



# Okviri

## 1. Bugarski lev i hrvatska kuna u europskom tečajnom mehanizmu (ERM II)

Priredili Ettore Dorrucci, Michael Fidora, Christine Gartner i Tina Zumer

### **Bugarski lev i hrvatska kuna uključeni su u europski tečajni mehanizam (ERM II) 10. srpnja 2020.**

Odluku su na temelju zajedničkog sporazuma donijeli ministri financija država europodručja, predsjednica Europske središnje banke te ministri financija i guverneri središnjih banaka Danske, Bugarske i Hrvatske. Uslijedio je zajednički postupak u kojem su sudjelovali Europska komisija i Gospodarski i financijski odbor. Početak sudjelovanja u ERM-u II zadnji je korak detaljnog plana. Tim je planom utvrđen proces koji su obilježili konstruktivna suradnja između bugarskih i hrvatskih vlasti i stranaka ERM-a II i koji počiva na detaljnoj ekonomskoj procjeni i načelu jednakog postupanja.

**ERM II uveden je 1999. kao jedan od načina procjene konvergencije države u odnosu na europodručje.** Mehanizam ima dvije glavne namjene. Prva je djelovati kao aranžman za upravljanje tečajevima između valuta država sudionica i eura, a druga je pomoći pri procjeni konvergencije za prihvaćanje eura kako je utvrđeno člankom 140. Ugovora o funkcioniranju Europske unije. Stoga sudjelovanje u ERM-u II nije samo pravno u središtu kriterija konvergencije o stabilnosti tečaja, već je i sredstvo ispitivanja održivosti konvergencije prije i nakon prihvaćanja eura. Budući da je sudjelovanje u ERM-u II najmanje dvije godine bez ozbiljnih napetosti preduvjet za konačno prihvaćanje eura, očekuje se da će se sve države članice EU-a u određenoj fazi pridružiti mehanizmu.

**ERM II jest multilateralni sporazum s fiksnim, ali prilagodljivim tečajevima koji predviđa središnji tečajni paritet između valuta sudionica i eura te standardni raspon fluktuacije od  $\pm 15\%$  oko središnjeg pariteta.** Drugo su glavno obilježje intervencije središnje banke na graničnim vrijednostima dogovorenoga raspona fluktuacije i dostupnost vrlo kratkoročnog financiranja središnje banke sudionice. Kada se pridružuju ERM-u II, nacionalne središnje banke mogu se unilateralno obvezati na uži raspon fluktuacije od onog koji je u njemu predviđen, bez nametanja dodatnih obveza ESB-u ili drugim sudionicima u mehanizmu.<sup>1</sup> Tijekom sudjelovanja u ERM-u II može biti potrebno pokrenuti postupak radi promjene središnjeg pariteta (kao što se to u prošlosti dogodilo sa slovačkom krunom) ili promijeniti širinu raspona fluktuacije zbog znatnih promjena u ravnotežnom tečaju određene države sudionice ili prisutnosti nedosljednih ekonomskih politika. Intervencije na graničnim vrijednostima raspona fluktuacije u načelu su automatske i neograničene. Međutim, ESB i nacionalne središnje banke sudionice mogu u bilo koje doba obustaviti ove

<sup>1</sup> Multilateralno dogovorene raspone koji su uži od standardnog raspona potrebno je razmatrati tek na vrlo naprednom stupnju konvergencije. To je slučaj s danskom krunom, na koju se primjenjuje multilateralno dogovoreni raspon fluktuacije od  $\pm 2,25\%$  u odnosu na euro.

intervencije ako su one u suprotnosti s primarnim ciljem održavanja stabilnosti cijena.

**Iskustvo je pokazalo da ERM II može prihvatiti različite tečajne režime, kao što je to sada slučaj s tečajnim režimima u Bugarskoj i Hrvatskoj.** Mehanizam osigurava dovoljno prostora za prilagodbu šokovima i kretanjima na tržištu. Istodobno, u mehanizam se mogu uključiti, kao unilateralna obveza, čvrsto upravljani ili vezani tečajni režimi pa i aranžmani valutnog odbora.<sup>2</sup> Valutnim su se odborom koristili Eesti Pank i Lietuvos bankas prije prihvaćanja eura, kao što ga danas primjenjuje Българска народна банка (bugarska središnja banka). Hrvatska narodna banka održava stabilnost tečaja kune prema euru kako bi ostvarila svoj primarni cilj održavanja stabilnosti cijena, ali se nije obvezala na fiksni tečaj. U svakom slučaju, sve države sudionice obvezne su ostati u mehanizmu najmanje dvije godine prije nego što se u izvješćima o konvergenciji koja priređuju ESB i Europska komisija može dati moguća pozitivna procjena u vezi s prihvaćenjem eura.<sup>3</sup>

**Proces koji dovodi do sudjelovanja u ERM-u II razvijao se tijekom vremena, ali se uvijek oslanjao na načelo jednakog postupanja.** Kada se posljednji val država pridružio ERM-u II, prije više od 15 godina, za sudjelovanje u mehanizmu bilo je potrebno pripremiti i objaviti čvrstu, ali opću opredijeljenost za provedbu politika usmjerenih na stabilnost. U sljedećim su godinama iz globalne financijske krize izvučene brojne važne pouke o politikama. Kriza nije utjecala samo na europodručje, nego i na nekoliko država čije su valute sudjelovale u ERM-u II. Upravljanje europodručjem reformirano je nakon krize, što je rezultiralo snažnijim gospodarskim i fiskalnim nadzorom i uspostavom bankarske unije. Tijekom tog razdoblja postalo je i jasnije da sudjelovanje u ERM-u II može imati važne posljedice jer ono podrazumijeva promjenu režima kojom se mogu promijeniti gospodarski poticaji međunarodnih i lokalnih ulagača. Osobito, nakon pridruživanja mehanizmu, bruto priljevi kapitala osim inozemnih izravnih ulaganja snažno su se ubrzali u nekoliko država, također u usporedbi s drugim državama u regiji u istom razdoblju. U nekim slučajevima to se pokazalo neodrživim, što je dovelo do epizoda velikog smanjenja tokova kapitala u sljedećim godinama.

**Ključna je pouka iz globalne financijske krize bila da, uoči prihvaćanja eura, visoka razina institucionalne kvalitete i dobrog upravljanja pomaže u smanjenju rizika od porasta prekomjernih neravnoteža.** Veća strukturna otpornost stvara preduvjete za dodjelu kapitala produktivnim poduzećima umjesto onima koja su usmjerena na rentijerstvo, čime se podupire proces dostizanja, a ne stvaranje balona. Nadalje, dobro upravljanje podrazumijeva da su tvorci politika

<sup>2</sup> Vidi „Policy position of the Governing Council of the European Central Bank on exchange rate issues relating to acceding countries”, ESB, Frankfurt na Majni, 18. prosinca 2003.

<sup>3</sup> Odluku o prihvaćanju eura donosi Vijeće Europske unije u skladu s odgovarajućim odredbama iz Ugovora. Nakon savjetovanja s Europskim parlamentom i nakon rasprave u Europskom vijeću Vijeće, na prijedlog Komisije, odlučuje koje prihvatljive države članice izvan europodručja ispunjavaju potrebne uvjete za prihvaćanje eura. Ta se odluka donosi na temelju niza kriterija navedenih u članku 140. Ugovora o funkcioniranju Europske unije. Izvješća o ispunjavanju tih kriterija, koja se nazivaju izvješća o konvergenciji, pripremaju ESB i Europska komisija. Vijeće odlučuje na temelju preporuke kvalificirane većine njegovih država članica čija je valuta euro.

sposobni oduprijeti se pritisku interesnih skupina u odnosu na provedbu nužnih reforma i jačanje zaštitnih slojeva u normalnim i dobrim vremenima, uključujući protucikličke makrobonitetne i fiskalne mjere. U posljednjih nekoliko godina te su pouke i razvoji ugrađeni u plan za ERM II koji su nacionalne vlasti u Bugarskoj i Hrvatskoj izradile u suradnji sa strankama ERM-a II.

**Uključivanje valute u ERM II odvija se u skladu s postupkom navedenim u Rezoluciji Europskog vijeća od 16. lipnja 1997.**<sup>4</sup> Odluke o sudjelovanju u ERM-u II donose se na temelju zajedničkog sporazuma stranaka ERM-a II, što znači postizanje konsenzusa o provedbi održivih politika u državama članicama koje su zatražile uključivanje njihovih valuta u ERM II. Također, nedavno je pojašnjeno da postizanje tog konsenzusa ovisi o tri temeljna činitelja: (i) uključivanju pouka iz prošlih kriza, (ii) uzimanju u obzir uvođenja bankovne unije i (iii) prepoznavanju potrebe da se u obzir uzmu sve ranjivosti pojedine države na koje je potrebno odgovoriti kako bi se osiguralo nesmetano sudjelovanje u tečajnom mehanizmu.

**Na temelju ovog pristupa bugarske i hrvatske vlasti utvrdile su niz prethodnih obveza u okviru politika koje je Bugarska službeno prihvatila u ljeto 2018., a Hrvatska u ljeto 2019.** One su osmišljene u suradnji sa strankama ERM-a II i morale su biti dobrovoljno ispunjene prije početka sudjelovanja u ERM-u II. Te obveze odražavaju trenutačnu realnost na način koji je razuman, proporcionalan i motiviran. Posebice, obveze moraju biti specifične, realne i provjerljive naravi te ih se mora provoditi, pratiti i provjeravati u relativno kratkom roku. Njihovo su ispunjavanje pratili i ocjenjivali ESB i Europska komisija, svaki u svom području nadležnosti, a to su nadzor banaka i makrobonitetna politika za ESB i strukturne politike za Europsku komisiju (fiskalne politike obuhvaćene su odredbama Pakta o stabilnosti i rastu).

**Kako bi se osigurao održiv put konvergencije prema europodručju, Bugarska i Hrvatska preuzele su dodatne obveze u okviru politika kada su se 10. srpnja 2020. pridružile ERM-u II.**<sup>5</sup> U skladu s dosadašnjom praksom Bugarska i Hrvatska preuzele su dobrovoljne obveze u okviru politika, tzv. obveze nakon ulaska kada su počele sudjelovati u ERM-u II. Sporazum o sudjelovanju bugarskog leva i hrvatske kune u ERM-u II također je popraćen čvrstim obvezama odgovarajućih nacionalnih vlasti glede provedbe učinkovitih ekonomskih politika s ciljem očuvanja gospodarske i financijske stabilnosti i postizanja visokog stupnja održive gospodarske konvergencije. Vlasti će u odgovarajućim okvirima zajedno s nadležnim tijelima Europske unije pomno pratiti kretanja makroekonomskih politika i provedbu mjera tih politika. Proces koji dovodi do sudjelovanja u ERM-u II poslužio je zapravo kao katalizator za reforme koje će smanjiti rizike u okviru ERM-a II s ciljem naknadnog prihvaćanja eura. Iako te reforme ne uklanjaju rizike, njihovu važnost u pripremi za održivo sudjelovanje u monetarnoj uniji ne bi trebalo podcjenjivati.

**Bugarski lev i hrvatska kuna uključeni su u ERM II po njihovim tečajnim tečajevima.** Bugarski lev uključen je u ERM II po središnjem tečajnom paritetu od

<sup>4</sup> Resolution of the European Council on the establishment of an exchange-rate mechanism in the third stage of economic and monetary union (SL C 236, 2.8.1997., str. 5).

<sup>5</sup> Priopćenja u vezi s ERM-om II, zahtjeve država za pokretanje postupka prestupanja ERM-u II i popis bugarskih i hrvatskih obveza nakon ulaska vidi na mrežnim stranicama ESB-a.

1,95583 leva za 1 euro, što odgovara fiksnom tečaju u okviru bugarskoga valutnog odbora. Hrvatska kuna uključena je u ERM II po središnjem tečajnom paritetu od 7,53450 kuna za 1 euro, što odgovara tržišnom tečaju u vrijeme njezina uključivanja 10. srpnja 2020.

**Uključivanje obiju valuta po njihovom tečaju odražava činjenicu da su Bugarska i Hrvatska ostvarile iznimne rezultate stabilnosti tečaja u skladu s kojima su oba gospodarstva podvrgnuta znatnoj vanjskoj prilagodbi.**

Българска народна банка (bugarska središnja banka) dulje je od dva desetljeća primjenjivala valutni odbor u skladu s kojim se obvezala na zamjenu leva u euro po fiksnom tečaju. Hrvatska narodna banka održavala je režim upravljanoga fluktuirajućeg tečaja u skladu s kojim je kuna fluktuirala u relativno uskom rasponu oko svojeg prosječnog tečaja u odnosu na euro. Iako su u osnovi različiti u svom funkcioniranju, oba su režima dobro služila gospodarstvima. Osobito otpornima pokazali su se u razdobljima velikog stresa na financijskim tržištima, uključujući trenutnu pandemiju koronavirusa (COVID-19). Osim toga, od početka globalne financijske krize obje su države bile podvrgnute znatnoj vanjskoj prilagodbi. To je uključivalo smanjenje velikih manjkova na tekućem računu platne bilance koji su se od tada pretvorili u viškove. Zbog toga je došlo do znatnog smanjenja neto inozemnih obveza, pri čemu su obje središnje banke akumulirale zadovoljavajuće zaštitne slojeve u obliku deviznih pričuva.

**Vanjsko uravnoteženje povezano je s nominalnom prilagodbom u obje države, pri čemu razine cijena jasno odražavaju stanje konvergencije dvaju gospodarstava.**

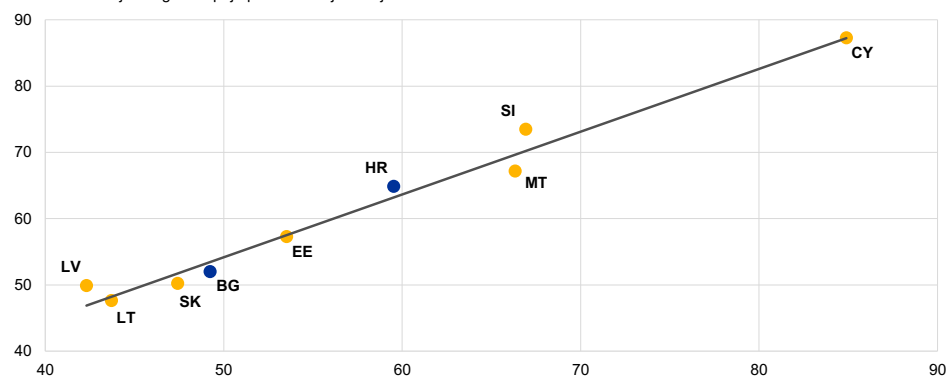
Obje države zabilježile su znatno povećanje cijena i troškova prije globalne financijske krize. To je djelomično bilo popratna pojava procesa realne konvergencije, tj. činjenice da su razine dohotka u obje države počele sustizati razine dohotka u ostatku Europske unije. Nasuprot tome, globalna financijska kriza dovela je do određene korekcije razina cijena i troškova u Bugarskoj i Hrvatskoj. Stoga su, u usporedbi s europodručjem, njihove razine cijena sada u velikoj mjeri u skladu s njihovim razinama dohotka. Premda su te razine i dalje znatno niže od onih u europodručju, to samo po sebi nije prepreka za sudjelovanje u ERM-u II. Dosadašnja su iskustva naime pokazala da države koje se pridružuju ERM-u II na usporedivom ili čak i manje naprednom stupnju konvergencije mogu naknadno uspješno uvesti euro. U tom smislu važniji preduvjet za uspješno sudjelovanje u ERM-u II jest da su razine cijena razmjerne razinama dohotka (kao što je prikazano u Grafikonu A) i, općenitije govoreći, razmjerne ekonomskim fundamentima države.

## Grafikon A

### BDP po stanovniku i razine cijena u odnosu na europodručje

(postotci, os x: BDP po stanovniku u odnosu na europodručje, os y: razina cijena u odnosu na europodručje)

- Bugarska i Hrvatska u 2019.
- Države jednu godinu prije početka sudjelovanja u ERM-u II



Izvor: ESB

© **Europska središnja banka, 2020.**

Poštanska adresa 60640 Frankfurt na Majni, Njemačka  
Telefonski broj +49 69 1344 0  
Mrežne stranice [www.ecb.europa.eu](http://www.ecb.europa.eu)

Sva prava pridržana. Dopušta se reprodukcija u obrazovne i nekomercijalne svrhe uz navođenje izvora.

Objašnjenje terminologije i pokrata možete pronaći u [ESB-ovu Glosaru](#) (dostupno samo na engleskom jeziku).