

Pristupanje Republike Hrvatske tečajnom mehanizmu ERM II i procjena ravnotežnog (realnog) tečaja

Milan Deskar-Škrbić, Karlo Kotarac, Davor Kunovac, Ozana Nadoveza Jelić

Hrvatska je kuna u srpnju 2020. godine uključena u europski tečajni mehanizam (engl. exchange rate mechanism II, ERM II) po središnjem paritetu 1 euro = 7,53450 kuna. Odabir središnjeg pariteta pri ulasku u ERM II jedan je od najvećih izazova za nositelje ekonomske politike tijekom procesa uvođenja eura kao službene valute s obzirom na to da je središnji paritet najčešće i konverzijski tečaj po kojemu se nacionalna valuta preračunava u euro u trenutku ulaska u europodručje (Vlada RH i HNB, 2018.). Za središnji paritet nužno je da bude određen na razini što bliže "ravnotežnoj", tj. onoj koja je u skladu s aktualnim kretanjima na deviznom tržištu, ali i makroekonomskim fundamentima i strukturnim obilježjima gospodarstva. U radu objašnjavamo pojam ravnotežnog tečaja, prikazujemo relevantne metodologije za njegovu procjenu te procjenjujemo ravnotežnu razinu tečaja u Hrvatskoj. Rezultati istraživanja pokazuju kako je središnji paritet EUR/HRK pri ulasku u ERM II određen blizu ravnotežne razine tečaja.

Središnji paritet može znatno utjecati na makroekonomska kretanja tijekom boravka u mehanizmu ERM II, ali i nakon ulaska u europodručje. Ako je središnji paritet određen na neadekvatnoj razini, tijekom boravka u mehanizmu ERM II tečaj će se naći pod izraženim aprecijacijskim ili deprecijacijskim pritiscima, što središnjoj banci otežava održavanje nominalnog tečaja unutar dogovorenih granica fluktuacije, čime može biti ugrožen i njezin kredibilitet. Također, neadekvatan središnji paritet u malim otvorenim gospodarstvima može ugroziti i ostvarivanje nekih drugih nominalnih kriterija konvergencije (npr. stabilnosti cijena) (Égert, Halpern i MacDonald, 2006.).

U ovom su radu korištena dva metodološka pristupa izračunu i procjeni ravnotežnoga realnoga efektivnog tečaja u srednjem roku, koji imaju najveću važnost za Hrvatsku. Prvi je model tekućeg računa EBA-Lite (engl. *External Balance Assessment*) koji u svojoj evaluaciji vanjskih ravnoteža u Hrvatskoj primjenjuje MMF u izvješću nakon redovitih konzultacija na temelju članka IV. statuta MMF-a (MMF 2019.). Drugi je pristup bihevioralni ravnotežni tečaj (engl. *behavioral equilibrium exchnage rate* BEER), koji je ujedno i najkorišteniji pristup u literaturi (Clark i MacDonald 1999.; Fidora, Giordano i Schmitz, 2020.). Osnovna razlika između ova dva pristupa jest u tome ocjenjuje li se ravnotežni tečaj kao funkcija makroekonomskih fundamenata direktno (BEER pristup) ili se pak odstupanje realnog tečaja od ravnotežne razine računa posredno na osnovi procijenjene ravnotežne razine tekućeg računa (EBA Lite pristup). Dodatno, bitno je istaknuti da pristup zasnovan na BEER metodologiji ne ostavlja prostora za različite normativne prilagodbe. S druge strane, EBA Lite metodologija uz pozitivističku dimenziju, koja se zasniva na procjeni regresijskog modela tekućeg računa, sadržava i normativnu dimenziju,



dr. sc. Milan Deskar-Škrbić



Karlo Kotarac
viši savjetnik u Direkciji za modeliranje

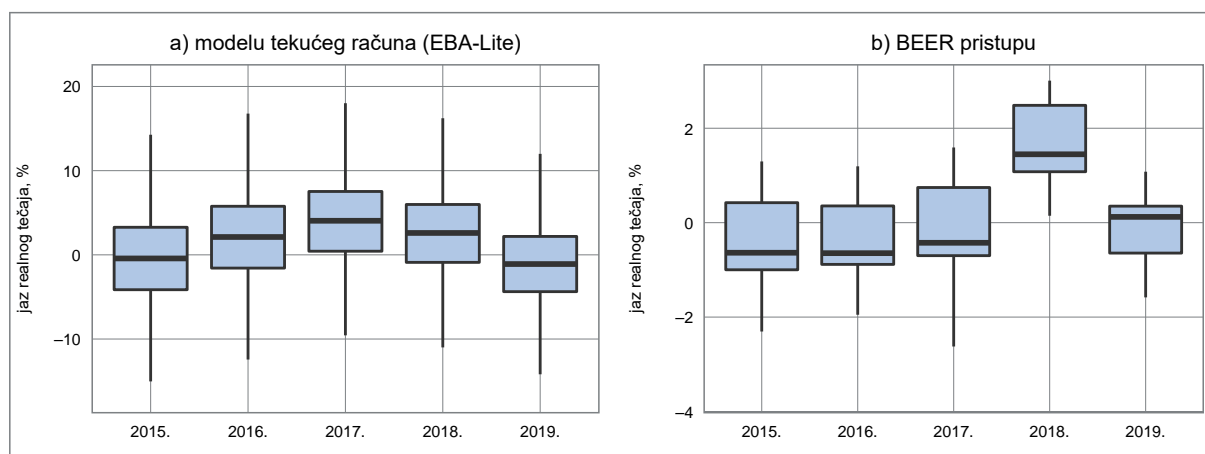


Davor Kunovac
direktor Direkcije za modeliranje



dr. sc. Ozana Nadoveza Jelić
savjetnica u Direkciji za modeliranje i docentica na Ekonomskom fakultetu u Zagrebu

Slika 1. Jaz realnog tečaja u Hrvatskoj prema:



Napomena: *Box plot* dijagram prikazuje medijan, donji i gornji kvartil distribucije te maksimalne i minimalne vrijednosti. Osjenčano područje između donjega i gornjega kvartila obuhvaća 50% opažanja.

Izvor: izračun autora

koja podrazumijeva prilagodbu jaza tekućeg računa kako bi se moglo razlučiti koji je dio odstupanja potrebno ispraviti prilagodbom realnog tečaja, a koliki je dio odstupanja posljedica nekih drugih politika, jednokratnih i strukturnih činitelja te ostalih činitelja.

Jaz realnog tečaja izračunat na osnovi dvaju objašnjenih metodoloških pristupa prikazan je na Slici 1. u obliku tzv. *box plot* dijagrama. Jaz na slici lijevo zasniva se na istoj odabranoj specifikaciji procijenjenoga regresijskog modela, ali uz različite pretpostavke o prilagodbi tekućeg računa, elastičnostima uvoza i izvoza na promjene realnog tečaja te veličini jaza politika, dok se desna slika zasniva na 16 različitih ekonometrijskih specifikacija modela.

Slika pokazuje da je u svim promatranim godinama medijalni jaz poprimao vrijednosti koje prema tumačenju MMF-a upućuju na to da je realni tečaj u skladu s makroekonomskim fundamentima i poželjnim politikama, što znači da nije bilo snažnih fundamentalnih aprecijacijskih ni deprecijacijskih pritisaka na realni tečaj u analiziranom razdoblju 2015.–2019.

Budući da je ravnotežni tečaj u srednjem roku definiran u kontekstu realnoga efektivnog tečaja, a određivanje središnjeg pariteta pri ulasku u ERM II odnosi se na nominalni bilateralni tečaj EUR/HRK, procijenjeni ravnotežni realni efektivni tečaj u ovom je radu preračunat u ravnotežni nominalni tečaj. Pritom je potrebno istaknuti kako u stručnoj i akademskoj literaturi ili dokumentima nositelja ekonomske politike ne postoji metodologija preračuna jaza efektivnoga realnog tečaja u jaz nominalnoga bilateralnog tečaja. Zato je tijekom priprema za ulazak Hrvatske u ERM II u HNB-u razvijena metodologija preračunavanja koja se zasniva na dekompoziciji indeksa realnoga efektivnog tečaja kune. S obzirom na to da je riječ o prijedlogu metodologije koja se zasniva na većem broju pretpostavki, ove rezultate potrebno je tumačiti s posebnom dozom opreza. U Tablici 1. prikazani su dobiveni rezultati. Rezultati analize pokazuju kako, osim realnog, ni nominalni tečaj u promatranom razdoblju nije znatno odstupao od ravnotežne razine.

Tablica 1. Ostvareni i ravnotežni tečaj EUR/HRK i središnji paritet EUR/HRK

	2015.	2016.	2017.	2018.	2019.	2020.
EUR/HRK	7,61	7,53	7,46	7,41	7,42	7,53*
Model tekućeg računa	7,66	7,76	7,84	7,50	7,32	na
Odstupanje od ravnoteže	-0,7%	-2,9%	-4,8%	-1,2%	1,3%	na
BEER pristup	7,62	7,53	7,49	7,42	7,40	na
Odstupanje od ravnoteže	-0,2%	0,0%	-0,4%	-0,1%	0,3%	na
MMF Članak IV	7,93	7,56	na	7,16	na	na
Odstupanje od ravnoteže	-4,0%	-0,4%	na	3,5%	na	na
Središnji paritet						7,53

Napomena: U tablici su prikazani medijani različitih modela.

Izvor: izračun autora

Središnji paritet po kojemu je kuna pridružena tečajnom mehanizmu ERM II (1 euro = 7,53450 kuna) određen je blago iznad ravnotežne razine nominalnog tečaja izračunatog za 2019. godinu na koji upućuju medijani modela tekućeg računa i BEER modela ocijenjenih u ovom radu. Međutim, s obzirom na uzlazne pritiske na tečaj EUR/HRK u 2020. godini zbog jednokratnih šokova izazvanih pandemijom koronavirusa na makroekonomska kretanja i platnu bilancu, može se pretpostaviti kako bi i ravnotežna razina tečaja u 2020. godini bila ocijenjena višom no u 2019. godini. U tom se kontekstu odabrani središnji paritet može smatrati adekvatnim.

Literatura

Clark, P., MacDonald, R. (1999.). *Exchange Rates and Economic Fundamentals: A Methodological Comparison of BEERs and FEERs*. In Ed. MacDonald, and J. Stein, *Equilibrium Exchange Rates*. Amsterdam: Kluwer

Égert, B., Halpern, L., MacDonald, R. (2006.). *Equilibrium exchange rates in transition economies: taking stock of the issues*. *Journal of Economic Surveys*, 20(2), 257–324.

Fidora, M., Giordano, C., Schmitz, M. (2020.). *Real exchange rate misalignments in the euro area*. *Open Economies Review*, 1–37.

Međunarodni monetarni fond (2019.). *The Revised EBA-Lite methodology*. Međunarodni monetarni fond. Washington. SAD

Vlada Republike Hrvatske (VRH) i Hrvatska narodna banka (HNB) (2018.): *Strategija za uvođenje eura kao službene valute u Hrvatskoj*