

Marijana Ivanov¹

ODNOS DEVIZNOG TEČAJA I KAMATNIH STOPA U KONTEKSTU UVOĐENJA EURA

Sažetak

Prije nego se kvalificira za usvajanje eura, Hrvatska treba najmanje dvije godine sudjelovati u tečajnom mehanizmu ERM2. Okvir ERM2 se temelji na konceptu fiksnog središnjeg pariteta i standardnog raspona fluktuacije $\pm 15\%$ u okviru kojeg tržišni tečaj može oscilirati. Hrvatska također može odrediti uže granice kretanja tečaja kojima bi se ograničila tržišna očekivanja o promjenama deviznog tečaja i kratkoročnih kamatnih stopa prije i nakon ulaska u ERM2. Uski raspon fluktuacije $\pm 7\%$ ili $\pm 2,25\%$ je opravdan zbog duge povijesti stabilnosti tečaja i uskih razlika između domaćih nerizičnih kratkoročnih kamatnih stopa i odgovarajućih kamatnih stopa u europodručju. Dodatni razlog je visoki stupanj financijske euroizacije, pri čemu niži tečajni rizik može smanjiti premiju rizika u dugoročnoj kamatnoj stopi na hrvatske državne obveznice i smanjiti troškove zaduživanja svih domaćih sektora. Ispunjavanje nominalnih kriterija konvergencije (vezano uz inflaciju, fiskalnu politiku, kamatne stope i tečaj) usko je povezano s ispunjavanjem realnih kriterija konvergencije, uključujući strukturne reforme koje bi trebale poboljšati uvjete za održiv gospodarski rast.

Ključne riječi: ERM2, konvergencijski kriteriji, kamatne stope, devizni tečaj

JEL klasifikacija: E42, E43, E52, F36

¹ Prof. dr. sc. Marijana Ivanov, redoviti profesor u trajnom zvanju, Ekonomski fakultet Zagreb

1. UVOD

Izlaskom Ujedinjenog Kraljevstva iz Europske unije, ekonomije europodručja činit će 85% ukupnog BDP-a EU27. Uvođenje eura time postaje atraktivnija opcija i za euroskeptične članice uključujući Poljsku, Češku, Mađarsku, Rumunjsku i Švedsku u kojima su politika kamatnjaka i fleksibilni devizni tečaj značajne poluge upravljanja poslovnim ciklusima. S druge strane još je više atraktivna opcija za članice koje zbog politike očuvanja stabilnosti deviznog tečaja mogu u maloj mjeri koristiti manevarski prostor nacionalne monetarne politike, uključujući Bugarsku, Hrvatsku i Dansku.

Dansku ima klauzulu o izuzeću što znači da nema obvezu uvođenja eura i tradicionalno nije sklona odricanju od domaće valute, ali dobrovoljno sudjeluje u europskom tečajnom mehanizmu uz granične vrijednosti fluktuacije danske krune do $\pm 2,25\%$ oko središnjeg tečaja za euro - što je uži raspon fluktuacija tečaja od standardnih $\pm 15\%$ koje dopušta ERM2. Bugarska ima službeni valutni odbor i fiksni tečaj za euro koji održava stopostotnim pokrićem domaće valute deviznim rezervama, dok Hrvatska ima režim upravljano plivajućeg deviznog tečaja kune za euro u kojem središnja banka ne brani određenu razinu tečaja nego povremeno intervenira na deviznom tržištu s ciljem ispravljanja prekomjerne aprecijacije ili deprecijacije kune ovisno o neto-priljevu deviza i ekonomskim pokazateljima.

Zajednička karakteristika Danske, Bugarske i Hrvatske je korištenje monetarne strategije nominalnog sidra deviznog tečaja kao ključnog kanala stabilizacije inflacijskih očekivanja i inflacije. Time se ujedno stabiliziraju i nerizične kamatne stopa na domaćem novčanom tržištu koje su determinirane kretanjem referentnih kamatnih stopa europodručja, ali se od njih razlikuju ovisno o očekivanjima promjene tečaja. Danska je dostigla visok stupanj nominalne i realne konvergencije što podržava vrlo stabilan tečaj uz tek neznatnu razliku između referentne kamatne stope nacionalne središnje banke i ECB-a. S druge strane, Hrvatska ima tečajni režim prilično prilagođen za ulazak u ERM2 i europodručje, ali bilježi niz odstupanja u drugim pokazateljima nominalne i realne konvergencije uključujući: javni dug, BDP per capita, potencijalnu stopu rasta realnog BDP-a, produktivnost, konkurentnost, stopu nezaposlenosti te kvalitetu institucija i upravljanja. Stoga unatoč aktualnoj euforiji očekivanja skorog ulaska u ERM2 i nagađanja o godini uvođenja eura ne treba zanemariti malo vjerojatan ali moguć scenarij odbijenice za ulazak u ERM2.

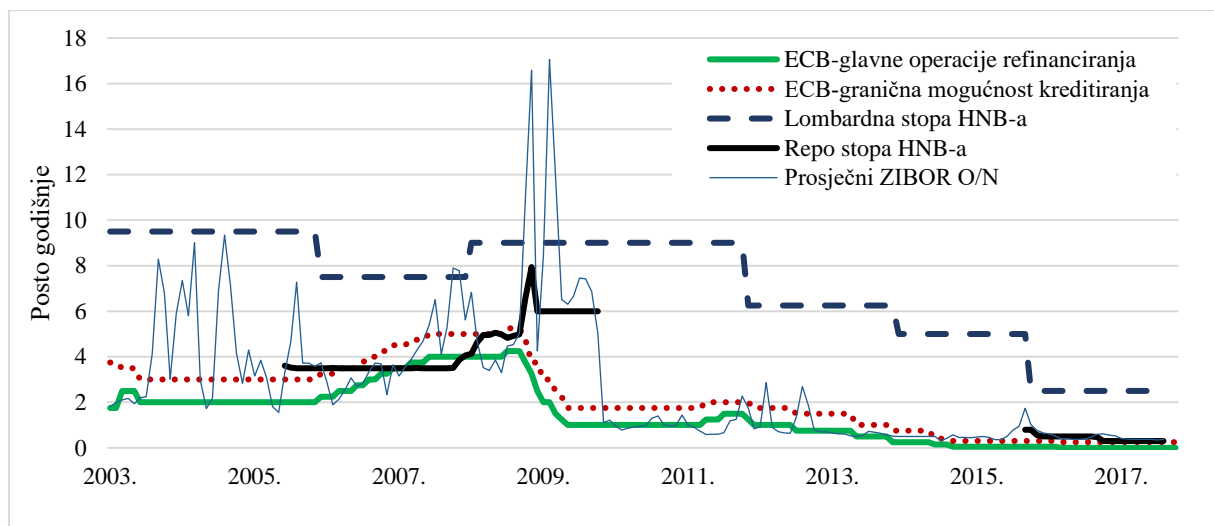
Pod pretpostavkom pozitivnog odgovora, disciplina i vjerodostojnost koja se očekuje tijekom sudjelovanja Hrvatske u ERM2 smanjit će percepciju valutnog rizika te posljedično omogućiti veću konvergenciju kratkoročnih kamatnih stopa prema istima u europodručju. Međutim, bez značajnih napora u uklanjanju makroekonomskih i strukturnih neravnoteža, nerealno je očekivati da će se troškovi dugoročnog financiranja domaćeg javnog i privatnog sektora sniziti na razine blizu onih u

zdravim ekonomijama europodručja. Navedeno vrijedi kako za razdoblje koje prethodi uvođenju eura, tako i nakon uvođenja eura – neovisno o stupnju stabilnosti tečaja, dostignutoj konvergenciji kratkoročnih kamatnih stopa i tržišnim učincima pada premije rizika (relativno nižih troškova financiranja) koji se zbog niže osjetljivosti zemlje na vanjske šokove uobičajeno bilježe nakon ulaska u europodručje.

2. KONVERGENCIJA KRATKOROČNIH KAMATNIH STOPA

U uvjetima slobode međunarodnih tokova kapitala, sidro tečaja ograničava ulogu središnje banke kao davatelja posljednjeg utočišta. Kamatne stope HNB-a stoga su znatno veće od istih u praksi ECB-a, iako se njima prilagođavaju te posljednjih godina bilježe nižu razliku (slika 1). Mogućnosti zaduživanja kod HNB-a eventualno koriste banke u problemima zbog čega kamatnjaci na pozajmice središnje banke nemaju presudni utjecaj na kamatne stope na međubankovnom tržištu. Zbog visokog stupnja financijske integracije s europodručjem, kamatne stope na domaćem međubankovnom tržištu (slika 2) i na kredite banaka su bitno određene karakterom monetarne politike ECB-a. Razlika između kratkoročnih kamatnih stopa u Hrvatskoj (3M i 6M ZIBOR) i u europodručju (3M i 6M EURIBOR) je relativno mala, a uz oslabljena deprecijacijska očekivanja se posljednjih godina dodatno smanjila.

Slika 1: Kamatne stope HNB-a i ECB-a



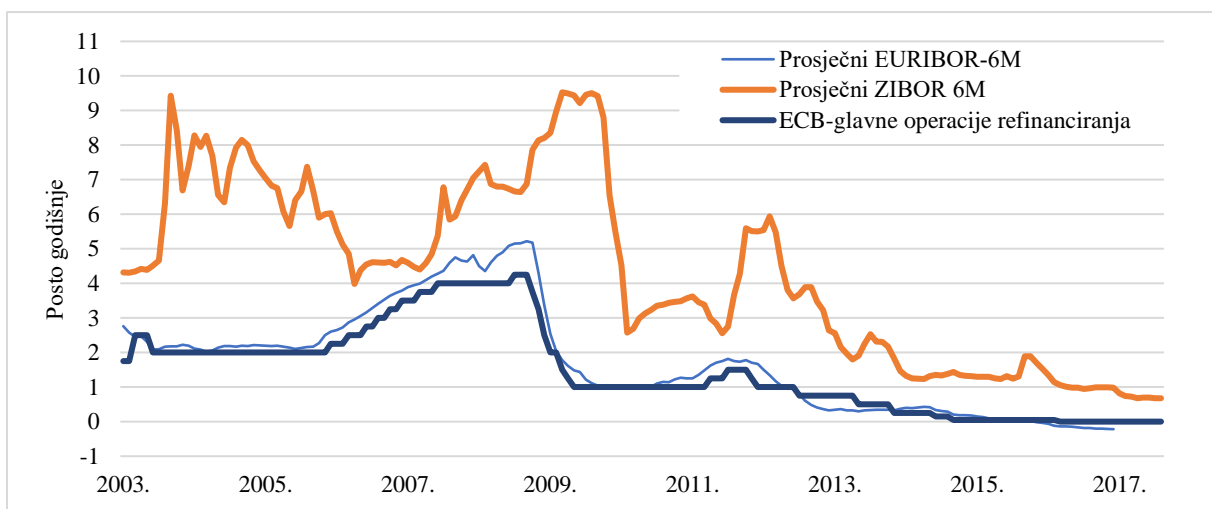
* Lombardna stopa na prekonoični kredit HNB-a nakon 2005. ekvivalentna je kamatnoj stopi ECB-a na graničnu mogućnost kreditiranja. Repo stopa HNB-a ekvivalentna je kamatnoj stopi ECB-a na glavne operacije refinanciranja. U razdoblju od studenog 2009. do kolovoza 2015. HNB nije provodio repo operacije.

** ZIBOR označava kamatnu stopu na pozajmice između prvoklasnih banaka na hrvatskom međubankovnom tržištu. Za prekonoično dospjeće ekvivalent mu je EONIA u europodručju, a za ročnost do 12 mjeseci EURIBOR. Izvor podataka: HNB i ECB

Uloga HNB-a kao kreatora kunske likvidnosti i čuvara stabilnosti tečaja primarno je određena transakcijama kupnje i prodaje deviza na domaćem tržištu, uz primjenu više restriktivne ili manje

restriktivne politike obvezne rezerve ovisno o potrebi steriliziranja ili oslobađanja viškova likvidnosti banka. Tako dok su visoke devizne pričuve najvažnija stavka aktive bilance HNB-a, na strani pasive i u strukturi primarnog novca najveći dio se odnosi na obveznu rezervu banaka. Visoka stopa obvezne pričuve (12%), široka osnovica za njen obračun i manipulacije načinima njenog izvršavanja predstavljaju važan instrument u funkciji očuvanja stabilnosti tečaja kune (sprječavanja deprecijacijskog pritiska). Ujedno predstavljaju visok regulatorni trošak za banke (i njihove klijente) koji se pored ostalih faktora (premije rizika) odražava na visinu kamatnih stopa na kredite banaka u Hrvatskoj u usporedbi s prosjekom europodručja.

Slika 2: Dostignuti stupanj konvergencije kratkoročnih kamatnih stopa



* EURIBOR dosljedno odražava karakter monetarne politike u europodručju, a za dužu ročnost i očekivanja o budućim potezima ECB-a. Zbog zaduživanja hrvatskih banaka u inozemstvu, EURIBOR se odražava na kretanja kamatnjaka na domaćem međubankovnom tržištu, a kod pojedinih banaka i na visinu kamatne stope na kredite. Izvor podataka: HNB i ECB

S obzirom na praksu središnjih banaka u članicama EU koje su ranije uvodile euro, stopa obvezne rezerve trebala bi se postupno smanjivati prije ulaska Hrvatske u ERM2 i tijekom sudjelovanja u ERM2 (odnosno do uvođenja eura) – uz izazov za središnju banku da istodobno ostvaruje stabilnost tečaja i pridonosi konvergenciji kratkoročnih kamatnjaka u Hrvatskoj u odnosu na europodručje, ali na razini koja ne utječe na špekulativne tokove kapitala. Kako takva djelovanja i ciljevi mogu biti konfliktni, u razdoblju prije ulaska u ERM2 i tijekom sudjelovanja u ERM2, navedeno ne isključuje privremena divergentna kretanja kratkoročnih kamatnih stopa i nestabilnost tečaja.

Ulaskom Hrvatske u europodručje, instrumenti monetarne politike Eurosustava postat će važeći i za hrvatski monetarni sustav. S obzirom na aktualne odluke ECB-a to bi značilo nižu stopu obvezne rezerve (svega 1%) i užu osnovicu za njen obračun i održavanje. Također prije napuštanja ERM2 ukinut će se minimalno potrebna devizna potraživanja, a troškovi financijskog posredovanja smanjit će se nestankom valutno induciranog kreditnog rizika kod banaka, odnosno valutnog rizika (u valutnom paru

kuna/euro) kod svih domaćih sektora koji danas bilježe valutnu neusklađenost imovine i obveza. Uz pretpostavku održive stabilnosti bankovnog sustava te nastavak pozitivnih trendova u hrvatskom gospodarstvu, postupno smanjenje regulatornog troška tijekom članstva u ERM2 predstavlja priliku za sužavanje razlike u kamatnim stopama na kredite domaćih banaka u odnosu na iste u članicama europodručja s istim profilom rizičnosti, dok se očekivanja stabilnog tečaja u narednim godinama već danas odražavaju na nižu razliku u kamatnim stopama između istovrsnih kredita i depozita u kunama i euru.

Ulazak Hrvatske u tečajni mehanizam ERM2 i očekivano uvođenje eura kada se za to ispune uvjeti - neće predstavljati značajan gubitak monetarnog suvereniteta u odnosu na dosadašnju praksu, dok će HNB kroz mikroprudencijalne i makroprudencijalne mjere i dalje moći održavati stabilnost financijskog sustava i spriječiti stvaranje makroekonomskih neravnoteža poput prekomjernog rasta cijena imovine i ciklusa pretjerane ekspanzije ili kontrakcije kreditne aktivnosti. Primjena pravila strategije nominalnog sidra deviznog tečaja nastavit će se sve do uvođenja eura, s tom razlikom što bi se tijekom sudjelovanja u ERM2 kamatnjaci HNB-a trebali približiti kamatnim stopama ECB-a uz istodobno očuvanje stabilnosti tržišnog tečaja u odnosu na središnji paritet. Kako hrvatski poslovni i financijski ciklus kasni u odnosu na isti u europodručju, uz pretpostavku nastavka trenda aprecijacije kune i nakon ulaska u ERM2, prilike za takvo djelovanje javit će se u trenutku kada ECB poveća svoje kamatne stope, bez da HNB slijedi isti obrazac ili ovisno o kretanju tečaja čak i snizi svoje kamatne stope.

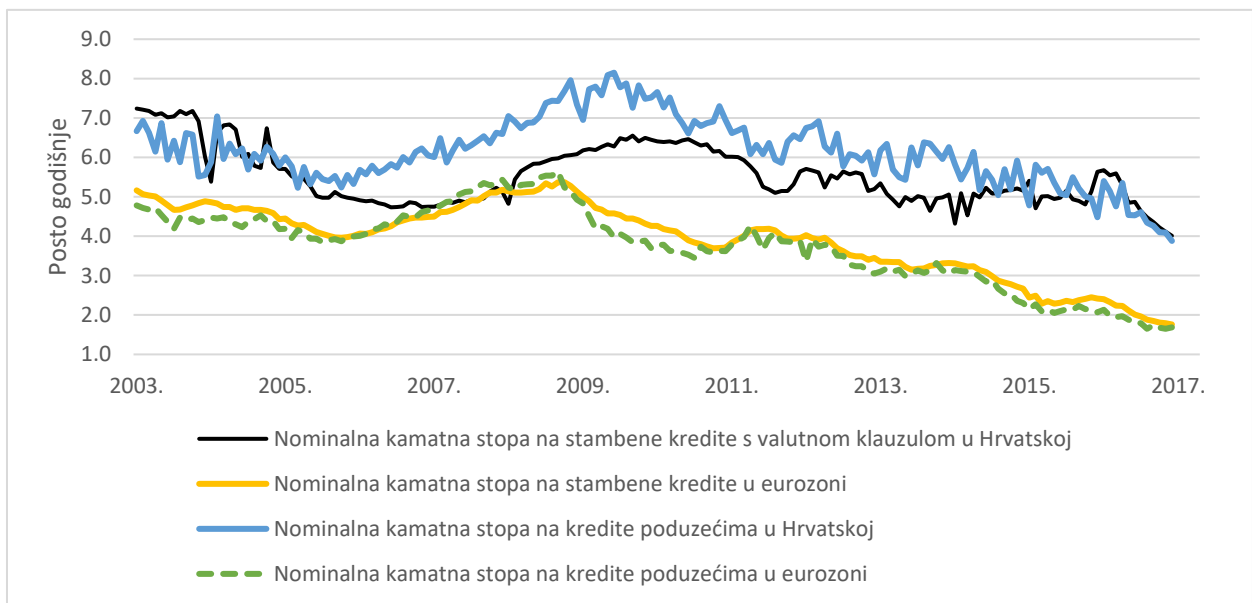
3. KONVERGENCIJA DUGOROČNIH KAMATNIH STOPA

Cilj priprema za uvođenje eura nije samo konvergencija kratkoročnih kamatnih stopa koje se promatraju u terminima zadovoljenja kriterija stabilnosti deviznog tečaja, odnosno razmatranja da li se „bez ozbiljnih napetosti“ tečaj približio središnjem paritetu u ERM2. Potrebno je postići i konvergenciju kamatnih stopa na državni dug (smanjenje premije rizika), čime bi se smanjile i razlike kamatnih stopa na kredite banaka koje su u ovom trenutku još uvijek znatno veće nego u europodručju (slika 3).

Međutim, članstvo u europodručju ne znači da su troškovi zaduživanja jednaki u svim zemljama (slika 4). Iako 19 članica koriste istu valutu i pod utjecajem su jedinstvene monetarne politike ECB-a, kamatne stope banaka (za istu vrstu kredita, sektorsku pripadnost dužnika, ročnost i iznos) razlikuju se obzirom na različite nacionalne stope inflacije, percepciju rizičnosti (omjer javnog i privatnog duga u BDP-u), priljev stranih ulaganja, vanjsko-trgovinski deficit i druge specifičnosti članica, poput razlika u stupnju razvijenosti i stabilnosti bankovnog sustava.

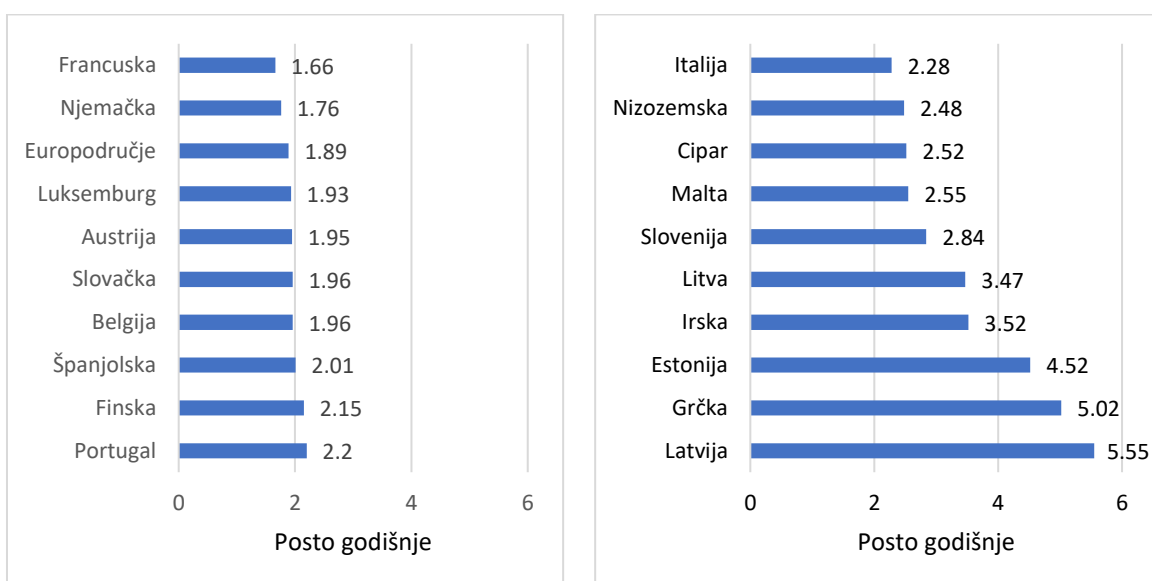
Zadovoljenja ekonomskih kriterija za uvođenje eura zahtjeva tzv. trajnu konvergenciju koja se promatra u kontekstu dostignute konvergencije dugoročnih kamatnih stopa mjerenih prinosom na državne obveznice, a koji su pod utjecajem visine premije rizika zemlje, odnosno u slučaju Hrvatske odražavaju stanje visokog javnog duga, vanjskog duga i drugih makroekonomskih i strukturnih neravnoteža ekonomije. Pri tome zbog značajnog dijela javnog duga denonimiranog u euru, premija rizika ovisi i o kretanju tečaja kune (valutnom riziku), gdje deprecijacija domaće valute povećava teret njegove otplate, a aprecijacija smanjuje teret otplate i djeluje u pravcu niže percepcije rizika.

Slika 3: Kamatne stope u Hrvatskoj i europodručju



Izvor podataka: HNB

Slika 4: Prosječne kamatne stope na kredite kućanstvima i poduzećima u članicama europodručja



Izvor podataka: ECB

Kako bi se formalno zadovoljio kriterij trajne konvergencije, prinosi na hrvatsku državnu obveznicu ne smiju za više od 2 postotna poena nadilaziti prinose (dugoročne kamatne stope) na obveznice tri referentne članice Europske unije s najboljim pokazateljima po pitanju stabilnosti cijena (niske inflacije). To je uvjet nominalne konvergencije koji je Hrvatska zadovoljila 2016. godine kada je pri određivanju referentne dugoročne kamatne stope uzet u obzir prosjek prinosa na obveznice Slovenije, Španjolske i Bugarske (što znači da nam se malo i posrećilo). No, u drugim okolnostima referentnu grupu mogu činiti članice s znatno nižim prinosima, zbog čega je upitno da li će Hrvatska taj uvjet zadovoljavati u narednim godinama.

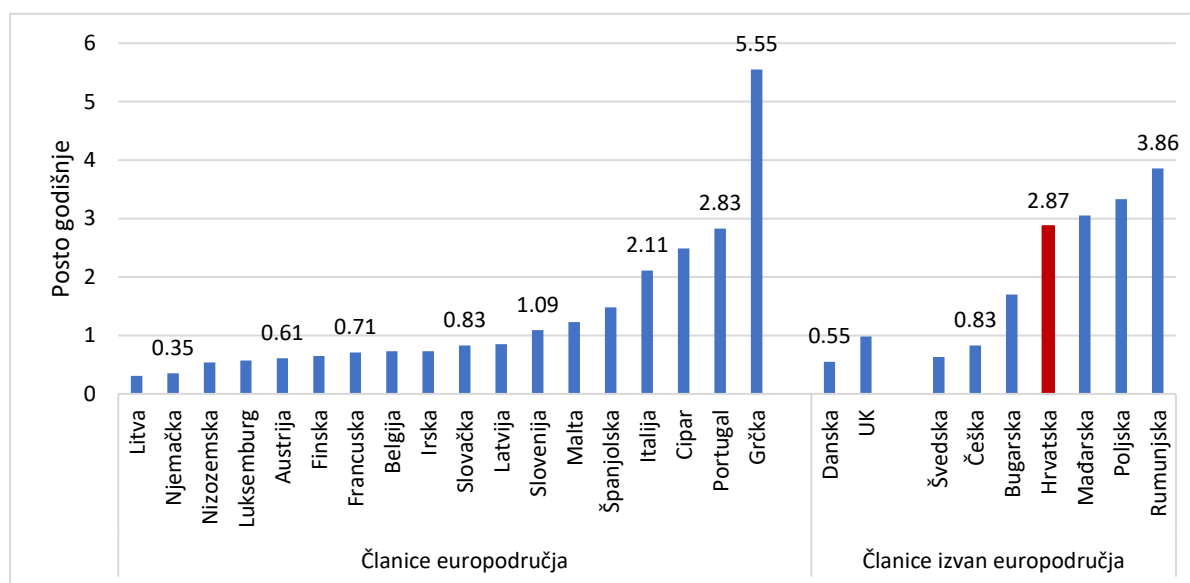
Zadovoljenje uvjeta konvergencije dugoročnih kamatnih stopa više je uvjetovano konsolidacijom javnih financija i uklanjanjem strukturnih neravnoteža u hrvatskom gospodarstvu - kako bi se suzila razlika prinosa na hrvatsku državnu obveznicu u odnosu na njemačku, čime bi i troškovi financiranja za sve domaće sektore postali bliži prosjeku europodručja. To je posebno važno s aspekta postizanja dugoročne realne konvergencije u smislu stupnja razvijenosti i produktivnosti, ali i s aspekta koristi koje zemlja može imati od ulaska u sustav s jedinstvenom monetarnom politikom čiji je karakter restriktivnog ili ekspanzivnog djelovanja uvelike pod utjecajem inflacijskih kretanja i poslovnog ciklusa u Njemačkoj (odnosno situacije u drugim ekonomijama sa značajnim udjelom u BDP-u europodručja - uključujući Francusku i Italiju).

Nakon ulaska Hrvatske u ERM2 (odnosno čak i ranije s obzirom da tržišta očekuju veću vjerodostojnost ekonomskih politika kako bi se postigla suglasnost za ulazak u ERM2 i u što kraćem razdoblju zadovoljili uvjeti za uvođenje eura), logično je očekivati da će se razlika u prinosima (spread) na hrvatske državne obveznice dodatno smanjiti, kao i u razdoblju nakon priključenja europodručju. No, ne postoji garancija da će takav scenarij doista odvijati. Niz unutarnjih i vanjskih faktora nestabilnosti mogu potaknuti divergentna kretanja, a statističku značajnost utjecaja ulaska u ERM2 na pad spreada i niže prinose na državne obveznice nisu utvrdila ni ekonometrijska istraživanja (vidjeti HUB ANALIZE, 2017).

Učinci na pad razlike prinosa stoga su izvjesniji nakon uvođenja eura, na što ukazuju i podaci na slici 5 iz kojih je vidljivo da su prinosi na desetogodišnje državne obveznice članica europodručja u prosjeku niži nego na obveznice članica EU izvan europodručja - iako između članica europodručja postoje značajne razlike koje odražavaju razlike u stupnju fiskalne odgovornosti i ukupne makroekonomske discipline. Uz smanjenje valutnog rizika i niže transakcijske troškove, pad premije rizika kao faktora troškova financiranja - jedan je od ključnih argumenta u korist što je moguće ranijeg ulaska Hrvatske u valutnu uniju.

Prema posljednjem konvergencijskom izviještaju ECB-a objavljenom u lipnju 2016. Hrvatska je pored uvjeta dugoročnih kamatnih stopa ispunila i kriterij stabilnosti cijena definiran uvjetom da stopa inflacije ne smije za više od 1,5 postotnih poena nadilaziti prosjek stope inflacije u tri referentne članice EU s najvećim postignućem u očuvanju stabilnosti cijena - najnižom inflacijom (ECB, 2016). S druge strane, Hrvatska nije zadovoljila mastrichtske fiskalne kriterije vezane uz javni dug i budžetski deficit (koji je u međuvremenu do kraja 2016. ipak zadovoljen). Dodatno, kao i preostalih šest članica EU s odstupanjem, nije zadovoljila kriterij članstva u ERM2.

Slika 5. Dugoročne kamatne stope mjere prinosima na desetogodišnje državne obveznice



* Podaci se odnose na kolovoz 2017. i harmonizirani su u svrhu ocjene stupnja konvergencije.

** Podaci za Cipar odnose se na prinos na primarnom tržištu, a svi drugi podaci na prinose na sekundarnom tržištu. Estonija nije izdala državnu obveznicu koja bi se mogla koristiti za usporedbu s ostalim članicama EU. Danska i UK imaju klauzulu o izuzeću (nemaju obvezu uvođenja eura).

Izvor podataka: ECB

Međutim, što se tiče mastrichtskog kvantitativnog kriterija za omjer javnog duga i BDP-a, olakotna je okolnost što se na njega danas ne gleda istim očima kao u izvornom tumačenju - jer brojne stare članice EU (uključujući Njemačku i Francusku) bilježe omjer znatno veći od 60%. Dodatno, uz nastavak ekspanzije hrvatskog gospodarstva te pridržavanje usvojene strategije postupnog smanjivanja omjera javnog duga i BDP-a - izgledno je da ćemo u srednjem i dugom roku zadovoljiti opciju da se „taj omjer smanjuje u dovoljnoj mjeri i približava referentnoj vrijednosti zadovoljavajućim tempom“ (ECB, 2016).

Uz pretpostavku da će se uzlazni trend ekonomskog ciklusa dugoročno nastaviti (što bi ojačalo tijekom konvergencije po svim kriterijima), uvođenje eura kroz četiri do sedam godina postaje moguć scenarij. Prvi korak na tom putu je izlazak Hrvatske iz procedure prekomjernog deficita, što uz aktualni rast BDP-a i smanjeni budžetski deficit već sada pridonosi padu premije rizika na hrvatske državne obveznice, odnosno postupnom smanjenju razlike dugoročnih kamatnih stopa u Hrvatskoj u odnosu na prosjek europodručja. Čak štoviše poboljšana su i očekivanja po pitanju budućeg kreditnog rejtinga zemlje.

Međutim, uzimajući u obzir vrlo nizak rang Hrvatske na ljestvici globalnog indeksa konkurentnosti (među članicama EU lošiju poziciju od Hrvatske ima samo Grčka), visok udio javnog duga u BDP-u i druge prekomjerne makroekonomske neravnoteže, vrlo nisku kvalitetu institucija, slabo upravljanje i korupciju, kao i pad vjerodostojnosti i sistemski rizik vezan uz krizu Agrokora, ipak ne treba pretjerivati s optimizmom. Kašnjenje u provedbi strukturnih reformi i nepovoljni slijed događaja mogu rezultirati odbijanjem zahtjeva Hrvatske za ulazak u ERM2 i ugroziti uspješnosti u procesu ispunjavanja uvjeta nominalne i realne konvergencije. Također ne treba ignorirati mogućnost da u narednim godinama europodručje ponovno uđe u recesiju, a posljedično i Hrvatska, kao ni moguće scenarije šokova na globalnom financijskom tržištu ili asimetričnih šokova u Hrvatskoj koji mogu rezultirati divergentnim kretanjima i odgoditi trenutak uvođenja eura.

Dinamika konvergencije prije pristupanja ERM-u ovisit će o postignućima u sferi djelovanja svih ekonomskih politika (fiskalne politike, politike plaća, institucionalnog okvira za stvaranje pozitivne poslovne klime, djelotvornog financijskog nadzora i drugih), a tijekom članstva u ERM2 o njima će ovisiti i uspješnost HNB-a u postizanju:

- 1) postupnog približavanja domaćeg kratkoročnog kamatnjaka prosjeku europodručja,
- 2) veće stabilnosti tečaja (bez ozbiljnih napetosti i blizu središnjeg pariteta – posebno u razdoblju koje neposredno prethodi uvođenju eura, uz eventualnu toleranciju prema aprecijaciji)
- 3) i istodobnog očuvanja stabilnosti cijena kao primarnog cilja,

što sve zajedno predstavlja komplementarne, a ponekad i suprotstavljene ciljeve na čijem istodobnom ostvarivanju treba djelovati monetarna politika.

U kontekstu navedenog pripreme za ulazak u ERM2 i sudjelovanje u ERM2 treba promatrati kao okvir u kojem će tečajni režim funkcionirati. Ključni elementi koje s tim u vezi treba razmotriti su:

- tržišni tečaj u razdoblju netom prije ulaska u ERM2 u odnosu na ravnotežni tečaj,
- središnji paritet kune za euro kao referente vrijednosti prema kojoj će se voditi politika očuvanja stabilnosti tečaja,
- dogovorene granice fluktuacija (donji i gornji interventni tečaj)
- te razina fiksnog tečaja kune za euro u trenutku napuštanja ERM2 i uvođenja eura.

Ravnotežni tečaj omogućuje očuvanje unutarnje i vanjske ravnoteže te je ključan za postizanje nominalne i realne konvergencije, odnosno očuvanje dugoročne stabilnosti (Banka Slovenije i Vlada Republike Slovenije, 2003). Međutim, tekući tržišni tečaj može odstupati od ravnotežne razine, dok se pod utjecajem strukturnih reformi i promjena produktivnosti ravnotežni tečaj može mijenjati tijekom vremena. Tako dok s jedne strane definirani središnji paritet u trenutku ulaska u ERM2 ne bi trebao

bitno odstupati od ravnotežnog tečaja, s druge strane ravnotežna i tržišna razina tečaja kroz četiri ili sedam godina može odstupati od središnjeg pariteta.

Daljnji je problem što se tečaj u ERM2 promatra prvenstveno u terminima nominalnog tečaja, dok postizanje srednjoročne i dugoročne ravnoteže gospodarstva ovisi o realnom ravnotežnom tečaju na koji se održavaju relativne cijene, produktivnost, realne stope povrata, rizičnost (teret javnog duga), očekivanja, saldo tekućeg računa bilance plaćanja i uvjeti razmjene, Balassa–Samuelsonov efekt, visina neto inozemne imovine i drugi faktori (Horváth i Komárek, 2007). U određivanju središnjeg tečaja stoga treba uzeti u obzir promjene (nominalnog i realnog) tržišnog i ravnotežnog tečaja na kraju razdoblja sudjelovanja u ERM2. Dodatno, kako je održivost okvira ERM2 tim veća što su tijekom njegova trajanja učestalost i intenzitet deviznih intervencija središnje banke manji (ERM je svojevrsni test za održivost središnjeg pariteta), veći stupanj prilagodbe tržišnog tečaja treba postići prije početka sudjelovanja u ERM2 (Banka Slovenije i Vlada Republike Slovenije, 2003).

Radi sprječavanja tržišnih očekivanja nestabilnosti cijena, kratkoročnih kamatnih stopa i tečaja tijekom članstva u ERM-u, korekcija tržišnog tečaja u pravcu dostizanja ravnotežne razine prije ulaska u ERM2 svakako je bolja opcija od definiranja središnjeg tečaja na višoj ili nižoj razini od tržišnog tečaja.

4. ULAZAK U TEČAJNI MEHANIZAM ERM2

Ulazak u ERM 2 je dobrovoljan za sve članice EU izvan europodručja kada one same odluče da su za to spremne. Međutim, nije garancija uvođenja eura u budućnosti, nego prvenstveno pokazuje namjeru zemlje da disciplinom i vjerodostojnošću monetarne i fiskalne politike te provedbom strukturnih promjena zadovolji potrebne kriterije konvergencije i uvede euro kroz dogledno vrijeme. Za razliku od Slovenije koja je prije potpunog odricanja od monetarne suverenosti tek nešto više od dvije godine provela u ERM2, iskustva Latvije i Litve pokazuju da razdoblje prilagodbe može trajati osam, deset pa i više godina.

Prema Ugovoru u Europskoj uniji, devizni tečaj svake članice je pitanje od zajedničkog interesa, što još više dolazi do izražaja ulaskom članice u ERM. Svrha ERM-a je omogućiti stabilno gospodarsko okružje za dobro funkcioniranje jedinstvenog tržišta EU, a jedinstveno tržište „ne smiju ugrožavati neusklađenosti realnog tečaja ili prekomjerne fluktuacije nominalnog tečaja između eura i ostalih valuta EU-a, koje bi poremetile trgovinske tokove između država članica.“ (Spozazum od 16. ožujka 2006., Službeni list Europske unije, 2006/C 73/08). Ulazak u ERM2 stoga se ne događa automatizmom, već je potrebna suglasnost europskih tijela ovisno o ocjeni ukupnog makroekonomskog, fiskalnog i financijskog stanja zemlje, a u sklopu koje se razmatra i prihvatljiva razina središnjeg tečaja za pojedinu valutu te raspon fluktuacija tečaja uz koji bi članica sudjelovala u

ERM2. Pri tome se sve do okončanja procesa cijeli postupak odvija iza zatvorenih vrata i javnost ne smije imati pristup podacima o sadržaju odluka koje su predmet pregovora.

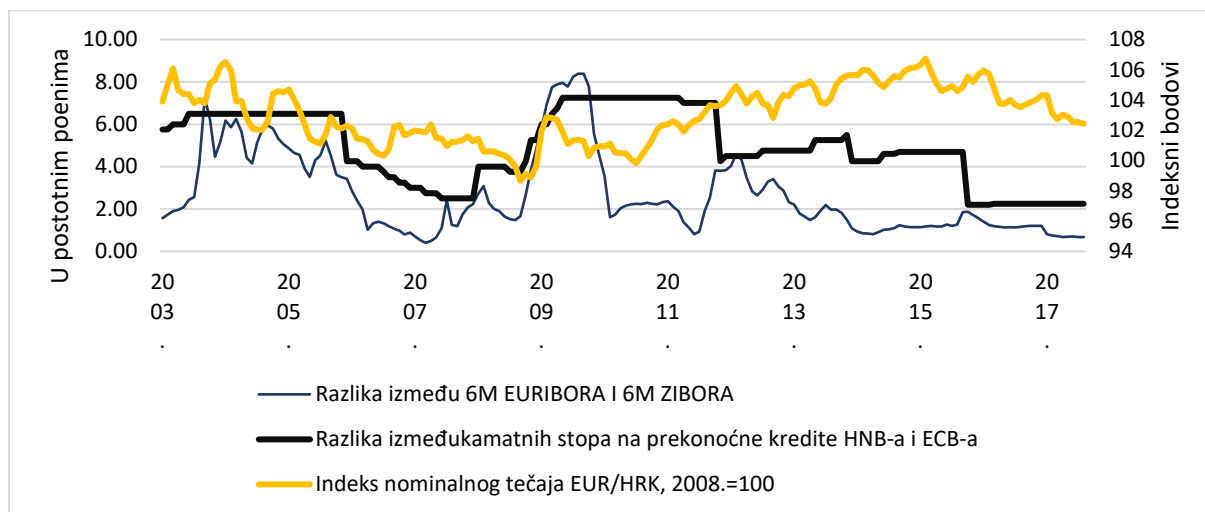
Povjerljivošću se nastoje spriječiti špekulativna djelovanja odnosno situacije u kojima bi financijske institucije ili drugi agenti na tržištu nastojali ostvariti vlastite probitke ili svojim djelovanjem ugrozili postizanje ciljeva središnje banke. Dodatno, kako prvotno određeni središnji tečaj u ERM2 nije nužno i tečaj uz koji će zemlja uvesti euro, povjerljivost monetarnih akcija i dogovora nastavlja se i nakon ulaska u ERM2. U tom je smislu moguć povjerljiv postupak usmjeren ponovnom razmatranju središnjeg tečaja, a moguća je i situacija strogo povjerljivog izvješćivanja ECB-a i drugih nacionalnih središnjih banaka o obustavi intervencije na graničnoj vrijednosti (ako bi time bio ugrožen temeljni cilj očuvanja stabilnosti cijena).

Na primjer Slovačka je dva puta tražila i dobila suglasnost za promjenu središnjeg tečaja u smjeru revaloracije krune, jer je tijekom razdoblja članstava u ERM2 bilježila visok gospodarski rast, priljev stranog kapitala, rast produktivnosti, značajan pad javnog duga u BDP-u i niz drugih pozitivnih strukturnih promjena koje su podupirale snažnu aprecijaciju slovačke krune bez negativnih učinaka na konkurentnost slovačke ekonomije (ECB, 2008). Iako su u takvim situacijama „rizika probijanja donje granične vrijednosti odstupanja tržišnog od središnjeg tečaja“ predviđene automatske i neograničene intervencije za korekciju tečaja, odustajanje od intervencije (u ovom slučaju odustajanje od intervencija kojima bi se oslabila domaća valuta) je prihvatljivo ako bi nastavak intervencije doveo u pitanje temeljni cilj očuvanja stabilnosti cijena (jačanje domaće valute kroz uvozne cijene smanjuje inflaciju).

5. MONETARNA STRATEGIJA NOMINALNOG SIDRA DEVIZNOG TEČAJA

Pozitivna razlika između kamatnih stopa u Hrvatskoj i europodručju smanjuje se u uvjetima aprecijacijskih očekivanja koja se uobičajeno javljaju u uvjetima ekspanzije gospodarstva, dok se pozitivni kamatni diferencijal povećava tijekom razdoblja očekivanog slabljenja kune (slika 6). Na razliku u kamatnim stopama utječu promjene neto-priljeva deviza (kroz slobodu međunarodnih tokova kapitala i vanjskotrgovinsku razmjenu), ali i politika očuvanja stabilnosti tečaja kune za euro - kao indirektnog cilja HNB-a u očuvanju stabilnosti cijena i financijske stabilnosti. Slijedeći pravila nominalnog sidra tečaja, HNB je u dosadašnjoj praksi povećavao svoje kamatne stope te restriktivno djelovanje obvezne rezerve i drugih instrumenata kada je kuna bila pod pritiskom očekivanja deprecijacije (s ciljem smanjenja kunske likvidnost banaka i jačanja domaće valute). Suprotno, u uvjetima prestanka deprecijacijskih pritisaka, monetarna politika je bila više ekspanzivna (što je kroz veću likvidnost banaka i niže kamatne stope pridonosilo gospodarskom rastu).

Slika 6. Kretanje deviznog tečaja i konvergencija kratkoročnih kamatnih stopa



* Pad indeksa nominalnog tečaja znači aprecijaciju kune.

Izvor podataka: HNB i ECB

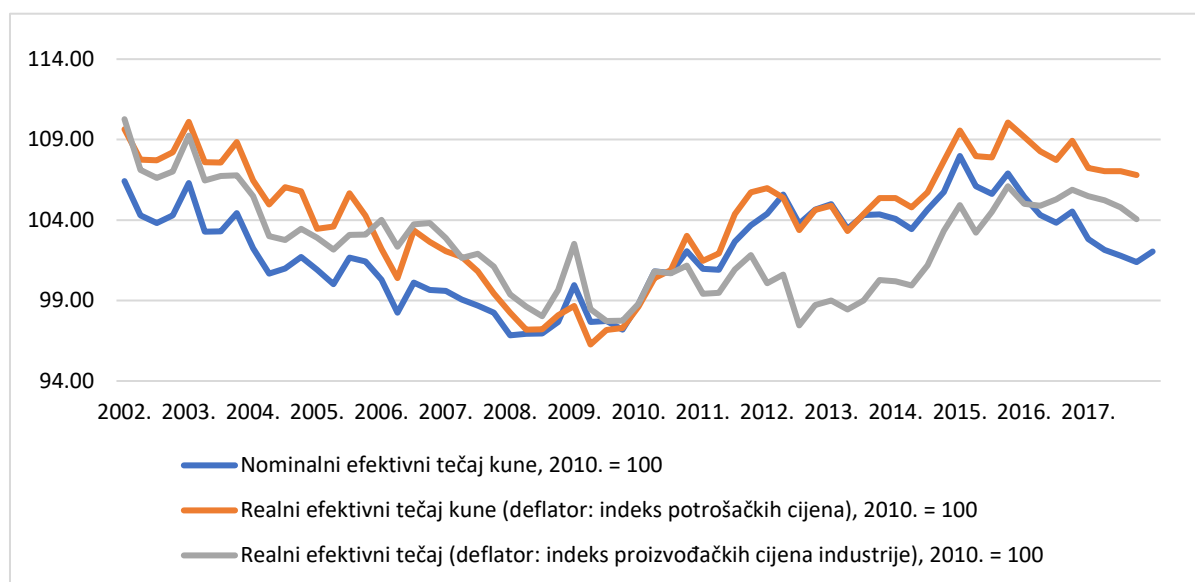
Ulazak Hrvatske u ERM2 praktično će biti nastavak monetarne strategije nominalnog sidra deviznog tečaja, ali uz veći stupanj rigidnosti tečaja – kako bi se suzbijanjem očekivanja promjene tečaja (odstupanja od središnjeg pariteta) i kroz nižu premiju rizika omogućila konvergencija kamatnih stopa. Radi suzbijanja nestabilnosti tečaja središnja banka će nastaviti provedbu deviznih aukcija promptne prodaje ili kupnje deviza u transakcijama s bankama (ili alternativno koristiti devizne swapove).

Kako strategija sidra tečaja podrazumijeva usmjerenost monetarne politike prvenstveno na očuvanje stabilnosti nominalnog tečaja domaće valute prema euru, usporedno je moguća veća ili manja aprecijacija/ deprecijacija u terminima promjene realnog (realnog efektivnog) tečaja s učincima na pad ili povećanje konkurentnost domaće proizvodnje i izvoza. Stoga je pri određivanju središnjeg pariteta nominalnog tečaja u ERM2 potrebno voditi računa ne samo o tekućim kretanjima neto-priljeva deviza i tržišnog tečaja, nego i o budućim promjenama produktivnosti i ravnotežnom tečaju u dugom roku kao faktoru realne konvergencije (postizanja unutarnje i vanjske ravnoteže, dostizanja većih stopa rasta BDP-a, zaposlenosti, većeg životnog standarda i višeg stupnja razvijenosti s obzirom na relativno stanje u zemljama članicama europodručja kojem se želimo pridružiti).

Unatoč računicama pozitivnih učinaka aprecijacije kune na smanjenje tereta duga privatnog i javnog sektora denominiranog u stranoj valuti, kako i učincima aprecijacije na pozitivne šokove agregatne ponude i nižu stopu inflacije (zbog učinaka na nižu cijenu uvoza) - nikako se ne smije podcijeniti pitanje utjecaja nominalnog i realnog tečaja na izvoz (prvenstveno robni izvoz koji u Hrvatskoj ima vrlo nizak udio u BDP-u u usporedbi s drugim članicama EU). Zbog malog domaćeg tržišta, niskog životnog standarda i kupovne moći stanovništva te izraženog iseljavanja i demografskog starenja, jačanje izvoza

(uz poboljšanje njegove kvalitete) je jedini kanal ostvarivanja većih stopa rasta i zaposlenosti u budućnosti. Hrvatska je do sada već više puta zabilježila pad konkurentnosti robnog izvoza kojem je između ostalih faktora pridonosilo i nepovoljno kretanje tečaja - uključujući postupnu tržišnu aprecijaciju kune tijekom razdoblja ekspanzije od 2002. do 2008. za 10% u terminima nominalnog tečaja te više od 10% u terminima realnog efektivnog tečaja (slika 7).

Slika 7: Indeksi nominalnog i realnog efektivnog tečaja kune



* Pad indeksa označava aprecijaciju kune, a u terminima realnog efektivnog tečaja pad konkurentnosti domaće proizvodnje i izvoza.

Izvor podataka: HNB

Iako je gledano u terminima realnog efektivnog tečaja konkurentnost izvoza i domaće proizvodnje danas znatno veća nego 2008. (čak i uz aktualan trend nominalne aprecijacije kune), priliku za tečajne promjene u smjeru sprječavanja aprecijacije i poticanja blage deprecijacije Hrvatska bi trebala iskoristiti prije ulaska u ERM2 (po uzoru na primjer monetarne politike središnje banke Slovenije). Navedeno može uključiti: mehanizam snižavanja obvezne rezerve, korištenje primarne emisije radi povećanja dostupnosti dugoročnih kunskih izvora financiranja banka (uz vrlo niske kamatne stope na dugoročni obratni repo) pa i provođenja nestandardnih mjera poput konačne kupnje vrijednosnica javnog i privatnog sektora na sekundarnom tržištu radi korekcije očekivanja i tržišnih aprecijacijskih pritisaka.

Dodatno, kako će obrana stabilnosti tečaja u ERM2 ograničiti korištenje kontracikličnog djelovanja monetarne politike HNB-a u mjeri u kojoj bi ona odstupala od karaktera djelovanja politike ECB (neovisno što bi uz usidrena očekivanja i širi raspon fluktuiranja tečaja kapacitet kontracikličnog djelovanja HNB-a mogao biti i veći nego danas), svim ostalim ekonomskim politikama već danas treba djelovati u pravcu strukturnih prilagodbi za povećanja produktivnosti i konkurentnosti domaće

proizvodnje i izvoza, stvaranje uvjeta za snižavanje tereta poreza i parafiskalnih davanja te povećanje efikasnosti javnog sektora.

6. STANDARDNI I UŽI RASPON FLUKTUACIJA TEČAJA U ERM2

Prije uvođenja eura i ulaska Hrvatske narodne banke u Eurosustav, Hrvatska barem dvije godine treba sudjelovati u tečajnom mehanizmu ERM2 uz obvezu održavanja stabilnog deviznog tečaja kune unutar službenih standardnih granica fluktuiranja $\pm 15\%$ oko središnjeg tečaja za euro. Međutim, raspon donje i gornje granice interventnih tečajeva može biti uži (ovisno o dostignutom stupnju konvergencije), a što je u slučaju Hrvatske opravdano zbog ekstremnog stupnja euroizacije depozita i kredita te potrebe sprječavanja špekulacija o budućem kretanju tržišnog tečaja.

Primjer dogovorenog uskog raspona fluktuacija je Danska koja je tijekom članstva u ERM-u dostigla visok stupanj nominalne i realne konvergencije te ima usklađen poslovni ciklus s kretanjima u europodručju. Uz visoku razinu deviznih pričuva i povremene devizne intervencije, danska središnja banka prilagođava svoje kamatne stope u skladu s promjenama kamatnih stopa ECB-a i održava ih na minimalnoj razini odstupanja, što podržava stabilnost tečaja danske krune unutar službenog raspona fluktuacija $\pm 2,25\%$ oko središnjeg tečaja za euro. Pri tome su odstupanja tržišnog od središnjeg tečaja u pravilu znatno manja oko $\pm 0,10\%$ (ako se izuzme veću nestabilnost krune početkom listopada 2017.). Međutim, situacija Danske je specifična zbog činjenice da ima klauzulu o izuzeću, a uzak raspon graničnih vrijednosti tečaja je posljedica ranijeg sudjelovanja u tečajnom mehanizmu ERM1. S druge strane, tijekom članstva u ERM2 uzak raspon fluktuacije imala je Latvija ($\pm 1\%$), dok su Litva i Estonija zadržale fiksne tečajeve u okviru valutnog odbora (Michalczyk, 2011).

Za Hrvatsku bi takav unilateralno (ili bilateralno) primijenjen uzak raspon donje i gornje granice fluktuacija tečaja možda bio preuzak zbog nedovoljnog stupnja konvergencije (niza makroekonomskih, fiskalnih i strukturnih neravnoteža koje se trebaju ukloniti u budućem razdoblju), kao i zbog visoke ovisnosti o inozemnom financiranju i izloženosti promjenama neto-priljeva deviza koje se odražavaju na tržišni tečaj. No, pridonio bi bržoj konvergenciji kamatnih stopa i nižem valutnom riziku. Pri tome, iako obrana tečaja u rasponu svega $\pm 2,25\%$ nosi rizik eventualnih špekulativnih napada na valutu i utjecaja očekivanja o budućoj monetarnoj politici na privremenu nestabilnost tečaja, članica ERM2 može lakše upravljati stabilnošću tečaja i posljedično konvergencijom kratkoročnih kamatnih stopa nego zemlja koja ne participira u ERM2.

Prvi razlog tome je veća vjerodostojnost tečajne politike koja smanjuje tržišna očekivanja i špekulacije o budućem kretanju tečaja, a drugi razlog je što su pored vlastitih deviznih rezervi središnjoj banci dostupne mogućnosti tzv. vrlo kratkoročnog financiranja kod ECB-a ili nacionalnih središnjih banaka

članica europodručja – što znači promptne prodaje ili kupnje valute sudionice ERM2 radi očuvanja tečaja. Pri tome obrana tečaja unutar graničnih vrijednosti (interventnih tečajeva) podrazumijeva tzv. neobvezujuće intervencije koje središnja banka provodi po potrebi i u ograničenim iznosima, dok su intervencije korekcije tečaja na graničnim vrijednostima (u načelu) automatske i mogu se provoditi u neograničenim iznosima (koristeći vlastite devizne rezerve i instrument vrlo kratkoročnog financiranja).

Nasuprot eventualnom užem rasponu bilateralnih granica tečaja, standardni raspon fluktuacija $\pm 15\%$ je poželjan zbog lakšeg očuvanja vjerodostojnosti ERM-a i činjenice da administrativno određivanje središnjeg tečaja praktično predstavlja kompromis između njegove usklađenosti s (dugoročnim) ravnotežnim tečajem i (kratkoročnim) tržišnim tečajem u trenutku netom prije ulaska u ERM2. Širi raspon fluktuacija tečaja stoga daje više manevarskog prostora u slučaju povremenih šokova, kao i u prilagodbi strukturnim promjenama i uklanjanju neravnoteža gospodarstava.

Iako se jednom definirani službeni središnji tečaj može promijeniti dogovaranjem nove razine središnjeg tečaja u terminima revaloracije (službenog povećanja vrijednosti domaće valute u odnosu na euro), devaloracija valute na vlastitu inicijativu članice je zabranjena - a klizav teren predstavlja oslanjanje na mogućnost inicijative za devaloracijom od strane drugih članica (Michalczyk, 2011). Stoga je poželjno da se tržišni tečaj održava na gotovo fiksnoj razini uz tek povremena i neznatna odstupanja od središnjeg pariteta (do $\pm 2,25\%$), što se i ocjenjuje u kontekstu zadovoljenja konvergencijskih kriterija. Međutim, objava dopuštenih granica fluktuiranja je javna pa je upitno da li standardni raspon $\pm 15\%$ pridonosi stabilnosti tečaja nužnoj barem dvije godine prije uvođenja eura ili upravo suprotno otvara prostor za špekulativna djelovanja, pritiske na neovisnost središnje banke i prekomjernu volatilnost tečaja (Backé i drugi, 2004), uz istodobno teže ostvarivanje konvergencije kamatnih stopa. Službeno simetričan standardni raspon $\pm 15\%$ zbog toga u praksi više nalikuje dopuštenom asimetričnom rasponu fluktuacija tečaja do $+2,25\%$ u smjeru deprecijacije te eventualno do -15% u smjeru aprecijacije (Frait, 2004).

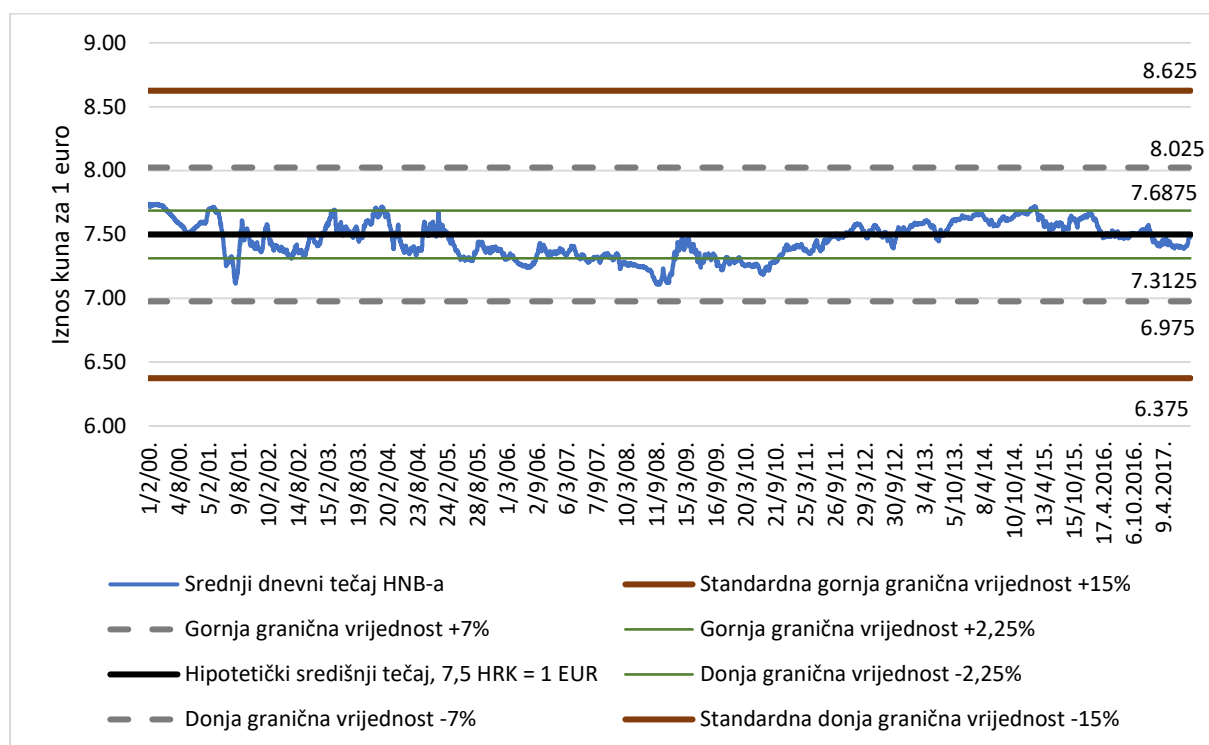
Uz pretpostavku da će Hrvatska uvesti euro kroz četiri do sedam godina tijekom kojih će zasigurno dolaziti do povremene aprecijacije ili deprecijacije tržišnog tečaja, kao i nestabilnosti kamatnih stopa i premije rizika, za Hrvatsku bi bila poželjna opcija bilateralnog dogovora o užem rasponu graničnih vrijednosti tečaja kune $\pm 7\%$ (što je nešto više od povijesnih fluktuacija tečaja kune u dugom roku) ili eventualno uže $\pm 4\%$ (što je približno u skladu s dosad zabilježenim povijesnim rasponom fluktuacije). Time bi se ostavio dovoljno širok (ali ne preširok) manevarski prostor za privremeno odstupanje tečaja tijekom eventualno produženog razdoblja sudjelovanja u ERM2, uz istodobnu slobodu središnje banke da održava stabilnost tečaja uz tek neznatna odstupanja od središnjeg pariteta kakva su poželjna s aspekta pripreme gospodarstva na buduće uvjete fiksnog tečaja nakon uvođenja eura. Na primjer u

slučaju Slovenije koja je vrlo kratko sudjelovala u ERM2 odstupanja tržišnog tečaja od središnjeg pariteta kretala su se do 0,16% u smjeru deprecijacije i svega 0,10% u smjeru aprecijacije (European Commission, 2006).

Uvažavajući sve navedeno, na slici 8 je prikazano kretanje tržišnog tečaja kune za euro (izraženog kao dnevni srednji tečaj HNB-a) u posljednjih 16 godina i hipotetički slučaj središnjeg tečaja 7,5 kuna za 1 euro (što odgovara približnoj razini tržišnog tečaja u trenutku pisanja teksta) uz pretpostavke:

- 1) prihvaćanja standardnog raspona fluktuiranja $\pm 15\%$ uz granične vrijednosti tečaja 6,375 i 8,625 kuna za 1 euro;
- 2) potencijalno dogovorenih užih granica fluktuacije $\pm 7\%$ uz granične vrijednosti tečaja 6,975 i 8,025 kuna za 1 euro;
- 3) i vrlo uskih granica fluktuacije $\pm 2,25\%$ uz granične vrijednosti tečaja 7,3125 i 7,6875 kuna za euro.

Slika 8: Tržišni tečaj kune u usporedbi s hipotetičkim slučajem središnjeg tečaja i graničnih vrijednosti u ERM2



Napomena: Posljednji podaci za dnevni tečaj odnose se na sredinu rujna 2017. Visinu središnjeg tečaja i granica fluktuiranja je proizvoljno naveo autor kao hipotetički primjer.

Izvor podataka za dnevni tečaj: HNB

Standardni raspon fluktuacija $\pm 15\%$ bi zbog visine gornje granične vrijednosti mogao povećati špekulacije i strah javnosti od snažnije deprecijacije neovisno o uspješnosti HNB-a u očuvanju stabilnosti tečaja. Može biti faktor destimuliranja inozemnih ulaganja te ograničavati kreditnu aktivnosti banaka koja je zbog nedovoljnih dugoročnih kunskih izvora likvidnosti ovisna o primjeni valutne klauzule, a koja čak ni uz niže kamatne stope na eurske kredite i kredite s valutnom klauzulom

nije u istoj mjeri prihvaćena na strani potražnje za kreditima. S druge strane klizanje tržišnog tečaja prema donjoj graničnoj vrijednosti bilo bi vrlo nepovoljno za konkurentnost domaće ekonomije i izvoza.

Uže granice fluktuacije $\pm 7\%$ bi smanjile razmjer špekulacija o slabljenju kune koje su u Hrvatskoj prisutne i kad kuna bilježi trend aprecijacije, ali je (bez značajnog povećanja produktivnosti ekonomije) donja granična vrijednost i dalje nepovoljna za konkurentnost proizvodnje i izvoza. S druge strane, vrlo uske granice fluktuacija $\pm 2,25\%$ su uže od raspona oscilacija tečaja kune u posljednjih 16 godina, ali relativno blizu raspona fluktuacija tržišnog tečaja kune (od hipotetičke vrijednosti središnjeg tečaja 7,5 kuna za euro) u posljednjih šest godina. Uz stabilne cijene, konvergenciju kratkoročnih kamatnih stopa i smanjena očekivanja nestabilnosti tečaja, granice fluktuacija $\pm 2,25\%$ bile bi održive tijekom članstva u ERM2.

7. ZAKLJUČAK

Odluka o ulasku Hrvatske u ERM2 i namjeri uvođenja eura zahtijeva prethodnu detaljnu analizu rizika, ali i preispitivanje koja je to odgovarajuća razina središnjeg tečaja uz koju domaća valuta neće biti ni precijenjena ni podcijenjena u dugom roku. Kako razina središnjeg tečaja ne bi trebala odstupati od tržišnog tečaja u trenutku netom prije ulaska u ERM2 (iako je teoretski moguće da je središnji paritet definiran iznad ili ispod tekućeg tržišnog tečaja), tečajne mjere prilagodbe treba provesti u razdoblju do tada. Pod pretpostavkom da će Hrvatska ući u ERM2 početkom 2020. HNB bi u predstojećem razdoblju trebao spriječiti daljnju aprecijaciju kune koja negativno djeluje na konkurentnost domaće proizvodnje i izvoza, uz toleranciju prema blagoj deprecijaciji čak i pod cijenu odgađanja konvergencije kratkoročnih kamatnih stopa tek za razdoblje godinu dana do uvođenja eura te žrtvovanje stabilnosti tečaja u početnih nekoliko mjeseci sudjelovanja u ERM2. Tim više što je (ovisno o nastavku ekspanzije hrvatskog gospodarstva i razvoju tečajnih očekivanja) moguć scenarij izraženijeg jačanja domaće valute u terminima nominalnog i/ili realnog tečaja tijekom članstva u ERM2.

Uz stopu inflacije na razini blizu europodručja, očekivanja postizanja konvergencije kamatnih stopa i stabilnosti deviznog tečaja tijekom članstva u ERM2 trebala bi pridonijeti nastavku trenda ujednačavanja kamatnih stopa na ekvivalentne financijske instrumente na domaćem tržištu denominirane u domaćoj valuti i euru. Konvergencija domaćih kamatnih stopa prema prosjeku europodručja demotivirala bi špekulativne tokove kratkoročnog kapitala i time smanjila pritiske na nestabilnost tečaja, a uz fiskalnu disciplinu i pretpostavku da u narednom razdoblju neće doći do značajnog rasta kreditne aktivnosti banaka - sužavanje razlike u kamatnim stopama ne bi trebalo dovesti do deficita tekućeg računa bilance plaćanja. Međutim, sve navedeno ne isključuje privremena divergentna kretanja kamatnih stopa i nestabilnost tečaja u razdoblju prije uvođenja eura.

Izazovi s kojima će se središnja banka susretati u narednim godinama prije uvođenja eura, u značajnoj mjeri su izvan njene moći direktnog utjecaja, a uključuju:

- promjene svjetske cijene energenata odnosno druge eksterne faktore promjena cijena na koje monetarna politika možda neće moći adekvatno reagirati zbog istodobne usmjerenosti na postizanje stabilnosti tečaja i konvergencije kratkoročnih kamatnih stopa, pri čemu bi i uz višu stopu inflacije kriterij stabilnosti cijena vjerojatno bio zadovoljen u kontekstu usporedbe s tri članice EU s najnižom inflacijom;
- promjene nominalnih kamatnih stopa u europodručju koje ovise o politici ECB-a, gdje bi do 2019./2020. odnosno razdoblja očekivanog ulaska Hrvatske u ERM2 i monetarna politika ECB-a trebala ostati relativno nepromijenjena, iako će s vremenom ona poprimiti restriktivan karakter kojem će se trebati prilagoditi i politika HNB-a (uvođenje eura može se dogoditi u uvjetima trenda rasta kamatnih stopa);
- promjene međunarodnih tokova kapitala s učincima na promjene realnog tečaja, uz mogućí gubitak kontrole nad kretanjem realnih kamatnih stopa unatoč postignutoj konvergenciji nominalnih kamatnih stopa;
- kašnjenje u provođenju strukturnih reformi, nepovoljna kretanja produktivnosti i strukturne nezaposlenosti i promjene (rast) plaća u javnom sektoru;
- sistemski rizik u realnoj ekonomiji i osjetljivost pojedinih sektora na šokove na svjetskom tržištu ovisno o stupnju dostignute heterogenosti proizvodnje;
- te postizanje koordiniranih akcija središnje banke i Vlade u smislu promjena poreznih stopa, uvođenja/ ukidanja pojedinih oblika poreza i/ili parafiskalnih nameta, liberalizacije administrativno određenih cijena, kao i faktora s utjecajem na neto priljev deviza zbog privatizacijskih procesa i alternativnih mogućnosti refinanciranja države na domaćem ili inozemnom tržištu.

Hrvatska bilježi visok stupanj sinhroniziranosti poslovnog i financijskog ciklusa s europodručjem koji se ostvaruju kroz vanjskotrgovinsku razmjenu, međunarodne tokove kapitala i sidrenje tečaja, a što je svako prednost s obzirom na gubitak monetarnog suvereniteta tijekom sudjelovanja ERM2 i nakon ulaska u valutnu uniju. Pri tome je poželjno ući u ERM2 što prije te zadovoljiti kriterije i uvesti euro u uzlaznoj fazi ciklusa.

Summary

Before qualifying for the euro adoption, Croatia needs to participate in the ERM2 exchange rate mechanism for at least two years. The framework of ERM2 is based on the concept of a fixed central parity and a standard fluctuation band of $\pm 15\%$ within which the market exchange rate is allowed to

fluctuate. Croatia may also specify a narrower band of exchange rate movements which would limit the market expectations of changes in the exchange rate and short-term interest rates before and after entry into the ERM2. A narrow fluctuation band of $\pm 7\%$ or $\pm 2.25\%$ is justified because a long history of exchange rate stability and narrow differentials between domestic risk-free short-term interest rates and the appropriate interest rates in the Euro area. An additional reason is a high degree of financial euroization, where a lower exchange rate risk can reduce a risk premium in the long-term interest rate on Croatian government bonds and borrowing costs of all domestic sectors. The fulfilment of nominal convergence criteria (related to inflation, fiscal policy, interest rates and exchange rate) is closely interrelated with the fulfilment of real convergence criteria including structural reforms that should improve conditions for sustainable economic growth.

Keywords: ERM2, convergence criteria, interest rates, exchange rate

JEL classification: E42, E43, E52, F36

LITERATURA

Banka Slovenije i Vlada Republike Slovenije (2003) Programme for ERM II entry and adoption of the euro, Joint programme of the Slovenian government and the Bank of Slovenia, November

Backé, P.; Mehl, A. J.; Thimann, Ch. (2004) The acceding countries' strategies towards ERM II and the adoption of the euro: An analytical review, Occasional Paper Series No. 10, ECB, February, dostupno na: www.econstor.eu/bitstream/10419/154463/1/ecbop010.pdf [9.10.2017.]

ECB (2008) Revaluation of the Slovak kruna within ERM II, dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/mb200806_focus11.en.pdf?a624c80e91634c3886fd23c00a83caf7 [9.10.2017.]

European Commission (2006) European economy, Special report, No. 2, Convergence report on Slovenia

Frait, J. (2004) The Convergence Criteria – How Tight a Constraint under Inflation Targeting?, Paper for the 10th Dubrovnik Economic Conference, dostupno na: https://www.cnb.cz/en/public/media_service/conferences/speeches/download/frait_mp_under_erm2.pdf [9.10.2017.]

Horváth, R.; Komárek, L. (2007) Equilibrium Exchange Rates in the Eu New Members: Methodology, Estimation and Applicability to ERM II, *Prague Economic Papers*, Vol. 16 No. 1, pp 24-37

HNB (2017) Bilten, br. 237, listopad 2017.

HUB ANALIZE (2017) Utjecaj uvođenja eura na prinose državnih obveznica: Mogu li se očekivati značajni dobiti, HUB Analize, br. 59, svibanj, dostupno na: http://www.hub.hr/sites/default/files/ha59_euroiprinosifinal.pdf

Michalczyk, W. (2011) An overview to the exchange rate stability as a criterion of the accession to the Euro zone, *Folia Oeconomica Stetinensia*, Vol. 10, Issue 1, January, pp 120-130

Sporazum od 16. ožujka 2006. između Europske središnje banke i nacionalnih središnjih banaka država članica izvan europodručja kojim se utvrđuju operativni postupci za tečajni mehanizam u trećoj fazi ekonomske i monetarne unije, Službeni list Europske unije, 2006/C 73/08