

## E U R O

Teze za izlaganje na forumu Udruge "Napredna Hrvatska HR+" o otvorenim pitanjima uvođenja eura u Republici Hrvatskoj, Zagreb, 19. lipnja 2007.

**Opće postavke:** Ulaskom u Europsku uniju (EU) preuzima se i obveza ulaska u europsku Ekonomsku i monetarnu uniju (EMU).

Timing može biti fleksibilan, ali nema pune integracije bez ulaska u monetarnu uniju, što se pak tretira kao "nagrada" za odgovornu i uspješnu politiku tijekom boravka u "čistilištu" Europskog tečajnog mehanizma (ERM).

Široko je rasprostranjeno uvjerenje da će samim uvođenjem eura mnogi problemi biti riješeni ili da će biti barem znatno olakšano njihovo rješavanje.

Racionalni dio toga uvjerenja zasniva se na teorijskim postavkama i dosadašnjim iskustvima o prednostima članstva u monetarnoj uniji, a to su, među ostalim:

- povećanje razmjene
- otklanjanje tečajnog rizika, smanjenje realnih kamatnih stopa i povećanje atraktivnosti za inozemna izravna ulaganja (FDI)
- smanjenje transakcijskih troškova (0,4% BDP-a)
- jačanje discipline u vođenju makroekonomske politike.

### Troškovi

Početni modeli optimalnih valutnih područja – 2 kriterija:

1. podložnost asimetričnim šokovima ponude i potražnje,
2. efikasnost nemonetarnih instrumenata prilagodbe šokovima.

Podložnost šokovima je manja što je struktura proizvodnje sličnija i što je veća njezina diversifikacija. Efikasnost nemonetarnih instrumenata ovisi o fleksibilnosti cijena i plaća te mobilnosti radne snage (zaštita zaposlenika, razina zaključivanja kolektivnih ugovora, visina minimalne plaće itd.), kao i o mogućnosti protucikličnog djelovanja fiskalne politike (automatski fiskalni stabilizator) odnosno o osjetljivosti proračuna na ekonomske fluktuacije te visini fiskalnog multiplikatora.

Osnovna je pretpostavka uspješnost tečaja kao mehanizma otklanjanja asimetričnih šokova jer (prema teoriji) njegova promjena omogućava brzu prilagodbu relativnih cijena.

Međutim, empirijska istraživanja pokazuju da je varijabilnost realnog tečaja veća od varijabilnosti nominalnog tečaja, a to znači da promjene nominalnog tečaja u praksi ne prate cjenovni diferencijal.

Nadalje, tečaj nije dobar mehanizam otklanjanja asimetričnih šokova monetarnoga i financijskoga karaktera koji ne zahtijevaju promjene relativnih cijena.

Zaključak: tečaj funkcionira više kao izvor nego kao prigušivač šokova, pa ni troškovi gubitka tečajnog suvereniteta nisu veliki.  
(Ovo treba zapamtiti.)

Bit problema leži u razlikama ekonomske moći pojedinih aktera na jedinstvenom novčanom i financijskom tržištu gdje snažniji, u skladu sa svojim interesima, profiliraju osnovne odnose i tendencije na tom tržištu, koji pak mogu dovesti do asimetričnih šokova ponude i potražnje.

Izbor timinga vezan je uz percepciju početnog stanja pojedine ekonomije i ocjenu u kojem roku je moguće ispuniti kriterije i efikasno funkcionirati u monetarnoj uniji u odnosu na mogućnosti koje pruža autonomna monetarna politika (ako ju je moguće voditi).

Tri pristupa:

1. Brzi ulazak  
(Litva, Estonija i Slovenija; članice ERM-a od sredine 2004.)
2. Sporiji ulazak  
(Cipar, Latvija i Malta; članice ERM-a od sredine 2005., dok Mađarska i Slovačka nisu članice ERM-a i očekuje se da će to postati oko 2010.)
3. Pristup "Wait and see"  
(Češka i Poljska; veće zemlje koje mogu autonomno voditi monetarnu politiku)

Bez obzira na pristup, bit i forma ostaju isti:

Formalni uvjet: nominalna konvergencija (maastrichtski kriteriji u razdoblju u ERM-u)

Bit problema: realna konvergencija (visoka stopa dugoročno održivog rasta, povezano s kopenhaskim kriterijem sposobnosti da se nosi s pritiskom konkurencije i tržišnih odnosa unutar EU).  
Pritom se obično smatra da je prethodno uspostavljena nominalna konvergencija preduvjet realne konvergencije.

**Aktualno stanje**: Visok stupanj suštinske (neinstitucionalne i pasivne) integriranosti u EU u uvjetima već izvršene liberalizacije financijskog sustava:  
–praktički 2/3 razmjene; potpuna dominacija stranih banaka, investicijskih i mirovinskih fondova te društava za lizing u vlasništvu EU; strano vlasništvo nad strateškim sektorima i euroizacija financijskog sustava (65% štednje) kao odraz strukture izvora štednje i ograničenog povjerenja u nacionalnu valutu.

Priljev kapitala po tim osnovama (prije svega kroz kreditne odnose) bitno određuje tečaj kune i ukupnu monetarnu politiku.

**Operativni cilj monetarne politike:**

Stabilnost nominalnog tečaja (sprječavanje aprecijacije) pri razini likvidnosti koja će u kombinaciji s takvim tečajem biti dostatna za financiranje održivog rasta uz nisku inflaciju.

**Osnovni instrumentarij:**

Devizne intervencije uz administrativne restrikcije na priljev financijskoga kapitala i njegovu monetarnu multiplikaciju:

- devizno pokriće (32%)
- granična obvezna pričuva (55%)
- kreditna kontrola (16 %, 12 %)
- obvezna pričuva (17%)
- prudencijalne mjere (diferencirana adekvatnost kapitala, valutno inducirani rizik)

+ operacije na otvorenom tržištu (fino podešavanje radi stabilizacije kamatnih stopa – bez licitacije)

Ograničenja: izravno kreditiranje iz inozemstva, devizni krediti.

**Rezultati** (zajedno s Ministarstvom financija i Vladom RH):

Ispunjavamo maastrichtske kriterije uz rast od prosječno 4,7% godišnje (u razdoblju od 2001. do 2006.), pri rastu kredita od 20% i novčane mase od 18%.

Ograde: dug umirovljenicima, dugoročne obveznice, harmonizirani indeks potrošačkih cijena

**Međutim:**

U praksi imamo klasičan Tinbergenov problem "sukoba ciljeva" zbog disproporcije između broja instrumenata i ciljeva (više ciljeva nego instrumenata).

Uz to, zbog niske efikasnosti ukupne ekonomije te efikasnosti alokacije i upotrebe novca, monetarna politika ne može biti restriktivna u doslovnom smislu. Istodobno, visoke stope prinosa čine kamatne stope banaka još uvijek slabo elastičnima na troškove koje nameće HNB, a realno je pretpostaviti i nisku elastičnost potražnje.

**Problemi:**

1. Platnobilančni deficit 7 – 8% (podržava nisku inflaciju) i inozemni dug 85% BDP-a

2. "Bubbl" na tržištu nekretnina i vrijednosnih papira (cijene nekretnina u razdoblju od 2002. do 2006. prosječno 8,7%; burzovni indeks u razdoblju 2004. do 2006. prosječno 40%)

### 3. Realna aprecijacija tečaja

2006. u odnosu na 2001.:

+11% deflacionirano potrošačkim cijenama

+14% deflacionirano jediničnim (bruto) troškovima rada

Povezano s 1. to ukazuje na neravnotežni tečaj (iako platnobilančni deficit proizlazi i iz strukturnih razloga, hipertrofiranih kreditiranjem iz inozemstva), dok usporedba jediničnih troškova pokazuje da tečaj ne neutralizira disparitet tih troškova.

### 4. Imobilizirana likvidnost:

(83 mlrd. kuna ili 30% ukupnih obveza banaka, što odgovara razini od 45% ukupnih likvidnih sredstava) zbog mjera kojima se nastoji spriječiti aprecijacija

### 5. Ranjivost na promjene tečaja i kamatnih stopa, koja će postojati sve do ulaska u EMU.

Na primjer, 10-postotna deprecijacija kune povećava bruto dug nefinancijskog sektora prema bankama i inozemstvu za 33 mlrd. kuna ili za 12% BDP-a, dok bi se neto dug (umanjen za štednju) povećao za 7% BDP-a (pri čemu struktura dužnika nikako nije podudarna sa strukturom štediša). Sve to, uz platnobilančni efekt (izražen u nominalnim kunama, pod pretpostavkom 50-postotne elastičnosti izvoza) ne veći od 2% BDP-a, a uz podizanje inflacije na razinu od oko 6% s negativnim utjecajem na realne dohotke i domaću potražnju.

S takvim ukupnim performansama teško se može očekivati dinamika održivog rasta koja relativno brzo vodi realnoj konvergenciji.

Prema procjeni Banke za međunarodne namire (BIS), uz dinamiku rasta od 4,7% i nastavak depopulacije (0,47%) za dostizanje prosječnog BDP-a po stanovniku Grčke, Portugala i Španjolske Hrvatskoj je potrebno 29 godina (Sloveniji 3, Češkoj 17, Poljskoj 39, Bugarskoj 25, Rumunjskoj 23).

**Ulaskom u EU** ukidaju se glavne restrikcije, a time i dosadašnji način provođenja monetarne politike. U tom smislu postavlja se, među ostalima, i pitanje kako se odnositi prema tečaju.

**Početni stav:** Želimo uvesti euro u najkraćem mogućem roku (2 godine). Ulazimo odmah u ERM, s Europskom središnjom bankom (ECB) utvrđujemo srednji tečaj, a zatim i tečaj konverzije, koji objavljujemo, čime on postaje sidro tečajnih očekivanja do ulaska u EMU.

**Osnovna dilema:** Kako odrediti srednji tečaj pri ulasku u ERM, tj. koja je to razina tečaja: zatečena razina tržišnog tečaja ili ciljana razina tečaja bliža paritetu troškova?

**Određivanje srednjeg tečaja:**

On je funkcija dvaju elemenata: tečajnih očekivanja i fundamentalnih determinanti. Nakon 5 godina tvrdog "peglanja", očekivanja značajnijih promjena tečaja su mala. Ostaje pitanje fundamenata.

**Argumenti "za" ciljani tečaj na bazi troškovnih i vanjskotrgovinskih fundamenata:** Dosadašnja realna aprecijacija tečaja i smanjenje pritiska na realno prilagođavanje troškova u funkciji povećanja konkurentnosti na samom ulasku u jedinstveno tržište

**Argumenti "protiv" takvog tečaja:**

- aktiviranje svih tečajnih rizika
- financijski udar na dužnike
- proračunski problemi
- impuls inicijalnom povećanju inflacije
- smanjenje domaće potražnje s mogućim negativnim utjecajem na proizvodnju
- socijalni problemi
- mali platnobilančni učinci

**Inicijalne pretpostavke za postizanje ciljanog tečaja** ako bi prevladali argumenti "za":

**1. Spriječiti daljnje aprecijacijske pritiske**

(Po potrebi dodatno zaoštriti i proširiti restrikcije na priljev inozemnoga kapitala te supstituirati dio toga priljeva oslobađanjem imobilizirane likvidnosti banaka za održivi rast domaćih kredita. To je moguće samo prije ulaska u EU, čak i ako ne ulazimo odmah u ERM, jer jedino još do tada možemo koristiti monetarne restrikcije.)

To smo pokušali 2006. – bez uspjeha. Postoji rizik od smanjivanja međunarodnih pričuva, u uvjetima kad potrebe za inozemnim bruto financiranjem (u razdoblju 2007. – 2010.), uz pretpostavku postupnog smanjivanja deficita na tekućem računu platne bilance i stagnacije udjela duga u BDP-u, prosječno iznose oko 32% (neto 11%, od čega inozemna izravna i portfeljna ulaganja iznose oko 5%, a neto krediti oko 6% BDP-a).

**2. Spriječiti prelijevanje deprecijacije na varijabilne troškove (plaće, poreze)**

Za to je potrebna odlučnost Vlade RH i širi konsenzus. Javio bi se i psihološki problem: ulazak u EU znači realno smanjenje plaća.

**3. Spriječiti ponovno formiranje deprecijacijskih i inflacijskih očekivanja, odnosno "bijeg" štednje iz kuna u devize**

1. i djelomično 2. preferira gradualistički pristup, a 3. šok-terapiju, bez prethodne najave. Cijena toga bila bi gubitak dijela teško stečenog kredibiliteta HNB-a, i to uz vrlo problematičnu pretpostavku da bi ECB prihvatio takav tečaj.

Zato pri određivanju srednjeg tečaja kune ključnu ulogu ima Vlada RH jer će on ovisiti o ukupnoj ekonomskoj politici i imati povratne implikacije na nju.

Ipak, kakav god bio srednji tečaj, on sam po sebi neće bitno promijeniti tendencije u kretanju fundamentalnih financijskih determinanti njegova aktualnog formiranja, pa u nepromijenjenim uvjetima "ciljani" tečaj može pružiti samo kratkoročni "predah" u efektuiranju pritisaka tih determinanti na njegovu daljnju realnu aprecijaciju.

**Imajući to na umu te sumirajući sve potencijalno pozitivne učinke deprecijacije tečaja, ekonomske i političke preduvjete da bi nominalna deprecijacija bila i realna deprecijacija te ekonomske i socijalne troškove takve operacije, pokušaj inicijalne deprecijacije tečaja na hipotetski ravnotežnu razinu, ne bi bio racionalan.**

#### **ERM:**

Nakon ulaska u ERM tržišni tečaj može oscilirati do 15 posto od srednjeg (bez mogućnosti devalvacije, bez kapitalnih kontrola, ali i s pravom ECB-a da suspendira intervencije u pravcu aprecijacije ako nisu nužne za stabilnost cijena).

Međutim, kako istodobno treba održavati ostale maastrihtske kriterije, velike oscilacije tržišnog tečaja vrlo su rizične, pa će i nadalje trebati tvrdo "peglanje" (devizne intervencije, operacije na otvorenom tržištu, možda *currency board*) uz pojačane prudencijalne mjere kao supstitut za dotadašnje monetarne restrikcije, te uz uspostavu mehanizma postupnog otpuštanja imobilizirane likvidnosti. U tom smislu značajno je i donošenje Zakona kreditnim institucijama (ZOKI), ali postoji opasnost da jako zaoštavanje bonitetnih mjera dovede do toga da se banke kćeri počnu pretvarati u filijale stranih banaka.

Uz to, kako se može očekivati da će prudencijalne mjere biti manje učinkovite od monetarnih restrikcija, već u razdoblju ERM-a trebat će ispunjavanje kriterija podržavati odgovarajućom politikom plaća i poreza. Bez toga, u uvjetima nastavka priljeva inozemnog kapitala, dopuštanje daljnje realne aprecijacije tečaja uz sve veći platnobilančni manjak bilo bi jedina zapreka povećanju inflacije. S druge strane, pad cijena i rigidnost plaća mogu učiniti prilagodbu na precijenjeni tečaj teškom i skupom s aspekta zaposlenosti i budućeg rasta. Dakle, ekonomska politika morat će biti vrlo osjetljiva i izbalansirana.

## **"Preporuke" međunarodnih financijskih institucija za EMU:**

1. Niski fiskalni deficit te smanjenje rigidnosti subvencija i automatizmom određivanih socijalnih transfera radi ostvarivanja primarnog suficita. Time bi se i u uvjetima velikih fluktuacija potražnje te oscilacija rasta proizvodnje uredno mogao servisirati javni dug bez negativnog utjecaja na ekonomiju.
2. Fleksibilnost plaća i cijena mora biti zaštićena tamo gdje je prisutna i poticana tamo gdje je slaba.
3. Jaka sinkronizacija aktivnosti s eurozonom.  
Što je ona jača, manje će biti asimetrično ciklično djelovanje jedinstvene monetarne politike.
4. Snažna supervizija financijskog sustava.
5. S ECB-om utvrditi srednji tečaj na ulasku u ERM i tečaj konverzije na ulasku u EMU koji će uspostaviti odgovarajući stupanj konkurentnosti.

Dakle, ono što i sami znamo.

**Zaključak:** Ulaskom u EU ne treba na području tečaja očekivati spektakularne promjene u odnosu na aktualnu situaciju te situaciju kakva bi bila, ili bi trebala biti, i bez ulaska u ERM i EMU. Najveća korist bit će prestanak jalovih rasprava o tečaju kao "čarobnom štapiću" za rješavanje svih problema. To će nas natjerati da se ozbiljnije počnemo baviti pravim uzrocima tih problema i njihovim otklanjanjem.