

**Izvorni naučni članak**

UDK: 338.23:336.74(061.1EU)  
doi:10.5937/ekonhor1901029B

## MONETARNE FAZE I OKVIRI EMERGENTNIH ZEMALJA EVROPSKE UNIJE

Emilija Beker Pucar\* i Olgica Glavaški

*Ekonomski fakultet u Subotici, Univerzitet u Novom Sadu*

U radu se razmatraju monetarne faze i okviri emergentnih zemalja Evropske unije (EU) na putu ka evro zoni (EZ). U prvoj fazi pre pristupanja EU, identifikovana su tri monetarna okvira, dok su u drugoj fazi pre pristupanja EZ, emergentne EU zemlje kombinovale targetiranje kursa sa rigidnim/fiksnim režimima deviznog kursa, s jedne strane, i inflaciono targetiranje (IT) sa Evropskim mehanizmom deviznog kursa (*Exchange Rate Mechanism - ERM II*), s druge strane. Poslednja faza monetarne konvergencije podrazumeva monetarnu ne-autonomiju unutar monetarne unije kao rigidnog režima kursa, pri čemu se devizni kurs i monetarne politike žrtvuju kao anticiklični instrumenti. Zemlje sa rigidnim režimima su podložnije makroekonomskom pregrejavanju, beležeći lošije makroekonomske performanse u poređenju sa zemljama fluktuirajućeg kursa. Teškoće pri održavanju stabilnosti unutar rigidnog monetarnog okruženja, kao što je monetarna unija, kao i inherentne slabosti EZ, krucijalni su motivi odlaganja pojedinih zemalja EU pristupanju ERM II target zoni.

**Ključne reči:** evro zona, Evropski mehanizam deviznog kursa, monetarna konvergencija, mehanizmi prilagođavanja, monetarni i režimi deviznog kursa

JEL Classification: E52, F15, F45

### UVOD

Emergentne zemlje (zemlje u razvoju i usponu) Evropske unije (EU) ne prihvataju automatski evro nakon njenom pristupanja, iako participiraju u Ekonomskoj i monetarnoj uniji (EMU). EMU podrazumeva postepeni razvojni proces zemalja kandidata (proces konvergencije), koji na kraju puta

dovodi do prihvatanja zajedničke valute. Imajući u vidu da sve emergentne zemlje EU, pre ili kasnije, moraju prihvatiti evro, monetarne vlasti emergentne Evrope su suočene sa neophodnim promenama režima deviznog kursa i monetarnih režima. U suštini, tri ključne faze mogu se identifikovati u procesu monetarne konvergencije ka evro zoni (European Commission, 1998; De Grauwe & Schnabl, 2004). Prva faza uključuje period do pristupanja EU, druga faza period između pristupanja EU i prihvatanja evra, dok treća faza podrazumeva funkcionisanje unutar evro zone (EZ).

\* Korespondencija: E. Beker Pucar, Ekonomski fakultet u Subotici, Univerzitet u Novom Sadu, ul. dr Sime Miloševića 16, 21000 Novi Sad, Republika Srbija;  
e-mail: emilijab@ef.uns.ac.rs

Emergentne evropske ekonomije (EEE) su birale različite strategije deviznog kursa i monetarne politike na putu ka EU. S jedne strane, zemlje su se odlučivale za paritet u različitim formama: valutni odbor, konvencionalni paritet, središnji (hibridni) aranžmani (fiksni režimi). Monetarne vlasti fiksnih režima su prihvatale targetiranje kursa kao monetarni okvir sa ograničenim manevarskim prostorom. Kao drugu soluciju, monetarne vlasti su odabrale upravljano fluktuirajući kurs i inflaciono targetiranje (IT) (fleksibilni režimi). Pomenuta monetarna strategija podrazumeva fleksibilniju monetarnu politiku, s obzirom da nije ograničena determinisanim evro-paritetom. Dok prva faza monetarne konvergencije pruža autonomiju u odabiru adekvatne monetarne opcije, druga faza je ograničavajuća jer, pre ili kasnije, EU članice moraju ispuniti kriterijume konvergencije iz Mاستrihta, uključujući i Evropski mehanizam deviznog kursa (*Exchange Rate Mechanism* - ERM II)

target zonu. Druga faza monetarne konvergencije predstavlja pravi izazov za monetarne vlasti EEE, jer je veoma teško uskladiti nominalnu i realnu konvergenciju unutar ERM II target zone. Evolucija režima deviznog kursa i monetarne politike emergentnih zemalja EU, na putu ka EZ u periodu 1990-2018, prikazana je u Tabeli 1 i Tabeli 2.

Održiva realna i nominalna konvergencija EEE je preduslov stabilnog funkcionisanja unutar ograničenog monetarnog okruženja ERM II. ERM II target zona je priprema za još rigidniji monetarni ambijent unutar EZ, imajući u vidu potpuni gubitak monetarne autonomije. Pomenuti monetarni prelazi su kompleksni, posebno za zemlje sa fluktuirajućim režimima. Ove zemlje su naviknute na veću fleksibilnost deviznog kursa i monetarne politike, pri čemu je korist od deviznog kursa, kao apsorbera šokova u kriznim okolnostima, bila evidentna.

**Tabela 1** Evolucija režima deviznog kursa emergentnih zemalja EU, u periodu 1990-2018.

Zemlja/ režim kursa	Valutni odbor	Konveni- onalno fiksni kurs	Prilagodljivi paritet	Pokretni paritet	Pokretni koridor ili target zona	Upravljano fluktuiranje	Slobodno fluktuiranje	Target zona ERM II	Monetarna unija (EZ)
	Rigidni režim	Središnji (hibridni) režim			Fleksibilni režim		Središnji režim	Rigidni režim	
Estonija	1992:06- 2004:06							2004:06- 2011:01	od 2011:01
Litvanija	1994:03- 2004:06							2004:06- 2015:01	od 2015:01
Letonija		1994:02- 2005:04						2005:04- 2014:01	od 2014:01
Slovenija						1994:01- 2004:06		2004:06- 2007:01	od 2007:01
Poljska			1990:01- 1991:10	1991:10- 1995:05	1995:05- 2000:04		od 2000:4		
Češka R.		1990:01- 1996:02			1996:02- 1997:05	od 1997:05			
Slovačka		1990:01- 1997:01			1997:01- 1998:10	1998:10- 2005:11		2005:11- 2009:01	od 2009:01
Mađarska				1994:01- 2001:0	2001:05- 2008:02		od 2008:02		
Bugarska	od 1997:07					1990:01- 1997:07			
Rumunija						od 1994:01			
Hrvatska				od 1994:01					

Izvor: Autori

**Tabela 2** Evolucija monetarnih režima emergentnih zemalja EU, u periodu 1990-2018.

Zemlja/monetarni režim	Monetarna ne-autonomija	Targetiranje deviznog kursa	Inflaciono targetiranje	Ostala nominalna sidra (targeti)
Estonija	od 2011:01	1992:06-2011:01		
Litvanija	od 2015:01	1994:03-2015:01		
Letonija	od 2014:01	1994:02-2014:01		
Slovenija	od 2007:01			1991:10-2007:01 Targetiranje mon. agregata
Poljska		1990:01-2000:04	od 2000:04	
Češka R.		1990:01-1996:02	od 1997:12	
Slovačka	od 2009:01	1990:01-1997:01		1998:10 Više targeta
Mađarska		1994:01-2001:05	od 2001:05	
Bugarska		od 1997:07		1991:06-1997:07
Rumunija			od 2005:08	1994:01-2005:08 Targetiranje mon. agregata
Hrvatska		od 1994:01		

Izvor: Autori

Predmet istraživanja u radu predstavljaju okviri monetarne politike ili monetarni prelazi u različitim fazama konvergencije ka EZ.

Cilj istraživanja usmeren je ka identifikaciji glavnih izazova monetarnih vlasti u različitim fazama monetarne konvergencije, kao i napora pri odabiru adekvatne kombinacije režima deviznog kursa i monetarne politike, pri balansiranju između interne i eksterne ravnoteže. Iako se u literaturi preispituju režimi deviznog kursa, ili režimi monetarne politike sa aspekta emergentnih evropskih ekonomija, kao i funkcionisanje EZ *per se*, u ovom radu se jazu u literaturi popunjava sublimiranjem svih faza monetarne konvergencije od početka tranzicije, praćenjem monetarne evolucije emergentnih zemalja EU sve do participacije u EZ (Tabele 1 i 2).

U radu se testira hipoteza da fleksibilni režimi deviznog kursa, uz zadržavanje monetarne autonomije, pružaju veći manevarski prostor monetarnim vlastima, apsorbujući eksterne šokove u kriznim okolnostima. I obrnuto, rigidni režimi deviznog kursa, poput valutnog odbora i monetarne unije, podložniji su makroekonomskom pregrevanju, sa posledičnim oštrijim internim i eksternim prilagođavanjima u post-kriznom periodu.

Hipoteze se testiraju primenom metoda indukcije, analize, sinteze, deskriptivne statističke analize, kao i metoda komparacije.

Rad je strukturiran na sledeći način: u prvom delu se analiziraju monetarni i režimi deviznog kursa emergentne Evrope u prvoj fazi monetarne konvergencije; krucijalni izazovi druge faze monetarne konvergencije, posebno participacija u ERM II, naglašeni su u drugom delu rada; u trećem delu su istaknute ključne teškoće emergentnih zemalja EU u trećoj fazi funkcionisanja unutar EZ; zaključna razmatranja su sumirana u poslednjem delu rada.

## DIVERZITET MONETARNIH I REŽIMA DEVIZNOG KURSA PRE PRISTUPANJA EVROPSKOJ UNIJI

Između EEE je prisutan diverzitet po pitanju prihvatanja režima deviznog kursa i monetarnog okvira (Nerlich, 2002; Amerini, 2003; Frommel, 2006, International Monetary Fund, 2017). Većina emergentnih ekonomija primenjuje devizni kurs kao nominalno sidro ili targetiranje kursa u fazi makroekonomske stabilizacije. Razlog gotovo

uniformnog anti-inflatornog recepta je dobro poznat. Devizni kurs predstavlja prirodno sidro u ranjivim ekonomijama, imajući u vidu njihovu (hiper)inflatornu prošlost i perzistentna infatorna očekivanja. Paritet deviznog kursa je transparentno i jasno sidro za tržišne učesnike. Posledično, inflatorna očekivanja mogu biti čvrsto i relativno brzo usidrena zahvaljujući poverenju i kredibilitetu monetarnih vlasti obavezanih odbranom postavljenog pariteta. Zemlje su primenjivale različite forme fiksnog kursa, uključujući i rigidnu formu valutnog odbora, dok su druge zemlje (strateški ili u kriznim okolnostima), menjale sidro ka režimu IT sa fleksibilnijim aranžmanima. Generalno, tri grupe zemalja se mogu identifikovati prema primenjenim strategijama kursa i monetarne politike.

Prva monetarna putanja ne pretpostavlja promene režima deviznog kursa i monetarne politike do pridruživanja EU. Ovoj grupi pripadaju Estonija, Litvanija i Letonija (Baltičke zemlje). Pomenute zemlje su upotrebile kurs kao nominalno sidro u fazi makroekonomske stabilizacije, ali su i u post-stabilizacionoj fazi zadržale isti monetarni okvir. Prema International Monetary Fund-u (2017), targetiranje kursa obuhvata valutni odbor, konvencionalni fiksni paritet, prilagodljivi i pokretni paritet, sve do režima sa širim marginama fluktuacije (koridori ili target zone) u kontinuumu fleksibilnosti (Frenkel, 1999). Estonija i Litvanija su prihvatile valutni odbor od 1992. i 1994. respektivno. Letonija je praktikovala manje rigidan kurs, odnosno, konvencionalni fiksni paritet od 1994. Estonija, Litvanija i Letonija nisu menjale režim kursa čak i unutar ERM II target zone u drugoj fazi monetarne konvergencije ka EZ (Tabela 1 i Tabela 2).

Druga monetarna putanja uključuje kurs kao nominalno sidro samo na početku tranzicije, pri postizanju makroekonomske stabilnosti. Koristi povezane sa monetarnom strategijom targetiranja kursa su se smanjivale tokom vremena usled inflacione inertnosti. U isto vreme, troškovi su se povećavali, a posebno u vezi sa apresijacijom realnog deviznog kursa i pogoršanjem eksterne neravnoteže. Poljska, Češka Republika, Slovačka i Mađarska (Višegradska grupa), napustile su kurs kao nominalno

sidro u sklopu strateškog monetarnog prelaza. Sprovodeći izlaznu strategiju, pomenute ekonomije postepeno povećavaju fleksibilnost kursa i monetarne politike, prihvatajući različite središnje aranžmane kursa (Josifidis, Allegret & Beker Pucar, 2011). Monetarne vlasti Višegradskih ekonomija napuštaju targetiranje kursa (konvencionalni, prilagodljivi i pokretni paritet) i prihvataju središnje aranžmane i, konačno, upravljano/slobodno fluktuiranje u kombinaciji sa IT. Nakon prelaska na upravljano fluktuiranje i implicitno IT, Slovačka je iskusila dve relevantne promene. Naime, nakon pristupanja EU, ova ekonomija je učestvovala u ERM II mehanizmu vraćajući se na središnje devizne aranžmane. Druga promena usledila je 2009, gubitkom slovačkog monetarnog suvereniteta pristupanjem EZ. Poljska, Češka Republika i Mađarska još uvek nisu pristupile ERM II, trenutno praktikujući kombinaciju upravljano/slobodnog fluktuiranja sa IT okvirom (Tabela 1 i Tabela 2). Uprkos zajedničkoj monetarnoj putanji od deviznog kursa kao nominalnog sidra ka politici IT, dinamika i uspešnost promena razlikovali su se između Višegradskih zemalja.

Treća monetarna putanja praćena je od strane nekadašnjih tranzicionih ekonomija, koje nisu prihvatile ni jednu od prethodno pomenutih strategija (zadržanu stabilnost ili povećanu fleksibilnost kursa). Umesto identifikovanih putanji, posmatrana grupa zemalja je prihvatala različite hibridne režime, bez eksplicitnog i jedinstvenog nominalnog sidra. Slovenija, Bugarska, Rumunija i Hrvatska su pratile pomenutu putanju. Slovenija je primenila različite *de jure* režime, preferirajući, više ili manje, fiksne režime pre pristupanja EU. Nakon pristupanja EU 2004, Slovenija se priključila ERM II target zoni do ulaska u EZ januara 2007. Nakon neuspešnog fiksiranja bugarske valute 1991, monetarne vlasti prihvataju fleksibilan kurs. Međutim, pod pritiskom valutne krize 1997, u Bugarskoj se režim upravljanog fluktuiranja i ne-transparentne monetarne strategije zamenjuje rigidnim deviznim aranžmanom valutnog odbora. Iako je kurs *de facto* služio kao nominalno sidro od početka tranzicije, Bugarska i Slovenija su najpre bile prisiljene na *de jure* fluktuirajuće aranžmane, usled nedovoljnog nivoa deviznih rezervi neophodnih za održavanje pariteta (Nerlich,

2002). U Hrvatskoj je implementiran pokretni paritet, kao središnji režim i targetiranje kursa od 1994, uz varijacije ovih režima pre i nakon pristupanja EU 2013. U Rumuniji su se primenjivale različite forme središnjih režima, bez eksplicitne i transparentne monetarne strategije do 2004, nakon čega se prihvata režim upravljanog fluktuiranja u kombinaciji sa IT (Tabela 1 i Tabela 2).

Nije moguće precizirati jedinstvenu monetarnu strategiju, prihvatljivu za sve zemlje na putu ka EU. Iako je zajednički element svih monetarnih strategija primarni cilj cenovne stabilnosti, drugi elementi su specifični i zavisni od primenjenog režima kursa. Međutim, važno je da izabrana monetarna strategija reflektuje cenovnu i, šire posmatrano, makroekonomsku stabilnost neophodnu kao potpora dalje nominalne i realne konvergencije ka EU i EZ.

## DRUGA FAZA MONETARNE KONVERGENCIJE: FOKUS NA ERM II TARGET ZONU

Nezavisno od odabrane monetarne strategije na putu ka EU, zemlje članice moraju proći kroz drugu fazu monetarne konvergencije na putu ka EZ. Ispunjavanje kriterijuma iz Mاستrihta bi trebalo da garantuje stabilnost jedinstvene valutne zone. Jedan od Mاستrihtskih kriterijuma je u vezi sa primenjenim režimom kursa pre pristupanja monetarnoj uniji, poznat kao ERM II. Pristupanje EU ne znači i automatsko priključivanje ERM II. Međutim, odluka u vezi sa priključenjem ERM II je krucijalna, s obzirom da bi adekvatni nivo nominalne i realne konvergencije sa ostatkom EZ trebalo da prethodi ovom važnom koraku monetarne integracije. Što je data ekonomija integrisanija i što više konvergira ostatku EZ, manja je mogućnost preliivanja asimetričnih eksternih šokova, valutnih kriza, kao i neodgovarajućeg evro-pariteta, pod limitirajućim monetarnim okruženjem ERM II. Imajući u vidu da je monetarna autonomija ograničena unutar ERM II koridora, ekonomije se pripremaju za još rigidnije okruženje monetarne unije, uz potpuno odricanje od monetarnog suvereniteta (Bofinger, 2004;

Schadler, Drummond, Kuijs, Murgasova & van Elkan, 2005).

ERM II predstavlja najfleksibilniju formu hibridnog (središnjeg) režima kursa. U pitanju je target zona, ili koridor sa marginama fluktuacije +/-15% oko centralnog evro-pariteta. Monetarni okvir ERM II je dizajniran da bude dovoljno fleksibilan, jer se sledeći režimi smatraju prihvatljivim (Stavarek, 2004, Backe & Thimann, 2004):

- konvencionalno fiksni paritet u odnosu na evro kao klasičan fiksni paritet bez margina fluktuacije;
- uža target zona ili šira target zona sa marginama do +/-15% oko evro-pariteta;
- valutni odbor.

Sa druge strane, sledeći režimi kursa se smatraju neprihvatljivim:

- fiksni paritet definisan u odnosu na druge valute (izuzev evra);
- slobodno fluktuirajući kurs;
- pokretni paritet;
- unilateralna evroizacija.

Prema tome, elementi koji moraju biti ispunjeni za učestvovanje u ERM II su:

- centralni, fiksni (ne prilagodljivi, pokretni) paritet;
- paritet definisan u odnosu na evro;
- margine fluktuacije do +/-15%.

U drugoj fazi monetarne konvergencije, dve monetarne putanje mogu se identifikovati prema primenjenim režimima deviznog kursa i monetarne politike. Prva uključuje pomeranje ka suprotnoj strani deviznih aranžmana (sužavanje fleksibilnosti), tj. od fleksibilnog ka središnjoj formi ERM II. Nasuprot režimu deviznog kursa, koji će *de facto* biti izložen promenama u skladu sa progresom monetarne konvergencije, monetarni režim može biti zadržan u formi IT. Učestvovanje u ERM II podrazumeva održavanje target zone u dvogodišnjem periodu, podrazumevajući targetiranje obe varijable - deviznog kursa i inflacije - čineći time striktno

IT neprihvatljivim. Simultano targetiranje kursa i inflacije veoma je komplikovano u okviru ERM II, te je u brojnim radovima istražena neodrživost ovog mehanizma (Adahl, 2000; Begg, Eichengreen, Halpern, Hagen & Wyplosz, 2003; Fahrholz, 2003; Eijffinger, 2003; Issing, 2003; Polanski, 2004; Stavarek, 2004). Pomenuta kompleksnost je razlog zašto je prihvatljivije promeniti tip IT, pomerajući se od striktnog ka fleksibilnom (Orlowski, 2005). Poljska, Češka Republika, Mađarska i Rumunija prate razmatranu monetarnu putanju ka EZ, iako još uvek nisu pristupile ERM II. Slovačka je razmatranu monetarnu putanju pratila pre ulaska u EZ 2009.

Alternativni monetarni okvir druge faze monetarne konvergencije praktikovan je od strane zemalja bez značajne promene režima monetarne politike (targetiranje kursa) i režima kursa (valutni odbor ili konvencionalni fiksni evro-paritet). Kada bi ERM II bio rigidni mehanizam (a ne relativno fleksibilan kao što jeste), najznačajniju promenu bi osetila ova grupa zemalja. Slovenija, Estonija, Litvanija i Letonija su, prihativši razmatrani okvir, beležile najslabije promene u monetarnoj politici, režimu kursa i mehanizmima prilagođavanja. Pomenute ekonomije su u trećoj fazi participiranja u EZ od 2007/2011/2014/2015. respektivno. Bugarska i Hrvatska su trenutno u drugoj fazi monetarne konvergencije (od 2007. i 2013. respektivno), ali još uvek nisu pristupile ERM II.

Dvogodišnje participiranje u ERM II, uz ispunjavanje ostalih kriterijuma iz Mastroihta, ukazuje da je ekonomska konvergencija dovoljno održiva i da je posmatrana ekonomija sposobna da funkcioniše unutar monetarne unije bez značajnih asimetrija, neravnoteža i teških prilagođavanja. ERM II obezbeđuje i informaciju o adekvatnom centralnom paritetu nacionalne valute u odnosu na evro, koji će biti neopoziv nakon ulaska u EZ. Međutim, esencijalna uloga uspostavljanja ERM II monetarnog aranžmana jeste priprema za funkcionisanje unutar monetarne unije. Nakon pristupanja EZ, zemlje članice ne mogu kontraciklično usmeriti monetarnu i politiku kursa kako bi izolovale svoje ekonomije od eksternih šokova. Nacionalne monetarne vlasti više ne mogu favorizovati slabljenje valute kako bi se stimulisale

ekonomske (izvozne) aktivnosti i poboljšala eksterna (deficitna) pozicija. Uticaj na realnu ekonomiju i eksternu ravnotežu nakon pristupanja EZ može se ostvariti isključivo putem budžetskih i strukturalnih politika.

## TREĆA FAZA MONETARNE KONVERGENCIJE: MONETARNA UNIJA

### Monetarni okvir

Kao što je odluka o pristupanju ERM II kompleksna, isto važi i za odluku kada finalizirati monetarnu konvergenciju i prihvatiti evro. Mehanizam deviznog kursa II može predstavljati adekvatan okvir finaliziranja procesa konvergencije, ali je neophodno odabrati pravi momenat napuštanja ERM II i prihvatanja jedinstvene valute EZ. Fundamentalnim ekonomskim promenama prethodi analiza koristi i žrtava obe opcije, ERM II *versus* EMU (Ćorić & Deskar-Škrbić, 2017). Relativno širok koridor od +/-15% u ERM II obezbeđuje dovoljno monetarne fleksibilnosti kako bi se korigovale preostale razlike u realnim i nominalnim indikatorima. S druge strane, prihvatanje evra dovodi do niže premije rizika, nižih realnih kamatnih stopa i smanjenog rizika špekulativnih napada (Issing, 2003).

Koristi dužeg funkcionisanja unutar ERM II target zone mogu preovladati u poređenju sa ulaskom u monetarnu uniju. Duža participacija uključuje i koristi veće fleksibilnosti kursa (ograničena, ali još uvek prisutna, uloga kursa kao apsorbera šokova), pri prilagođavanju preostalih razlika u produktivnosti, nadnicama i inflaciji u poređenju sa EZ. Sa prihvatanjem evra, razlike se moraju neutralisati internom devalvacijom ili restriktivnim prilagođavanjem. Pomenuti mehanizam prilagođavanja je težak s obzirom da uključuje redukciju cena, nadnica i zaposlenosti, kako bi se povratila konkurentnost na sporiji i skuplji način (De Grauwe & Schnabl, 2004). Kombinacija treće faze monetarne konvergencije je monetarna ne-autonomija i monetarna unija, kao rigidni režim deviznog kursa.

Izbor i primena režima kursa i monetarne politike više se ne posmatraju u nacionalnom kontekstu.

Moguće je identifikovati dve grupe zemalja u ovoj fazi monetarne konvergencije: grupa sa radikalnijim, i grupa sa blažim promenama monetarne strategije. Prva monetarna putanja podrazumeva radikalnu transformaciju monetarnog režima i potpunu promenu nominalnog sidra u smislu prelaska od IT režima (sa značajnom monetarnom fleksibilnošću), ka rigidnom režimu monetarne unije (Belhocine, Crivelli, Geng, Scutaru, Wiegand & Zhan, 2016). Pomenuta grupa zemalja prolazi kroz značajne promene režima kursa, jer se umesto ERM II target zone (sa širim marginama fluktuacije), neopozivo fiksira domaća valuta za evro, sa daljim napuštanjem nacionalne valute, politike deviznog kursa i monetarne politike. U razmatranu grupu zemalja se uključuju Slovačka od 2009, i u perspektivi Poljska, Češka Republika, Mađarska i Rumunija, s obzirom da pomenute članice EU nisu još uvek pristupile ERM II.

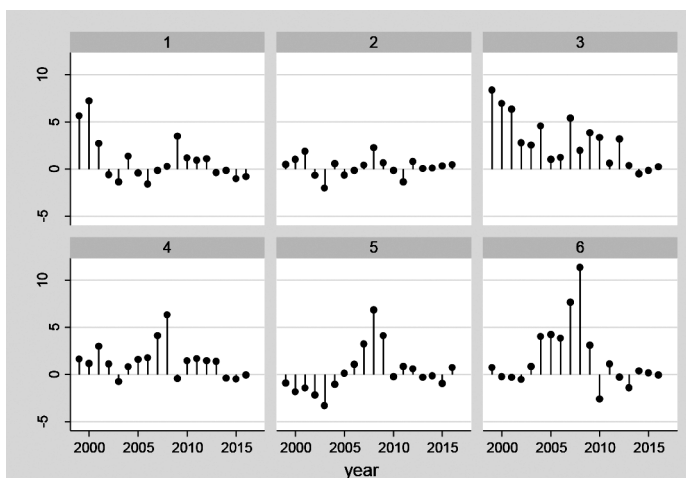
Druga monetarna putanja je praćena od strane zemalja sa manje izraženim transformacijama monetarnog režima (International Monetary Fund, 2015; Bakker, 2017). U pitanju je promena od deviznog kursa kao nominalnog sidra (sa nefleksibilnom monetarnom politikom), ka potpunom gubitku monetarne autonomije. Rigidni režim valutnog odbora i konvencionalni paritet se zamenjuju rigidnim režimom monetarne unije. Pomenuta promena je slabija, u poređenju sa prethodnom grupom zemalja, jer se visok stepen rigidnosti zamenjuje najvišim stepenom rigidnosti, odnosno, potpunim odricanjem od monetarnog suvereniteta. Promena mehanizama prilagođavanja u zemljama koje su targetirale kurs od samog početka tranzicije je nemerljivo slabija, imajući u vidu da date zemlje nisu ni osetile prednosti fleksibilne monetarne politike. Suštinski, razmatrane ekonomije su naviknute na inflatorno-deflatorni mehanizam prilagođavanja koji, takođe, prevladava unutar EZ. Promena je ipak, formalno, velika jer je monetarna politika izgubljena i ne postoji obaveza odbrane pariteta. Ovu monetarnu putanju pratile su Slovenija, Estonija, Letonija i Litvanija, koje su članice EZ od 2007, 2011, 2014 i 2015. respektivno.

## **Izazovi emergentnih zemalja Evropske unije pod rigidnim monetarnim okruženjem**

Nezavisno od monetarnog okvira implementiranog na putu ka EZ, funkcionisanje unutar monetarne unije podrazumeva isključivi fokus na restriktivno prilagođavanje, jer devizni kurs više ne može služiti kao absorber šokova. Rigidnost restriktivnog prilagođavanja, u odsustvu redistributivnog prilagođavanja, posebno je došla do izražaja u emergentnim EU zemljama u kriznim okolnostima, posebno usled Velike recesije iz 2008. godine (Kang & Shambaugh, 2014; Beker Pucar & Srdić, 2018). Kao predstavnici dva suprotna monetarna okvira, uzimaju se Estonija, Litvanija i Letonija, s jedne strane (članice EZ), i Poljska, Češka Republika i Mađarska (članice EU), s druge strane. Slika 1 prikazuje inflacionu diferencu za pomenute ekonomije, dok Slika 2 prikazuje difference produktivnosti i rasta BDP-a, u poređenju sa EZ, u periodu 2000-2018. Slike prikazuju interne neravnoteže monetarnog (Slika 1) i realnog aspekta ekonomije (Slika 2).

Ukoliko se bliže razmotre dva aspekta interne ravnoteže, monetarni putem stope inflacije, i realni putem rasta BDP-a i produktivnosti, Slika 1 i Slika 2, nedvosmisleno ukazuju da su zemlje sa rigidnim režimom kursa i targetiranjem kursa (Baltičke zemlje), podložnije makroekonomskom pregrevanju. Naime, inflatorna diferencu, diferencu rasta BDP-a i diferencu produktivnosti, u poređenju sa EZ u predkriznom periodu, najviše su izražene za Baltičke zemlje u poređenju sa Poljskom, Češkom Republikom i Mađarskom. Posledično, kao refleksija internog pregrevanja, štedno/investicioni jaz kulminirao je pre krize (Slika 3 - leva strana), kao i deficit tekućeg bilansa (Slika 3 - desna strana).

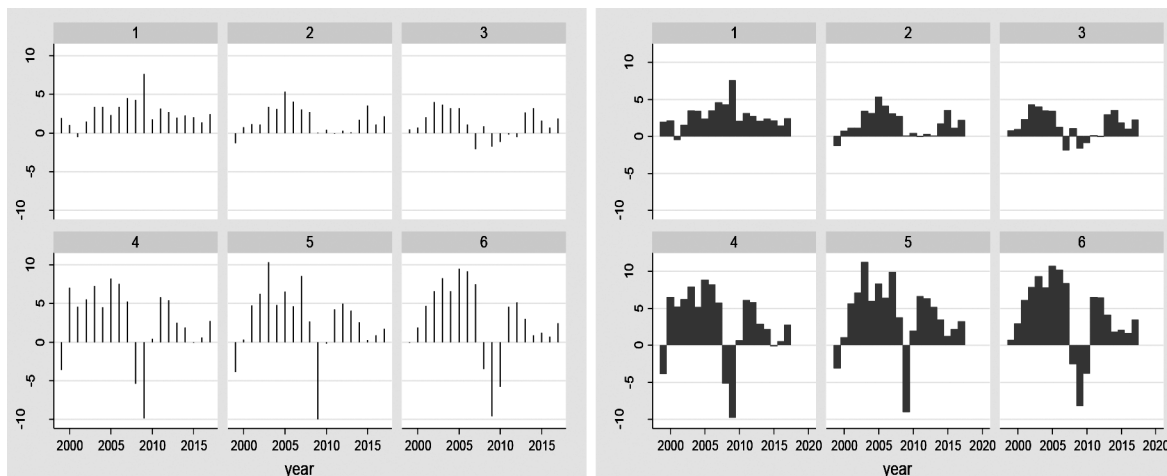
Pomenute makroekonomske neravnoteže, interna (Slika 1 i Slika 2) i eksterna (Slika 3), kulminirale su pre Velike recesije iz 2008. Prema tome, interna i eksterna prilagođavanja su bila najoštrija za Baltičke zemlje u post-kriznom periodu, posebno imajući u vidu da u njima kurs ne apsorbuje eksterne šokove. Slika 4 pokazuje veće varijacije nominalnog deviznog kursa (NER) za grupu zemalja sa fleksibilnim



Napomene: 1-Poljska, 2-Češka Republika, 3-Mađarska, 4-Estonija, 5-Litvanija, 6-Letonija. Inflation difference - inflatorna (potrošačke cene, godišnje, procenat) diferencija - razlika između domaće stope inflacije i inflacije EZ. Godišnje vremenske serije nacionalne i EZ stope inflacije su preuzete iz IMF International Financial Statistics i WB World Development Indicators.

**Slika 1** Inflaciona diferencija odabranih emergentnih zemalja EU u odnosu na EZ, u periodu 2000-2018.

Izvor: Autori



Napomene: 1-Poljska, 2-Češka Republika, 3-Mađarska, 4-Estonija, 5-Litvanija, 6-Letonija. GDP growth difference - diferencija rasta BDP (godišnje, procenat) - razlika između nacionalnog rasta BDP i EZ. Productivity differential - diferencija produktivnosti (BDP/zaposlenost) - razlika između nacionalne varijable i varijable produktivnosti EZ. Godišnje vremenske serije rasta BDP, BDP i zaposlenosti, preuzete su iz IMF International Financial Statistics i WB World Development Indicators.

**Slika 2** Diferencija rasta BDP i produktivnosti odabranih emergentnih zemalja EU u odnosu na EZ, u periodu 2000-2018.

Izvor: Autori



režimom (leva strana), u poređenju sa zemljama sa fiksnim režimom (desna strana). Jedina opcija za ove ekonomije je oštra interna devalvacija (restriktivno prilagođavanje), praćena padom *output*-a i zaposlenosti (Slika 2), pod krizom indukovanim eksternim šokovima. Nasuprot tome, Poljska, Češka Republika i Mađarska na putu ka EZ mogu koristiti drugu, lakšu opciju prilagođavanja u vidu slabljenja valute, prolazeći manje turbulentan put ka EZ (Herrmann & Jochem, 2013; Josifidis, Allegret & Beker Pucar, 2014; Bakker, 2017). Poljska je najviše koristila kurs kao apsorber šokova sa najizraženijim varijacijama nominalnog deviznog kursa u grupi zemalja sa fleksibilnim režimima (Slika 4). U skladu sa pomenutom činjenicom, Poljska je jedina EEE koja nije osetila recesiju nakon izbijanja krize. Zahvaljujući slabljenju valute pod eksternim šokovima, Poljska je izbegla oštru internu devalvaciju. U grupi zemalja sa fiksnim režimima, Letonija je beležila izraženije korekcije nominalnog kursa (uglavnom devalvacije u pred-kriznom periodu), što je i očekivano jer ova ekonomija nije zvanično prihvatila valutni odbor kao Estonija i Litvanija.

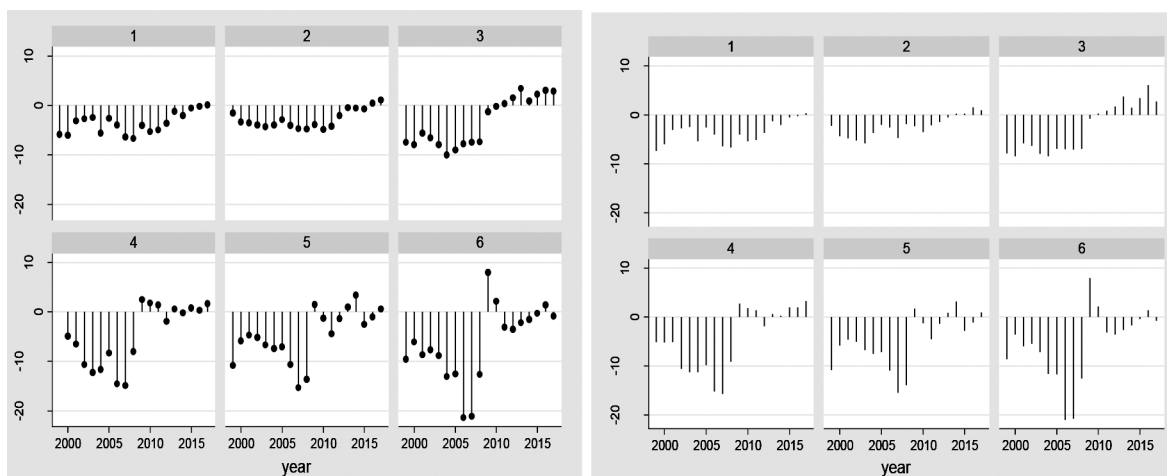
Kao što slučaj emergentnih zemalja EU sa rigidnim režimom pokazuje, krucijalna žrtva je nemogućnost monetarnog kontracikličnog prilagođavanja i gubitak deviznog kursa kao apsorbera šokova u kriznim okolnostima. Isti mehanizam je prisutan i unutar monetarne unije u smislu smanjene fleksibilnosti pri prilagođavanju asimetričnim šokovima. Prilagođavanja realnog deviznog kursa na asimetrične šokove se sprovodi kompletno kroz cene i nadnice, tj. putem interne devalvacije (Gibson & Palivos, 2013). Kriza EZ iz 2010. ukazala je da nije jednostavno izvoditi pomenuta cenovna prilagođavanja bez prilagođavanja nominalnog kursa, posebno u nisko-inflatornom okruženju EZ. Nakon izbijanja krize u tako rigidnom okruženju, interna ravnoteža se narušava (rast nezaposlenosti i pad *output*) zbog stabilizacije eksterne pozicije. Uzevši u obzir asimetriju unutar EZ između jezgra i periferije, snažnije posledice eksternog prilagođavanja su očekivano zabeležile ranjive periferne zemlje. Svesne značajne žrtve pristupanja EZ, Poljska, Češka Republika i Mađarska još uvek nisu učestovale u ERM II. Odlaganje participacije često se posmatra kroz

prizmu superiornosti ovih ekonomija tokom krize, u poređenju sa zemljama drugačijih monetarnih okvira (ali, takođe, i u poređenju sa slabijim članicama EZ), kao i kroz prizmu tekućih slabosti same EZ (Palankai, 2015).

S obzirom da se monetarna i politika kursa žrtvuju pristupanjem monetarnoj uniji, zemlje bi trebalo da razrade alternativne mehanizme prilagođavanja. Jedan od njih, naglašen unutar teorije optimalne valutne zone (*Optimum Currency Area* - OCA), predstavlja mobilnost radne snage i fleksibilno tržište rada (Mundell, 1961). Interna devalvacija u monetarnoj uniji je svakako teška, ali bi situacija bila još gora usled rigidnosti tržišta rada kao prepreke delovanju mehanizma internog prilagođavanja (Wood, 2014). Pomenuta rigidnost bi sprečila delovanje tržišnih snaga (rastuća nezaposlenost) u redukcovanju nominalnih nadnica. Kao dodatak gore pomenutim preprekama, čak i da nominalne nadnice očekivano opadnu u skladu sa smanjenom zaposlenošću, postoji prepreka na relaciji između nadnica i cena domaćih proizvoda. Usled nedovoljne konkurencije na tržištima roba u pojedinim deficitnim ekonomijama, cena domaćih proizvoda ne opada simultano sa nominalnim nadnicama. Uopšteno govoreći, EZ nije kreirana kao OCA. Radna snaga je, uglavnom, imobilna zbog, mahom, jezičkih i kulturalnih barijera, kao i personalnih i socijalnih troškova migracije. Međutim, članice EU su trgovinski otvorene i integrisane, a kapital mobilan. Uprkos činjenici da EZ nije kreirana kao OCA *ex ante*, postoje indicije da se kreće u tom pravcu *ex post* (Rose, 2008; Furrutter, 2012).

## ZAKLJUČAK

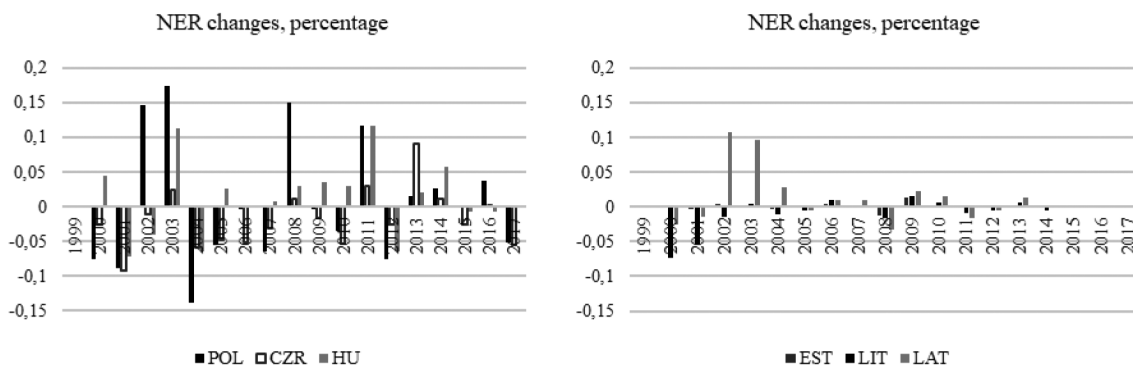
U radu se naglašavaju krucijalni izazovi na monetarnom putu emergentnih zemalja EU ka evro zoni (EZ). Progres ka monetarnoj uniji se posmatra kroz tri faze, počevši od faze pristupanja EU, potom faze pre pristupanja EZ, i konačno, participiranje u EZ na kraju procesa monetarne konvergencije. Emergentne evropske ekonomije (EEE) su prihvatale različite monetarne i strategije deviznog kursa, ali



Napomene: 1-Poljska, 2-Češka Republika, 3-Mađarska, 4-Estonija, 5-Litvanija, 6-Letoniija. Godišnje vremenske serije tekućeg bilansa (*current account balance*) i štedno/investicionog jaza (*saving/investment gap*) preuzete su iz IMF International Financial Statistics i WB World Development Indicators.

**Slika 3** Štedno/investicioni jaz i eksterna neravnoteža (tekući bilans kao % BDP) odabranih emergentnih zemalja EU, u periodu 2000-2018.

Izvor: Autori



Napomena: POL – Poljska, CZR – Češka Republika, HU – Mađarska, EST – Estonija, LIT – Litvanija, LAT – Letoniija. Godišnje serije nominalnog deviznog kursa (NER, domaća valuta u odnosu na evro, kraj perioda) preuzete su iz IMF's International Financial Statistics.

**Slika 4** Varijacije nominalnog deviznog kursa (NER *changes, percentage*) u odabranim emergentnim zemljama EU sa fleksibilnim režimima (levo) i fiksnim režimima (desno), u periodu 1999-2017.

Izvor: Autori

se fundamentalno izdvajaju dva različita monetarna pristupa. Jedan monetarni okvir podrazumeva targetiranje kursa kao monetarnog režima u kom kurs služi kao nominalno sidro, dok monetarna politika nije autonomna. U drugom monetarnom okviru se kombinuju inflaciono targetiranje (IT) sa fleksibilnim kursom. Dati okvir implicira da je kurs apsorber šokova, dok je monetarna politika slobodna za kontraciklično delovanje. Nezavisno od inicijalno implementiranog monetarnog okvira, EEE su nakon pristupanja EU, pre ili kasnije, u obavezi da participiraju u ERM II, target zoni sa ograničenom monetarnom autonomijom.

Postavljena hipoteza je ispitana na primeru dve grupe zemalja. Poljska, Češka Republika i Mađarska su članice EU u drugoj fazi monetarne konvergencije, koje oklevaju u vezi sa pristupanjem ERM II. Sužena monetarna fleksibilnost, svakako, je ključni razlog, imajući u vidu da su pomenute zemlje beležile bolje performanse pri udaru krize. Analizom ključnih makroekonomskih indikatora pomenutih zemalja, potvrđeno je da zemlje sa fleksibilnim režimima, generalno, beleže povoljnije performanse imajući u vidu interne i eksterne disbalanse u situaciji kada kurs apsorbuje eksterne šokove. Nasuprot tome, potvrđeno je da su Baltičke zemlje, kao primer emergentnih zemalja EU koje su pratile suprotnu monetarnu putanju, beležile dublje makroekonomske disbalanse, kao i oštrije interno i eksterno prilagođavanje u post-kriznom periodu. Monetarna autonomija ovih zemalja je, svakako, limitirana jer su u pitanju male i otvorene ekonomije u kojima koristi prihvatanja evra dominiraju. S druge strane, Poljska, Češka Republika i Mađarska (kao i druge EEE koje su pratile njihovu monetarnu putanju ka EU i EZ), značajno gube u smislu monetarnog suvereniteta, dok inherentne slabosti EZ još više komplikuju donošenje odluke o pristupanju ERM II i EZ.

Shodno tome, kreatori integracione politike zemalja na putu ka EU i EZ trebaju imati na umu značajnu ekonomsku žrtvu produblivanja monetarne integracije i potrebu pripremljenosti za funkcionisanje unutar rigidnog monetarnog okvira. Imperativ produblivanja monetarne integrisanosti sa zemljama EZ predstavlja održiva nominalna i

realna konvergencija zemalja članica. Bez obzira na zajednički monetarni okvir u trećoj fazi monetarne konvergencije, eksterna pozicija i prilagođavanje još uvek zavisi od individualnih makroekonomskih performansi članica EZ, kao i disciplinovanog korišćenja preostalih instrumenata ekonomske politike.

Uprkos identifikaciji generalnog okvira i naznaka u vezi sa predmetom istraživanja, buduća istraživanja bi trebalo usmeriti u pravcu analize pojedinačnih zemalja u izboru režima deviznog kursa i monetarne politike u razmatranim etapama monetarne konvergencije. Različite ekonometrijske tehnike, počev od VAR i VEC modela u okvirima analize vremenskih serija do nestacionarnih heterogenih panela, poželjno je primeniti u cilju daljeg rasvetljavanja izbora kreatora ekonomske politike individualnih emergentnih zemalja EU na putu ka EZ.

## REFERENCE

- Adahl, M. (2000). *Accession countries' choice of exchange rate system in preparation for EMU*. Retrieved March 05, 2019, from [http://www.riksbank.se/upload/Dokument\\_riksbank/Kat\\_publicerat/Artiklar\\_PV/er00\\_4\\_artikel3.pdf](http://www.riksbank.se/upload/Dokument_riksbank/Kat_publicerat/Artiklar_PV/er00_4_artikel3.pdf)
- Amerini, G. (2003). Exchange rates in the candidate countries. *Statistics in focus, Economy and finance, Theme (2)* - 39. Retrieved March 05, 2019, from <http://edz.bib.uni-mannheim.de/www-edz/pdf/statinf/03/KS-NJ-03-039-EN-N-EN.pdf>
- Bakker, B. B. (2017, March). *Exchange rate regimes in emerging Europe*. Paper presented at the 5<sup>th</sup> Regional Meeting of Governors, Umag.
- Backe, P., & Thimann, C. (2004). The acceding countries' strategies towards ERM II and the adoption of the Euro: An analytical review. *ECB Occasional Paper 10*.
- Beker Pucar, E., & Srdić, S. (2018). Vulnerability of emerging Europe in external adjustment and financing mechanisms. *RECEO*, 49(3), 93-121.
- Belhocine, N., Crivelli, E., Geng, N., Scutaru, T., Wiegand, J., & Zhan, Z. (2016). Taking stock of monetary and exchange rate regimes in emerging Europe. *IMF European department paper*.

- Begg, D., Eichengreen, B., Halpern, L., Hagen, J., & Wyplosz, C. (2003). Sustainable regimes of capital movements in accession countries. *CEPR Policy Paper 10*.
- Bofinger, P. (2004). Exchange rate policies and institutional arrangements in the transition process to European Monetary Union. *EUI Working Paper RSCAS 2004/17*.
- Čorić, T., & Deskar-Škrbić, M. (2017). Croatian path towards the ERM2: why, when and what can we learn from our peers? *Ekonomski prehled*, 68(6), 611-637.
- De Grauwe, P., & Schnabl, G. (2004). Exchange rate regimes and macroeconomic stability in Central and Eastern Europe. *CESifo Working Paper 1182*.
- Eijffinger, S. C. W. (2003). *Accession countries and ERM II*. Briefing paper on "The conduct of monetary policy and an evaluation of the economic situation in Europe - 3rd quarter 2003 (August 2003)" for the European Parliament. Retrieved March 05, 2019, from <http://www.europarl.europa.eu/comparl/econ/pdf/emu/speeches/20030910/eijffinger.pdf>
- European Commission. (1998). *Composite paper 1998*. Retrieved March 05, 2019, from [http://ec.europa.eu/enlargement/archives/pdf/key\\_documents/1998/composite\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/enlargement/archives/pdf/key_documents/1998/composite_en.pdf)
- Fahrholz, C. (2003). Strategic exchange-rate policy of accession countries in ERM II. *Ezoneplus Working Paper 14*. Retrieved March 05, 2019, from [http://www.ezoneplus.org/archiv/ezoneplus\\_wp\\_fourteen.pdf](http://www.ezoneplus.org/archiv/ezoneplus_wp_fourteen.pdf)
- Frenkel, J. A. (1999). No single currency regime is right for all countries and at all times. *NBER Working Paper 7338*.
- Frommel, M. (2006). Volatility regimes in Central and Eastern European countries' exchange rates. *Hannover Economic Papers (HEP) dp-333*, Leibniz Universität Hannover, Wirtschaftswissenschaftliche Fakultät.
- Furrutter, M. (2012). The Eurozone: The optimal currency area? *IFIER papers 02/2012*.
- Gibson, H. D., & Palivos, T. (2013). The crisis in the euro-area: An analytic overview. *Special Conference Paper 28*.
- Herrmann, S., & Jochem, A. (2013). Current account adjustment in EU countries: Does Euro-area membership make a difference? *Discussion Paper 49/2013*, Deutsche Bundesbank.
- International Monetary Fund. (2015). *Central and Eastern Europe: New member states (NMS) policy forum - Selected issues*. Retrieved March 05, 2019, from <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2015/cr1598.pdf>
- International Monetary Fund. (2017). *Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions*. Retrieved March 05, 2019, from <https://www.imf.org/en/Publications/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions/Issues/2018/08/10/Annual-Report-on-Exchange-Arrangements-and-Exchange-Restrictions-2017-44930>
- Mundell, R. A. (1961). A Theory of optimum currency areas. *The American Economic Review*, 51(4), 657-665.
- Issing, O. (2003). *Considerations on monetary policy strategies for accession countries*. Retrieved March 05, 2019, from <http://www.ecb.int/press/key/date/2003/html/sp030228.en.html>
- Josifidis, K., Allegret, J-P., & Beker Pucar, E. (2011). Inflation targeting and exchange rate regimes in Serbia and selected transition economies. *Eastern European Economics*, 49(4), 88-105. doi.org/10.2753/EEE0012-8775490405
- Josifidis, K., Allegret, J-P., & Beker Pucar, E. (2014). Adjustment mechanisms and exchange rate regimes in 2004 new EU members during the financial crisis. *Post-Communist Economics*, 25(1), 1-17. doi.org/10.1080/14631377.2013.756614
- Kang, J-S., & Shambaugh, J-C. (2014). Progress towards external adjustment in the euro area periphery and the Baltics. *Working Paper 14/131*, International Monetary Fund.
- Nerlich, C. (2002, April). *Exchange rate strategies of EU accession countries: Does exchange rate policy matter?* Paper presented at the KOBE Research Seminar on Regional economic, financial and monetary co-operation: the European and Asian experience, Frankfurt.
- Orlowski, L. T. (2005). *Monetary policy adjustments on the final passage towards the euro*. Center for Social and Economic Research, Warsaw. Retrieved March 05, 2019, from [http://www.case-research.eu/upload/publikacja\\_plik/4830919\\_sa294ok.pdf](http://www.case-research.eu/upload/publikacja_plik/4830919_sa294ok.pdf)
- Palankai, T. (2015). The introduction of the euro and Central Europe. *Economics and Sociology*, 8(2), 51-69. doi:10.14254/2071-789X.2015/8-2/5
- Polanski, Z. (2004). *Poland and the Euro zone enlargement: Monetary policy, ERM II, and other issues*. Retrieved March 05, 2019, from <http://www.defi-univ.org/IMG/pdf/23.pdf>

- Rose, A. K. (2008). *Is EMU becoming an optimum currency area? The evidence on trade and business cycle synchronization*. Retrieved March 05, 2019, from <http://faculty.haas.berkeley.edu/arose/emumetaecb.pdf>
- Stavarek, D. (2004). *ERM II: Potential source of instability in the new EU-member countries*. Retrieved March 05, 2019, from [http://www-1.mtk.ut.ee/varska/2004/2\\_Rahapol\\_Finturud/Stavarek.pdf](http://www-1.mtk.ut.ee/varska/2004/2_Rahapol_Finturud/Stavarek.pdf)
- Schadler, S., Drummond, P., Kuijs, L., Murgasova, Z., & van Elkan, R. (2005). Adopting the Euro in Central Europe - Challenges of the next step in european integration. *IMF Occasional Paper* 234.
- Wood, R. (2014). Eurozone macroeconomic framework: Reducing internal and external imbalances. *MPRA Paper* 53569.

Primljeno 6. marta 2019,  
nakon revizije,  
prihvaćeno za publikovanje 17. aprila 2019.  
Elektronska verzija objavljena 25. aprila 2019.

**Emilija Beker Pucar** je vanredni profesor na Ekonomskom fakultetu u Subotici, Univerziteta u Novom Sadu, gde je doktorirala iz naučne oblasti Opšta ekonomska teorija i politika. Izvodi nastavu iz predmeta Međunarodna ekonomija, Međunarodne finansije, Makrometrija, Međunarodna makroekonomija na osnovnim, master i doktorskim akademskim studijama. Ključne oblasti naučno-istraživačkog interesovanja su ekonomske politike, sa fokusom na monetarnu politiku i režime deviznog kursa.

**Olgica Glavaški** je docent na Ekonomskom fakultetu u Subotici Univerziteta u Novom Sadu. Doktorirala je na Ekonomskom fakultetu Univerziteta u Beogradu, iz naučne oblasti Ekonomija. Izvodi nastavu iz predmeta Makroekonomija EU, Ekonomija javnog sektora, Makrometrija, Politička ekonomija evropskih integracija na osnovnim, master i doktorskim akademskim studijama. Ključne oblasti naučno-istraživačkog interesovanja su ekonomske politike, sa fokusom na fiskalnu politiku i održivost javne potrošnje.

## MONETARY STAGES AND FRAMEWORKS OF EMERGING EU MEMBERS

Emilija Beker Pucar and Olgica Glavaski

*Faculty of Economics in Subotica, University of Novi Sad, Novi Sad, The Republic of Serbia*

The paper reviews the monetary stages and frameworks towards the eurozone (EZ) for emerging EU members. At the first pre-EU stage, three monetary frameworks were identified, whereas at the second pre-EZ stage, the emerging EU members combined ER targeting with the rigid/fixed exchange rate regimes (ERRs), on the one hand, and inflation targeting (IT) with the ERM II, on the other. The last stage of monetary convergence assumes monetary nonautonomy within the monetary union as a rigid ERR, where the ER and monetary policies are sacrificed as countercyclical instruments. Countries with rigid ERRs are more prone to macroeconomic overheating, performing worse under a crisis impact compared to the floaters. The difficulties to maintain stability under a rigid ER environment, such as the monetary union, as well as the inherent vulnerabilities of the EZ, are crucial for the delayed entry of some EU members into the ERM II.

**Keywords:** eurozone, exchange rate mechanism, monetary convergence, adjustment mechanisms, monetary and exchange rate regimes

JEL Classification: E52, F15, F45