

## **Dr. sc. Tomislav Ćorić**

Viši asistent  
Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet  
E-mail: tcoric@efzg.hr

## **Maja Mesić, mag. oec.**

Strukovna škola Sisak  
E-mail: maja.mesic4@gmail.com

# **TEČAJNI MEHANIZAM ERM 2: ISKUSTVO ESTONIJE**

UDK / UDC: 339.738(4-67EU:474.2)

JEL klasifikacija / JEL classification: E58, G15

Pregledni rad / Review

Primljeno / Received: 12. lipnja 2012. / June 12, 2012

Prihvaćeno za tisak / Accepted for publishing: 27. studenog 2012. / November 27, 2012

### ***Sažetak***

*Tečajni mehanizam ERM 2 može se smatrati posljednjom fazom operacionalizacije teorijskog koncepta optimalnog valutnog područja. Uspješan boravak u mehanizmu i mogućnost ulaska u Eurozonu usko su povezani s ispunjenjem nominalnih i realnih kriterija konvergencije. Boravak Estonije u tečajnom mehanizmu ERM 2 obilježen je relativno niskim kamatnim stopama, fiskalnom stabilnošću i stabilnošću deviznog tečaja, ali i relativno visokom inflacijom. Analiza ekonomskih pokazatelja ukazuje na realnu konvergenciju zemlje tijekom boravka u ERM 2, slično drugim zemljama pristupnicama. Međutim, usporedo s rastom BDP-a javlja se problem snažnog rasta vanjskog duga.*

***Ključne riječi: tečajni mehanizam ERM 2, Estonija, konvergencija.***

## **1. UVOD**

Integracijski proces na prostoru Zapadne Europe u svoju završnu fazu ušao je devedesetih godina prošloga stoljeća stvaranjem Europske unije. Sljedeća integracijska razina dostignuta je stvaranjem Europske ekonomske i monetarne unije (EMU) koja je zaživjela 1999. godine, uvođenjem eura kao zajedničke

valute zemalja članica Eurozone. U samom početku Eurozona brojila je jedanaest zemalja članica (Austrija, Belgija, Finska, Francuska, Italija, Irska, Luksemburg, Nizozemska, Njemačka, Portugal i Španjolska), anešto kasnije priključila se i Grčka. Ulasku u Eurozonu prethodio je dvogodišnji boravak članica u tečajnom mehanizmu ERM 2, nakon čega je procijenjena njihova spremnost na ulazak u ekonomsku i monetarnu uniju. Sam mehanizam može se smatrati posljednjom fazom u nastojanjima da se u praksi provede teorijski koncept optimalnoga valutnog područja. Upravo zbog te činjenice, boravak u tečajnom mehanizmu ERM 2 bio je i još uvijek jeste obaveza svake članice Europske unije, s ciljem njezina pripremanja za članstvo u Eurozoni. Temeljni cilj ovoga rada je rasvjetljavanje ključnih odrednica boravka u tečajnom mehanizmu ERM 2 putem prikaza iskustva Estonije. U prvom dijelu rada analizirane su teorijske pretpostavke tečajnoga mehanizma ERM 2. Drugi dio posvećen je prikazu iskustva Estonije u tečajnom mehanizmu ERM 2. U trećem dijelu prikazani su učinci boravka u mehanizmu na sve zemlje pristupnice, koje su do sada uspješno prošle ovu konvergencijsku fazu.

## 2. TEMELJNE ODREDNICE TEČAJNOG MEHANIZMA ERM 2

### 2.1. Hodogram aktivnosti

Točno preciziran mehanizam integracije zemlje kandidatkinje u Eurozonu razrađen je u okviru Sporazuma iz Maastrichta, a dijeli se u tri faze. Prva, *predpristupna faza* odnosi se na razdoblje prije ulaska u Europsku uniju. U ovoj fazi buduća članica treba prilagoditi svoj zakonodavni okvir zakonima Zajednice. Statut središnje banke usklađuje se sa Sporazumom o Europskoj uniji (članci 108. i 109. Sporazuma) i statutom ESCB-a 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 Uniji s odgođenim uvođenjem eura. Riječ je o razdoblju između ulaska u Uniju i uvođenja eura podijeljenog na dvije podfaze. Prva podfaza obuhvaća pripreme za ulazak u mehanizam ERM 2. Sam postupak priprema za ulazak u mehanizam ERM 2 sastoji se od četiri koraka, od kojih je jedino posljednji u potpunosti dostupan javnosti:

1. korak. *Postupak oko deviznog tečaja* (eng. *the exchange rate procedure*) – u pravilu je riječ o povjerljivom zahtjevu ministra financija i guvernera središnje banke pristupnice prema ministru financija zemlje predsjedateljice EU. U istoj inicijativi predstavnici zemlje pristupnice

izvješćuju predsjednika i tajnika Ekonomskoga financijskog odbora<sup>1</sup> pri EU. Nakon toga organizira se zatvoreni sastanak Odbora za ERM 2 na kojem se raspravlja o središnjem paritetu i granicama fluktuacije tečaja zemlje pristupnice.

2. korak. *Odbor za ERM 2 (eng. The ERM 2 Comitee)* – sastaje se na poziv predsjednika EFC-a. Riječ je o svojevrsnom *pred-screeningu* zemlje pristupnice. Na sastanku se odlučuje je li makroekonomski okvir zemlje kompatibilan s odrednicama tečajnoga mehanizma i ekonomske politike Unije kao i propozicijama Sporazuma o stabilnosti i razvoju.
3. korak. *Sastanak o deviznom tečaju (eng. the ERM 2 Exchange rate Meeting)* – saziva se na poziv ministra financija zemlje predsjedateljice EU. Na sastanku se utvrđuje konačni središnji paritet i granice fluktuacije.
4. korak. *Završna komunikacija (eng. the final comunique)* – završni je dio procesa koji prethodi ulasku pristupnice u ERM 2, a organizira se u ime Unije. Završna komunikacija uključuje: odluku o ulasku zemlje u ERM 2, središnji paritet, granice fluktuacije, izjavu o budućoj ekonomskoj politici pristupnice, te kratku izjavu o razgovorima ECB-a i središnje banke zemlje pristupnice (Češka središnja banka<sup>2</sup>). Vremenski okvir dovršetka priprema za ulazak u ERM 2 nije fiksno određen i on isključivo ovisi o pregovaračkim vještinama zemlje pristupnice i stupnju dogovora s predstavnicima EU. Iako su u slučaju Austrije pregovori za ulazak u ERM 2 trajali vrlo kratko, svega nekoliko dana, primjer Danske pokazuje da mogu potrajati i nekoliko mjeseci. Ipak, 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.

Konačno, uvođenje eura *treća je i završna faza* u procesu integracije zemlje kandidatkinje u euro područje, koja slijedi nakon što Europska komisija boravak zemlje u mehanizmu ERM 2 ocijeni uspješnim.

---

<sup>1</sup> Ekonomski financijski odbor (*eng. Economic Financial Comitee (EFC)*) jedan je od odbora osnovanih početkom treće faze EMU. Zadaća odbora je nadgledanje ekonomske i financijske situacije u zemljama članicama EMU, o čemu naknadno izvještava Europsku komisiju. Među ostalima, odbor se može konzultirati i po pitanjima povezanim s tečajnim mehanizmom ERM 2.

<sup>2</sup> Procedura ulaska u ERM 2 naznačena u okviru dokumenta „Proceduralni koraci koji omogućavaju pristupanje ERM 2“ (*eng. Procedural steps to allow participation in ERM II*) Europske komisije priređenom za sastanak u Ateni 28.03.2008. U nedostatku izvornog dokumenta, izvor podataka je dokument Češke središnje banke /3/

## 2.2. Kriteriji iz Maastrichta kao ekonomsko ishodište konvergencije

Iz ranije navedenoga jasno je da je provedba kriterija iz Maastrichta presudna za uspješno okončanje boravka zemlje pristupnice u tečajnom mehanizmu ERM 2. Unatoč nominalnoj raznovrsnosti kriterija i činjenici da obuhvaćaju širok raspon makroekonomskih veličina, detaljnijom analizom dolazi se do spoznaje da je većina kriterija donesena sa svrhom smanjenja inflacijskih pritisa koji bi se s pojedinih zemalja članica mogli lako prenijeti na ostale.

Prvi kriterij iz Maastrichta glasi: «Stopa inflacije ne veća od 1,5 postotnih poena u odnosu na prosjek stopa inflacije triju zemalja s najmanjom stopom inflacije». Ovaj kriterij smatra se izravnom posljedicom njemačkog utjecaja na kriterije oblikovanja monetarne unije. Budući da je Bundesbanka u svom ranijem djelovanju bila snažno antiinflacijski orijentirana i pri tom uspješna, očekivana posljedica je inzistiranje njezinih predstavnika na niskim stopama inflacije. S druge strane, neke druge zemlje, poput Italije, prirodnu stopu nezaposlenosti dostizale su tijekom devedesetih na značajno višim stopama inflacije, što je inflacijski kriterij kod njih stavljalo u drugi plan. Stvaranje monetarne unije među zemljama s različitim preferencijama inflacije (u ovom slučaju Njemačka i Italija) onoj s manjom razinom inflacije stvara gubitke, jer zajednička središnja banka pri vođenju monetarne politike uzima u obzir preferencije svih članica monetarne unije, pa je i konačna razina inflacije nešto veća. Navedeni mogući učinci stvaranja monetarne unije mogu se smatrati uzrokom ranijih stavova tzv. „ekonomista“ i njihovih tendencija o nužnoj ekonomskoj integraciji koja bi prethodila monetarnoj. Uspjeh koji je Bundesbanka tijekom desetljeća, kao europski lider, imala u vođenju monetarne politike, bio je jamstvo da će Europska središnja banka većim dijelom preuzeti njezine ciljeve i praksu. Ipak, činjenica da u glavnom vijeću ECB-a sjede predstavnici svih zemalja članica euro zone, ostvarenje njemačkih interesa dovodila je u pitanje. Rješenje je pronađeno usvajanjem prvoga kriterija kojim su se sve buduće članice unije obvezale prethodno obuzdati svoja inflacijska kretanja, a zapravo ih uskladiti s onima u Njemačkoj.

Drugi i treći kriterij glase: «Proračunski deficit manji od 3% ukupnog bruto domaćeg proizvoda. Javni dug manji od 60% ukupnog bruto domaćeg proizvoda». Pored discipline u području javnih financija, kao proklamiranog uzroka njihova uvođenja, kriteriji iz sfere fiskalne politike također su svojevrsna garancija protiv viših stopa inflacije u uniji. Budžetska politika razlikuje se od zemlje do zemlje, što dovodi i do razlike u njihovoj zaduženosti i deficitu proračuna. Tako se zemlje koje ulaze u uniju mogu podijeliti na visoko zadužene i nisko zadužene zemlje. Visoko zaduženim zemljama u interesu je da stopa inflacije bude veća jer na taj način realna vrijednost njihova duga (u pravilu je riječ o dugoročnim obveznicama s fiksnim prinomom) prema njihovim zajmodavateljima opada. Drugoj strani, nisko zaduženim zemljama, visoka stopa inflacije donosi gubitke. Budući da je u vrijeme pregovora oko budućega monetarnog ujedinjenja problem inflacije, kao što je ranije spomenuto, bio u

fokusu, rješenje problema pronašlo se u ujednačavanju relativne zaduženosti budućih članica unije tijekom njihovoga boravka u ERM 2.

Budući da su nakon donošenja fiskalnih kriterija uslijedile i njihove prve kritike, važno je pojasniti odluke o dopuštenoj visini javnoga duga do 60% BDP-a i deficitu proračuna od 3% BDP-a kao graničnim vrijednostima. De Grauwe (De Grauwe, 2003.) drži da je razina zaduženosti javnoga sektora od 60% BDP-a odabrana jer je upravo na toj razini bila prosječna zaduženost zemalja u vrijeme izglasavanja kriterija. Kod određivanja dopuštenoga deficita proračuna uključena je pretpostavka da će buduća prosječna nominalna stopa rasta BDP-a biti 5%. Vrijednost budžetskoga deficita kojim se, uz nominalnu stopu rasta od 5%, javni dug održava na razini od 60% BDP-a, dobiva se izrazom:

$$d = g \times b$$

pri čemu je:

d – visina deficita proračuna, g – nominalna stopa rasta BDP-a, b – razina održavanja javnog duga u odnosu na BDP.

$$(0,03) = (0,05) \times (0,60)$$

Spomenutim izrazom dolazi se do zaključka da se u uvjetima nominalnoga rasta BDP-a od 5% zaduženost javnog sektora na razini od 60% BDP-a može održavati uz deficit proračuna u iznosu od 3%. Uz nepromijenjenu stopu rasta BDP-a, smanjenje udjela javnoga duga u BDP-u zahtijevalo bi i nižu razinu proračunskoga deficita.

Četvrti kriterij glasi: «Stabilnost deviznog tečaja i njegovo održavanje unutar granica tečajnog mehanizma ERM 2 od +/- 2,25%». Tečajni kriterij sredstvo je kojim se zemlje pristupnice jedinstvenim pristupom prisiljava na vođenje transparentne i kredibilne tečajne politike. Zone dopuštene fluktuacije osiguravaju *status quo* po pitanju uloge tečajne politike u gospodarskom smislu. Inače, manipulacije tečajem, prije svega njegova deprecijacija, često su se koristile kao način povećanja konkurentnosti domaće ekonomije. Unatoč činjenici da su granice dopuštene fluktuacije u okviru tečajnog mehanizma ERM 2 nominalno proširene s +/- 2,25 na +/- 15%, iskustva govore da se bilo kakve snažnije deprecijacije sankcioniraju od strane Europske komisije. Tečajni kriterij, pored uloge stabilizatora u segmentu tečajne politike, zasigurno djeluje i na stabilnost cijena u zemljama koje ga se pridržavaju. Uzmu li se u obzir integracijski procesi u srednjoj i jugoistočnoj Europi, gdje je u pravilu riječ o malim, uvozno orijentiranim privredama, stabilnost deviznoga tečaja od primarne je važnosti, prije svega za očuvanje stabilnosti cijena uvoznih proizvoda.

Peti kriterij glasi: «U razdoblju od godinu dana prije konačne provjere dugoročne kamatne stope ne smiju biti više od 2 postotna poena u odnosu na prosječnu visinu dugoročnih kamatnih stopa triju zemalja članica koje bilježe najniže stope inflacije i najniže dugoročne kamatne stope». Kriterij konvergencije kamatnih stopa uveden je kao odgovor na značajne razlike među kamatnim

stopama zemalja prije stvaranja euro područja. Razlika u kamatnim stopama, u uvjetima fluktuirajućih deviznih tečajeva, ne predstavlja problem, dok se kod fiksiranja deviznoga tečaja situacija značajno mijenja. Fiksiranje deviznoga tečaja zemlje pristupnice i tečaja zajedničke valute u uvjetima u kojima su dugoročne kamatne stope pristupnice na znatno višoj razini značilo bi bijeg investitora i njihovo ulaganje u obveznicu pristupnice. Nepostojanje kamatnoga pariteta, u ovom slučaju bi značilo povećanje cijene obveznica pristupnice, a smanjenje cijene obveznica izdanih na području zajedničke valute, sve dok se prinosi ne bi izjednačili. To bi investitorima u obveznicu pristupnice omogućilo visoke dobiti, dok bi investitori u obveznice izdane na prostoru unije zabilježili značajne gubitke. Unatoč opisanoj situaciji De Grauwe (De Grauwe, 2003.) kriterij kamatne stope smatra suvišnim. Autor ovakav stav opravdava činjenicom da je tijekom integracijskoga procesa krajem devedesetih došlo do konvergencije kamatnih stopa svih zemalja članica ekonomske i monetarne unije. Ispunjenje ostalih kriterija, fiskalnih, inflacijskog i tečajnog, te izvjesnost skoroga ulaska u ekonomsku i monetarnu uniju pridonose smanjenju pojedinih rizika i konvergenciji dugoročnih kamatnih stopa pristupnice.

Detaljna analiza kriterija konvergencije nedvojbeno upućuje na njihov antiinflacijski karakter, koji se može uočiti kod inflacijskog, tečajnog i fiskalnog kriterija. Pored toga, očit cilj uspostavljanja kriterija je osiguravanje makroekonomske ravnoteže zemlje pristupnice tijekom srednjega roka (dvije godine), a prije ulaska u Eurozonu, kako se proširenjem ne bi ni na koji način ugrozila stabilnost same monetarne unije. Nužno ispunjenje opisanih konvergencijskih kriterija prije ulaska u uniju može se smatrati potvrdom njemačke dominacije pri donošenju odluka o proširenju unije i primanju novih članica. Ukoliko je ovakav zaključak ispravan, on je potvrda svojevrsnoga trade off-a dvaju shvaćanja integracijskoga procesa, francuskih „monetarista“ i njemačkih „ekonomista“. Unatoč činjenici da je stvaranjem monetarne unije prije pune ekonomske integracije u skladu sa stavovima francuskih „monetarista“, nužna ekonomska integracija kao preduvjet daljnjega proširenja unije u potpunosti odražava stavove njemačkih „ekonomista“.<sup>3</sup>

### 2.3. Boravak u mehanizmu iz perspektive pristupnica

Većina novih članica unije, među njima i Cipar, Malta, Slovačka i Slovenija, prije samoga ulaska u Europsku Uniju izrazile su htijenje i namjeru završetka procesa nominalne konvergencije i ispunjenje kriterija iz Maastrichta u najkraćem mogućem roku. Koristi od ulaska u ekonomsku i monetarnu uniju, jasno su definirali stavove većine novih članica. Lättemäe i Randveer (2004.)

<sup>3</sup> Tijekom integracijskoga procesa, u pravilu su se sukobljavale dvije dominantne struje ekonomista. Francuski ekonomisti zagovarali su monetarnu integraciju, a zatim odgovarajuće ekonomsko integriranje zemalja Unije. Nasuprot tome, njemački ekonomisti zagovarali su prvotnu ekonomsku integraciju, nakon čega bi uslijedilo monetarno ujedinjenje. U navedenoj raspravi, francuska strana prozvana je „monetaristima“, a njemačka „ekonomistima“.

najvažnije razloge ovakvoga „nestrpljivog“ pristupa pronalaze u: 1) kredibilitetu i disciplini koje članstvo donosi novim članicama u segmentu ekonomske politike, 2) rastu ekonomske i financijske integriranosti nacionalnih gospodarstava u odnosu na euro područje, 3) smanjenju transakcijskih troškova, te 4) snižavanju kamatnih stopa zbog smanjenja premije tečajnoga rizika zemlje. Sve navedene koristi na kraju dovode do intenziviranja trgovinske razmjene, potiču ekonomski razvitak i realnu konvergenciju.

Lavrač (2003.) kritizira tečajni mehanizam i njegove moguće implikacije na zemlje pristupnice. Prema njegovu mišljenju „zemlje članice da su upitane, najradije bi aranžman ERM 2 izbjegle u potpunosti. One ga nisu tražile, nisu pomogle u njegovu dizajniranju i doživljavaju ga kao ograničenje nametnuto izvana, koje na žalost ne mogu izbjeći“.

Dodatan poticaj što bržem ulasku u EMU, odnosno najkraćem mogućem boravku u mehanizmu ERM 2, zemlje pristupnice pronalaze u značajkama tečajnog mehanizma koje za njih nose negativne implikacije. Backe i Thimann (2004.) navode četiri područja provedbe mehanizma koje članice smatraju upitnima:

1. *Disciplinirajuća uloga mehanizma.* Zemlje pristupnice ne vide značajniji doprinos discipliniranju 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 2 zemlje pristupnice doživljavaju kao posredni tečajni režim koji je podložan rizicima i špekulativnim napadima. Kriza tečajnoga mehanizma ERM 1 iz 1992./93. 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 Unije. Dužnosnici novih članica zbog svega navedenog dovode u pitanje svrhu postojanja ERM 2 i tečajnoga kriterija koji on sa sobom nosi.
3. *Podešavanje granica fluktuacije.* Zemlje pristupnice drže da proklamiranje granice fluktuacije od +/- 15%, kao i ponudena 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 ECB-a u

koordiniranim intervencijama unutar i na samim granicama fluktuacije. Multilateralni karakter intervencija zemlje članice dovode u pitanje jer se sudjelovanjem ECB-a povećava nesigurnost na deviznom tržištu kao i mogućnost špekulativnoga napada na nacionalnu valutu.

Koristi od ulaska u EMU, kao i negativne karakteristike tečajnoga mehanizma ERM 2 dominantno su odredile stavove dužnosnika zemalja pristupnica Europskoj uniji izražene u njihovim javnim istupima i strateškim dokumentima. Prikaz tih, vrlo sličnih stavova, sadržan je u tablici 1.

Tablica 1.

Stavovi pojedinih zemalja pristupnica o ulasku i boravku u tečajnom mehanizmu

Zemlja	Dokument (dužnosnik) / stav
Cipar	PEP <sup>4</sup> za 2003. godinu „Namjera vlasti u Cipru je rano sudjelovanje u tečajnom mehanizmu ERM 2, što proizlazi iz cilja vlasti da se pridruži Eurozoni što je prije moguće.“
Malta	Ministar financija John Dalli, studeni 2003. „Bilo bi prikladno da nakon ulaska u uniju u svibnju 2004. Malta pristupi tečajnom mehanizmu ERM 2 najkasnije s početkom 2005. godine.“
Slovačka	Strategija Republike Slovačke za uvođenje eura, lipanj 2003. „Vrijeme provedeno unutar tečajnog mehanizma ERM 2 treba biti što je moguće kraće...zemlja bi se mogla pridružiti mehanizmu tijekom 2005. godine.“
Slovenija	PEP za 2003. godinu „Slovenija namjerava pristupiti tečajnom mehanizmu ERM 2 u prvoj polovici 2005. godine“ <sup>5</sup>

Izvor: Čorić, 2011.

U svom viđenju konceptualnog okvira tečajnoga mehanizma ERM 2, Europska komisija poziva se na ista žarišna područja kao i zemlje članice, pri čemu je njezin stav o disciplinirajućoj ulozi mehanizma, njegovu kredibilitetu, granicama fluktuacije i multilateralnom karakteru intervencija krajnje pozitivan. Nadalje, naglašava se važnost disciplinirajuće uloge tečajnoga mehanizma ERM 2, koja se postiže konsolidacijom proračunskih kategorija i provedbom

<sup>4</sup> PEP (kratica eng. naziva „pre – accession economic programme“) je predpristupni ekonomski program. Svaka zemlja kandidatkinja za ulazak u Europsku uniju tijekom pregovora za članstvo izrađuje ovaj dokument, koji sadrži prikaz trenutnoga stanja i smjernice budućih ekonomskih reformi.

<sup>5</sup> Naknadnim dogovorom slovenske vlade i Banke Slovenije o zajedničkoj strategiji monetarne integracije termin ulaska u tečajni mehanizam ERM 2 pomaknut je na drugu polovicu, odnosno do kraja 2004. godine.



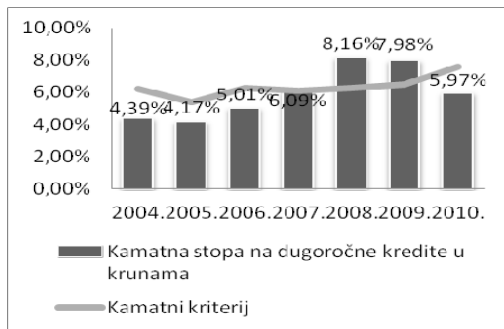
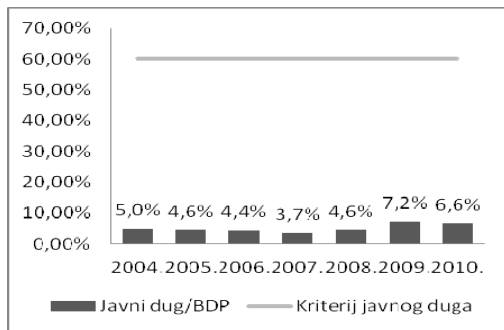
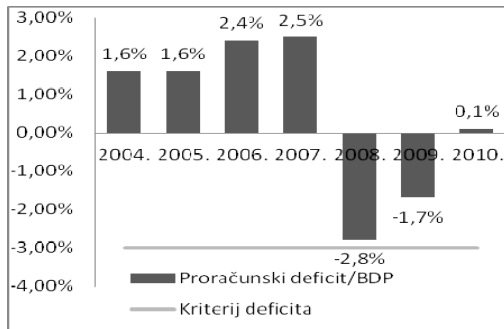
strukturnih reformi, a ciljem makroekonomske konvergencije zemalja pristupnica (De Grauwe; Schnabl, 2004.)

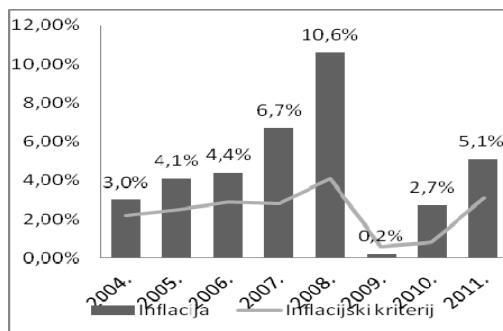
### **3. ISKUSTVO ESTONIJE U TEČAJNOM MEHANIZMU ERM 2**

Estonija, najmanja i najsjevernija baltička država, među prvim je poslije sovjetskim zemljama proglasila svoju neovisnost 20. kolovoza 1991. godine (Brown, 1993.). Nakon što se uspjela "otrgnuti iz ruku" Sovjetskoga saveza, te uvela vlastitu valutu 1992. godine, estonska ekonomija suočila se s prijelazom iz centralno – planske privrede u tržišnu ekonomiju. Rusija je u tom vremenu postavila određene carinske barijere na izvozna dobra što je uzrokovalo drastičan pad izvoza i industrijske proizvodnje u razdoblju 1990. i 1991. godine, a posljedično i pad bruto domaćega proizvoda i veliki porast nezaposlenosti. U opisanim okolnostima od 1991. do 1993. godine došlo je do preorijentacije estonskog izvoza i snažnog porasta trgovine sa Zapadnom Europom, posebice s Finskom koja je, upravo zahvaljujući sličnosti i trgovinskoj povezanosti s Estonijom, postala njezin glavni trgovinski partner. U tranzicijskom desetljeću koje je uslijedilo, estonsku ekonomiju karakteriziraju pozitivan uzlazni trend bruto domaćega proizvoda po stanovniku (čime je nagrađena izvozna orijentiranost zemlje i njeno otvaranje tržištima Zapadne Europe), oscilacije u kretanju stope nezaposlenosti, rast vanjskoga duga i vrlo visoka stopa inflacije (uzroci inflacije su visoke cijene sirovina te monetarna reforma koja je uspostavljanjem fiksnoga tečaja rezultirala stalnim rastom cijena domaćih proizvodnih čimbenika).

U prethodno opisanim okolnostima Estonija je početkom 2004. godine pristupila Europskoj uniji i započela pripreme za boravak u tečajnom mehanizmu ERM 2. Makroekonomski pokazatelji potvrđuju relativno povoljan položaj zemlje prilikom pristupanja Uniji. Uz relativno stabilne javne financije, nizak deficit proračuna na razini 1,6% BDP-a i razinu javnoga duga od 5% BDP-a. U skladu sa stavovima koji su dominirali među zemljama pristupnicama, Estonija je tečajnom mehanizmu ERM 2 pristupila u najranijoj mogućoj fazi, već u lipnju 2004. godine, očito s namjerom najkraćega mogućeg zadržavanja u samom mehanizmu. Međutim, ekonomski trendovi u Estoniji u sljedećih šest godina preusmjerili su proces konvergencije u drugom smjeru. Već je navedeno da je Estonija u predkonvergencijskom razdoblju bilježila zavidnu stabilnost (vidjeti grafikone 1- 4). Stabilnost estonskih državnih financija u prvim godinama boravka u tečajnom mehanizmu ERM 2 najbolje opisuju podaci o stalnom suficitu proračuna u razdoblju 2004. – 2007. godine, uz pad javnog duga s 5% na 3,7% udjela u BDP-u u istom razdoblju. Upravo niska razina javnoga duga uzrok je i činjenice da se Europska komisija u slučaju Estonije našla pred problemom nepostojanja referentne dugoročne kamatne stope - naime, država Estonija u vrijeme evaluacije nije imala izdane dugoročne obveznice. Zbog toga su se kao

referentna vrijednost dugoročnih kamatnih stopa koristile one na kredite banaka kućanstvima denominirane u krunama. U razdoblju 2008. - 2009. zabilježen je rast ovih kamatnih stopa iznad referentnih vrijednosti. Međutim on je prije svega povezan s promjenama u procjeni kreditnoga rizika sektora stanovništva i nije u konačnici utjecao na pozitivnu ocjenu ovoga kriterija na razini države.

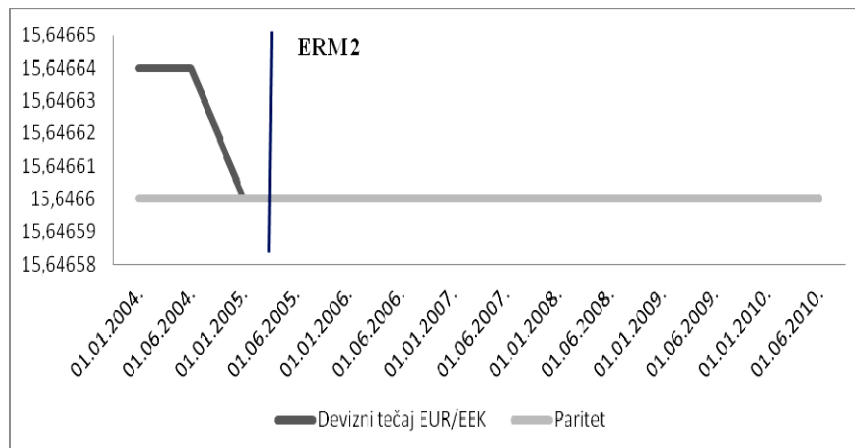




Izvor: Eurostat

Grafikon 1 – 4 : Ispunjavanje konvergencijskih kriterija tijekom boravka u tečajnom mehanizmu ERM 2 (2004. - 2010.)

Za razliku od stabilnih državnih financija, inflacijska kretanja najveći su izazov s kojim su se estonske vlasti suočile tijekom konvergencijskog razdoblja. Relativno visoke stope inflacije glavni su razlog šestogodišnjeg estonskog boravka u tečajnom mehanizmu. Problem inflacije u estonskom gospodarstvu eskalirao je i prije ulaska u mehanizam, a potenciran je visokim stopama rasta BDP-a (vidjeti tablicu 2.) iz kojih je proizišla i „pregrijanost“ ekonomije. Nakon relativno visoke razine inflacije u 2007. godini, potencirane rastom domaće potražnje, gospodarstvo je u kriznoj 2008. zabilježilo porast referentnoga cjenovnog indeksa od 10,7%. Europska komisija razloge za to pronalazi u značajnom porastu trošarina, te snažnom rastu cijena roba na globalnoj razini u prvoj polovici 2008. Uslijed produbljenja financijske krize i recesije, kraj 2008. godine donio je pad cijena roba na svjetskom tržištu, ali i pad domaće potražnje, što je na kraju rezultiralo negativnom razinom inflacije od - 0,2% u 2009. godini. Na razini 12-mjesečnog prosjeka razina inflacije Europska komisija je u ožujku 2010. ocijenila da Estonija zadovoljava inflacijski kriterij, čime je ispunila sve kriterije nominalne konvergenije za ulazak u Eurozonu početkom 2011. godine.



Izvor: autori

Grafikon 5: Tečaj estonske krune tijekom boravka u tečajnom mehanizmu ERM 2

Iz perspektive ispunjenja tečajnoga kriterija, boravak u tečajnom mehanizmu za Estoniju nije predstavljao osobit problem, pošto je ova zemlja, za razliku od većine europskih tranzicijskih ekonomija tijekom razdoblja 1992. – 2004., dosljedno primjenjivala režim fiksnoga deviznog tečaja, u okviru tečajnog aranžmana valutnog odbora, u odnosu na njemačku marku, a kasnije u odnosu na euro (Stavárek, 2006.). Praksa fiksnoga deviznog tečaja nastavljena je i tijekom boravka u tečajnom mehanizmu ERM 2 (grafikon 5). Odabir strategije fiksnoga deviznog tečaja od strane estonske središnje banke bio je u potpunom suglasju s propisanim granicama fluktuacije od strane Europske komisije.

U narednom dijelu rada prikazani su ekonomski učinci u prvim godinama boravka u tečajnom mehanizmu ERM 2 na Estoniju, i uspoređeni s učincima na druge ekonomije koje su kroz ovaj mehanizam uspješno prošle: Sloveniju, Cipar, Maltu i Slovačku. Učinci boravka u tečajnom mehanizmu procijenjeni su temeljem analize sedam odabranih ekonomskih pokazatelja. Pokazatelji su prikazani u petogodišnjem vremenskom razdoblju koje obuhvaća dvije godine prije ulaska u tečajni mehanizam (T-2) i (T-1), godini ulaska u tečajni mehanizam (T), te prve dvije godine koje su zemlje provele u tečajnom mehanizmu ERM 2, (T+1) i (T+2). Važno je napomenuti kako godina ulaska u tečajni mehanizam ERM 2 (T) za Slovačku nema istovjetno značenje kao za ostale zemlje. Naime, dok su Slovenija i Estonija (28. lipnja 2004.) te Cipar i Malta (2. svibnja 2005.) u tečajni mehanizam ušli polovicom godine, Slovačka je u mehanizam ušla krajem godine (28. studenog 2005.). U slučaju prvih četiriju zemalja (T) označava 2004., godinu njihova ulaska u mehanizam, dok su pod T u slučaju Slovačke prikazane vrijednosti pokazatelja za 2006. godinu. (Čorić, 2011.)

Tablica 2.

## Ekonomski pokazatelji odabranih ekonomija tijekom boravka u ERM-u 2

pokazatelj	DRŹAVA	ERM 2 T-2	ERM 2 T-1	ERM 2 T	ERM 2 T+1	ERM 2 T+2
stopa rasta realnog bdp-a (%)	CYP	1,9%	4,2%	3,9%	4,1%	5,1%
	MLT	-0,3%	0,7%	4,0%	3,5%	4,0%
	SVK	5,0%	6,7%	8,5%	10,6%	6,2%
	SVN	4,0%	2,8%	4,3%	4,5%	5,8%
	EE	7,9%	7,6%	7,2%	9,4%	10,6%
omjer bdp p.c. i bdp p.c. u eurozoni (%)	CYP	68,15%	68,34%	68,57%	68,44%	69,02%
	MLT	48,02%	47,09%	47,79%	47,94%	48,43%
	SVK	30,57%	32,22%	34,12%	36,93%	39,07%
	SVN	52,19%	53,55%	54,97%	56,62%	58,40%
	EE	24,67%	27,12%	29,51%	32,94%	38,02%
stopa nezaposlenosti (%)	CYP	4,10%	4,70%	5,30%	4,60%	4,0%
	MLT	7,60%	7,40%	7,20%	7,10%	6,40%
	SVK	18,20%	16,30%	13,40%	11,10%	9,50%
	SVN	6,30%	6,70%	6,30%	6,50%	6,0%
	EE	9,5%	10,8%	10,0%	7,9%	6,0%
indeks industrijske proizvodnje – stopa rasta (%)	CYP	0,00%	1,84%	0,50%	0,40%	4,58%
	MLT	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d
	SVK	3,97%	0,60%	15,00%	16,61%	3,43%
	SVN	n/d	1,32%	4,89%	3,52%	5,70%
	EE	8,4%	11,0%	10,4%	11,0%	9,9%
stopa rasta vanjskog duga (%)	CYP	37,78%	69,55%	16,44%	66,11%	15,83%
	MLT	-48,90%	16,51%	39,18%	17,34%	18,35%
	SVK	31,37%	13,84%	19,05%	37,58%	18,55%
	SVN	n/d	39,98%	25,12%	15,76%	30,84%
	EE	57,74%	64,26%	77,01%	86,49%	96,67%
saldo vanjsko- trgovinske bilance (% bdp-a)	CYP	-1,24%	-2,46%	-2,57%	-3,75%	-6,37%
	MLT	-1,72%	-3,82%	-5,33%	-3,95%	-2,19%
	SVK	-2,70%	-4,59%	-3,96%	-1,05%	-2,25%
	SVN	1,17%	-0,23%	-1,30%	-0,41%	-0,51%
	EE	-18,48%	-19,94%	-19,96%	-18,13%	-22,35%
saldo tekućeg računa platne bilance (% bdp-a)	CYP	-2,19%	-5,23%	-5,71%	-6,94%	-8,54%
	MLT	-3,12%	-6,01%	-8,84%	-9,15%	-7,11%
	SVK	-5,88%	-6,53%	-5,70%	-4,87%	-6,28%
	SVN	1,06%	-0,74%	-2,65%	-1,91%	-2,80%
	EE	-9,77%	-11,3%	-11,3%	-9,97%	-15,3%

Izvor: Estonska središnja banka, Eurostat i Svjetska banka

Intenziviranje rasta realnoga bruto domaćeg proizvoda tijekom boravka u tečajnom mehanizmu karakteristika je svih promatranih ekonomija, pri čemu najviše prosječne stope rasta BDP-a bilježe Estonija i Slovačka, a najnižu Malta. U skladu s porastom ekonomske aktivnosti, zemlje pristupnice bilježe i porast životnoga standarda mjenoga omjerom bruto društvenoga proizvoda po stanovniku i bruto društvenoga proizvoda po stanovniku u Eurozoni. Tako je najveći porast životnoga standarda imala Estonija s 27,12% na 38,02% BDP-a per capita prosjeka u EU, dok Cipar u istome razdoblju bilježi najslabiji napredak. Porast ekonomske aktivnosti djelomično se odrazio na trend smanjivanja stopa nezaposlenosti. Najveće stope nezaposlenosti ima Slovačka tijekom svih godina promatranoga razdoblja, ali ova zemlja bilježi i najsnažniji pad nezaposlenosti. Estonija u tom pogledu bilježi snažan pad nezaposlenosti tijekom konvergenijskoga razdoblja. Indeks industrijske proizvodnje svih zemalja pristupnica tijekom boravka u tečajnom mehanizmu ERM 2 bilježi znatno više stope rasta, u odnosu na prethodno razdoblje. Najviše stope industrijskoga rasta bilježi Slovačka, zbog brzorastuće automobilske industrije. Estonija također bilježi više stope industrijske proizvodnje, ali stopa rasta industrijske proizvodnje bilježi blagi pad zbog sve veće orijentiranosti na uslužni sektor. Za razliku od navedenih pozitivnih trendova različite dinamike, pokazatelji vanjske ravnoteže promatranih zemalja članica tijekom boravka u tečajnom mehanizmu bilježe negativne trendove. Tako stopa rasta vanjskoga duga kod skupine promatranih ekonomija bilježi snažan rast. Pored navedenoga, tijekom boravka u tečajnom mehanizmu ERM 2 promatrane ekonomije bilježe značajan deficit vanjskotrgovinske bilance kao i pogoršanje salda tekućega računa platne bilance. Izuzetak je Slovačka koja je izvoznom orijentiranošću i snažnom ekonomskom aktivnošću uspjela smanjiti deficit vanjskotrgovinske bilance. Analizirani ekonomski pokazatelji zemalja pristupnica ne pružaju jedinstven zaključak o ekonomskim učincima boravka u tečajnom mehanizmu ERM 2 na njihova gospodarstva. Intenziviranje gospodarskoga rasta, rast BDP-a po stanovniku i pad nezaposlenosti najvažniji su pozitivni trendovi naglašeni tijekom boravka u tečajnom mehanizmu ERM 2. Nasuprot tome, promatrana gospodarstva istodobno bilježe povećanje stopa rasta vanjskoga duga, kao i negativne trendove u vanjskotrgovinskim i platnim bilancama. Estonija, u usporedbi s ostalim novijim članicama Eurozone, ima najveći gospodarski rast, ali i najveći porast vanjske zaduženosti. Može se zaključiti da je rast bruto domaćega proizvoda promatrane skupine zemalja induciran dominantno domaćom potražnjom, a financiran vanjskim zaduživanjem.

#### 4. ZAKLJUČAK

Uspješan boravak u tečajnom mehanizmu ERM 2 preduvjet je za ulazak zemlje u Eurozonu. Iako zemlje pristupnice na boravak u mehanizmu ne gledaju blagonaklono i žele iz njega što prije izaći, njegova disciplinirajuća funkcija i antiinflacijski karakter propisanih kriterija preduvjet su uspješne integracije zemalja u Eurozonu. Iskustvo i boravak Estonije u tečajnom mehanizmu bili su

obilježeni prije svega fiskalnom stabilnošću zemlje. Nasuprot tome, relativno visoke stope gospodarskoga kretanja, poput rasta cijena roba uzrokovali su dugotrajan trend visoke inflacije. Upravo ta činjenica produljila je boravak Estonije u tečajnom mehanizmu ERM 2. Promatrani ekonomski pokazatelji, kako Estonije tako i drugih zemalja pristupnica ne pružaju jedinstven zaključak o ekonomskim učincima boravka u tečajnom mehanizmu ERM 2. Unatoč intenziviranju rasta BDP-a, Estonija, kao i ostale pristupnice, bilježi snažan porast vanjskog duga. Tako je ishod budućega boravka Republike Hrvatske u tečajnom mehanizmu ERM 2 krajnje neizvjestan, jer su globalna gospodarska kretanja nepovoljna. Pored toga, trenutni pokazatelji ukazuju na više kriterija čije ispunjenje će u predstojećem razdoblju predstavljati značajan izazov.

## LITERATURA

Backé, P.; Thimann, C. (2004.) "The acceding countries' strategies towards ERM II and the adoption of the euro - an analytical review", ECB, Occasional Paper Series, No.10, <http://ideas.repec.org/p/ecb/ecbops/20040010.html>

Brown, S. (1993.) Economic Transition in Estonia. *Journal of Economic Issues* [online], 27 (2). Dostupno u EBSCOhost

Czech National Bank (2003.) "ERM II and the Exchange-rate Convergence Criterion", [http://www.zavedenieura.cz/cps/rde/xbcr/euro/erm\\_ii\\_en\\_pdf.pdf](http://www.zavedenieura.cz/cps/rde/xbcr/euro/erm_ii_en_pdf.pdf)

Čorić, T. (2011.) *Tečajni mehanizam (ERM 2) u procesu pristupanja europskoj Ekonomskoj i monetarnoj uniji*. Doktorska disertacija. Zagreb: Ekonomski fakultet

De Grauwe, P. (2003.) *Economics of Monetary Union* (5. izdanje). Oxford: University Press.

De Grauwe, P.; Schnabl, G. (2004.) "EMU Entry Strategies for the New Member States" [http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Recently\\_published\\_articles/IntereconomicsSept6.pdf](http://www.econ.kuleuven.be/ew/academic/intecon/Degrauwe/PDG-papers/Recently_published_articles/IntereconomicsSept6.pdf)

Lättemäe, R.; Randeveer, M. (2004.) "Monetary Policy and EMU Enlargement: Issues Regarding ERM II and Adoption of the Euro in Estonia", [http://www.iaes.org/journal2/aej/dec\\_04/lattetae.pdf](http://www.iaes.org/journal2/aej/dec_04/lattetae.pdf)

Lavrač, V. (2003.) "Institutional Aspects of Dynamics of Inclusion of Accession Countries into the EMU", Ezoneplus, working paper No.18, <http://ideas.repec.org/p/ezo/ezppap/wp18.html>

Stavárek, D. (2004.) "ERM II: Potential Source of Instability in the new EU-member Countries", [http://www.mattimar.ee/publikatsioonid/majanduspoliitika/2004/2004/2\\_Rahapol\\_Finturud/16\\_Stavarek.pdf](http://www.mattimar.ee/publikatsioonid/majanduspoliitika/2004/2004/2_Rahapol_Finturud/16_Stavarek.pdf)

Stavárek, D. (2006.) "Ability of the New EU Member States to Fulfill the Exchange rate Stability Convergence Criterion", MPRA Paper No. 1202, <http://mpra.ub.uni-muenchen.de/1202/>

Estonica, [www.estonica.org/en](http://www.estonica.org/en) [ pristupljeno srpanj 2011. ]

Estonska središnja banka, [www.eestipank.info](http://www.eestipank.info) [ pristupljeno listopad 2011. ]

Europska središnja banka, [www.sdw.ecb.europa.eu](http://www.sdw.ecb.europa.eu) [ pristupljeno srpanj 2011. ]

Eurostat, [www.epp.eurostat.ec.europa.eu](http://www.epp.eurostat.ec.europa.eu) [ pristupljeno kolovoz 2011. ]

Svjetska banka, [www.databank.worldbank.org](http://www.databank.worldbank.org) [ pristupljeno kolovoz 2011. ]



***Tomislav Ćorić, PhD***

Senior assistant  
University of Zagreb, Faculty of Economics and Business  
E-mail: tcoric@efzg.hr

***Maja Mesić, MA***

Professional School Sisak  
E-mail: maja.mesic4@gmail.com

**EXCHANGE RATE MECHANISM (ERM 2) : ESTONIA  
CASE STUDY**

***Abstract***

*Exchange rate mechanism 2 (ERM 2) may be considered as the final stage in the implementation of optimal currency area theory. Successful participation in ERM 2 and the possibility to become a Euro zone member are closely connected to fulfilment of nominal and real convergence criteria. ERM 2 phase in Estonia is characterized by low interest rates, fiscal and exchange rate stability, but relatively high inflation. The analysis of economic indicators shows real convergence while participating in the ERM 2, which is similar to other participant countries. However, country's economic growth is followed by intensive growth of external debt.*

***Keywords: ERM 2, Estonia, convergence***

***JEL classification: E58, G15***

