog režima ovisno o korištenom uzorku, razdoblju istraživanja, te teorijskom okviru pretpostavljenog utjecaja.

Empirijsko istraživanje ove disertacije je provedeno na uzorku od 11 posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije, od čega su šest zemalja članice Europske unije, a pet zemalja još uvijek nisu postale članice Europske unije. Radi se o zemljama kandidatima za ulazak u Europsku uniju, te zemljama koje su potencijalni kandidati, a u istraživanju su analizirane sljedeće istraživačke hipoteze:

H0: Makroekonomske, institucionalne i determinante optimalnog valutnog područja utječu na izbor tečajnog režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije.

Navedena je istraživačka hipoteza analizirana pomoću pet pomoćnih hipoteza, i to:

H01: Veća trgovinska otvorenost vodi prema izboru fiksnog tečajnog režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije.

H02: Veličina ekonomije ima negativan utjecaj na izbor fiksnog tečajnog režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije.

H03: Ekonomska razvijenost ima negativan utjecaj na izbor fiksnog tečajnog režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije.

H04: Veće međunarodne rezerve su karakteristika posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije koje koriste fiksne tečajne režime.

H05: Politička stabilnost karakterizira fiksne tečajne režime posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije.

Rezultati empirijskog istraživanja ukazuju na značajan utjecaj pojedinih determinanti na izbor tečajnog režima. Nadalje, združenim modelom binarne logističke regresije na panel podacima utvrđena je značajnost, smjer utjecaja i intenzitet determinanti tečajnih režima. Korištenjem združenog modela logističke regresije trgovinska otvorenost iskazala je značajnost i smjer u

svim modelima prema izboru fiksnog tečajnog režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije. Na temelju dobivenih rezultata prihvatila se prva pomoćna hipoteza, odnosno da veća trgovinska otvorenost vodi prema izboru fiksnog tečajnog režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije. Ovaj rezultat je u skladu sa istraživanjima sa sličnim prostornim uzorkom te su Markiewitz (2005.) i Frieden, Leblang i Valev (2008.) dobili identične rezultate za ovu determinantu. Druga i treća pomoćna hipoteza definirale su pretpostavljeni utjecaj da veličina ekonomije i ekonomska razvijenost imaju negativan utjecaj na izbor fiksnog tečajnog režima kod posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije. Kada se promatraju svi modeli gdje su ove determinante bile uključene moguće je zaključiti da su značajnost i smjer jednaki u svim modelima. Ovo je dovelo do prihvaćanja druge i treće pomoćne hipoteze, te da veličina ekonomije i ekonomska razvijenost imaju negativan utjecaj na izbor fiksnog tečajnog režima posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije. Grauwe i Schnabl (2004.) dobili su suprotan rezultat, no ipak su bili pažljivi te su upozorili da ne mogu odbaciti hipotezu da tečajna stabilnost promiče ekonomski rast u zemljama Srednje i Istočne Europe. Determinante iz prve tri pomoćne hipoteze pripadaju determinantama optimalnog valutnog područja. Četvrta pomoćna hipoteza definira da veće međunarodne rezerve su karakteristika posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije koje koriste fiksne tečajne režime i ova determinanta pripada makroekonomskim determinantama. Peta pomoćna hipoteza sadrži determinantu koja pripada institucionalnim determinantama, a definirana je da politička stabilnost karakterizira fiksne tečajne režime posttranzicijskih zemalja u procesu eurointegracije. S obzirom na dobivene podatke moguće je potvrditi postavljene pomoćne hipoteze. Usporedbom sa rezultatima prostorno srodnog uzorka važno je istaknuti da je Nerlich (2002.) dobila slične rezultate sa determinantom koja promatra međunarodne rezerve. Markiewitz (2005.) je dobila suprotan utjecaj kod determinante koja promatra političku stabilnosti. Dobivene rezultate nazvala je zagonetkom, jer nije mogla obajsniti kontradiktornost u rezultatima provedenog empirijskog istraživanja. Jedan od zaključaka Klyuevog (2001.) istraživanja glasi da je sklonost fiksiranja tečajnog režima umanjena sa niskom razinom međunarodnih rezervi.

Dobiveni pokazatelji u skladu su sa pretpostavljenim utjecajem pomoćnih hipoteza H01-H05. Na temelju navedenog se zaključuje da se pomoćne hipoteze mogu prihvatiti, a što je temelj za prihvaćanje cjelokupne hipoteze H0.

Pomoćne hipoteze pretpostavljene su na temelju teorijskih uvida i dosadašnjih istraživanja veza između odabranih determinanti i tečajnih režima. Visoka stopa trgovinske otvorenosti u

zemljama koje koriste neki oblik plivajućeg tečajnog režima povećava rizik za tu zemlju. Veličina ekonomije je vrlo vjerojatno pozitivno povezana sa razinom fleksibilnosti. Što je manja ekonomija to je više osjetljiva na vanjske šokove koji su određeni preko tečaja, te je za ove ekonomije viša vjerojatnost da će koristiti nizak stupanj fleksibilnosti tečajnog režima. Teorija optimalnog valutnog područja govori da otvorenije ekonomije fiksiraju tečajne režime dok su veće ekonomije tj. ekonomije s višom razinom BDP-a po stanovniku sklone odabiru plivajućih tečajnih režima. Drugim riječima rečeno, zemlje sa višom razinom ekonomske razvijenosti karakterizira viša vjerojatnost za korištenje plivajućeg tečajnog režima. Krugmanov modelu valutne krize govori da kolaps fiksnog tečajnog režima je praćen stalnim smanjenjem međunarodnih rezervi. Kako bi se obranio tečaj, dolazi do trošenja odnosno smanjivanja međunarodni rezervi. Dakle, razina međunarodnih pričuva često se koristi kao vodeći pokazatelj valutne krize. Zemlja koja koristi fiksne tečajne režime mora držati visoku količinu međunarodnih pričuva kako bi poboljšala vjerodostojnost svojeg tečajnog režima. Kada se promatra najčešće analizirana institucionalna determinanta, politička stabilnost, može se zaključiti da politički stabilna vlada ima veći politički kapacitet za održavanje fiksnog tečajnog režima. Odnosno, politički stabilna vlada će biti u boljem položaju da se odupre svim pritiscima uzrokovanim mogućom tečajnom krizom. Prema tome, politički stabilnije zemlje imaju veću vjerojatnost za odabir fiksnog tečajnog režima.

Dobiveni rezultati govore ponajprije o značaju teorije optimalnog valutnog područja, čije su se determinanti pokazale iznimno utjecajnim i na ovome uzorku. Ipak ne smije se zaboraviti ni utjecaj modernih teorija.

Jedno od pitanja na koje se htio dobiti precizan odgovor glasilo je postoji li razlika u determinantama između zemalja iz uzorka koje su članice Europske unije i ostalih zemalja iz uzorka. Odgovor na pitanje dobiven je dodatnom statističkom analizom sa istim varijablama, gdje se ubacila i dodatna varijabla eu koja predstavlja pripadnost Europskoj uniji. Rezultati analize ukazuju da se smjer utjecaja i značajnost ne mijenjaju dok se intenzitet mijenja malo.

Intermedijarni tečajni režimi pokazali su se kao najzastupljenija skupina tečajnih režima ove disertacije. Kada se promatraju zemlje iz uzorka udio intermedijarnih tečajnih režima nije bio niži od 45%. Ukoliko se iz promatranja izostave i ekstremni tečajni režimi, onda je zastupljenost intermedijarnih tečajnih režima bila još i veća. Razlozi za odabir tečajnih režima mogu se naći i u teorijama o tečajnim režimima. Teorija optimalnog valutnog područja govori da otvorenije ekonomije fiksiraju tečajne režime dok su veće ekonomije sklone odabiru

plivajućih tečajnih režima. Drugim riječima rečeno, zemlje sa višom razinom ekonomske razvijenosti, što je i slučaj sa ovom disertacijom, karakterizira viša vjerojatnost za korištenje plivajućeg tečajnog režima. Iako se ne radi o „pravim“ plivajućim režimima, intermedijarni tečajni režimi imaju mnogo više poveznica sa plivajućim tečajnim režimima od fiksnih tečajnih režima. Za promatrane zemlje mogu se spomenuti prijedlozi za primjenu intermedijarnih tečajnih režima kao optimalne tečajne politike. Odabir intermedijarnih tečajnih režima, uz valjanu primjenu istih, može im omogućiti značajne koristi. Za kraj važno je istaći da tečajni režimi nisu svemogući, nisu dani jednom za uvijek, niti se istim treba pripisati uloga najvažnije uloge od koje ovisi blagostanje zemlje i njen dugoročni rast. Unatoč tome, potrebna je kontinuirana prilagodba istih kako bi se nosili sa brojnim izazovima.

SAŽETAK

U radu se analiziraju determinante izbora tečajnih režima u razdoblju od 1995. do 2014. godine u posttranzicijskim zemljama u procesu eurointegracije. Cilj istraživanja je utvrditi vezu između determinanti tečajnih režima za koje se smatra da imaju pretpostavljeni utjecaj na njihov izbor u posttranzicijskim zemljama u procesu eurointegracije i tečajnih režima. Za potrebe analize tečajni režimi su podijeljeni u dvije kategorije: fiksni i ostali tečajni režimi. Prilikom svrstavanja u određenu kategoriju koristila se kronološka de facto klasifikacija tečajnih režima prema Ilzetzki, Reinhart i Rogoff (2011). Pokazatelji o determinantama tečajnih režima preuzeti su iz baza podataka o indikatorima svjetskog razvoja (World Development Indicators), baza podataka o statistici usmjerenosti trgovine (Direction of trade statistic), baza podataka svjetskog ekonomskog pregleda (World Economic Outlook), baza podataka o globalnom financijskom razvoju (Global Financial Development), baza podataka Bečkog instituta za međunarodne ekonomske studije (WIIW), baza podataka Polity IV Project, baza podataka o političkim institucijama (Database of Political Institutions) i baze podataka nevladine organizacije za promociju građanskih sloboda (Freedom House). Istraživanje je obuhvatilo zemlje čiji je cilj ulazak u Europsku uniju, a samim tim i u Ekonomsku i monetarnu uniju (Albanija, Bosna i Hercegovina, Makedonija, Crna Gora i Srbija), te zemlje koje se već nalaze u sastavu Europske unije, ali još uvijek nisu postale članice Ekonomske i monetarne unije (Bugarska, Rumunjska, Češka, Mađarska, Poljska i Hrvatska). Rezultati ovog istraživanja pokazuju da determinante optimalnog valutnog područja, makroekonomske determinante i institucionalne determinante imaju utjecaj na izbor tečajnih režima.

Ključne riječi: teorije tečajnih režima, klasifikacije tečajnih režima, determinante tečajnih režima, karakteristike tečajnih režima, posttranzicijske zemlje u procesu eurointegracije

JEL klasifikacija: E42, F31, F33

ABSTRACT

This paper analyzes the determinants of exchange rate regimes in the period from 1995 to 2010 in post-transitional countries in the process of Eurointegration. The aim of this study is to determine the link between the determinants of exchange rate regimes which are considered to have a presumed influence on their choice in post-transitional countries in the process of Eurointegration and exchange rate regimes. Exchange rate regimes are classified in two categories: fixed and other exchange rate regimes. When classifying in a particular category we used chronological de facto classification of exchange rate regimes by Ilzetzki, Reinhart and Rogoff (2011). Data's are taken from World Development Indicators database, Direction of trade statistic database, World Economic Outlook database, Global Financial Development database, The Vienna Institute for International Economic Studies database, Polity IV Project database, Political Institutions database and Freedom House database. The study covered countries whose goal is to become member of the European Union, and thus the Economic and Monetary Union (Albania, Bosnia and Herzegovina, Macedonia, Montenegro and Serbia), and countries that are already members of the European Union but still they have not become members of the Economic and Monetary Union (Bulgaria, Romania, Czech Republic, Hungary, Poland and Croatia). The results of this research show that the determinants of the optimum currency area, macroeconomic determinants and institutional determinants have an impact on the choice of exchange rate regimes.

Keywords: exchange rate regime theory, exchange rate regime classification, determinants of exchange rate regime, exchange rate regime characteristic, post-transitional countries in the process of Eurointegration

JEL Classification Numbers: E42, F31, F33

POPIS LITERATURE

Knjige i članci:

1. Aizenman, J., Ito, H., (2011), The "Impossible Trinity," the International Monetary Framework, and the Pacific Rim, Oxford University Press. Raspoloživo na: web.pdx.edu/~ito/handbook_aizenman_ito.pdf (pristupljeno: 15.06.2016.)
2. Aizenman, J., (2013), The Impossible Trinity – from the Policy Trilemma to the Policy Quadrilemma, Global Journal of Economics. Raspoloživo na: http://www.worldscientific.com/doi/abs/10.1142/S2251361213500018?journalCode=gje (pristupljeno: 16.06.2016.)
3. Alesina, A., Wagner, A. F., (2006), Choosing (and reneging on) exchange rate regimes, Journal of the European Economic Association. Raspoloživo na: http://onlinelibrary.wiley.com/doi/10.1162/JEEA.2006.4.4.770/abstract (pristupljeno: 12.03.2016.)
4. Aliyev, R., (2014), Determinants of the choice of exchange rate regime in resource-rich countries, CERGE-EI, Working Paper Series 527. Raspoloživo na: http://ssrn.com/abstract=2555469 (pristupljeno: 28.06.2016.)
5. Asici, A.A., (2009), Exchange Rate Regime Choice and Currency Crises, ERF Conference. Raspoloživo na: erf.org.eg/wp-content/uploads/2014/08/498.pdf (pristupljeno: 05.02.2016.)
6. Bailliu, J., Lafrance, R., Perrault, J.-F., (2002), Does Exchange Rate Policy Matter for Growth?, Bank of Canada, Working Paper 2002-17. Raspoloživo na: www.bankofcanada.ca/wp-content/uploads/2010/02/wp02-17.pdf (pristupljeno: 03.12.2015.)
7. Bailliu, J., Murray, J., (2002), Exchange Rate Regimes in Emerging Markets, Bank of Canada review. Raspoloživo na: http://www.bankofcanada.ca/tag/exchange-rate-regimes/?y=2002 (pristupljeno: 16.11.2015.)
8. Barajas, A., Erickson, L., Steiner, R., (2008), Fear of Declaring: Do Markets Care What Countries Say About Their Exchange Rate Policies?, IMF Staff Papers, Vol. 55, No. 3. Raspoloživo na: https://www.imf.org/External/Pubs/FT/staffp/2008/03/pdf/barajas.pdf (pristupljeno: 21.04.2016.)
9. Beckerman, P., (2005), Andean exchange-rate regimes, 1994-2003: a brief for "stable but flexible" regimes, CEPAL - SERIE Macroeconomia del desarrollo, No. 34.. Raspoloživo na: repositorio.cepal.org/bitstream/handle/11362/5401/1/S0412976_en.pdf (pristupljeno: 23.07.2016.)
10. Beker, E., (2006), Devizno-kursni aranžmani – od ekstrema do „normale", Panoeconomicus. Raspoloživo na: http://scindeks.ceon.rs/article.aspx?query=ISSID%26and%262405&page=2&sort=8&stype=0&backurl=%2Fissue.aspx%3Fissue%3D2405 (pristupljeno: 04.06.2015.)
11. Benassy-Quere, A., Coeure, B., Mignon, V., (2006), On the identification of de facto currency pegs, Journal of the Japanese and International Economies, Volume 20. Raspoloživo na: http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0889158304000644 (pristupljeno: 25.07.2016.)
12. Benassy-Quere, A., Coeure, B., (2002), The Survival of Intermediate Exchange Rate Regimes, CEPII Working Paper N°2002-07. Raspoloživo na: www.cepii.fr/CEPII/en/publications/wp/abstract.asp?NoDoc=150 (pristupljeno: 18.07.2016.)
13. Berdiev, A.N., Kim, Y., Chang, C.P., (2012), The political economy of exchange rate regimes in developed and developing countries, European Journal of Political Economy 28. Raspoloživo na: www.sciencedirect.com/science/article/pii/S017626801100070X (pristupljeno: 01.03.2016.)
14. Berger, H., Sturm, J., de Haan, J., (2000), An empirical investigation into exchange rate regime choice and exchange rate volatility, CESifo Working Paper No. 263. Raspoloživo na: http://ideas.repec.org/p/ces/ceswps/_263.html (pristupljeno: 21.01.2016.)

15. Bilas, V., (2005a), Proširenje Europske unije i sudjelovanje novih članica u tečajnom mehanizmu 2, Zbornik radova - Sveučilište u Rijeci, Ekonomski fakultet. Raspoloživo na: https://www.efri.uniri.hr/sites/efri.hr/files/cr-collections/2/vlatka_bilas.pdf (pristupljeno: 22.10.2017.)
16. Bilas, V., (2005b), Teorija optimalnog valutnog područja; euro i europska monetarna unija, Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, godina 3.
17. Bird, G., Rowlands, D., (2005), Bi-Polar Disorder: Exchange Rate Regimes, Economic Crises and the IMF, University of Surrey. Raspoloživo na: http://www.fahs.surrey.ac.uk/economics/discussion_papers/2005/DP07-05.pdf (pristupljeno: 17.04.2016.)
18. Blanchard, O., (2003), Macroeconomics, Third Edition, Prentice Hall.
19. Bleaney, M., Francisco, M., (2007), Exchange Rate Regimes, Inflation and Growth in Developing Countries – An Assessment, The B.E. Journal of Macroeconomics: Vol. 7. Raspoloživo na: http://www.bepress.com/bejm/vol7/iss1/art18 (pristupljeno: 11.07.2016.)
20. Bleaney, M., Francisco, M., (2005), The Choice of Exchange Rate Regime: How Valid is the Binary Model?, University of Nottingham. Raspoloživo na: http://www.nottingham.ac.uk/credit/research-papers/index.aspx (pristupljeno: 19.07.2016.)
21. Bordo, M.D., Schwartz, A.J., (1997), Monetary Policy Regimes and Economic Performance: The Historical Record, NBER Working Paper No. 6201. Raspoloživo na: www.nber.org/papers/w6201 (pristupljeno: 11.02.2016.)
22. Bordo, M.D., (2004), Exchange Rate Regimes for the 21st Century: A Historical Perspective, Oesterreichische Nationalbank, Workshops No. 3. Raspoloživo na: https://www.oenb.at/dam/jcr:f56a155f-2405-4414-a064-a7092be98221/exchange_rate_regimes_for_the_21st_century_tcm16-23773.pdf (pristupljeno: 27.02.2016.)
23. Bordo, M.D., (1993), The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview, NBER Working Paper No. c6867. Raspoloživo na: www.nber.org/chapters/c6867.pdf (pristupljeno: 22.07.2016.)
24. Brown, W., A., (1940), The International Gold Standard Reinterpreted, 1914-1934, NBER. Raspoloživo na: http://papers.nber.org/books/brow40-1 (pristupljeno: 10.04.2015.)
25. Broz, T., (2005), The Theory of Optimum Currency Areas: A Literature Review, Privredna kretanja i ekonomska politika 104. Raspoloživo na: hrcak.srce.hr/file/28755 (pristupljeno: 11.12.2015.)
26. Bubula, A., Otker-Robe, I., (2003), Are Pegged and Intermediate Exchange Rate Regimes More Crisis Prone?, IMF Working Paper No. WP/03/223. Raspoloživo na: http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.576.2698&rep=rep1&type=pdf (pristupljeno: 12.03.2016.)
27. Bubula, A., Otker-Robe, I., (2002), The Evolution of Exchange Rate Regimes Since 1990: Evidence From De Facto Policies, IMF Working Paper No. WP/02/155. Raspoloživo na: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2002/wp02155.pdf (pristupljeno: 02.07.2016.)
28. Calderon, C., Schmidt-Hebbel, K., (2008), Choosing an exchange rate regime, Central Bank of Chile, Working Papers, N° 494. Raspoloživo na: http://ideas.repec.org/p/chb/bcchwp/494.html (pristupljeno: 06.08.2016.)
29. Calvo, G.A., Mishkin, F.S., (2003), The mirage of exchange rate regimes for emerging market countries, NBER Working Paper 9808,. Raspoloživo na: http://www.nber.org/papers/w9808 (pristupljeno: 14.12.2015.)
30. Camarazza, F., Aziz, J., (1998), Fixed or Flexible? Getting the Exchange Rate Right in the 1990s, International Monetary Fund, Economic issues 13. Raspoloživo na: http://www.imf.org/external/pubs/ft/issues13/issue13.pdf (pristupljeno: 04.10.2015.)
31. Choi, C., Baek, S.-G., (2004), Exchange Rate Regimes and International Reserves, National Centre for Research on Europe Conference. Raspoloživo na: www.europe.canterbury.ac.nz/conferences/apeu2004/papers/choi_baek.pdf (pristupljeno: 01.02.2016.)
32. Combes, J.-L., Minea, A., Sow, M., (2013), Crises and Exchange Rate Regimes: Time to break down the bipolar view?, Etudes et Documents No. 26, CERDI. Raspoloživo na: http://www.cerdi.org/ed (pristupljeno: 03.10.2016.)

33. Ćorić, T., Mesić, M., (2012), Tečajni mehanizam ERM 2: iskustvo Estonije, Ekonomska misao i praksa, Vol. , No. 2. Raspoloživo na: https://hrcak.srce.hr/94167 (pristupljeno: 21.03.2017.)
34. Ćorić, Z., (2015), Varijable izbora tečajnih režima u zemljama niskog dohotka, 7. Međunarodna naučno-stručna konferencija Razvoj poslovanja 2015: Ekonomska politika & Poslovanje malih i srednjih preduzeća, Ekonomski fakultet Univerziteta u Zenici u saradnji sa Ekonomskim fakultetom Univerziteta u Tuzli i Ekonomskim fakultetom Univerziteta u Sarajevu.
35. Crowe, C., Meade, E.E., (2008), Central Bank Independence and Transparency: Evolution and Effectiveness, IMF Working Paper 08/119. Raspoloživo na: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08119.pdf (pristupljeno: 30.07.2016.)
36. Cruz-Rodriguez, A., (2013), Choosing and Assessing Exchange Rate Regimes: A Survey of the Literature, Revista de Análisis Económico. Raspoloživo na: http://www.scielo.cl/pdf/rae/v28n2/art02.pdf (pristupljeno: 07.08.2016.)
37. Cruz-Rodriguez, A., (2009), Choosing and assessing exchange rate regimes: A Survey of the Literature, MPRA Paper No. 16314. Raspoloživo na: http://mpra.ub.uni-muenchen.de/16314/ (pristupljeno: 13.07.2016.)
38. Daly, S.M., Sami, M., (2009), Determinants of Exchange Rate Practises in the MENA Countries: Some Further Empirical Results, University of Michigan. Raspoloživo na: http://ideas.repec.org/p/wdi/papers/2009-952.html (pristupljeno: 26.04.2015.)
39. Daly, S.M., (2007), The Choice of Exchange Rate Regimes in the MENA Countries: A Probit Analysis, William Davidson Institute Working Paper Number 899. Raspoloživo na: http://ideas.repec.org/j/C25.html (pristupljeno: 16.03.2015.)
40. Dellas, H., Tavlas, G.S., (2009), An optimum-currency-area odyssey, Working Paper, Bank of Greece. Raspoloživo na: www.bankofgreece.gr/BogEkdoseis/Paper2009102.pdf (pristupljeno: 02.09.2016.)
41. Dincer, N.N., Eichengreen, B., (2014), Central Bank Transparency and Independence: Updates and New Measures, International Journal of Central Banking. Raspoloživo na: www.ijcb.org/journal/ijcb14q1a6.htm (pristupljeno: 22.08.2016.)
42. Dornbusch, R., (2001), Fewer monies, better monies. NBER Working Paper No. 8324. Raspoloživo na: http://www.nber.org/papers/w8324 (pristupljeno: 26.03.2016.)
43. Dreyer, J.S., (1978), Determinants of Exchange Rate Regimes for Currencies of Developieng Countries: Some Preliminary Results, World Development, vol. 6.
44. Dubas, J.M., Lee, B.-J., Mark, N.C., (2005), Effective Exchange Rate Classifications and Growth, NBER Working Paper No. 11272. Raspoloživo na: http://www.nber.org/papers/w11272 (pristupljeno: 03.07.2016.)
45. Edwards, S., Levy Yeyati, S., (2003), Flexible exchange rates as shock absorbers, NBER Working Paper No. 9867. Raspoloživo na: http://www.nber.org/papers/w9867 (pristupljeno: 26.02.2016.)
46. Edwards, S., (2011), Exchange Rates in Emerging Countries: Eleven Empirical Regularities from Latin America and East Asia, NBER Working Paper No. 17074. Raspoloživo na: http://www.nber.org/papers/w17074 (pristupljeno: 25.09.2016.)
47. Edwards, S., (1999), The Choice of Exchange Rate Regime in Developing and Middle Income Countries, 1998, moguće pronaći u Takatoshi Ito i Anne O. Krueger: Changes in Exchange Rates in Rapidly Developing Countries: Theory, Practice, and Policy Issues, 9-23, NBER-East Asia Seminar on Economics, vol. 7., Chicago and London: University of Chicago Press. Raspoloživo na: http://ideas.repec.org/h/nbr/nberch/8613.html (pristupljeno: 07.01.2016.)
48. Edwards, S., (1996), The determinants of the choice between fixed and flexible exchange-rate regimes, NBER working paper 5756. Raspoloživo na: http://www.nber.org/papers/w5756 (pristupljeno: 22.11.2015.)
49. Eichengreen, B., Razo-Garcia, R., (2011), How Reliable are De Facto Exchange Rate Regime Classifications?, NBER Working Paper No. 17318. Raspoloživo na: http://www.nber.org/papers/w17318 (pristupljeno: 04.01.2016.)

50. Eichengreen, B., (1990), Elusive stability. Essays in the history of international finance, 1919–1939, Cambridge University Press.
51. Eichengreen, B., (1996), Globalizing Capital: A History of the. International Monetary System, Princeton University Press.
52. Eichengreen, B., Hausmann, R., Panizza, U., (2007), Currency Mismatches, Debt Intolerance, and the Original Sin: Why They Are Not the Same and Why It Matters, NBER Working Paper No. 0-226-18497-8. Raspoloživo na: http://www.nber.org/books/edwa06-1 (pristupljeno: 22.08.2017.)
53. Escriva, J.L., Garcia-Herrero, A., Nuno, G., Vial, J., (2008), After Bretton Woods II. BBVA Research Department. Raspoloživo na: www.nber.org/chapters/c6867.pdf (pristupljeno: 29.08.2016.)
54. Fallon, C., (2009), Fix or float: why do countries choose different exchange rate regimes?. Raspoloživo na: www.antolin-davies.com/theses/fallon.pdf (pristupljeno: 04.12.2015.)
55. Fischer, S., (2001), Exchange Rate Regimes: Is the Bipolar View Correct? Journal of Economic Perspectives. Raspoloživo na: http://www.imf.org/external/np/speeches/2001/010601a.htm (pristupljeno: 24.11.2015.)
56. Frankel, J.A., Xie, D., (2009), Estimation of De Facto Flexibility Parameter and Basket Weights in Evolving Exchange Rate Regimes, NBER Working Paper No. 15620. Raspoloživo na: http://www.nber.org/papers/w15620 (pristupljeno: 09.08.2016.)
57. Frankel, J.A., (2011), Choosing an Exchange Rate Regime, M-RCBG Faculty Working Paper No. 2011-16. Raspoloživo na: https://www.hks.harvard.edu/sites/default/files/centers/mrcbg/files/MRCBG_FWP_2011_16-2011_Frankel_Exchange_Rate.pdf (pristupljeno: 09.07.2016.)
58. Frankel, J.A., (2003), Experience of and Lessons from Exchange Rate Regimes in Emerging Economies, Macmillan Press. Raspoloživo na: http://ideas.repec.org/p/ecl/harjfk/rwp03-011.html (pristupljeno: 12.06.2016.)
59. Frankel, J.A., (1999), No single currency regime is right for all countries or at all times, NBER Working Paper No. 7338. Raspoloživo na: http://www.nber.org/papers/w7338 (pristupljeno: 05.11.2015.)
60. Frankel, R., Rapetti, M., (2012), Exchange rate regimes in the major latin american countries since the 1950s: lessons from history, Journal of lberian and Latin American Economic History. Raspoloživo na: https://doi.org/10.1017/S0212610911000292 (pristupljeno: 24.09.2016.)
61. Frieden, J., Leblang, D., Valev, N., (2008), The Political Economy of Exchange Rate Regimes In Transition Economies. Raspoloživo na: http://www.batten.virginia.edu/content/faculty-research/publications/political-economy-exchange-rate-regimes-transition-economies (pristupljeno: 05.03.2016.)
62. Garber, P.M., (1993), The Collapse of the Bretton Woods Fixed Exchange Rate System, NBER Working Paper, No. c6876. Raspoloživo na: www.nber.org/chapters/c6876 (pristupljeno: 07.12.2015.)
63. Ghanem, D., Bismut, C., (2009), The Choice of Exchange Rate Regimes in Middle Eastern and North African Countries: An Empirical Analysis, LAMETA. Raspoloživo na: www.lameta.univ-montp1.fr/Documents/DR2009-10.pdf (pristupljeno: 22.02.2016.)
64. Ghosh, J., Gulde, A-M., Ostry, J.D., Wolf, H.C., (1997), Does the Nominal Exchange Rate Regime Matter?, NBER Working Paper No. w5874. Raspoloživo na: http://www.nber.org/papers/w5874.pdf (pristupljeno: 14.11.2015.)
65. Grauwe, P.D., Schnabl, G., (2004), Exchange rate regimes and macroeconomic stability in central and eastern Europe, CESifo Working Paper No. 1182. Raspoloživo na: https://ideas.repec.org/p/ces/ceswps/_1182.html (pristupljeno: 02.04.2016.)
66. Guclu, M., (2008), The determinants of exchange rate regimes in emerging market economies, Ege University Working Paper No: 08 / 06. Raspoloživo na: http://ideas.repec.org/h/izm/prcdng/200811.html (pristupljeno: 21.01.2016.)
67. Hagen, J., Zhou, J., (2002), De facto and official exchange rate regimes in transition economies, CEIS Working Paper WP B-13. Raspoloživo na: http://ideas.repec.org/a/eee/ecosys/v29y2005i2p256-275.html (pristupljeno: 18.10.2015.)

68. Hausmann, R., Panizza, U., Stein, E., (2000), Why Do Countries Float the Way They Float?, Inter-American Development Bank. Raspoloživo na: http://web.worldbank.org/archive/website00960A/WEB/PDF/FLOATERS.PDF (pristupljeno: 28.02.2016.)
69. Heller, H.R., (1978), Determinants of Exchange Rate Practises, Ohio State University Press, Journal of Money, Credit, and Banking, vol. 10, no. 3. Raspoloživo na: http://www.jstor.org/discover/10.2307/1991510?uid=2129&uid=2&uid=70&uid=4&sid=55869231883 (pristupljeno: 07.09.2015.)
70. Hoffmann, M., (2007), Fixed versus Flexible Exchange Rates: Evidence from Developing Countries, Economica, Vol. 74, No. 295. Raspoloživo na: https://www.jstor.org/stable/4541545?seq=1#page_scan_tab_contents (pristupljeno: 30.12.2015.)
71. Holden, P., Holden, M., Suss, E.C., (1979), The Determinants of Exchange Rate Flexibility: an empirical investigation, The Review of Economics and Statistic. Raspoloživo na: http://www.jstor.org/discover/10.2307/1926061?uid=2129&uid=2&uid=70&uid=4&sid=55869231883 (pristupljeno: 08.09.2015.)
72. Hossain, M., (2009), Institutional Development and the Choice of Exchange Rate Regime: A Cross-Country Analysis, Journal of the Japanese and International Economies. Raspoloživo na: http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0889158309000033 (pristupljeno: 01.06.2016.)
73. Ivanov, M., (2015), Efekti intervalutarnih odnosa na razvoj gospodarstva Hrvatske, 50. simpozij HZRFD, Opatija. Raspoloživo na: https://bib.irb.hr/datoteka/769331.EFEKTI_INTERVALUTARNIH_ODNOSA_NA_RAZVOJ_GOSPODARSTVA_HRVATSKE.pdf (pristupljeno: 12.12.2017.)
74. Ivanov, M., (2011), Zamke eksterne financijske liberalizacije – pogled iz perspektive monetarnog sustava i modela privređivanja u Hrvatskoj, Ekonomija Economics. Raspoloživo na: https://econpapers.repec.org/article/effekoeco/v_3a18_3ay_3a2011_3ai_3a3_3ap_3a579-608.htm (pristupljeno: 27.10.2017.)
75. Ilzetzki, E., Reinhart, C., Rogoff, K.S., (2015), Annual Fine De Facto Exchange Rate Cassification.
76. Juhn, G., Mauro, P., (2002), Long-Run Determinants of Exchange Rate Regimes: A Simple Sensitivity Analysis, IMF Working Paper WP/02/104. Raspoloživo na: http://ideas.repec.org/p/imf/imfwpa/02-104.html (pristupljeno: 03.04.2016.)
77. Kandžija, V., Host, A., (2001), Europski monetarni sustav, Ekonomski pregled, Vol. 52, No. 11-12. Raspoloživo na: https://hrcak.srce.hr/file/45168 (pristupljeno: 16.06.2017.)
78. Karczmarczyk, C.A., (2010), History of the international monetary system and its potential reformulation, University of Tennessee Honors Thesis Projects. Raspoloživo na: http://trace.tennessee.edu/utk_chanhonoproj/1341 (pristupljeno: 03.02.2016.)
79. Kato, I., Uctum, M., (2003), Fixed, Float, or Intermediate? A Cross-Country Time Series Analysis of Exchange-Rate Regimes, Econometric Society 2004 North American Winter Meetings. Raspoloživo na: repec.org/esNAWM04/up.2796.1049087992.pdf (pristupljeno: 18.08.2016.)
80. Kim, N.T., Hirata, J., (2010), Determinants of exchange rate arrangements in East Asia and lessons for Vietnam. Raspoloživo na: http://www.ritsumei.ac.jp/acd/re/ssrc/social/kiyou/kiyou20/3.pdf (pristupljeno: 16.09.2016.)
81. Kimakova, A., (2008), The political economy of exchange rate regime determination: Theory and evidence, Economic Systems 32. Raspoloživo na: www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0939362508000496 (pristupljeno: 07.11.2016.)
82. Klein, M.W., Shambaugh, J.C., (2010), Exchange Rate Regimes in the Modern Era, The MIT Press. Raspoloživo na: https://mitpress.mit.edu/books/exchange-rate-regimes-modern-era (pristupljeno: 22.11.2015.)

83. Klyuev, V., (2001), A Model of Exchange Rate Regime Choice in the Transitional Economies of Central and Eastern Europe, IMF Working Paper WP/01/140. Raspoloživo na: http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp01140.pdf (pristupljeno: 02.05.2016.)
84. Kordić, G., (2006), Uloga tečajnog režima u procesu priključenja EU, doktorska disertacija, Mostar.
85. Kordić, G., (2016), Politike i režimi deviznih tečajeva, Ekonomski fakultet – Zagreb, Zagreb.
86. Kordić, G., (2015), Post-Transition Monetary and Exchange Rate Policies: Dilemmas on Eurozone membership in terms of Global Recession, MIC 2015, Portorož. Raspoloživo na: http://www.fm-kp.si/zalozba/ISBN/978-961-266-181-6/101.pdf (pristupljeno: 22.04.2017.)
87. Koški, D., (2008), Izbor optimalnog sustava deviznog tečaja za Republiku Hrvatsku, ekonomski vjesnik, časopis Ekonomskog fakulteta u Osijeku.
88. Kowalski, P., (2003), Nominal and Real Convergence in Alternative Exchange Rate Regimes in Transition Countries: Implications for the EMU Accession, Center for Social and Economic Research, Warsaw. Raspoloživo na: www.case-research.eu/en/node/55204 (pristupljeno: 01.12.2016.)
89. Levy Yeyati, E., Sturzenegger, F., Regio, I., (2002), On the Endogeneity of Exchange Rate Regimes, Universidad Torcuato Di Tella. Raspoloživo na: http://ideas.repec.org/p/udt/wpbsdt/veintiuno.html (pristupljeno: 13.12.2010.)
90. Levy Yeyati, E., Sturzenegger, F., Regio, I., (2010), On the Endogeneity of Exchange Rate Regimes, European Economic Review. Raspoloživo na: http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0014292109001251 (pristupljeno: 22.12.2016.)
91. Levy Yeyati, E., Sturzenegger, F., (2002), Classifying Exchange Rate Regimes: Deeds vs. Words, Business School, Universidad Torcuato Di Tella. Raspoloživo na: www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0014292104000030 (pristupljeno: 14.12.2015.)
92. Levy Yeyati, E., Sturzenegger, F., (2003), To Float or to Fix: Evidence on the Impact of Exchange Rate Regimes on Growth, The American Economic Review, Vol. 93, No. 4. Raspoloživo na: http://www.jstor.org/stable/3132284 (pristupljeno: 26.12.2015.)
93. Lim, J.J., (2002), Optimal choice of an exchange rate regime: the case of Australia, Institute of Southeast Asian Studies. Raspoloživo na: www.jamus.name/research/if1.pdf (pristupljeno: 05.03.2016.)
94. Markiewicz, A., (2006), Choice of exchange rate regime in transition economies: An empirical analysis, Journal of Comparative Economics 34. Raspoloživo na: http://ideas.repec.org/a/eee/jcecon/v34y2006i3p484-498.html (pristupljeno: 24.08.2015.)
95. Markiewitz, A., (2005), Choice of Exchange Rate Regime in Central and Eastern European Countries: An Empirical Analysis, Center for Economic Studies, Belgium. Raspoloživo na: http://ideas.repec.org/p/ete/ceswps/ces0501.html (pristupljeno: 26.08.2015.)
96. McGee, R.W., (1989), The Economic Thought of David Hume, Hume Studies Volume 15. Raspoloživo na: http://www.humesociety.org/hs/issues/v15n1/mcgee/mcgee-v15n1.pdf (pristupljeno: 22.04.2016.)
97. Meissner, C.M., Oomes, N., (2008), Why Countries Peg the Way They Peg?, IMF Working Paper No. WP/08/132. Raspoloživo na: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2008/wp08132.pdf (pristupljeno: 30.05.2016.)
98. Melvin, M., (1985), The Choice o fan Exchange Rate System and Macroeconomic Stability, Ohio State University Press, Journal of Money, Credit, and Banking, Vol.17, No. 4. Raspoloživo na: http://www.jstor.org/discover/10.2307/1992442?uid=2129&uid=2&uid=70&uid=4&sid=55869231883 (pristupljeno: 04.04.2015.)
99. Mihov, I., Rose, A.K., (2008), Is Old Money Better than New? Duration and Monetary Regimes, Open-Assessment E-Journal, Vol. 2. Raspoloživo na: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1726807 (pristupljeno: 21.05.2016.)

100. Mongelli, F.P., (2002), “New” Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling US?, ECB Working Paper No. 138. Raspoloživo na: www.repec.org/res2002/Mongelli.pdf (pristupljeno: 08.08.2016.)
101. Mundell, R.A., (1963), Capital Mobility and Stabilization Policy under Fixed and Flexible Exchange Rates, The Canadian Journal of Economics and Political Science, Vol. 29, No. 4. Raspoloživo na: http://www.jstor.org/stable/139336 (pristupljeno: 12.11.2015.)
102. Nerlich, C., (2002), Exchange rate strategies of EU accession countries: Does exchange rate policy matter?, KOBE Research Seminar on “Regional economic, financial and monetary co-operation: the European and Asian experience”. Raspoloživo na: https://www.mof.go.jp/english/international_policy/convention/asem/tyou046.pdf (pristupljeno: 15.11.2016.)
103. Obstfeld, M., Shambaugh, J.C., Taylor, A.M., (2004), The Trilemma in History: Tradeoffs Among Exchange Rates, Monetary Policies, and Capital Mobility, NBER Working Paper No. 10396. Raspoloživo na: http://www.nber.org/papers/w10396 (pristupljeno: 06.03.2016.)
104. Ondina, P.A., Rivero, J.L.P., Queijeiro, S.V., Cuervo, M.R.V., (2008), The determinants of the choice of exchange rate regimes in Latin America: a mixed multinomial logit approach, Department of Applied Economics, University of Oviedo. Raspoloživo na: https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=2871164 (pristupljeno: 17.05.2016.)
105. Ouchen, M., (2013), Optimal choice of an exchange rate regime: a critical literature review, MPRA Paper No. 43907. Raspoloživo na: http://mpra.ub.uni-muenchen.de/43907/ (pristupljeno: 14.01.2017.)
106. Ozkan, F.G., Sutherland, A., (1995), Policy Measures to Avoid a Currency Crisis, The Economic Journal, Vol. 105, No. 429. Raspoloživo na: http://www.jstor.org/stable/2235508 (pristupljeno: 11.12.2015.)
107. Papaioannou, M., G., (2003), Determinants of the Choice of Exchange Rate Regimes in Six Central American Countries: An Empirical Analysis, IMF Working Paper No. 03/59. Raspoloživo na: http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=879134 (pristupljeno: 02.03.2016.)
108. Petreski, M., (2009), Exchange-Rate Regime and Economic Growth: A Review of the Theoretical and Empirical Literature, Staffordshire University. Raspoloživo na: http://www.economics-ejournal.org/economics/discussionpapers/2009-31 (pristupljeno: 09.10.2015.)
109. Poirson, H., (2001), How Do Countries Choose Their Exchange Rate Regime, IMF Working Paper WP/01/46. Raspoloživo na: http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2001/wp0146.pdf (pristupljeno: 21.02.2016.)
110. Radošević, D., (2012), Kapitalni tokovi, tečaj i Europska monetarna unija, Visoka škola međunarodnih odnosa i diplomacije Dah Hammarskjold i Naklada Jesenski i Turk, Zagreb.
111. Reinhart, C.M., Calvo, G.A., (2002), Fear of floating, Munich Personal RePEc Archive, Quarterly Journal of Economics, Vol. CXVII No. 2. Raspoloživo na: http://mpra.ub.uni-muenchen.de/14000/ (pristupljeno: 30.03.2016.)
112. Reinhart, C.M., Rogoff, K.S., (2002), The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation, NBER Working Paper 8963. Raspoloživo na: http://www.nber.org/papers/w8963 (pristupljeno: 04.04.2016.)
113. Reinhart, C.M., Rogoff, K.S., (2004), The modern history of exchange rate arrangements: a reinterpretation, The Quarterly Journal of Economics. Raspoloživo na: http://scholar.harvard.edu/files/rogoff/files/51_qje2004.pdf (pristupljeno: 19.01.2016.)
114. Rey, H., (2015), Dilemma not trilemma: the global financial cycle and monetary policy independence, NBER Working Paper 21162. Raspoloživo na: www.nber.org/papers/w21162 (pristupljeno: 25.10.2017.)
115. Rizzo, J.-M., Meon, P.-G., (1999), The viability of fixed exchange rate commitments :Does politics matter ? A theoretical and empirical investigation. Raspoloživo na: http://www.academia.edu/16779734/The_viability_of_fixed_exchange_rate_commitments_does_politics_matter_A_theoretical_and_empirical_investigation (pristupljeno: 10.05.2016.)
116. Rodrik, D., (2011), The Globalization Paradox: Democracy and the Future of the World Economy, W.W. Norton & Company.

117. Rogoff, K.S., Husain, A.M., Mody, A., Brooks, R., Oomes, N., (2003), Evolution and Performance of Exchange Rate Regimes, IMF Working Paper. Raspoloživo na: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2003/wp03243.pdf (pristupljeno: 11.09.2015.)
118. Rose, A.K., (2011), Exchange Rate Regimes in the Modern Era: Fixed, Floating, and Flaky, Journal of economic literature. Raspoloživo na: faculty.haas.berkeley.edu/arose/FFF.pdf (pristupljeno: 29.09.2016.)
119. Schwartz, A.J., (1997), Money in Historical Perspective, University of Chicago Press. Raspoloživo na: http://www.nber.org/books/schw87-1 (pristupljeno: 10.03.2015.)
120. Simwaka, K., (2010), Choice of exchange rate regimes for African countries: Fixed or Flexible Exchange rate regimes?, MPRA Paper No. 23129. Raspoloživo na: http://mpra.ub.uni-muenchen.de/23129/ (pristupljeno: 03.09.2016.)
121. Staehr, K., (2015), The Choice of Exchange Rate Regime in Emerging-Market and Transition Economies, Palgrave Dictionary of Emerging Markets and Transition Economics.
122. Stockman, A.,C., (1999), Choosing an exchange-rate system, Journal of Banking & Finance, Volume 23, Issue 10. Raspoloživo na: https://doi.org/10.1016/S0378-4266(pristupljeno: 99)00027-8 (pristupljeno: 25.04.2016.)
123. Tavlas, G., Dellas, H., Stockman, A.C., (2008), The classification and performance of alternative exchange-rate systems, European Economic Review 52. Raspoloživo na: www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0014292108000196 (pristupljeno: 07.01.2017.)
124. Tica, J., Globan, T., Arčabić, V., (2017), Efikasnost monetarne politike u uvjetima financijske globaliziranosti, EFZG serija članaka u nastajanju, Br: 17-03. Raspoloživo na: https://hrcak.srce.hr/file/264643 (pristupljeno: 07.12.2017.)
125. Tica, J., Globan, T., Arčabić, V., (2016), Monetary Policy Effectiveness, Net Foreign Currency Exposure and Financial Globalisation, EFZG serija članaka u nastajanju, Br: 16-03. Raspoloživo na: http://web.efzg.hr/repec/pdf/Clanak%2016-03.pdf (pristupljeno: 14.11.2017.)

Adrese s interneta:

1. [Internet], raspoloživo na: http://ec.europa.eu/economy_finance/explained/economic_and_monetary_union/the_rules_of_emu/index_hr.htm (pristupljeno: 14.06.2016.)
2. [Internet], raspoloživo na: https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/emu/html/index.hr.html (pristupljeno: 26.05.2017.)
3. [Internet], raspoloživo na: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/conrep/cr201606.hr.pdf (pristupljeno: 11.10.2017.)
4. [Internet], raspoloživo na: http http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/BRIE/2015/551325/EPRS_BRI(2015)551325_EN.pdf (pristupljeno: 09.06.2016.)
5. [Internet], raspoloživo na: http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/weo1097/pdf/octweo04.pdf (pristupljeno: 15.11.2015.)
6. [Internet], raspoloživo na: https://www.imf.org/external/pubs/nft/2014/areaers/ar2014.pdf (pristupljeno: 30.06.2016.)

POPIS TABLICA

TABLICA 1: EVOLUCIJA MEĐUNARODNOG MONETARNOG SUSTAVA 20

TABLICA 2: KRONOLOGIJA RASPADA BRETTON WOODS MONETARNOG SUSTAVA 28

TABLICA 3: NASTANAK EKONOMSKE I MONETARNE UNIJE 37

TABLICA 4: NAJZNAČAJNIJE DE FACTO KLASIFIKACIJE 48

TABLICA 5: KLASIFIKACIJA TEČAJNIH REŽIMA PREMA REINHART I ROGOFF 48

TABLICA 6: KLASIFIKACIJA MEĐUNARODNOG MONETARNOG FONDA KROZ POVIJEST 49

TABLICA 7: KLASIFIKACIJA TEČAJNIH REŽIMA PREMA MEĐUNARODNOM MONETARNOM FONDU 50

TABLICA 8: UDIO VRSTA I KATEGORIJA TEČAJNIH REŽIMA PREMA KLASIFIKACIJI MEĐUNARODNOG MONETARNOG FONDA U RAZDOBLJU 2008.-2014. GODINE 50

TABLICA 9: KLASIFIKACIJA TEČAJNIH REŽIMA PREMA BUBULA I OTKER-ROBE 52

TABLICA 10: KLASIFIKACIJA TEČAJNIH REŽIMA PREMA GHOSH, GULDE I WOLF 53

TABLICA 11: KLASIFIKACIJA TEČAJNIH REŽIMA PREMA FRANKEL 53

TABLICA 12: OSNOVNE KARAKTERISTIKE RAZNIH DE FACTO KLASIFIKACIJA TEČAJNIH REŽIMA 54

TABLICA 13: USPOREDBA REZULTATA KLASIFIKACIJE LEVY-YEYATI I STURZENEGGER SA KLASIFIKACIJOM MEĐUNARODNOG MONETARNOG FONDA 55

TABLICA 14: USPOREDBA DE FACTO KLASIFIKACIJE PREMA REINHART I ROGOFF (2004.) I DE FACTO KLASIFIKACIJE PREMA BUBULA I OTKER-ROBE (2002.) 55

TABLICA 15: USPOREDBA DE FACTO KLASIFIKACIJE PREMA REINHART I ROGOFF (2004.) I DE FACTO KLASIFIKACIJE PREMA LEVY-YEYATI I STURZENEGGER (2005.) 56

TABLICA 16: USPOREDBA DE FACTO KLASIFIKACIJE PREMA BUBULA I OTKER-ROBE (2002.) I DE FACTO KLASIFIKACIJE PREMA LEVY-YEYATI I STURZENEGGER (2005.) 56

TABLICA 17: PROMJENE TEČAJNIH REŽIMA PREMA MIHOVU I ROSEU 60

TABLICA 18: VJEROJATNOSTI PROMJENE DE JURE I DE FACTO TEČAJNIH REŽIMA NA GODIŠNJOJ RAZINI 61

TABLICA 19: TRADICIONALNA ARGUMENTACIJA O PREDNOSTIMA I NEDOSTACIMA TEČAJNIH REŽIMA . 65

TABLICA 20: OSNOVNE KARAKTERISTIKE RAZLIČITIH KATEGORIJA DE JURE KLASIFIKACIJE TEČAJNIH REŽIMA 67

TABLICA 21: NAJVAŽNIJE KARAKTERISTIKE TEORIJE OPTIMALNOG VALUTNOG PODRUČJA 77

TABLICA 22: POJAVA KRIZE KOD TEČAJNIH REŽIMA 97

TABLICA 23: PRISTALICE I KRITIČARI KORNER HIPOTEZE 103

TABLICA 24: LITERATURA O STRUKTURNIM KARAKTERISTIKAMA I IZBORU TEČAJNOG REŽIMA 110

TABLICA 25: RAZMATRANJA PRILIKOM IZBORA TEČAJNOG REŽIMA 112

TABLICA 26: PREGLED EMPIRIJSKIH ISTRAŽIVANJA O ZNAČAJU UTJECAJA DETERMINANTI TEORIJE OPTIMALNOG VALUTNOG PODRUČJA NA IZBOR TEČAJNOG REŽIMA (POZITIVAN TREND UPUĆUJE NA POVEZANOST SA PLIVAJUĆIM TEČAJNIM REŽIMIMA) 123

TABLICA 27: PREGLED EMPIRIJSKIH ISTRAŽIVANJA UTJECAJA TEČAJNIH REŽIMA NA EKONOMSKI RAST 124

TABLICA 28: EKONOMSKI UČINCI MEĐU TEČAJNIM REŽIMIMA 126

TABLICA 29: PREGLED EMPIRIJSKIH ISTRAŽIVANJA O ZNAČAJU UTJECAJA OSTALIH DETERMINANTI NA IZBOR TEČAJNOG REŽIMA (POZITIVAN TREND UPUĆUJE NA POVEZANOST SA PLIVAJUĆIM TEČAJNIM REŽIMIMA) 127

TABLICA 30: PREGLED EMPIRIJSKIH ISTRAŽIVANJA O ZNAČAJU UTJECAJA POVIJESNIH I INSTITUCIONALNIH DETERMINANTI NA IZBOR TEČAJNOG REŽIMA (POZITIVAN TREND UPUĆUJE NA POVEZANOST SA PLIVAJUĆIM TEČAJNIM REŽIMIMA) 128

TABLICA 31: USPOREDBA RAZLIČITIH NAČINA MJERENJA INDEKSA NEOVISNOSTI CENTRALNIH BANAKA 131

TABLICA 32: DETALJNA KLASIFIKACIJA TEČAJNIH REŽIMA ZEMALJA KOJE SU ČLANICE EUROPSKE UNIJE U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 134

TABLICA 33: DETALJNA POSTOTNA KLASIFIKACIJA TEČAJNIH REŽIMA ZEMALJA KOJE SU ČLANICE EUROPSKE UNIJE U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 135

TABLICA 34: GRUPIRANJE TEČAJNIH REŽIMA IZ DE FACTO KLASIFIKACIJE PREMA AUTORIMA ILZETZKI, REINHART I ROGOFF 136

TABLICA 35: DIFERENCIJA STOPE INFLACIJE U ZEMLJAMA KOJE SU ČLANICE EUROPSKE UNIJE U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 143

TABLICA 36: STOPA INFLACIJE U ZEMLJAMA KOJE SU ČLANICE EUROPSKE UNIJE U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 146

TABLICA 37: INDIKATOR KOJI MJERI INOZEMNI DUG U ZEMLJAMA KOJE SU ČLANICE EUROPSKE UNIJE U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 147

TABLICA 38: UDIO SALDA TRANSAKCIJA TEKUĆEG RAČUNA U BRUTO DOMAĆEM PROIZVODU U ZEMLJAMA KOJE SU ČLANICE EUROPSKE UNIJE U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 148

TABLICA 39: PRORAČUNSKI SUFICIT/DEFICIT ODNOSU NA BRUTO DOMAĆI PROIZVOD U ZEMLJAMA KOJE SU ČLANICE EUROPSKE UNIJE U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 152

TABLICA 40: INDEKS DEMOKRACIJE U ZEMLJAMA KOJE SU ČLANICE EUROPSKE UNIJE U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 152

TABLICA 41: BROJA GODINA ISTE ADMINISTRACIJE U ZEMLJAMA KOJE SU ČLANICE EUROPSKE UNIJE U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 153

TABLICA 42: SNAGA VLADE PREMA BROJU MJESTA U PARLAMENTU U ODNOSU NA MAKSIMALNO MOGUĆI BROJ MJESTA U ZEMLJAMA KOJE SU ČLANICE EUROPSKE UNIJE U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 154

TABLICA 43: KLASIFIKACIJA TEČAJNIH REŽIMA OSTALIH ZEMALJA U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE155

TABLICA 44: DETALJNA POSTOTNA KLASIFIKACIJA TEČAJNIH REŽIMA OSTALIH ZEMALJA U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 156

TABLICA 45: DIFERENCIJA STOPE INFLACIJE U OSTALIM ZEMLJAMA U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 162

TABLICA 46: STOPE INFLACIJE U OSTALIM ZEMLJAMA U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 164

TABLICA 47: UDIO SALDA TRANSAKCIJA TEKUĆEG RAČUNA U BRUTO DOMAĆEM PROIZVODU U OSTALIM ZEMLJAMA U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 166

TABLICA 48: PRORAČUNSKI SUFICIT/DEFICIT ODNOSU NA BRUTO DOMAĆI PROIZVOD U OSTALIM ZEMLJAMA U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 168

TABLICA 49: INDEKS DEMOKRACIJE U OSTALIM ZEMLJAMA U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 169

TABLICA 50: BROJA GODINA ISTE ADMINISTRACIJE U OSTALIM ZEMLJAMA U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 170

TABLICA 51: SNAGA VLADE PREMA BROJU MJESTA U PARLAMENTU U ODNOSU NA MAKSIMALNO MOGUĆI BROJ MJESTA U OSTALIM ZEMLJAMA U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 171

TABLICA 52: OPERACIONALIZACIJA NEZAVISNIH VARIJABLI 175

TABLICA 53: TABLIČNI PRIKAZ DESKRIPTIVNE STATISTIKE ZA SVE DETERMINANTE 177

TABLICA 54: PRIKAZ T-TESTA RAZLIKE ARITMETIČKIH SREDINA 186

TABLICA 55: SKRAĆENI TABLIČNI PRIKAZ REZULTATA ZDRUŽENOG MODELA LOGISTIČKE REGRESIJE 191

TABLICA 56: PROCIJENJENI PARAMETRI MODELA SA SLUČAJNIM EFEKTOM 199

TABLICA 57: SKRAĆENI TABLIČNI PRIKAZ REZULTATA ZDRUŽENOG MODELA LOGISTIČKE REGRESIJE UZ GRUPIRANJE ZEMALJA 200

TABLICA 58: TABLIČNI PRIKAZ DESKRIPTIVNE STATISTIKE SVIH DETERMINANTI ZA ALBANIJU 229

TABLICA 59: TABLIČNI PRIKAZ DESKRIPTIVNE STATISTIKE SVIH DETERMINANTI ZA BOSNU I HERCEGOVINU 230

TABLICA 60: TABLIČNI PRIKAZ DESKRIPTIVNE STATISTIKE SVIH DETERMINANTI ZA BUGARSKU 230

TABLICA 61: TABLIČNI PRIKAZ DESKRIPTIVNE STATISTIKE SVIH DETERMINANTI ZA HRVATSKU 231

TABLICA 62: TABLIČNI PRIKAZ DESKRIPTIVNE STATISTIKE SVIH DETERMINANTI ZA ČEŠKU 231

TABLICA 63: TABLIČNI PRIKAZ DESKRIPTIVNE STATISTIKE SVIH DETERMINANTI ZA MAĐARSKU 232

TABLICA 64: TABLIČNI PRIKAZ DESKRIPTIVNE STATISTIKE SVIH DETERMINANTI ZA MAKEDONIJU 233

TABLICA 65: TABLIČNI PRIKAZ DESKRIPTIVNE STATISTIKE SVIH DETERMINANTI ZA CRNU GORU 233

TABLICA 66: TABLIČNI PRIKAZ DESKRIPTIVNE STATISTIKE SVIH DETERMINANTI ZA POLJSKU 234

TABLICA 67: TABLIČNI PRIKAZ DESKRIPTIVNE STATISTIKE SVIH DETERMINANTI ZA RUMUNJSKU 234

TABLICA 68: TABLIČNI PRIKAZ DESKRIPTIVNE STATISTIKE SVIH DETERMINANTI ZA SRBIJU 235

POPIS GRAFIKONA

GRAFIKON 1: INFLACIJA IZ IZVJEŠĆA O KONVERGENCIJI 2016. 44

GRAFIKON 2: VIŠAK (+) ILI MANJAK (–) PRORAČUNA OPĆE DRŽAVE IZ IZVJEŠĆA O KONVERGENCIJI 2016. 45

GRAFIKON 3: BRUTO DUG OPĆE DRŽAVE IZ IZVJEŠĆA O KONVERGENCIJI 2016. 45

GRAFIKON 4: BILATERALNI TEČAJEVI U ODNOSU NA EURO IZ IZVJEŠĆA O KONVERGENCIJI 2016. 46

GRAFIKON 5: DUGOROČNE KAMATNE STOPE IZ IZVJEŠĆA O KONVERGENCIJI 2016. 46

GRAFIKON 6: PRIPADNOST TEČAJNIH REŽIMA PO RAZLIČITIM KLASIFIKACIJAMA 51

GRAFIKON 7: DISTRIBUCIJA TEČAJNIH REŽIMA 1974.-2000. PREMA KLASIFIKACIJI MEĐUNARODNOG MONETARNOG FONDA 57

GRAFIKON 8: DISTRIBUCIJA TEČAJNIH REŽIMA 1974.-2000. PREMA KLASIFIKACIJI LEVY-YEYATI I STURZENEGGER 58

GRAFIKON 9: DE JURE I DE FACTO RAZLIKE PO KATEGORIJAMA U RAZDOBLJU 1973.-1999. 59

GRAFIKON 10: PRIKAZ DISTRIBUCIJE TEČAJNIH REŽIMA OD 1940. GODINE DO 2001. GODINE 61

GRAFIKON 11: PRIKAZ DISTRIBUCIJE TEČAJNIH REŽIMA ZEMALJA PREMA RAZVIJENOSTI 62

GRAFIKON 12: IZBOR VEZANJA VALUTE 63

GRAFIKON 13: KLJUČNI PARAMETRI OPTIMALNOG VALUTNOG PODRUČJA 80

GRAFIKON 14: TRILEMA MONETARNE POLITIKE 84

GRAFIKON 15: EVOLUCIJA INDIKATORA TRILEME MONETARNE POLITIKE U RAZVIJENIM ZEMLJAMA 86

GRAFIKON 16: EVOLUCIJA INDIKATORA TRILEME MONETARNE POLITIKE U ZEMLJAMA ČIJA SU TRŽIŠTA U NASTAJANJU 86

GRAFIKON 17: EVOLUCIJA INDIKATORA TRILEME MONETARNE POLITIKE U ZEMLJAMA U RAZVOJU 87

GRAFIKON 18: PRIKAZ KRETANJA MEĐUNARODNIH REZERVI 89

GRAFIKON 19: KVADRILEMA U TRŽIŠTIMA U NASTAJANJU 90

GRAFIKON 20: DISTRIBUCIJA KRIZA PO GODINA I POVEZANOST SA POJEDINIM SKUPINAMA TEČAJNIH REŽIMA 96

GRAFIKON 21: USPOREDBA POJAVE KRIZA U ZEMLJAMA PREMA KRITERIJU DOHOTKA 98

GRAFIKON 22: PRIKAZ KORIŠTENJA TEČAJNIH REŽIMA, UZORAK SE SASTOJI OD SVIH DOSTUPNIH ZEMALJA 99

GRAFIKON 23: PRIKAZ KORIŠTENJA TEČAJNIH REŽIMA, UZORAK SE SASTOJI OD ZEMALJA ČIJA SU TRŽIŠTA U NASTAJANJU I ZEMALJA U RAZVOJU 100

GRAFIKON 24: PRIKAZ KORIŠTENJA TEČAJNIH REŽIMA, UZORAK SE SASTOJI OD SVIH OSTALIH ZEMALJA 100

GRAFIKON 25: SLUŽBENA PRIPADNOST TEČAJNIM REŽIMIMA PREMA POKAZATELJIMA MEĐUNARODNOG MONETARNOG FONDA 101

GRAFIKON 26: DE FACTO PRIPADNOST TEČAJNIM REŽIMIMA PREMA POKAZATELJIMA BENASSY-QUERE, COEURE I MIGNON 102

GRAFIKON 27: PRIKAZ PRIPADNOSTI NAJVAŽNIJIM SKUPINAMA TEČAJNIH REŽIMA NA TEMELJU ILZETZKI, REINHART I ROGOFF KLASIFIKACIJE 104

GRAFIKON 28: PRIKAZ DETALJNE PRIPADNOSTI TEČAJNIM REŽIMIMA NA TEMELJU ILZETZKI, REINHART I ROGOFF KLASIFIKACIJE 105

GRAFIKON 29: STRAH OD PLIVANJA 108

GRAFIKON 30: STRAH OD FIKSIRANJA TEČAJA 108

GRAFIKON 31: UDIO BRUTO DOMAĆEG PROIZVODA S OBZIROM NA PRIPADNOST TEČAJNOM REŽIMU .. 125

GRAFIKON 32: VJEROJATNOST IZBORA TEČAJNIH REŽIMA U ODNOSU NA RESURSE KOJE POSJEDUJU 129

GRAFIKON 33: VJEROJATNOST IZBORA TEČAJNOG REŽIMA U ODNOSU NA STUPANJ DEMOKRACIJE U ZEMLJAMA U RAZVOJU 130

GRAFIKON 34: TRENDOVI U TRANSPARENTNOSTI CENTRALNIH BANAKA PREMA RAZINI EKONOMSKE RAZVIJENOSTI 131

GRAFIKON 35: GRUPIRANJE TEČAJNIH REŽIMA ZEMALJA KOJE SU ČLANICE EUROPSKE UNIJE U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 137

GRAFIKON 36: PROMJENE TEČAJNIH REŽIMA ZEMALJA KOJE SU ČLANICE EUROPSKE UNIJE U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 138

GRAFIKON 37: TRGOVINSKA OTVORENOST U ZEMLJAMA KOJE SU ČLANICE EUROPSKE UNIJE U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 139

GRAFIKON 38: ZEMLJOPISNA KONCENTRACIJA TRGOVINE U ZEMLJAMA KOJE SU ČLANICE EUROPSKE UNIJE U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 140

GRAFIKON 39: BRUTO DOMAĆI PROIZVOD PO STANOVNIKU U ZEMLJAMA KOJE SU ČLANICE EUROPSKE UNIJE U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 141

GRAFIKON 40: BRUTO DOMAĆI PROIZVOD U ZEMLJAMA KOJE SU ČLANICE EUROPSKE UNIJE U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 142

GRAFIKON 41: OMJER MEĐUNARODNIH REZERVI I UKUPNOG UVOZA U ZEMLJAMA KOJE SU ČLANICE EUROPSKE UNIJE U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 144

GRAFIKON 42: OMJER LIKVIDNIH SREDSTAVA U ODNOSU NA BRUTO DOMAĆI PROIZVOD U ZEMLJAMA KOJE SU ČLANICE EUROPSKE UNIJE U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 149

GRAFIKON 43: JEDINIČNI TROŠKOVI RADA U ZEMLJAMA KOJE SU ČLANICE EUROPSKE UNIJE U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 150

GRAFIKON 44: OMJER BRUTO DUGA ZEMLJE U ODNOSU NA BRUTO DOMAĆI PROIZVOD U ZEMLJAMA KOJE SU ČLANICE EUROPSKE UNIJE U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 151

GRAFIKON 45: GRUPIRANJE TEČAJNIH REŽIMA OSTALIH ZEMALJA U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 157

GRAFIKON 46: PROMJENE TEČAJNIH REŽIMA OSTALIH ZEMALJA U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 158

GRAFIKON 47: TRGOVINSKA OTVORENOST OSTALIH ZEMALJA U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE..... 159

GRAFIKON 48: ZEMLJOPISNA KONCENTRACIJA TRGOVINE U OSTALIM ZEMLJAMA U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 160

GRAFIKON 49: BRUTO DOMAĆI PROIZVOD PO STANOVNIKU U OSTALIM ZEMLJAMA U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 160

GRAFIKON 50: BRUTO DOMAĆI PROIZVOD U OSTALIM ZEMLJAMA U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE . 161

GRAFIKON 51: ODNOS MEĐUNARODNIH REZERVI I UKUPNOG UVOZA U OSTALIM ZEMLJAMA U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE..... 163

GRAFIKON 52: INDIKATOR KOJI MJERI INOZEMNI DUG U OSTALIM ZEMLJAMA U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 165

GRAFIKON 53: OMJER LIKVIDNIH SREDSTAVA U ODNOSU NA BRUTO DOMAĆI PROIZVOD U OSTALIM ZEMLJAMA U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 166

GRAFIKON 54: JEDINIČNI TROŠKOVI RADA U OSTALIM ZEMLJAMA U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 167

GRAFIKON 55: OMJER BRUTO DUGA ZEMLJE U ODNOSU NA BRUTO DOMAĆI PROIZVOD U OSTALIM ZEMLJAMA U RAZDOBLJU 1995. – 2014. GODINE 168

GRAFIKON 56: PRIKAZ KONCEPTUALNOG MODELA UTJECAJA DETERMINANTI TEČAJNIH REŽIMA NA IZBOR TEČAJNOG REŽIMA POSTTRANZICIJSKIH ZEMALJA U PROCESU EUROINTEGRACIJE..... 173

GRAFIKON 57: GRAFIČKI PRIKAZ NEZAVISNE VARIJABLE TRGOVINSKA OTVORENOST ZA SVE ZEMLJE U RAZDOBLJU 1995.-2014. 178

GRAFIKON 58: GRAFIČKI PRIKAZ NEZAVISNE VARIJABLE ZEMLJOPISNA KONCENTRACIJA TRGOVINE ZA SVE ZEMLJE U RAZDOBLJU 1995.-2014. 178

GRAFIKON 59: GRAFIČKI PRIKAZ NEZAVISNE VARIJABLE EKONOMSKA RAZVIJENOST ZA SVE ZEMLJE U RAZDOBLJU 1995.-2014. 179

GRAFIKON 60: GRAFIČKI PRIKAZ NEZAVISNE VARIJABLE VELIČINA EKONOMIJE ZA SVE ZEMLJE U RAZDOBLJU 1995.-2014. 179

GRAFIKON 61: GRAFIČKI PRIKAZ NEZAVISNE VARIJABLE DIFERENCIJA INFLACIJE ZA SVE ZEMLJE U RAZDOBLJU 1995.-2014. 180

GRAFIKON 62: GRAFIČKI PRIKAZ NEZAVISNE VARIJABLE MEĐUNARODNE REZERVE ZA SVE ZEMLJE U RAZDOBLJU 1995.-2014. 180

GRAFIKON 63: GRAFIČKI PRIKAZ NEZAVISNE VARIJABLE INFLACIJA ZA SVE ZEMLJE U RAZDOBLJU 1995.-2014..... 181

GRAFIKON 64: GRAFIČKI PRIKAZ NEZAVISNE VARIJABLE INOZEMNI DUG ZA SVE ZEMLJE U RAZDOBLJU 1995.-2014. 181

GRAFIKON 65: GRAFIČKI PRIKAZ NEZAVISNE VARIJABLE BILANCA TEKUĆEG RAČUNA ZA SVE ZEMLJE U RAZDOBLJU 1995.-2014. 182

GRAFIKON 66: GRAFIČKI PRIKAZ NEZAVISNE VARIJABLE FINANCIJSKA RAZVIJENOST ZA SVE ZEMLJE U RAZDOBLJU 1995.-2014. 182

GRAFIKON 67: GRAFIČKI PRIKAZ NEZAVISNE VARIJABLE JEDINIČNI TROŠKOVI RADA ZA SVE ZEMLJE U RAZDOBLJU 1995.-2014. 183

GRAFIKON 68: GRAFIČKI PRIKAZ NEZAVISNE VARIJABLE BRUTO DUG ZA SVE ZEMLJE U RAZDOBLJU 1995.-2014. 183

GRAFIKON 69: GRAFIČKI PRIKAZ NEZAVISNE VARIJABLE PRORAČUNSKI SUFICIT/DEFICIT ZA SVE ZEMLJE U RAZDOBLJU 1995.-2014..... 184

GRAFIKON 70: GRAFIČKI PRIKAZ NEZAVISNE VARIJABLE INDEKS DEMOKRACIJE ZA SVE ZEMLJE U RAZDOBLJU 1995.-2014. 184

GRAFIKON 71: GRAFIČKI PRIKAZ NEZAVISNE VARIJABLE POLITIČKE STABILNOSTI ZA SVE ZEMLJE U RAZDOBLJU 1995.-2014. 185

GRAFIKON 72: GRAFIČKI PRIKAZ NEZAVISNE VARIJABLE SNAGA VLADE ZA SVE ZEMLJE U RAZDOBLJU 1995.-2014. 185

DODATAK

Prikaz deskriptivne statistike po zemljama.

Tablica 58: Tablični prikaz deskriptivne statistike svih determinanti za Albaniju

Varijabla	Aritmetička sredina	Standardna devijacija	Min	Maks	N
Trgovinska otvorenost	0,4474	0,0779	0,3327	0,5798	20
Zemljopisna koncentracija trgovine	0,6196	0,1109	0,4296	0,7673	20
Ekonomska razvijenost	2617,05	1487,72	749,58	4564,39	20
Veličina ekonomije	9,8137	0,2788	9,3729	10,1210	20
Diferencija inflacije	0,0419	0,0813	-0,0135	0,3166	20
Međunarodne rezerve	0,5188	0,0719	0,3452	0,6011	20
Stopa inflacije	0,0571	0,0801	0,0004	0,3317	20
Inozemni dug	32,7811	14,6718	15,9478	65,1254	20
Tekući račun	-8,3790	4,3511	-15,6694	-0,4743	20
Financijska razvijenost	69,4747	11,9020	44,6162	85,7590	20
Jedinični troškovi rada	168,78	83,46	53,95	279,12	20
Bruto dug	61,3553	5,5451	53,4320	71,6950	18
Proračunski deficit	-7,6185	3,5813	-12,1211	-2,8360	7
Indeks demokracije	7,5000	1,7321	3,0000	9,0000	20
Politička stabilnost	3,1000	2,1497	1,0000	8,0000	20
Snaga vlade prema broju mjesta u parlamentu	0,6370	0,1023	0,5500	0,8929	20

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Kada se promatra kodiranje pripadnosti Europskoj uniji, potrebno je istaći da su zemlje članice Europske unije iz uzorka kodirane sa nula, dok su zemlje iz uzorka koje nisu članice Europske unije kodirane sa jedan. Nedostajući pokazatelji za Albaniju (Tablica 58.) odnosili su se za dvije nezavisne varijable, a to su bruto dug gdje nedostaju pokazatelji za dvije godine i proračunski deficit gdje nedostaju pokazatelji za 13 godina. Slijedi prezentacija podataka determinanti od kojih su formirane pomoćne hipoteze. Prosječna vrijednost trgovinske otvorenosti za Albaniju iznosi 0,4474. Standardna devijacija iznosi 0,0779, minimalna vrijednost za Albaniju iznosi 0,3327, a maksimalna 0,5798. Prosječna vrijednost ekonomske razvijenosti za Albaniju iznosi 2617,0. Standardna devijacija iznosi 1487,7, minimalna vrijednost iznosi u uzorku iznosi 749,6, a maksimalna 4564,4. Prosječna vrijednost veličine ekonomije za Albaniju iznosi 9,8137. Standardna devijacija iznosi 0,2788, minimalna vrijednost iznosi u uzorku iznosi 9,3729, a maksimalna 10,1210. Prosječna vrijednost međunarodnih rezervi za Albaniju iznosi 0,5188. Standardna devijacija iznosi 0,0719, minimalna vrijednost iznosi u uzorku iznosi 0,3452, a maksimalna 0,6011. Prosječna vrijednost političke stabilnosti za Albaniju iznosi 3,1000. Standardna devijacija iznosi 2,1497, minimalna vrijednost iznosi u uzorku iznosi 1, a maksimalna 8.

Tablica 59: Tablični prikaz deskriptivne statistike svih determinanti za Bosnu i Hercegovinu

Varijabla	Aritmetička sredina	Standardna devijacija	Min	Maks	N
Trgovinska otvorenost	0,8150	0,0717	0,6611	0,9115	20
Zemljopisna koncentracija trgovine	0,2406	0,0581	0,1634	0,3268	20
Ekonomska razvijenost	2870,76	1640,43	481,17	4974,66	20
Veličina ekonomije	9,9482	0,3170	9,2710	10,2811	20
Diferencija inflacije	0,0093	0,0222	-0,0168	0,0468	18
Međunarodne rezerve	0,3548	0,1538	0,0345	0,5215	18
Stopa inflacije	0,0245	0,0255	-0,0090	0,0743	18
Inozemni dug	53,5296	6,6493	42,2474	63,1299	16
Tekući račun	-10,8391	4,4534	-19,4868	-5,5012	17
Financijska razvijenost	44,5707	12,8840	22,1369	63,2491	18
Jedinični troškovi rada	466,35	158,66	230,22	660,23	17
Bruto dug	36,0757	10,8335	18,7120	56,0390	17
Proračunski deficit	-0,6647	2,1734	-4,1851	2,7453	9
Politička stabilnost	2,3846	1,1929	1,0000	4,0000	13
Snaga vlade prema broju mjesta u parlamentu	0,6064	0,2315	0,3810	1,0000	15

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Kada se promatra Bosna i Hercegovina (Tablica 59.) razvidno je da postoji nešto više nedostajućih podataka nego što je to slučaj za Albaniju. Najveći nedostaci vidljivi su za varijable proračunski deficit i indeks demokracije.

Tablica 60: Tablični prikaz deskriptivne statistike svih determinanti za Bugarsku

Varijabla	Aritmetička sredina	Standardna devijacija	Min	Maks	N
Trgovinska otvorenost	0,9434	0,1489	0,6322	1,1484	20
Zemljopisna koncentracija trgovine	0,1230	0,0171	0,0994	0,1553	20
Ekonomska razvijenost	4243,06	2627,83	1208,85	7851,27	20
Veličina ekonomije	10,4242	0,2834	10,0047	10,7555	20
Diferencija inflacije	0,6561	2,3575	-0,0237	10,5970	20
Međunarodne rezerve	0,5464	0,1327	0,1703	0,7869	20
Stopa inflacije	0,6713	2,3575	-0,0160	10,6121	20
Inozemni dug	89,7801	15,6910	62,9856	114,7950	20
Tekući račun	-5,2434	8,0618	-25,5486	3,8131	20
Financijska razvijenost	56,3881	17,7132	25,8061	82,0254	20
Jedinični troškovi rada	205,16	119,56	60,10	420,14	20
Bruto dug	36,5437	24,4711	14,2750	79,4420	17
Proračunski deficit	-0,6412	4,1794	-14,8467	3,1394	18
Indeks demokracije	8,7000	0,4702	8,0000	9,0000	20
Politička stabilnost	10,5000	5,9161	1,0000	20,0000	20
Snaga vlade prema broju mjesta u parlamentu	0,1409	0,1504	0,0455	0,5084	12

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Pokazatelji za Bugarsku (Tablica 60.) su kompletirani za većinu varijabli, a nedostaci su zabilježeni za varijable bruto dug, proračunski deficit te snaga vlade prema broju mjesta u parlamentu.

Tablica 61: Tablični prikaz deskriptivne statistike svih determinanti za Hrvatsku

Varijabla	Aritmetička sredina	Standardna devijacija	Min	Maks	N
Trgovinska otvorenost	0,5746	0,0445	0,5028	0,6417	20
Zemljopisna koncentracija trgovine	0,1998	0,0355	0,1371	0,2669	20
Ekonomska razvijenost	9648,67	4081,54	4794,94	15893,86	20
Veličina ekonomije	10,5897	0,1915	10,3379	10,8481	20
Diferencija inflacije	0,0151	0,0164	-0,0098	0,0610	20
Međunarodne rezerve	0,5192	0,1579	0,2579	0,8068	20
Stopa inflacije	0,0303	0,0162	-0,0021	0,0671	20
Tekući račun	-4,4860	3,1587	-10,4927	0,9521	20
Financijska razvijenost	55,5504	17,6807	20,9564	80,6050	20
Jedinični troškovi rada	811,89	220,52	427,25	1053,91	20
Bruto dug	46,9550	17,7117	25,4150	85,1240	17
Proračunski deficit	-2,6386	1,6312	-5,2439	0,0580	18
Indeks demokracije	6,8421	3,6555	0,0000	9,0000	19
Politička stabilnost	2,8947	1,4868	1,0000	6,0000	19
Snaga vlade prema broju mjesta u parlamentu	0,4970	0,0603	0,4088	0,5900	20

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Varijabla inozemni dug koja je prikupljanja iz baze podataka International Financial Statistic u potpunosti nedostaje za Hrvatsku (Tablica 61.). Pored spomenuti varijable vidljivi su i manji nedostaci za već spomenute varijable.

Tablica 62: Tablični prikaz deskriptivne statistike svih determinanti za Češku

Varijabla	Aritmetička sredina	Standardna devijacija	Min	Maks	N
Trgovinska otvorenost	1,1115	0,2477	0,7483	1,5898	20
Zemljopisna koncentracija trgovine	0,3454	0,0347	0,3054	0,4199	20
Ekonomska razvijenost	13125,31	6423,23	5765,05	22649,38	20
Veličina ekonomije	11,0764	0,2357	10,7748	11,3714	20
Diferencija inflacije	0,0199	0,0304	-0,0091	0,1009	19
Međunarodne rezerve	0,3992	0,0913	0,2606	0,5831	20
Stopa inflacije	0,0350	0,0301	0,0011	0,1070	19
Tekući račun	-3,1116	1,9592	-6,1813	0,6543	20
Financijska razvijenost	63,5841	7,8234	53,4274	78,1685	20
Jedinični troškovi rada	627,79	272,75	242,14	996,74	20
Bruto dug	27,2903	11,0083	11,5910	45,1790	20
Proračunski deficit	-3,0230	1,5136	-5,6821	-0,8709	18
Indeks demokracije	9,5500	0,5104	9,0000	10,0000	20
Politička stabilnost	3,8500	2,1343	1,0000	8,0000	20
Snaga vlade prema broju mjesta u parlamentu	0,5418	0,0567	0,4792	0,6567	20

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Kao što je to bio slučaj i sa Hrvatskom varijabla inozemni dug koja je prikupljanja iz baze podataka International Financial Statistic u potpunosti nedostaje i za Češku (Tablica 62.). Ostale varijable uglavnom su u potpunosti prikupljene, a jedini nedostaci su za jednu ili dvije godine za pojedine varijable.

Tablica 63: Tablični prikaz deskriptivne statistike svih determinanti za Mađarsku

Varijabla	Aritmetička sredina	Standardna devijacija	Min	Maks	N
Trgovinska otvorenost	1,2056	0,2722	0,6132	1,5628	20
Zemljopisna koncentracija trgovine	0,3060	0,0478	0,2461	0,3830	20
Ekonomska razvijenost	9535,71	4147,25	4472,76	15649,72	20
Veličina ekonomije	10,9379	0,2078	10,6646	11,1962	20
Diferencija inflacije	0,0706	0,0735	-0,0097	0,2657	20
Međunarodne rezerve	0,3975	0,1334	0,2517	0,7771	20
Stopa inflacije	0,0858	0,0729	-0,0020	0,2830	20
Tekući račun	-4,1810	4,0661	-8,5373	3,9392	20
Financijska razvijenost	51,8661	6,9719	44,0706	63,2938	20
Jedinični troškovi rada	552,44	209,46	239,16	790,19	20
Bruto dug	67,4501	10,2457	51,7430	84,4560	20
Proračunski deficit	-7,1483	2,1965	-10,9906	-2,7909	19
Indeks demokracije	10,0000	0,0000	10,0000	10,0000	20
Politička stabilnost	2,7000	1,4546	1,0000	6,0000	20
Snaga vlade prema broju mjesta u parlamentu	0,6026	0,0855	0,5130	0,7228	20

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Ne računajući varijablu inozemni dug, za Mađarsku (Tablica 63.) je moguće konstatirati da nedostaju pokazatelji samo u jednoj varijabli i to za jednu godinu. Prosječna vrijednost trgovinske otvorenosti za Mađarsku iznosi 1,2056. Standardna devijacija iznosi 0,2722, minimalna vrijednost za Mađarsku iznosi 0,6132, a maksimalna 1,5628. Prosječna vrijednost ekonomske razvijenosti za Mađarsku iznosi 9535,71. Standardna devijacija iznosi 4147,25, minimalna vrijednost iznosi u uzorku iznosi 4472,76, a maksimalna 15649,72. Prosječna vrijednost veličine ekonomije za Mađarsku iznosi 10,9379. Standardna devijacija iznosi 0,2078, minimalna vrijednost iznosi u uzorku iznosi 10,6646, a maksimalna 11,1962. Prosječna vrijednost međunarodnih rezervi za Mađarsku iznosi 0,3975. Standardna devijacija iznosi 0,1334, minimalna vrijednost iznosi u uzorku iznosi 0,2517, a maksimalna 0,7771. Prosječna vrijednost političke stabilnosti za Mađarsku iznosi 2,7. Standardna devijacija iznosi 1,4546, minimalna vrijednost iznosi u uzorku iznosi 1, a maksimalna 6.

Tablica 64: Tablični prikaz deskriptivne statistike svih determinanti za Makedoniju

Varijabla	Aritmetička sredina	Standardna devijacija	Min	Maks	N
Trgovinska otvorenost	0,8860	0,1446	0,6273	1,0973	20
Zemljopisna koncentracija trgovine	0,2189	0,0474	0,1608	0,3409	20
Ekonomska razvijenost	3292,40	1356,60	1799,70	5455,60	20
Veličina ekonomije	9,7888	0,1898	9,5528	10,0540	20
Diferencija inflacije	0,0136	0,0372	-0,0252	0,1464	20
Međunarodne rezerve	0,3456	0,1148	0,1576	0,5021	20
Stopa inflacije	0,0288	0,0396	-0,0128	0,1637	20
Inozemni dug	48,0331	10,7795	28,9606	67,7073	20
Tekući račun	-4,6671	3,4154	-12,4708	0,0000	20
Financijska razvijenost	35,5433	17,2558	11,2823	59,4208	20
Jedinični troškovi rada	406,69	84,71	293,63	508,33	15
Bruto dug	32,8170	7,6244	20,5930	45,5610	16
Proračunski deficit	-1,2905	2,0404	-3,9327	2,3224	8
Indeks demokracije	7,9500	1,4681	6,0000	9,0000	20
Politička stabilnost	3,4500	2,0641	1,0000	8,0000	20
Snaga vlade prema broju mjesta u parlamentu	0,5946	0,0618	0,5248	0,7030	20

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Jedinični troškovi rada, bruto dug i proračunski deficit su jedine varijable u slučaju Makedonije gdje pokazatelji nisu potpuni (Tablica 64.).

Tablica 65: Tablični prikaz deskriptivne statistike svih determinanti za Crnu Goru

Varijabla	Aritmetička sredina	Standardna devijacija	Min	Maks	N
Trgovinska otvorenost	0,7469	0,1446	0,6116	0,9620	9
Zemljopisna koncentracija trgovine	0,2828	0,0728	0,1758	0,4067	9
Ekonomska razvijenost	6613,01	957,45	4383,60	7378,35	9
Veličina ekonomije	9,6071	0,0731	9,4307	9,6616	9
Diferencija inflacije	0,0130	0,0229	-0,0151	0,0624	9
Međunarodne rezerve	0,2208	0,0538	0,1168	0,2803	9
Stopa inflacije	0,0299	0,0269	-0,0073	0,0900	9
Inozemni dug	48,4953	14,3477	31,9441	68,7771	9
Tekući račun	-25,8332	12,8246	-49,9481	-14,5383	8
Jedinični troškovi rada	637,71	124,78	377,36	727,00	9
Bruto dug	42,3757	11,9020	27,5030	59,9120	9
Indeks demokracije	9,0000	0,0000	9,0000	9,0000	9

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Crna Gora (Tablica 65.) je jedna od dvije zemlje za koju se promatraju pokazatelji od 2006. godine do 2014. godine. Radi se o vremenskom nizu od 9 godina. Razlozi za ovo su političkog karaktera (u ožujku 2003. godine SR Jugoslavija je reorganizirana u državnu zajednicu Srbiju i Crnu Goru, nakon referenduma o neovisnosti 21.5.2006. godine, Crna Gora

je 3.6.2006. godine proglasila neovisnost). S obzirom da je radi o novijoj samostalnoj državi ne čudi i podatak da za Crnu Goru nedostaju pokazatelji u potpunosti za četiri varijable.

Slijedi tablični prikaz deskriptivne statistike za Poljsku (Tablica 66.).

Tablica 66: Tablični prikaz deskriptivne statistike svih determinanti za Poljsku

Varijabla	Aritmetička sredina	Standardna devijacija	Min	Maks	N
Trgovinska otvorenost	0,5953	0,1470	0,3726	0,8010	20
Zemljopisna koncentracija trgovine	0,3015	0,0452	0,2503	0,3833	20
Ekonomska razvijenost	8445,41	4118,92	3612,16	14336,80	20
Veličina ekonomije	11,4566	0,2208	11,1443	11,7364	20
Diferencija inflacije	0,0490	0,0730	-0,0080	0,2614	20
Međunarodne rezerve	0,4876	0,0762	0,2978	0,6009	20
Stopa inflacije	0,0642	0,0723	-0,0003	0,2788	20
Tekući račun	-3,8981	2,0147	-7,4228	0,6126	20
Financijska razvijenost	45,8523	8,8451	31,6131	61,6120	20
Jedinični troškovi rada	589,45	220,06	220,41	902,68	20
Bruto dug	46,1868	5,7307	36,5830	55,9430	20
Proračunski deficit	-4,0927	1,7093	-6,9580	-1,7274	19
Indeks demokracije	9,6500	0,4894	9,0000	10,0000	20
Politička stabilnost	4,2500	2,6532	1,0000	10,0000	20
Snaga vlade prema broju mjesta u parlamentu	0,5280	0,0751	0,4152	0,6587	20

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Nedostajući pokazatelji za Poljsku identični su kao za Mađarsku. Radi se o jednoj varijabli koja u potpunosti nedostaje te drugoj varijabli gdje pokazatelji nedostaju za jednu godinu.

Tablica 67: Tablični prikaz deskriptivne statistike svih determinanti za Rumunjsku

Varijabla	Aritmetička sredina	Standardna devijacija	Min	Maks	N
Trgovinska otvorenost	0,6442	0,0845	0,4793	0,7527	20
Zemljopisna koncentracija trgovine	0,2011	0,0272	0,1639	0,2514	20
Ekonomska razvijenost	5143,22	3463,85	1561,92	10136,47	20
Veličina ekonomije	10,9256	0,3171	10,5476	11,3184	20
Diferencija inflacije	0,2420	0,3518	0,0030	1,5325	20
Međunarodne rezerve	0,4820	0,1761	0,2391	0,8170	20
Stopa inflacije	0,2572	0,3505	0,0108	1,5476	20
Inozemni dug	44,6087	17,7794	19,3895	73,0012	20
Tekući račun	-6,0669	3,3497	-13,9470	-0,4777	20
Financijska razvijenost	33,5782	3,6680	25,9247	39,2525	20
Jedinični troškovi rada	287,10	159,76	104,23	523,89	20
Bruto dug	25,9837	9,3861	12,5360	40,4950	15
Proračunski deficit	-4,2813	1,7444	-9,7107	-2,2624	19
Indeks demokracije	8,4000	0,9403	5,0000	9,0000	20
Politička stabilnost	3,9000	2,7701	1,0000	10,0000	20
Snaga vlade prema broju mjesta u parlamentu	0,5287	0,1465	0,3720	0,8174	20

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Varijabla inozemni dug pokazala se kao nedostajuća u svim godinama za sve nabrojane do sada zemlje koje su članice Europske unije. Ipak to se ne može konstatirati i za slučaj Rumunjske (Tablica 67.). U slučajnu Rumunjske nedostaju pokazatelji za bruto dug za pet godina i za jednu godinu za varijablu proračunski deficit.

Tablica 68: Tablični prikaz deskriptivne statistike svih determinanti za Srbiju

Varijabla	Aritmetička sredina	Standardna devijacija	Min	Maks	N
Trgovinska otvorenost	0,6998	0,0706	0,5724	0,8082	9
Zemljopisna koncentracija trgovine	0,1323	0,0224	0,1130	0,1737	9
Ekonomska razvijenost	5790,25	767,26	4129,76	6701,77	9
Veličina ekonomije	10,6207	0,0596	10,4858	10,6925	9
Diferencija inflacije	0,0627	0,0276	0,0131	0,0965	9
Međunarodne rezerve	0,7491	0,1462	0,4717	0,9489	9
Stopa inflacije	0,0796	0,0316	0,0208	0,1241	9
Inozemni dug	75,7185	9,2859	63,6545	87,5670	9
Tekući račun	-11,0197	6,0102	-21,3872	-6,0060	8
Financijska razvijenost	41,5547	5,4038	30,9759	48,1029	9
Jedinični troškovi rada	493,14	53,92	377,42	560,83	9
Bruto dug	47,1212	13,8615	32,3770	72,0070	9
Proračunski deficit	-3,2041	1,8730	-6,0895	-0,9007	6
Indeks demokracije	9,0000	0,0000	9,0000	9,0000	9

Izvor: Samostalna izrada koristeći statistički programski paket Stata

Srbija (Tablica 68.) je druga zemlja koju promatramo u vremenskom nizu od 9 godina, i to od 2006. godine do 2014. godine. Nju karakterizira nešto više prikupljenih podataka nego je to slučaj kod Crne Gore. No ipak dvije varijable u potpunosti nisu prikupljene i kod dvije varijable postoje nedostaci u pojedinim godinama.

ŽIVOTOPIS

Osobni podaci	
Prezime(na) / Ime(na)	**ĆORIĆ Zoltan**
Adresa(e)	Stjepana Radića 76F, Mostar, 88000, Bosna i Hercegovina.
E-mail	zoltan.coric@gmail.com
Mobitel	+387/63-446-660
Državljanstvo	BiH i Hrvatsko
Datum rođenja	29. siječanj 1985. godine
Spol	Muški (M)
Radno iskustvo	
Datumi	04/2008 – ***(u tijeku)***
Zanimanje ili radno mjesto	**Addiko Bank d.d. – viši stručni suradnik u organizacijskoj jedinici Upravljanja bilancom & riznica**
Glavni poslovi i odgovornosti	Upravljanje rizikom likvidnosti, upravljanje deviznim rizikom, upravljanje kamatnim rizikom, aktivno sudjelovanje na novčanom tržištu (FX i MM), aktivno sudjelovanje na tržištu kapitala (dionice, obveznice, udjeli), derivati, upravljanje aktivom i pasivom, kao i sve druge srodne aktivnosti vezane za bankarsko poslovanje.
Ime i adresa poslodavca	Addiko Bank d.d., Trg solidarnosti 12, Sarajevo, Bosna i Hercegovina
Vrsta djelatnosti ili sektor	Financijske djelatnosti i djelatnosti osiguranja
Datumi	10/2014 – 09/2015
Zanimanje ili radno mjesto	**Visoka škola primijenjene ekonomije Fircon Mostar - asistent**
Glavni poslovi i odgovornosti	Asistent profesorima na tri predmeta: osnove financija, osnove bankarskog poslovanja i platni promet.
Ime i adresa poslodavca	Visoka škola primijenjene ekonomije Fircon Mostar, Bleiburških žrtava b.b., Mostar, Bosna i Hercegovina
Vrsta djelatnosti ili sektor	Obrazovanje
Datumi	10/2007 – 03/2008
Zanimanje ili radno mjesto	**Uprava za neizravno oporezivanje BiH – stručni suradnik u grupi za reviziju i kontrolu**
Glavni poslovi i odgovornosti	Sudjelovanje u pružanju usluga poreznim obveznicima, zaprimanje PDV prijava, zaprimanje PDA prijava, kontrola i analiza PDV i PDA prijava i druge srodne aktivnosti vezane za neizravno oporezivanje.
Ime i adresa poslodavca	Uprava za neizravno oporezivanje BiH, regionalni centar Mostar, Rodoč bb, 88000 Mostar, Bosna i Hercegovina
Vrsta djelatnosti ili sektor	Javna uprava
Obrazovanje i osposobljavanje	
Datumi	2003 – 2007
Naziv dodijeljene kvalifikacije	Diplomirani ekonomist *(dipl.oec.)*
Glavni predmeti / stečene profesionalne vještine	Stečeno fakultetsko obrazovanje, te vještine i kompetencije za samostalan rad u struci
Ime i vrsta organizacije pružatelja obrazovanja i osposobljavanja	Ekonomski fakultet Sveučilišta u Mostaru, Mostar, Bosna i Hercegovina

Razina prema nacionalnoj ili međunarodnoj klasifikaciji	VII/1
Datumi	1999 – 2003
Naziv dodijeljene kvalifikacije	Završena srednja škola
Glavni predmeti / stečene profesionalne vještine	Stečeno srednje obrazlovanje
Ime i vrsta organizacije pružatelja obrazovanja i osposobljavanja	Gimnazija fra „Grge Martića“, Mostar, Bosna i Hrecegovina
Datumi	1991 – 1998
Naziv dodijeljene kvalifikacije	Završena osnovna škola
Stečene profesionalne vještine	Stečeno osnovno obrazlovanje
Ime i vrsta organizacije pružatelja obrazovanja i osposobljavanja	Osnovna škola „Antuna Branka Šimića“, Mostar, Bosna i Hercegovina
Certifikati	
Naziv	Risk Management in Banking
Izdavatelj	House of Training Luxembourg
Godina izdanja	2018
Naziv	Asset and Liability Management
Izdavatelj	ATTF Luxembourg
Godina izdanja	2013
Naziv	Project Management Basic
Izdavatelj	Hypo Group Alpe Adria AG
Godina izdanja	2008
Naziv	Metode inspekcije
Izdavatelj	Customs and Fiscal Assistance Office to Bosnia and Herzegovina (EU – CAFAO)
Godina izdanja	2007
Osobne vještine i kompetencije	
Materinski jezik(ci)	**Hrvatski jezik**
Drugi jezik(ci)	**Engleski jezik**

Samoprocjena	**Razumijevanje**				**Govor**				**Pisanje**	
Europska razina)	Slušanje		Čitanje		Govorna interakcija		Govorna produkcija			
	C1	napredno	C1	napredno	C1	napredno	C1	napredno	C1	napredno

Društvene vještine i kompetencije	Timski rad, organiziranost, temeljitost, predanost poslu i drugo.
Računalne vještine i kompetencije	Microsoft office paketi (word, excell, power point), Reuters Eikon, Reuters FX Trading, Bloomberg, Temenos T24.
Vozačka dozvola	A i B
Objavljeni stručni i znanstveni radovi Znanstveni i stručni članci objavljeni u zbornicima radova	1. Gabrić, D.; Ćorić, Z.; Ramljak, D.: Effects of applied accounting politics in the field of the supplies, Međunarodna znanstvena konferencija "Economy in Theory and Practice: Meeting the New Challenges", Ekonomski fakultet Sveučilišta u Mostaru, B&H, 2011. 2. Ćorić, Z.: Determinante izbora tečajnih režima u zemljama srednjeg i niskog dohotka, Naučno-stručni časopis „Poslovni konsultant“ br. 49, 2015, str. 45-57. 3. Ćorić, Z.: Varijable izbora tečajnih režima u zemljama niskog dohotka, 7. Međunarodna naučno-stručna konferencija Razvoj poslovanja 2015: Ekonomska politika & Poslovanje malih i srednjih preduzeća, Ekonomski fakultet Univerziteta u Zenici u saradnji sa Ekonomskim fakultetom Univerziteta u Tuzli i Ekonomskim fakultetom Univerziteta u Sarajevu, 2015. 4. Ćorić, Z.: Ostvareni javni prihodi u razdoblju 01.01.-31.12.2010.g., Financijski propisi i praksa 04/11, Fircon d.o.o., Mostar 2011., str. 38-41. 5. Ćorić, Z.: Platna bilanca Bosne i Hercegovine, Financijski propisi i praksa 05/11, Fircon d.o.o., Mostar 2011., str. 47-50. 6. Ćorić, Z.: Platna bilanca Bosne i Hercegovine, Financijski propisi i praksa 04/12, Fircon d.o.o., Mostar 2012., str. 29-32. 7. Ćorić, Z.: Ostvareni javni prihodi u razdoblju 01.01.-31.12.2011.g., Financijski propisi i praksa 05/12, Fircon d.o.o., Mostar 2012., str. 66-70. 8. Ćorić, Z.: Platna bilanca Bosne i Hercegovine, Financijski propisi i praksa 04/13, Fircon d.o.o., Mostar 2013., str. 68-72. 9. Ćorić, Z.: Ostvareni javni prihodi u razdoblju 01.01.-31.12.2012.g., Financijski propisi i praksa 05/13, Fircon d.o.o., Mostar 2013., str. 54-57. 10. Ćorić, Z.: Platna bilanca Bosne i Hercegovine, Financijski propisi i praksa 04/14, Fircon d.o.o., Mostar 2014., str. 62-67.