



4. ZAGREBAČKI EKONOMSKI FORUM 2012.

EURO U HRVATSKOJ:
KADA? I ŠTO RADITI DO TADA?

ISKUSTVO SLOVENIJE S EUROM
I IMPLIKACIJE ZA HRVATSKU

RASPRAVA

© Friedrich Ebert Stiftung 2012.

Izdavač:
Zaklada Friedrich Ebert, www.fes.hr

Za izdavača:
dr. sc. Dietmar Dirmoser

Urednik:
dr. sc. Nenad Zakošek

Grafička priprema:
Vesna Ibrišimović

Tisak:
KRINEN d.o.o. Zagreb

Tiskano u 300 primjeraka.

CIP zapis dostupan u računalnome katalogu
Nacionalne i sveučilišne knjižnice u Zagrebu pod brojem 817329
ISBN 978-953-7043-38-4



4. ZAGREBAČKI EKONOMSKI FORUM 2012.

EURO U HRVATSKOJ: KADA? I ŠTO RADITI DO TADA?	5
ISKUSTVO SLOVENIJE S EUROM I IMPLIKACIJE ZA HRVATSKU	25
RASPRAVA	49

**FRIEDRICH
EBERT
STIFTUNG**

EURO U HRVATSKOJ: KADA? I ŠTO RADITI DO TADA?¹

Velimir Šonje²

¹ Ovaj se rad nadovezuje na moj tekst koji je pod nazivom „Prije i poslije ulaska u EU: makroekonomski okvir kao pokretna meta” predstavljen na konferenciji Centra Miko Tripalo u prosincu 2011. i na Ekonomskoj konferenciji ZSEM-a u svibnju 2012.

² Arhivanalitika i Zagrebačka škola ekonomije i menadžmenta, vsonje@arhivanalitika.hr.

SAŽETAK

Vođenje makroekonomske politike kao da je zemlja članica eurozone znači rukovođenje razumnim načelima – jasne ciljeve i lakši odabir instrumenata, bez obzira hoće li i kada zemlja stvarno uvesti euro i u kojem će obliku eurozona opstati. Drugim riječima, u odabiru između pristupa Velike Britanije i Švedske (koji donekle pokušava slijediti Češka), koji se može ilustrirati metaforom „wait and see“, naspram pristupa „dobrih đaka“, koji su koristile druge male i otvorene ekonomije eurozone, valja se prikloniti drugom pristupu, bez obzira koliko to izgledalo teško u kriznim okolnostima.

Kada je riječ o politici tečaja za sljedećih nekoliko godina – tj. za razdoblje u kojemu ćemo sigurno koristiti vlastitu valutu – aktualni tečajni režim može imati smisla ako se dopuste šire fluktuacije tečaja od dosadašnjih (+/- 4,2% oko središnjice koja je na 7,42 kn za euro, ako se tečaj mjeri od siječnja 2000). Ako se procijeni da šire fluktuacije nisu moguće, tečaj treba fiksirati. Međutim, pri tome treba biti svjestan da, bez obzira govori li se o običnom fiksiranju ili fiksiranju uz prijelaz u režim valutnoga odbora, fiksiranje prije prihvaćanja eura teško može biti vjerodostojno. Pitanje je koliko će javnost povjerovati u nepovratnost takvog rješenja. Do prihvaćanja eura proći će još dosta godina i u tom razdoblju ekonomija može biti uspješna ili neuspješna – produktivnost može rasti brže ili sporije od produktivnosti u okruženju. Kakav god bio ishod, to znači da će s prolaskom vremena rasti pritisci za promjenu centralnog pariteta prije definitivnog prihvaćanja eura.

UVOD

Ulazak u EU otvara dva bitna pitanja u pogledu monetarne odnosno tečajne politike u Hrvatskoj: *Kada kunu zamijeniti eurom? I što raditi do tada?*

Neizvjesna vremenska perspektiva predstavlja velik problem u traženju odgovora na ta pitanja. Dodatni je problem što odgovor na pitanje o tome kada kunu zamijeniti eurom ne zavisi samo o Hrvatskoj. Odgovor se nalazi pod utjecajem razvoja krize u eurozoni, te evolucije pravila i kriterija za ulazak kao i, eventualno, za budući izlazak iz monetarne unije.

Zbog toga se ova tema može podijeliti na dvije jednako važne podteme:

- Što činiti da kunu što prije zamijenimo eurom i isplati li se Hrvatskoj težiti što bržoj zamjeni kune eurom?
- Bez obzira kada ćemo kunu moći / htjeti zamijeniti eurom, kakvu tečajnu politiku voditi u međuvremenu?

Drugo je pitanje važno, jer i u teoretski najbržoj varijanti zamjene kune eurom (2016), čija je vjerojatnost minimalna, pred nama stoji dugo razdoblje s vlastitom valutom. U njemu možemo birati između četiri moguća tečajna režima: (1) postojećeg (prljavi upravljani tečaj koji blago fluktuiraju unutar neobjavljenog intervala), (2) upravljani tečaj unutar objavljenog fiksnog intervala, (3) fiksni tečaj ili valutni odbor, sa ili bez devalvacije prije fiksiranja, (4) tečajni režim koji bi omogućio šire fluktuacije tečaja, osobito u smjeru deprecijacije, sa ili bez unaprijed objavljenog intervala.

U prvom dijelu rada raspravlja se o prvom pitanju – što činiti da kunu što prije zamijenimo eurom i može li se Hrvatskoj ta težnja isplatiti. U drugom se dijelu raspravlja o drugom pitanju; definira se konceptualni okvir za razmatranje tečajne politike, bez ambicije da se pruži konačan stav o tom pitanju. Jedina je ambicija ovoga rada poslužiti kao okvir za raspravu.

1. KUNA NASPRAM EURA: ISPLATI LI SE TEŽITI ŠTO BRŽOJ ZAMJENI?

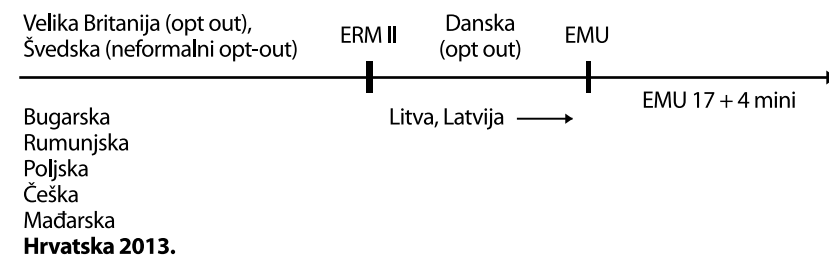
Iz teksta Europskoga ugovora jasno proizlazi da se od članica EU očekuje da zamijene nacionalnu valutu eurom. Rokovi zamjene nisu propisani. Propisani su samo kriteriji koje država mora ispuniti da bi prihvatila euro kao nacionalnu valutu. To su poznati *kriteriji iz Maastrichta* koji su dio Europskoga ugovora:

1. Deficit opće države ne smije prijeći 3% BDP-a.
2. Javni dug opće države ne smije prijeći 60% BDP-a.
3. Godišnja stopa inflacije ne smije prijeći 1,5 postotna boda iznad prosjeka tri zemlje s najnižom stopom inflacije.
4. Prinos na dugoročne državne obveznice ne smije prijeći 2 postotna boda iznad prosjeka tri zemlje s najnižim prinosima.
5. Nominalni tečaj ne smije iskakati izvan intervala određenog rasponom +/- 15% oko središnjeg pariteta nacionalne valute prema euru u razdoblju od najmanje dvije godine, što znači da država mora najmanje toliko biti članica Europskog tečajnog mehanizma (tzv. ERM II).

U trenutku pisanja ovoga rada EMU ima 17 članica (i četiri mini-države koje ni ranije nisu imale vlastitu valutu – San Marino, Monako, Andora i Lihtenštajn).

U odnosu na početni sastav eurozone od 11 članica (bez mini-država), broj država korisnica eura narastao je za 6. Prvo je bilo proširenje za Grčku 2001, zatim za Sloveniju 2007, Cipar i Maltu 2008, Slovačku 2009, i naposljetku za Estoniju 2011. U Europskom tečajnom mehanizmu ERM II nalaze se i Litva i Latvija koje se nadaju uskoro uvesti euro, te Danska koja je fiksirala centralni paritet krune prema euru i čija centralna banka ne dopušta fluktuacije tečaja izvan uskoga intervala od +/- 2,25%. Danska u svojem pristupnom ugovoru ima ugrađenu tzv. *opt-out klauzulu* koja jamči izuzeće od obaveze prihvaćanja eura, što znači da zauvijek može ostati u predvorju Eurozone – ERM II. Istu klauzulu ima Velika Britanija koja je izvan ERM II. Švedska nema formalnu *opt-out klauzulu*, ali se prešutno tolerira njezina politička nevoljkost da zamijeni krunu eurom. Za sve druge zemlje na slici podrazumijeva se da će prije ili kasnije zamijeniti svoje nacionalne valute eurom.

Slika 1. Pozicije pojedinih zemalja u odnosu na EMU



Već je iz ovoga letimičnog pregleda jasno da se euro ne prihvaća automatizmom. Možemo razlikovati pet *atipičnih situacija* u odnosu na striktnu interpretaciju slova Europskoga ugovora:

1. Formalno prihvaćanje činjenice da država nikada ne mora prihvatiti euro ako to ne želi (Velika Britanija, Danska)
2. Neformalno prihvaćanje činjenice da država ne mora prihvatiti euro ako to ne želi (Švedska)
3. Ostanak u monetarnoj uniji zemlje koja ne udovoljava kriterijima iz Maastrichta (najveći dio današnjih članica – slučaj Grčke pokazuje da je gotovo nemoguće „ispasti“ iz eurozone)
4. Neformalno odbijanje pristupanja ERM II državi koja bi željela ući u Europski tečajni mehanizam (Bugarska)
5. Toleriranje situacije u kojoj država članica EU dugo ne pokazuje težnju aplicirati za ulazak u ERM II iako bi po makroekonomskim parametrima to mogla učiniti (Češka)³.

Posebno su zanimljive atipične situacije 3, 4 i 5.

U pogledu situacije br. 5. (nazovimo ju Češkim slučajem), nejasno je može li neka od članica EU koje još nisu ušle u ERM II postati nova Švedska – država s prešutnom *opt-out klauzulom* da nikada ne mora prihvatiti euro. Puno je vjerojatnije političko taktiziranje zemlje koja bi odlučila dugo ostati izvan eurozone – povremeno neispunjenje nekoga od kriterija, čime se ispunjavaju formalni uvjeti za odgodu pristupanja. Trenutno ne postoji niti jedan razlog zbog kojeg takva situacija ne bi mogla potrajati dugi niz godina, pa i desetljeća.

U pogledu situacije br. 4., nejasno je koliko se dugo zemlja mora dokazivati poštivanjem Maastrichtskih i drugih kriterija da bi ušla u ERM II. Izuzev općih odredbi iz članka 140. Europskoga ugovora, ne postoji dokument koji precizno regulira ova pitanja. Odluka o ulasku neke zemlje u ERM II u velikoj mjeri leži u diskrecijskoj domeni Europskoga vijeća, uz veliki upliv tehničke pripreme odluke od strane Europske komisije. Ta je činjenica osobito kontroverzna s obzirom na to da većinu u Europskom vijeću čine predsjednici država ili vlada od kojih većina zastupa države koje koriste euro, ali trenutno ne poštuju kriterije iz Maastrichta (atipična situacija br. 3).

Takva situacija djeluje prilično konfuzno i poziva na oprez. Taj oprez bi se na političkoj razini mogao operacionalizirati kroz strategiju *EU da, ali EMU ne*. To je britansko-švedska strategija koju u novije doba slijedi i Češka⁴, a čiji se iskaz povremeno može čuti i iz usta naših političara.

Međutim, ta je strategija problematična jer će se mnoge promjene, primarno nastale zbog rješavanja krize u EMU, odnositi i na članice EU koje nisu u EMU, pa tako i na Hrvatsku, gdje domaća valuta igra puno manje važnu ulogu nego u Velikoj Britaniji, Švedskoj ili Češkoj. Zbog toga je realan sadržaj strategije *EU da, ali EMU ne*, upitan u zemlji poput

³ Ovdje ne ubrajamo Mađarsku, Rumunjsku i Poljsku s obzirom da te države ne ispunjavaju kriterije iz Maastrichta od trenutka kada su postale članicama EU.

⁴ Dansku ne možemo ubrojiti u tu skupinu jer ima de facto fiksni tečaj koji ograničava autonomiju njene monetarne politike.

Hrvatske u kojoj ekonomski subjekti izbjegavaju koristiti vlastitu valutu kao sredstvo štednje. Postavlja se pitanje što takva zemlja može dobiti na dugi rok strategijom *EU da, ali EMU ne*.⁵ Iako u svjetlu aktualnog trenutka takva strategija može izgledati politički mudra, njene su dugoročne koristi blago rečeno upitne.

Čak i ako bismo se u Hrvatskoj zanimali idejom da nam se isplati slijediti britansko-švedski put koji pokušava imitirati i Češka, nikako ne treba smetnuti s uma političku činjenicu da je monetarna unija izriekom krajnji cilj europske integracije. Neke od ključnih odredbi Europskoga ugovora koje govore u prilog tome su:

1. Članak 119. propisuje usku suradnju zemalja članica u donošenju ekonomskih politika uz poštivanje načela konkurencije na slobodnom tržištu radi postizanja stabilnih cijena, zdravih javnih financija i stabilnog monetarnog sustava, te radi postizanja održive bilance plaćanja. Izriekom se spominju stabilnost tečajeva i zajednička valuta kao instrumenti koordinacije ekonomskih politika, a iz teksta je jasno da se radi o cjelovitim institucionalnim pravilima koja vrijede ili bi trebala vrijediti za sve članice EU.
2. Članak 121. postavlja koordinaciju ekonomske politike u ruke Europskoga vijeća koje, prema preporuci Europske komisije, oblikuje smjernice ekonomske politike zemalja članica EU.⁶
3. Članak 126. govori o izbjegavanju pretjeranih fiskalnih deficita i daje mandat Europskoj komisiji da nadzire stanja proračuna i javni dug, ne bi li identificirala moguće velike pogreške u vođenju ekonomske politike zemalja članica. Članak uređuje različite mogućnosti utjecanja na nacionalne vlasti, što uključuje i mogućnosti za izdavanje subpoena i kazni.⁷
4. Članak 136. sadrži opću odredbu o tome da se za zemlje koje prihvate euro kao zajedničku valutu predviđa uža koordinacija i nadzor, dok članak 139. za članice koje još ne udovoljavaju uvjetima za prihvaćanje eura isključuje primjenu dijela članka 121. i prisilne mjere iz članka 126. U svakom slučaju, odredbe o koordinaciji ekonomskih politika odnose se na članice EU, a ne samo na države koje koriste euro, dok se glavna razlika između članica i nečlanica odnosi na mogućnosti kažnjavanja.
5. Članak 140. govori o tome da će najmanje jednom svake dvije godine Europska komisija provesti analizu stanja u članici EU koja još nije prihvatila euro (tzv. zemlje s derogacijom), i to s posebnom pažnjom u odnosu na stopu inflacije, održivost fiskalne pozicije, tečajne fluktuacije i utjecaje na dugoročne kamatne stope. Kada se procijeni da su ovi kriteriji zadovoljavajući, fiksira se tečaj zamjene valuta.

⁵ Češka (kao i Švedska i Velika Britanija) ima afirmiranu domaću valutu ne samo kao sredstvo štednje u bankama, nego i kao valutu denominacije javnog duga. U Hrvatskoj to nije slučaj.

⁶ Europska komisija izrađuje Načelne smjernice za vođenje ekonomske politike (eng. Broad Economic Policy Guidelines). Same Smjernice nisu obvezujući dokument, no koordinacija ekonomskih politika jest obvezna, pa Smjernice kroz koordinacijski proces dobivaju de facto obvezujući karakter.

⁷ Čl. 126. predstavlja podlogu Pakta o stabilnosti i rastu odnosno Procedure za rješavanje pretjeranog deficita. Ako Komisija utvrdi nepoštivanje fiskalnih kriterija, pripremit će izvještaj u kojemu će posebnu pažnju obratiti na odnos državnih investicija i deficita, vodeći računa o srednjoročnoj proračunskoj i ekonomskoj poziciji zemlje članice. ECOFIN će formirati stav o izvješću Komisije. Vijeće će na temelju izvještaja i mišljenja same zemlje odlučiti je li došlo do prevelikog deficita. U tom slučaju izdat će preporuke zemlji koje neće biti javne. Tek ako ne dođe do korekcije, one će se učiniti javnim. U slučaju ponavljanja problema Vijeće će izdati subpoenu (eng. „give notice“) s konkretnim mjerama i rokovima koje treba poduzeti i koje će biti obvezujuće za zemlju članicu. Za taj period nepoštivanja Vijeću stoje na raspolaganju četiri mjere: (a) prisilna objava informacija prije izdavanja državnih obveznica, (b) promjena kreditne politike EIB-a prema zemlji članici, (c) uplata blokiranog depozita, (d) plaćanje kazne. Europski ugovor eksplicitno spominje i održivost pozicija bilanci plaćanja, ali ne definira taj pojam. Ipak, omogućava korištenje sredstava Europske komisije radi financiranja programa prilagodbi eksternih pozicija zemlje. Prema članku 143. ta su sredstva stavljena na raspolaganje i zemljama koje nisu članice EMU.

To što neki dijelovi Ugovora ne vrijede za zemlje poput Velike Britanije i Švedske pokazuje da u praksi odavna postoji „Europa dviju brzina“. U Europu većih brzina uskočile su Slovenija, Slovačka i Estonija, pa odgovor na pitanje koja je strategija primjenjena za Hrvatsku – britansko-švedsko-češki spori put ili slovensko-slovačka-estonska viša brzina – treba sagledati i u tom kontekstu.

Imamo li na umu i položaj Litve i Latvije na slici 1 te ulazak Estonije u eurozonu, vidi se da su baltičke zemlje kao i Slovenija, Slovačka, Cipar i Malta prije njih vrlo rano odabrale strategiju „dobrih đaka“: učiniti sve što je moguće ne bi li se što prije ostvario prioritetni strateški cilj – ulazak u eurozonu. Bugarska ih za sada neuspješno pokušava slijediti. Iako aktualna kriza ovu strategiju čini manje atraktivnom nego pred nekoliko godina, nije jasno jesu li gore spomenute zemlje išta izgubile ranim prihvaćanjem eura odnosno težnjom njegovom brzom prihvaćanju. Naprotiv, u kritičnim razdobljima krize (kraj 2008. – prvi dio 2009) stjecao se dojam da je članstvo u eurozoni ublažavalo snagu vanjskih šokova – smanjivalo opasnost od bijega kapitala zbog većeg stupnja vjerodostojnosti ekonomske politike i stabilne vrijednosti valute. Tečaj svojim kolebanjima nije stvarao dodatnu nervozu i poticao odljev kapitala u dvjema članicama EU koje nisu imale euro – Rumunjskoj i Mađarskoj. Točno je da taj efekt nije bio izražen u Poljskoj i Češkoj koje također još nisu uvele euro, no te su zemlje u trenutku početka krize imale puno bolje fundamentalne pokazatelje od Rumunjske i Mađarske.

Također ne treba izgubiti iz vida da strategija „dobroga đaka“ kroz izgradnju vjerodostojnosti (usklađenosti i jasne percepcije) ekonomskih politika može bitno pomoći ekonomskom napretku zemlje u fazi pripreme za prihvaćanje eura. Prema tome, u slovačko-slovenskom brzom pristupu treba tražiti dvije vrste koristi: kratkoročnu, zbog veće financijske stabilnosti, i dugoročnu, zbog jasne usmjerenosti i koordinacije ekonomskih politika.

S druge strane, ne treba izgubiti iz vida da brzi pristup eurozoni nije rješenje svih ekonomskih pitanja. O tome svjedoči relativni ekonomski uspjeh Slovačke i neuspjeh Slovenije u proteklih nekoliko godina. Razlika u pogledu dinamike BDP-a između Slovenije i Slovačke pojavila se iako su obje zemlje prihvatile euro. No ne treba smetnuti s uma da je i ta razlika relativna, jer je odnos stopa nezaposlenosti obratan: nezaposlenost je bitno niža u Sloveniji.

Britansko-švedsko-češki pristup, koji možemo nazvati „čekaj i promatraj“ (engl. „wait and see“), u današnjim se kriznim uvjetima čini mudrijim od strategije „dobrih đaka“. Dojam mudrosti čekanja rađa se zbog aktualne financijske nestabilnosti unutar eurozone koja povremeno prijete njezinim „raspadom“ odnosno izlaskom zemalja čije su makroekonomske performanse problematične. Nesporno je da strategija „čekaj i promatraj“ svakoj vladi olakšava politički život jer se izbjegava rasprava o odlukama kao što je izdavanje jamstava za europske fondove za stabilnost o kojima će biti više riječi u sljedećem poglavlju, no nije jasno zbog čega bi lakši politički život vlade bio u dugoročnom nacionalnom interesu. Slučaj bi, zapravo, mogao biti obrnut.

Prednosti i nedostaci dviju prikazanih strategija ne mogu se konačno vrednovati izvan konteksta institucionalnih promjena koje nastaju u odgovoru na ovu krizu. Da bismo ih ocijenili, potrebno je razumjeti institucionalne nedostatke u konstrukciji monetarne unije koji su uzrokovali krizu ili pogodovali njezinu širenju:

1. Euro je pokrenut iako je tek manjina članica udovoljavala kriterijima iz Maastrichta

Prema tzv. *Kohlovoj doktrini*, monetarna je unija doživljena kao instrument političkog ujedinjenja Europe. Ekonomska su pitanja smatrana pitanjima od drugorazredne važnosti u usporedbi s povijesnom i političkom važnošću činjenice da na tlu Europe nastaje monetarna unija. Zbog toga je samo 5 od 11 početnih članica EMU imalo javni dug manji od 60% BDP-a, koliko je propisano Europskim ugovorom (Luksemburg, Finska, Irska, Portugal i Francuska udovoljavale su uvjetima u trenutku nastanka eura). Italija i Belgija ušle su s javnim dugom većim od vrijednosti BDP-a, pa dvije godine kasnije (2001.) nije bilo čudno kada je i Grčka s omjerom javnog duga od oko 100% BDP-a postala članicom EMU.

2. Pogrešno se vjerovalo da će korekcijski mehanizam Pakta o stabilnosti i rastu pridonijeti korekciji fiskalnih pozicija visoko zaduženih zemalja

Pakt o stabilnosti i rastu odnosno Procedura pretjeranog deficita (EDP – engl. Excessive Deficit Procedure) kojom je detaljnije operacionaliziran Maastricht, jamčili su nastupanje korektivnih mehanizama u zemljama s neodrživim fiskalnim pozicijama. Korektivni su mehanizmi u krajnjoj liniji mogli poprimiti i oblik sankcija za države koje su opetovano izbjegavale korigirati svoje fiskalne pozicije (deficite). Međutim, sankcije je trebalo nametnuti Europsko vijeće posebnom odlukom. Kada su sankcije trebale biti izglasane Njemačkoj i Francuskoj 2004, to se nije dogodilo. Pukom političkom voljom, tj. odnosom snaga unutar Vijeća ministara, derogirana je moć temeljnih institucija fiskalne discipline. Bio je to zametak eksplozivne krize čiji se embrio vidio već u tome što je u razdoblju izrazito povoljnog poslovnog ciklusa prije krize (do 2008), omjer javnog duga i BDP-a znatnije smanjen samo u Belgiji i Nizozemskoj te Švedskoj koja je izvan eurozone i na koju se sankcije nisu niti mogle odnositi (HUB, 2010, 2011; Faulend i Šošić, 2011).

3. Implicitno se pretpostavljalo da u EMU nije moguća situacija u kojoj neka od vlada zemalja članica ne može podmiriti svoje obaveze

Iako je zbog upravo opisanog događaja iz sredine prošloga desetljeća bilo jasno da fiskalna pravila monetarne unije zapravo ne vrijede, iz nepoznatoga se razloga (možemo pretpostaviti da se radilo o slijepom optimizmu) pretpostavljalo kako se ne može dogoditi da neka od vlada zemalja članica monetarne unije ne može podmiriti svoje obaveze. Naime, ako prezadužena vlada kontrolira središnju banku, onda se (kolokvijalno) *tiskanjem novca* mogu namiriti vjerovnici. No, kako u EMU niti jedna nacionalna vlada ne kontrolira središnju banku, jedino „rješenje“ problema prezaduženosti države je restrukturiranje, reprogramiranje ili otpis javnoga duga prezadužene države. Međutim, od početka eskalacije grčke krize početkom 2010. europski su političari odbijali ovo rješenje, prihvativši ga (prilično nespremni) tek 21. srpnja 2011.⁸ Tako je izgubljeno dragocjenih godinu i pol dana u kritičnoj fazi rješavanja krize, a političarima je ozbiljno narušen kredibilitet.

4. Implicitno se pretpostavljalo da se svaka država mora i može sama pobrinuti za solventnost „svojega“ bankarskog sustava

Stabilizacija banaka uobičajeno se obavlja kroz dokapitalizacije od strane postojećih dioničara ili putem tržišta kapitala. Ako ti mehanizmi ne daju rezultata, banka ide u likvidaciju ili stečaj. Tek ako je prevelika, tj. sistemski važna (njena propast može proizvesti

⁸ Tada je postignut prvi sporazum o restrukturiranju grčkog duga koji je kasnije preinačen.

nesagledive društvene štete – engl. „too big to fail“), angažiraju se vladina sredstva u svrhu dokapitalizacije ne bi li banka nastavila poslovati. U Europi se pretpostavljalo da je briga za sistemski važne banke briga svake pojedine države. Neki su slučajevi pokazali da je takav stav opravdan: Austrija je vrlo uspješno intervenirala u „svojim“ bankama tzv. mekim dokapitalizacijama 2008. Francuska također. U Francuskoj se isto ponovilo 2011. s velikom bankom Dexia. I Velika Britanija je uspješno intervenirala održavajući državnim sredstvima na životu nekoliko banaka, među kojima i prije krize najveću europsku banku Royal Bank of Scotland.

Međutim, u toku ove krize pojavila su se četiri slučaja koja su pokazala da države možda neće moći održati na životu sistemski važne banke, čime se otvorila opasnost potpunog financijskog kolapsa neke države unutar monetarne unije. Četiri takva slučaja su:

1. država, tj. vlada nema fiskalni kapacitet za stabilizaciju bankovnog sustava zbog prezaduženosti (Grčka)
2. država, tj. vlada nema fiskalni kapacitet za stabilizaciju bankovnog sustava jer su bilance banaka toliko narasle da bi njihovo spašavanje ugrozilo inače razmjerno solidnu fiskalnu poziciju (Island, Irska, Cipar)
3. odnos veličine problematičnih banaka i fiskalnog kapaciteta države je takav da ne ukazuje izravno na nemogućnost vlade da spasi sistemski važne banke, no problem je dovoljno velik da je proces spašavanja izložen velikim političkim rizicima vezano uz donošenje odluka o angažiranju sredstava poreznih obveznika u dokapitalizaciji (npr. Slovenija – NLB; Austrija – Hypo)
4. treba spašavati sistemski važnu paneuropsku banku čije su operacije značajne za veći broj zemalja, koje moraju koordinirati svoje političke akcije spašavanja (slučaj važnosti banke Fortis za zemlje Beneluxa, čije su vlade morale koordinirano djelovati u akciji spašavanja).

Tako je eurozona u vrlo kratkom roku morala pronaći rješenje koje će istovremeno ojačati vjerodostojnost fiskalnih pravila, omogućiti restrukturiranje duga očito prezaduženih država i stvoriti financijski okvir za stabilizaciju bankarskih sektora u zemljama čiji je fiskalni i/ili politički kapacitet za takve poteze iscrpljen (jedan od četiri gornja slučaja).

U nastavku se kratko prikazuju obrisi novih rješenja koji su dogovarani 2010-2011. Svrha sljedećega prikaza nije iscrpnost u detaljima, nego sveobuhvatan opis novosti u institucionalnim aranžmanima i njihove međusobne veze na tri ključna područja institucionalnih reformi.

1. Vjerodostojnost fiskalnih pravila

Paket sastavljen od pet uredbi, jedne direktive i jednog međunarodnog sporazuma (Fiskalni pakt), koji je načelno dogovoren još na proljeće 2011, a implementiran u studenome iste godine (popularno nazvan *Six Pack*), odnosno u veljači 2012. (Fiskalni pakt), ide za jačanjem fiskalnih pravila kroz:

1. uvođenje automatizma sankcija za fiskalno neuredne države, ne bi li se izbjeglo političko arbitriranje kao u slučaju Njemačke i Francuske 2004. (što se odnosi samo na članice monetarne unije)
2. uvođenje sankcija za lažiranje fiskalnih statistika (samo za članice monetarne unije)

3. jačanje ovlasti Eurostata u nadzoru fiskalnih statistika
4. propisivanje kraćih rokova objavljivanja fiskalnih podataka (s maksimalno mjesečnim vremenskim pomakom za središnju državu i kvartalnim za lokalnu državu)
5. donošenje dugoročnih numeričkih fiskalnih pravila, posebno za svaku zemlju s ciljem dugoročnog postizanja kriterija iz Maastrichta, pri čemu će se kreatori politike u zemljama članicama prvenstveno rukovoditi kriterijem strukturnog deficita (Fiskalni pakt su prihvatile sve zemlje osim Velike Britanije i Češke)
6. uvođenje *Europskog semestra* – razdoblja u prvoj polovici kalendarske godine kada se provodi pojačana koordinacija namjeranih ekonomskih i fiskalnih politika među zemljama članicama i između zemalja članica i Europske komisije⁹
7. uvođenje načela da se izvanredni prihodi moraju koristiti za smanjenje javnog duga a ne za povećanje rashoda.

Iz ovoga se letimičnog pregleda vidi da institucionalne reforme zahvaćaju gotovo sve članice EU, a ne samo članice monetarne unije. Čak i vrlo različite države, kako one koje još ne koriste euro, npr. Danska, Švedska i Poljska, tako i Litva i Latvija koje su mu kao članice ERM II malo bliže, pronalaze interesa da prihvate nova pravila Fiskalnoga pakta.

Međutim, nova se pravila ne ograničavaju samo na fiskalnu koordinaciju, već zahvaćaju koordinaciju ukupne ekonomske politike. Ova činjenica posebno dolazi do izražaja u Uredbi 1176/2011, koja propisuje praćenje sustava indikatora unutarnjih i vanjskih makroekonomskih neravnoteža (slika 2). Prema ovom propisu iz studenoga 2011, Europska će komisija pratiti složeni skup pokazatelja, u koju svrhu može u zemlju poslati nadzorne misije (nalik MMF-ovima), i u slučaju detekcije odstupanja od željenih vrijednosti zemlja članica će izrađivati korektivne akcijske planove čija će se provedba zajednički strogo nadzirati.¹⁰ Kao što pokazuje slika 2, jedina razlika između članica monetarne unije i članica EU koje nisu u njoj jest u kritičnim vrijednostima indikatora koji nisu toliko strogi za članice EU koje nisu prihvatile euro.

Slika 2. Uredba EU br. 1176/2011 od 16.11.2011. o prevenciji i korekciji makroekonomskih neravnoteža

TABLICA 5 POKAZATELJIMA	Članice EU i EMU		Članice EU ne i EMU	
	min	max	min	max
Unutarnje neravnoteže				
Javni dug				
Privatni dug				
Tržišna imovina				
- nekretnine				
Krediti privatnom sektoru				
Nezaposlenost				
Vanjske neravnoteže				
Tekući račun bilance i neto investicijski položaj zemlje				
Realni efektivni tečaj				
Udjeli na izvoznim tržištima				
Cijene i troškovi				
Necjenovna konkurentnost				

⁹ U tom se razdoblju izrađuju Programi stabilnosti i konvergencije kao i nacionalni programi reformi. Oni se objavljuju i podnose Europskoj komisiji i Vijeću najkasnije do 30. travnja kalendarske godine, a nacionalni parlamenti moraju biti uključeni u njihovu pripremu.

¹⁰ Najgora sankcija je javno objavljivanje informacije da je Vijeće donijelo odluku o tome da zemlja ne izvršava svoje obaveze iz procedure za otklanjanje makroekonomskih neravnoteža.

Na posljetku, europski sastanak na vrhu 9. prosinca 2011. donio je i konačnu pobjedu Njemačke u pogledu ideje o fiskalnim pravilima. Njemačka je, inspirirana švicarskom odlukom 2003, još 2009. unijela fiskalne limite u svoj Ustav. Od početka krize Njemačka se snažno zalagala da sve zemlje članice unesu fiskalna pravila u ustave ili odgovarajuće pravne dokumente.

Velika Britanija će ponovo biti izuzeta od te odredbe, a u otporu prema prihvaćanju Fiskalnoga pakta priključila joj se samo Češka. Ostale se zemlje priključuju Paktu i obvezuju se poštovati njegove odredbe, iako neke od njih činjenica da nisu članice EMU na to ne obvezuje. *Očito je da članice EU koje nisu u monetarnoj uniji priključivanjem novim čvrstim fiskalnim pravilima eurozone pripremaju svoje institucije za pristupanje monetarnoj uniji i/ili traže eksterne izvore za izgradnju ili čuvanje vjerodostojnosti ekonomske, a napose fiskalne politike. Stoga poučak glasi: europska zemlja ne mora biti u monetarnoj uniji da bi vodila ekonomsku politiku kao da je u njoj.*

2. Restrukturiranje duga – European Stability Mechanism ESM

Svi dosadašnji pregovori o restrukturiranju grčkog duga (otpis cca. 50% duga u rukama privatnog sektora) bili su ad hoc organizirani, odnosno iznuđeni time što je jedna članica monetarne unije (Grčka) neočekivano lako došla u stanje prezaduženosti. Međutim, prava mogućnost za bankrot države nastupa trenutkom stupanja na snagu Euroskog mehanizma za stabilnost (eng. European Stability Mechanism – ESM). ESM je fond koji raspolaže značajnim sredstvima za intervencije na temelju 700 mlrd. € izdanih jamstava država članica EMU. Intervencije bi trebale biti nalik MMF-ovima. Smisao im je pomoći u premošćivanju nemogućnosti tržišnog financiranja za prezaduzene države koje će započeti programe prilagodbe. Bitan dio ESM-a je uređeni sustav državnog „bankrota“: od dana uspostave ESM-a vlade država članica monetarne unije izdavat će državne obveznice s kolektivnom klauzulom, prema kojoj će se moći sazvati skupština obvezničara koja će jednostavnom većinom odlučivati o promjenama strukture otplate duga. Tako stupanjem na snagu ESM-a i formalno počinje vrijediti načelo da država članica monetarne unije može bankrotirati.

3. Stabilizacija bankarskih sektora – European Financial Stability Facility EFSF i ESM

Preteča ESM-a je EFSF (eng. European Financial Stability Facility). Osnovan u svibnju 2010, EFSF je inicijalno bio zamišljen kao fond za kreditiranje država u fazi makroekonomske i fiskalne prilagodbe (fond je do sada kreditirao Irsku i Portugal). Iako se raspravljalo o proširenju njegova mandata na dokapitalizacije sistemski važnih bankarskih institucija, to proširenje nikada nije provedeno do kraja, pa je sistemski institucionalni nedostatak koji smo prethodno opisali pod rednim brojem 4 – nemogućnost da se neke države samostalno pobrinu za stabilnost svojih bankovnih sustava – ostao neriješen. U međuvremenu je mandat EFSF-a/ESM-a proširen i na mogućnost izravne dokapitalizacije banaka, no ta mogućnost još nije operativna. Naime, uvjet za aktiviranje toga dijela mandata je uspostava tzv. *bankovne unije* – zajedničke supervizije banaka i paneuropskog sustava osiguranja depozita. Inicijalno je bilo zamišljeno da se elementi bankovne unije dogovore do kraja 2012, no prvi razgovori nisu doveli do napretka. Trenutačno izgleda da je dubok jaz između francuskoga prijedloga, koji polazi od potrebe potpune centralizacije bankarske supervizije, i njemačko-skandinavskoga prijedloga, koji se zalaže za postupnost. Prema tom prijedlogu zajednički bi se nadzirale samo sistemski važne paneuropske banke (cca. 90 banaka), dok bi nadzor preostalih banaka ostao u ingerenciji nacionalnih regulatora.

Pokretanje EFSF-a i njegovo prerastanje u krajnjeg nasljednika, ESM, izaziva još neke političke kontroverze. Naime, fondovi za stabilnost osnivaju se na temelju upisa kapitala proporcionalno udjelu pojedinih članica EMU u kapitalu Europske središnje banke.¹¹ Radi se o potencijalno značajnim sredstvima koja za države članice predstavljaju potencijalne obaveze s obzirom da se kapital upisuje u vidu jamstava koja tek po realizaciji gubitka mogu dovesti do poziva na uplatu kapitala radi pokrića gubitaka.

Kako u ovom trenutku još nije posve jasno kako će se upravljati ovim sredstvima i kolike su objektivne mogućnosti za ostvarenje gubitka, vladama zemalja u EU a izvan EMU može se činiti prednošću to što ne moraju u parlamentima objašnjavati zbog čega se moraju upuštati u tako velike potencijalne obaveze. Ne treba zaboraviti da je upravo iz toga razloga pala vlada premijerke Ivete Radičove u Slovačkoj u vrijeme drugoga kruga izdavanja dodatnih jamstava za dokapitalizaciju EFSF-a u rujnu 2011.

Međutim, i oprez prema potencijalnim gubitcima na temelju izdanih jamstava ima svoje razumne granice. Ostanak izvan eurozone znači nemogućnost pristupanja sredstvima EFSF-a/ESM-a u slučaju poteškoća makroekonomske naravi ili u slučaju poteškoća u bankovnom sustavu koji je internacionaliziran do te mjere da vrijednost bankarskih bilanci uvelike premašuje slobodne fiskalne potencijale države. To je možda udaljena ali ipak realna opasnost za države koje odluče ostati izvan kruga osnivača fondova za financijsku stabilnost.

Ova dvojba ilustrira bit strateškog problema: ostanak izvan monetarne unije (britansko-švedsko-češka spora ruta) rješava državu obaveze izdavanja jamstava i naizgled djeluje mudro u situaciji kada medijska slika izgleda kao da će se eurozona sutra „raspasti“. S druge strane, ostanak izvan sustava ne rješava državu obaveze da koordinira makroekonomsku, a posebno fiskalnu politiku s drugim članicama EU i EMU, ali ju ostavlja bez vjerodostojnog okvira za vođenje ekonomske politike i bez pristupa dodatnim sredstvima u slučaju makroekonomskih i financijskih poteškoća.

Za sada izgleda da su se naši kreatori ekonomske politike odlučili na *strategiju oslonca na vlastite snage*. Ova tradicionalno snažna i u osnovi populistička ideja, koja dugi niz godina dominira među našim kreatorima ekonomske politike različitih stranačkih i svjetonazorskih pripadnosti, podrazumijeva da se bitna europska pitanja *spremaju pod tepih* – ignoriraju se, ne bi li se stvorio nerijetko lažni dojam o autonomnosti, samostalnosti, suverenosti i vlastitoj sposobnosti. Ishodi su međutim posve suprotni od obećanja i očekivanja. Niti jedan autonomni fiskalni ili monetarni instrument do sada nije dao vidljivo pozitivan rezultat u Hrvatskoj.

Vidljivi su samo negativni rezultati. Hrvatska već dugi niz godina nema vjerodostojnu makroekonomsku politiku s jasno definiranim ciljevima i instrumentima koje bi se moglo logično povezati. U raspravama o ekonomskoj politici ne koristi se terminologija koja je uobičajena u EU (npr. ocjena fiskalne politike kroz definiciju strukturnog deficita koji se u Hrvatskoj službeno niti ne objavljuje). K tomu, činjenice o institucionalnim okvirima i promjenama o kojima govori ovaj rad slabo su poznate našoj stručnoj i široj javnosti. O tome se rijetko govori, dobrim dijelom i zbog toga što naši političari za sada ignoriraju ove teme.

¹¹ Usporedbe radi, to za Slovačku iznosi oko 0,7%. Ključ za računanje udjela računa se kao jednostavan prosjek udjela države u BDP-u i stanovništvu.

Samo je HDZ u predizbornom programu za izbore 2011. spomenuo ugradnju fiskalnih pravila u Ustav. No, ta stranka nije detaljno razradila taj prijedlog. Upitan je i njegov kredibilitet jer dolazi od stranke čija osmogodišnja vladavina 2004-2011. simbolizira izostanak strukturnih politika i relaksiranu fiskalnu politiku, što je dovelo do usporavanja ekonomskih i društvenih reformi i bujanja korupcije i populizma. Strukturni deficit nije poznat i ne računa se, iako je vjerojatno znatno veći od raspona između 0% i 0,5% BDP-a – okvira koji se spominje u europskim fiskalnim pravilima.¹²

Rezultat tako velikog deficita je eksplozija javnog duga. Hrvatska će od 2008. do 2013. vjerojatno prijeći put od nisko zadužene države do tipične europske države koja više nije u stanju poštivati kriterije iz Maastrichta. I to prije nego što je uopće pokušala aplicirati za ulazak u monetarnu uniju odnosno njeno predvorje – ERM II.

Ako je ova kriza razotkrila makroekonomsku dezorijentiranost HDZ-ovih vlada, postavlja se pitanje kako uspostaviti novi smjer koji nova vlada tek pokušava zauzeti započetom fiskalnom prilagodbom? Komentar aktualne fiskalne politike nove vlade izlazi izvan okvira ovoga rada, pa je dovoljno napomenuti da se poštivanje Zakona o fiskalnoj odgovornosti, koji je na snazi od 1.1.2011, čini kao jedini mogući smjer fiskalne politike.

U zaključku prvoga dijela treba reći da predstojeći ulazak u EU predstavlja prigodu da se prihvaćanje eura postavi visoko na listi strateških prioriteta te da posluži kao okvir i motiv za promjene, bez obzira na to kada bi se ulazak u ERM II mogao stvarno dogoditi. Kriteriji iz Maastrichta i druga institucionalna pravila koja EU nameće predstavljaju koristan okvir za vođenje ekonomske politike u zemlji poput Hrvatske.

Prema tome, daljnje se makroekonomske improvizacije mogu izbjeći ako se u vođenje ekonomske politike u Hrvatskoj što prije ugrade sljedeća jednostavna načela:

1. Vođenje makroekonomske politike kao da je zemlja članica eurozone znači rukovođenje razumnim načelima – znači jasne ciljeve i lakši odabir instrumenata, bez obzira hoće li i kada zemlja stvarno uvesti euro i u kojem će obliku eurozona opstati.
2. Država članica EU trebala bi po definiciji slijediti prvo načelo – voditi ekonomsku politiku kao da je članica eurozone, jer se većina odredbi o koordinaciji makroekonomskih politika odnosi i na članice EU koje nisu članice eurozone. Takav je i duh Europskoga ugovora.
3. Hrvatski građani odabirom valutne strukture štednje (u korist eura) glasuju o povjerenju valuti. Više od 80% štednje građana kod banaka se drži u stranoj valuti – političari ne mogu ignorirati taj odabir i voditi politiku kao da je najveći dio štednje i javnog duga denominiran u domaćoj valuti.
4. Oprez prema prihvaćanju eura zbog „troškova“ upisa kapitala Europskog mehanizma za stabilnost (ESM) samo je jednim dijelom opravdan. Iako je potrebno pažljivo procijeniti njegove potencijalne gubitke, ESM dugoročno jača financijsku stabilnost monetarne unije i njezinih pojedinih članica jer omogućava pristup dodatnim sredstvima u slučaju krize.

¹² Puni naziv fiskalnoga pakta glasi Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union. Pakt propisuje da fiskalna pozicija zemalja članica mora biti u ravnoteži ili suficitu. Donji limit strukturnoga deficita je 0,5% BDP-a mjereno prema tržišnim cijenama. Taj deficit može iznimno iznositi 1% BDP-a u nisko zaduženim zemljama s omjerom javnog duga prema BDP-u znatno ispod 60%. Ove se odredbe moraju trajno ugraditi u nacionalna zakonodavstva, po mogućnosti u ustave.

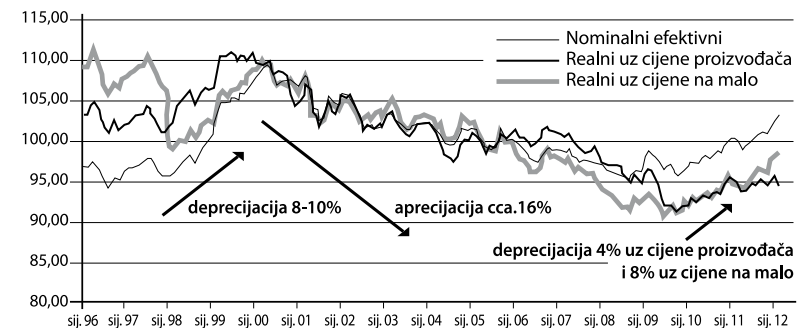
Iako će eurozona u nekom obliku vjerojatno opstati kroz ovu krizu, ta je institucionalna konstrukcija još uvijek daleko od stabilnosti: upitno je kako će nova fiskalna pravila funkcionirati i koliko će pravila izdržati aktualni nalet kritike kroz paradigmu „rast nasuprot štednje“. Upitno je kako će se razriješiti kriza u Grčkoj i šire u južnoj Europi; prezaduženost ostaje problem i nakon otpisa velikoga dijela grčkog javnog duga koji se nalazi u rukama privatnih kreditora. Upitno je i kako će se Njemačka odnositi prema činjenici da se, nakon zaustavljanja privatnih tokova kapitala, u okviru platnog sustava Target 2 stvaraju velike neravnoteže – neto potraživanja država s viškovima u bilanci plaćanja (u čemu prednjači Njemačka) naspram neto dugovanja država s manjkovima (Sinn i Wollmershauser, 2011). Upitno je i kako će Njemačka reagirati ako ona uđe u dublju krizu. No *unatoč svim opasnostima i neizvjesnome ishodu, institucionalni okvir eurozone predstavlja koristan okvir za vođenje ekonomske politike u maloj i otvorenoj ekonomiji s raširenom uporabom strane valute u različitim novčanim funkcijama.*

2. KAKVU TEČAJNU POLITIKU VODITI DO TRENUTKA ZAMJENE KUNE EUROM

U Hrvatskoj se od 1994. vodi politika upravljanog plivajućeg tečaja bez objavljenih intervala fluktuacije. Premda je guverner HNB-a Rohatinski u nekim godinama u izjavama objavljivao interval fluktuacije (npr. 7,25 do 7,35 početkom 2010), takve su objave bile diskrecijske naravi, služile su kratkoročnim ciljevima smirivanja očekivanja i brzo su zaboravljane. Narav tečajnog režima nije se bitno mijenjala sve ove godine.

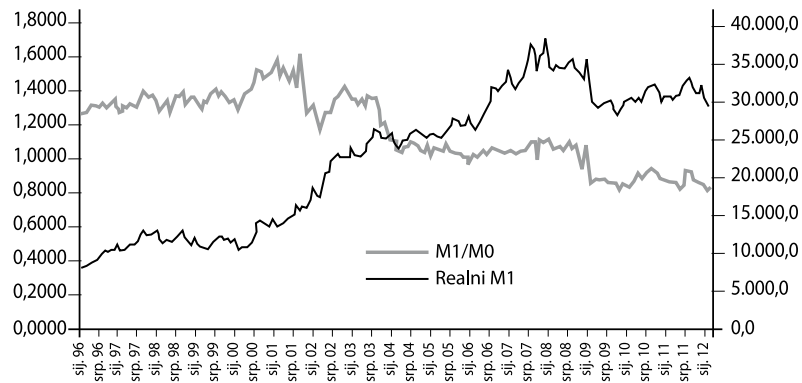
Slike 3 i 4 pokazuju dvije glavne pravilnosti koje su se profilirale u okviru hrvatskog tečajnog režima: (1) realni efektivni tečaj deprecira u kriznim godinama i aprecira u godinama uzleta, (2) realni se novac kreće sličnom dinamikom: stagnira u kriznim vremenima kada realni tečaj deprecira, i raste u dobrim vremenima kada realni tečaj aprecira.

Slika 3. Efektivni tečajevi 1996-2012.



Izvor: www.hnb.hr, Statistički pregled¹

Slika 4. Realni novac M1 i monetarni multiplikator M1/M0 1996-2012.



Izvor: vlastiti izračuni na temelju www.hnb.hr, Statistički pregled.

Takav je odnos ključnih monetarnih varijabli tipičan za male otvorene ekonomije s raširenom ulogom strane valute, u kojima domaća potražnja zavisi o neto priljevu kapitala. U razdobljima snažnog neto priljeva kapitala javlja se pritisak na aprecijaciju. Raste potražnja za novcem, a centralna banka odgovara povećanom ponudom kroz otkup deviza na bi li spriječila još jaču (nominalnu) aprecijaciju. Cijene ne reaguju jer je ekonomija mala i otvorena, pa se sav pritisak viška domaće potražnje, umjesto kroz cijene, poravnava uvozom – širenjem deficita tekućeg računa bilance plaćanja. Kada neto priljev kapitala zastane, javlja se pritisak na deprecijaciju, nestaje mogućnost za povećanje novčane mase na stari način, pada ekonomska aktivnost, a s njome i potražnja za novcem. Kako tečaj ulazi u funkciju potražnje za novcem, deprecijacija dodatno smanjuje potražnju za užim monetarnim agregatom M1. U recesijskom se scenariju deficit na tekućem računu vrlo brzo zatvara, u čemu puno važniju ulogu igra nagli pad agregatne potražnje nego promjena relativnih cijena.

Problem sa širokim fluktuacijama ekonomske aktivnosti u malim i otvorenim ekonomijama, u kojima se neto priljev kapitala u odnosu na BDP penje i preko 10%, nastaje zbog toga što ne postoji domaća ekonomska politika (fiskalna, monetarna ili neka treća) koja u kratkome roku može proizvesti kontra-ciklički zaokret koji bi kompenzirao vanjski šok povezan sa zaustavljanjem neto priljeva kapitala. To je tipična situacija u državi koja nije optimalno valutno područje.

Odabir politike tečaja u takvim uvjetima treba biti rukovođen drugim kriterijima u odnosu na standardne kriterije neokejnezijanske makroekonomske teorije. Prema standardnom modelu, domaća politika moraju odgovoriti na negativni vanjski šok kompenzirajućom ekspanzijom što zahtijeva prilagodbu tečaja u smjeru deprecijacije (takvu reakciju u tragovima vidimo u razdobljima krize u Hrvatskoj – potkraj 90-ih i potkraj prošlog desetljeća). Fiskalnoj su politici ruke vezane ako ekspanzija dovodi do gubitka vjerodostojnosti i rasta premija rizika odnosno prinosa na državne obveznice, što monetarnu ekspanziju postavlja kao zadnju liniju obrane. Međutim, snaga monetarne ekspanzije koja bi bila potrebna za kompenzaciju vanjskog šoka zahtijeva veliku deprecijaciju, a velika deprecijacija izaziva povratni udar. Vanjski dug i valutne klauzule izazivaju negativne efekte bogatstva (tzv. „bilančne efekte“) u uvjetima deprecijacije za sve ekonomske subjekte koji imaju kratku

deviznu poziciju. To su u pravilu oni koji su zaduženi i koji su investirali, što znači da značajnija deprecijacija ima karakter poreza na prošle investicije – raste protuvrijednost obaveza u domaćoj valuti za one koji su zaduženi.

Kako u takvim uvjetima odabrati najbolju politiku tečaja? Zaključno se razmatraju četiri moguće politike tečaja:

1. postojeći tečajni režim (priljavi upravljani tečaj koji blago fluktuiraju unutar neobjavljenog intervala)
2. upravljani tečaj unutar objavljenog fiksnog intervala
3. fiksni tečaj ili valutni odbor, sa ili bez devalvacije prije fiksiranja
4. tečajni režim koji bi omogućio šire fluktuacije tečaja, osobito u smjeru deprecijacije, sa ili bez unaprijed objavljenog intervala.

U ekonomiji čija je financijska i fundamentalna struktura nalik Hrvatskoj, fiksni tečaj ili valutni odbor mogu proizvesti pozitivne učinke kroz stabilizaciju očekivanja i eliminaciju negativnog povratnog učinka deprecijacije na rast troškova (servisiranja dugova). U širem smislu, takva politika može pogodovati investicijama zbog smirivanja relativnih cijena. S negativne strane takva politika znači definitivno odricanje od mogućnosti prilagodbe tečaja, osim ako fiksiranju odnosno prijelazu u valutni odbor ne prethodi devalvacija.

U slučaju prijelaza u režim fiksnog tečaja sa ili bez valutnog odbora uz prethodnu devalvaciju, otvaraju se barem dva pitanja. Prvo, kako izračunati optimalnu stopu devalvacije, a da taj potez ne poprmi karakter monetarnoga avanturizma i potpuno ne poremeti financijsku stabilnost i inflacijska očekivanja? Drugo, kako kompenzirati subjekte s kratkom neto deviznom pozicijom ako se želi izbjeći da bilančni efekt (efekt neto bogatstva) izazove kontrakciju njihovih investicija i aktivnosti? Autor ovih redaka ne zna odgovore na ta pitanja.

Prema tome, ako razmišljamo u okviru klasične anticikličke politike, odgovor na pitanje o optimalnoj tečajnoj politici mogao bi biti paradoksalan: *eliminacija bilo kakvog valutnog rizika mogla bi imati najjači stabilizirajući učinak na domaću potražnju u kratkom roku.* Drugim riječima, pad vrijednosti domaće valute mogao bi izazvati kratkoročni pad domaće potražnje.

Međutim, ako ostajemo vjerni ideji da gospodarstvo može imati koristi od barem djelomično fleksibilnog tečaja, postavlja se pitanje kako bi se to još moglo postići, osim jednokratnom devalvacijom? To je moguće postići unutar postojećeg tečajnog režima, ili uz njegove male modifikacije u smjeru objavljivanja tečajnog intervala.

Pogledamo li kretanje nominalnog tečaja kune za euro, uočiti ćemo da je od početka krize (listopad 2008) kuna izgubila 6% na vrijednosti (od 7,1 do 7,53). Ako bismo euro prihvatili oko 2020, to bi značilo, uz nastavak sadašnjeg trenda, da bi centralni paritet zamjene mogao biti oko 8,4 kuna za euro. Takva bi putanja tečaja kompenzirala barem dio troškovne inflacije (i pozitivno djelovala na cjenovnu konkurentnost). S obzirom na prosječno tempo deprecijacije od oko 1,4% godišnje, negativni bilančni efekti bi se mogli izbjeći, jer uz taj tempo deprecijacije akteri bi se vjerojatno mogli prilagođavati troškovnim šokovima. Prema tome, izgleda da se i uz sadašnji tečajni režim mogu izvoditi određene (ne velike) prilagodbe na planu međunarodne cjenovne konkurentnosti.

No, je li ta prilagodba dovoljna? Čemu bi ona uopće služila? Problem koji se otvara ovim pitanjima seže u problematiku gospodarske strukture i izvora rasta. Naime, ako su neto priljev kapitala i višak investicija nad štednjom povezani s održivim rastom produktivnosti, što znači da se i kapital i radna snaga svojim obrazovanjem i vještinama brzo prilagođavaju novim zahtjevima produktivnosti, onda će postojati dugoročni pritisak na rast produktivnosti i aprecijaciju (Balassa-Samuelson učinak). Međutim, ako priljeva kapitala nema, i/ili ako je njime induciran rast produktivnosti privremen (proizlazi iz oscilacije domaće potražnje a ne iz trajno promijenjenih uvjeta na strani ponude), onda se može pojaviti anti-Balassa-Samuelson učinak (produktivnost dugoročno raste sporije od produktivnosti u okružju). U tom se slučaju javlja permanentan pritisak u pravcu deprecijacije; zaposlenost se može osigurati samo uz niže realne plaće iskazane u stranoj valuti.

Prema tome, tečaj se u ekonomiji poput Hrvatske pokazuje posve neupotrebljivim anti-cikličkim alatom,¹³ no on bi mogao predstavljati krajnji izlaz ako ova kriza definitivno potvrdi da hrvatsko gospodarstvo nije sposobno povećavati produktivnost istim ili bržim tempom u odnosu na ekonomije u okružju. Općenito, nominalni tečaj u dugom roku na sebe može preuzeti barem dio učinka razlike u promjenama produktivnosti između zemlje i svijeta.

Očito je da uz nominalni tečaj čiji prosjek od siječnja 2000. naovamo iznosi 7,42, uz interval fluktuacije između minimuma i maksimuma od -4,2% do +4,2%, ne možemo govoriti o tome da je tečaj apsorbirao znatnije varijacije produktivnosti, bez obzira govorimo li o privremenim varijacijama induciranim varijacijama potražnje, ili o trajnim promjenama relativne produktivnosti zbog promjene karaktera ponude. Varijacije realnog tečaja (slika 3) prikazuju sličnu stabilnost. Drugim riječima, teško da bismo išta izgubili u zadnjih 10-15 godina da smo imali fiksni tečaj (sa ili bez valutnog odbora).

Prema tome, ako aktualni tečajni režim vrednujemo s aspekta onoga što je pružio u prošlosti, možemo zaključiti da smo imali gotovo fiksni tečaj (i svi koji su dizali kredite uz valutnu klauzulu ponašali su se kao da je tečaj de facto fiksni), ali zbog stalnih malih varijacija nismo imali koristi koje bi stvarno fiksni tečaj mogao pružiti (eliminacija rizika, poticaj investiranju). Dakle, svatko tko očekuje makroekonomske odnose kakve smo imali u proteklom razdoblju morao bi razmisliti o nekom obliku fiksiranja tečaja do trenutka prihvaćanja eura.

Alternativa je dopustiti šire fluktuacije tečaja (sa ili bez najava), postupnu kontroliranu deprecijaciju, ili kombinaciju – neki oblik fiksiranja koji bi se u slučaju dugog niza neuspješnih godina mogao oslabiti ako se nepobitno pokaže da ekonomija trajno zaostaje za okružjem u pogledu produktivnosti, odnosno ojačati ako se pokaže suprotno. Zanimljivo je da je Slovačka mijenjala (jačala) centralni paritet zamjene za euro pod pritiskom europskih partnera upravo zbog vrlo brzog rasta produktivnosti u razdoblju između ulaska u EU (2004) i prihvaćanja eura (2009). Ne možemo isključiti da će se to u budućnosti dogoditi i Hrvatskoj, da li u smjeru jačanja valute u slučaju brzog rasta produktivnosti, ili u smjeru slabljenja pariteta u slučaju sporog rasta ili pada produktivnosti.

¹³ O upitnosti tečaja kao anti-cikličkog alata vidjeti također u: Šonje (2011).

3. ZAKLJUČCI

1. Vođenje makroekonomske politike kao da je zemlja članica eurozone znači rukovođenje razumnim načelima – znači jasne ciljeve i lakši odabir instrumenata, bez obzira hoće li i kada zemlja stvarno uvesti euro i u kojem će obliku eurozona opstati.

2. Država članica EU trebala bi po definiciji slijediti prvo načelo – voditi ekonomsku politiku kao da je članica eurozone, jer se većina odredbi o koordinaciji makroekonomskih politika odnosi i na članice EU koje nisu članice eurozone. Takav je i duh Europskoga ugovora.

3. Hrvatski građani odabirom valutne strukture štednje (u korist eura) glasuju o povjerenju valuti. Više od 80% štednje građana kod banaka drži se u stranoj valuti – političari ne mogu ignorirati taj odabir i voditi politiku kao da je najveći dio štednje i javnog duga denominiran u domaćoj valuti.

4. Oprez prema prihvaćanju eura zbog „troškova“ upisa kapitala Europskog mehanizma za stabilnost (ESM) samo je jednim dijelom opravdan. Iako je potrebno pažljivo procijeniti njegove potencijalne gubitke, ESM dugoročno jača financijsku stabilnost monetarne unije i njezinih pojedinih članica.

5. Ako aktualni tečajni režim vrednujemo prema ponašanju tečaja u prošlosti, onda je njegov rezultat loš: rezultat je kao da je tečaj bio fiksni, ali gospodarstvo pritom nije imalo koristi od fiksnoga tečaja. Stoga ovaj tečajni režim (svejedno da li u aktualnoj varijanti s neobjavljenim ili objavljenim intervalima) ima smisla zadržati samo ako se omoguće šire varijacije tečaja, ili tečaj treba fiksirati.

6. S obzirom da još nitko nije ponudio dovoljno uvjerljivo rješenje problema preraspodjele bilančnog efekta (porast troškova servisiranja dugova za zadužene aktere i sektore), kao ni problema odabira optimalne stope devalvacije, varijanti fiksiranja tečaja nakon jednokratne devalvacije nedostaje uvjerljivosti koja je nužna da bi se ova tečajna politika ozbiljno razmatrala kao alternativno rješenje.

7. Moguće je i fiksirati tečaj (sa ili bez valutnog odbora) i na taj način, barem za neko vrijeme, otkloniti valutni rizik. Naravno, pristupanje ERM II i, nakon toga, prihvaćanje eura, otvaraju pitanje održivosti fiksnog pariteta. Zbog toga nije razumno očekivati da bi eventualni fiksni tečaj bio percipiran kao definitivan, s obzirom da se zbog unutarnjih pritisaka ili pritisaka europskih partnera može očekivati pojava motiva za podizanje pariteta u slučaju uspješnog razvoja (rasta produktivnosti bržeg od rasta kod partnera) odnosno za spuštanje pariteta u slučaju neuspjeha (sporijeg rasta produktivnosti od rasta kod partnera). Zbog toga se može očekivati da će tečajna politika i dalje ostati otvoreno pitanje u Hrvatskoj.

Literatura

- Faulend, M. i V. Šošić, 2011: *Koordinacija ekonomskih politika u ekonomskoj i monetarnoj uniji*, mimeo.
- Fischer, S., 2011: *Central Bank Lessons from the Global Crisis*. Bank of Israel: <http://www.bankisrael.gov.il/deptdata/neumim/neum395e.pdf>.
- Hrvatska udruga banaka, 2010: *Održiva fiskalna politika i javni dug: nikad više kao prije*. HUB Analiza br. 24., lipanj.
- Hrvatska udruga banaka, 2011: *Fiskalna politika i kamatne stope: ulazak u fiskalno crveno*. HUB Analiza br. 31., srpanj.
- Sinn, H.-W. i T. Wollmershauer, 2011: *Target Loans, Current Account Balances and Capital Flows: The ECB's Rescue Facility*. CESifo Working Paper No. 3500.
- Šonje, V. 2011: *Staro vino u novim bocama*, mimeo www.arhivanalitika.hr.

ISKUSTVO SLOVENIJE S EUROM I IMPLIKACIJE ZA HRVATSKU

Franjo Štiblar¹

¹ Profesor na Katedri za ekonomiju, međunarodno bankarstvo i međunarodne ekonomske odnose Pravnog fakulteta Sveučilišta u Ljubljani, franjo.stiblar@pf.uni-lj.si.

Namjera je ovog rada prikazati slovensko iskustvo uvođenja eura, koje se dogodilo početkom 2007. godine, te implikacije za Hrvatsku ukoliko bi se htjela, gotovo desetljeće kasnije, priključiti eurozoni. Pitanja na koja treba odgovoriti su: U kolikoj je mjeri priključivanje zemljama eurozone bilo dobro za Sloveniju i što Hrvatska može naučiti iz slovenskog iskustva. Slovensko je iskustvo opisano u tri faze: pretpristupno razdoblje 1994-2006; trenutak uvođenja 1. siječnja 2007. godine; te ekonomski rezultati tijekom članstva u eurozoni 2007-2011. Uspoređeni su ekonomski rezultati za pretpristupno i poslijepristupno razdoblje kako bi se istražile dobre i loše posljedice članstva u eurozoni. Na žalost, vrijeme slovenskog pristupanja eurozoni 2007. godine usko je povezano s trenutkom izbijanja globalne financijske krize 2008. godine pa je u empirijskoj analizi teško odvojiti njihove ekonomske kao i društvene i političke posljedice.

Društveni, politički i ekonomski učinak kao posljedicu članstva u Ekonomskoj i monetarnoj uniji (EMU) moglo bi se mjeriti tvrdim statističkim pokazateljima i mekanim društvenim pokazateljima. Naglasak ovog rada je na tvrdim ekonomskim i nekim društvenim statističkim pokazateljima. Društvene mekane pokazatelje teško je mjeriti. Nema sumnje da je pristupanje Slovenije Europskoj uniji 2004. godine i Ekonomskoj i monetarnoj uniji 2007. godine poboljšalo sigurnost, sliku i status građana te olakšalo njihove živote. Međutim, negativni utjecaj svjetske financijske krize, čemu treba dodati domaće ekonomske i političke svađe, zatrovali su društvenu klimu. Uspjeh je zaboravljen, a velike, umjetno stvorene neispunjene težnje prouzročile su pesimizam među stanovništvom, što je rezultiralo, prvi put tijekom 21 godine neovisnosti, neto iseljavanjem, osobito mladih i obrazovanih.

Iako je naglasak ovog rada na pristupanju Slovenije EMU, ono je iziskivalo mnogo manje institucionalne, pravne i praktične pripreme oko sustava i politike od samog pristupanja EU. Kao alegorija, ući u kuću EU izvana bilo je mnogo teže nego kasnije popeti se na njen drugi kat – EMU. Preduvjet i za jedno i za drugo je pridržavanje pravila euro-kluba, koja su mnogo stroža među članicama EMU na drugom katu. Na žalost, nakon ulaska njene se članice više nisu pridržavale pravila ponašanja koje se čak i u normalnim vremenima zahtijevalo da bi se postalo novom članicom. To je još nužnije u vremenima globalne krize kada se cijeli poredak EU i EMU u velikoj mjeri urušio. Slabosti i EU i ekskluzivnog kluba EMU postale su očite u novije vrijeme, te se postavlja pitanje imaju li preostale kandidatkinje za članstvo u vanjskoj regiji još uvijek stvarni interes ući u kuću EU/EMU.

¹ Voditelj projekta „Dijagnostika rasta“ je Ivo Bičanić, a njegovo je ostvarivanje financijski potpomogla Hrvatska udruga poslodavaca. Autori dijela projekta pod naslovom „Postoji li u Hrvatskoj poduzetnički deficit“ su, uz autora ovog sažetka, Đula Borozan i Sanja Pfeifer s Ekonomskog fakulteta u Osijeku, Tomislav HERNAS s Ekonomskog fakulteta u Zagrebu i Ivan Žilić s Ekonomskog instituta Zagreb.

1. ROĐENJE EURA I NJEGOV UTJECAJ NA ZEMLJE U TRANZICIJI

Euro je bio uveden kao konačni eksplicitni znak monetarne unije, zajedno s osnivanjem Europske središnje banke (European Central Bank – ECB) u Frankfurtu. Njegov je kredibilitet bio u značajnoj mjeri narušen već u prve tri godine postojanja budući da se odnos eura prema američkom dolaru spustio s $1\text{€} = 1,17\text{ USD}$ na početku 1999. sve do $1\text{€} = 0,83\text{ USD}$ u jednoj fazi u prošlosti. Kasnije je narastao na $1,49\text{ USD}$ za 1€ , a u novije se vrijeme, s recesijom u cijelom svijetu, omjer smanjio na $1,25\text{ USD}$ prema 1€ .

Nije jasno zašto je na početku uopće došlo od ovog slabljenja eura budući se pretpostavlja da su makroekonomske osnove (vanjska i unutarnja ravnoteža) mnogo snažnije u EMU nego u SAD (s postojećim i značajnim deficitom tekućeg računa i proračunskim viškom koji 2002. brzo prelazi u deficit). Među čimbenicima ovakve neočekivane i neželjene deprecijacije eura u njegovim prvim godinama postojanja navode se nedostatak usklađenosti fiskalne politike unutar EMU, neprikladno monetarno područje te netransparentna politika Europske središnje banke. Slabljenje je eura, međutim, pomoglo zemljama članicama EMU da poboljšaju svoj konkurentni položaj na svjetskom tržištu i da ostvare višak na tekućem računu.

Prije početka tranzicije 1990. godine, u srednjoistočnoj je Europi njemačka marka (DEM) bila mjera vrijednosti, a često i sredstvo razmjene i oblik štednje. Uvođenjem eura, njemačku je marku u funkciji dobrog novca u većini ovih zemalja u tranziciji zamijenio euro zbog čega je stabilnost eura također važna i za vanjske odnose bivših tranzicijskih zemalja.

Pri prijelazu iz planirane socijalističke na tržišne kapitalističke ekonomije tranzicijske su zemlje odabrale različite tečajne režime:

1. tečaj domaće valute čvrsto vezan uz njemačku marku (euro), koristeći je kao nominalno sidro kako bi najprije suzbili inflaciju i stabilizirali ekonomiju, ali nauštrb rasta (Hrvatska)
2. valutni odbor: kao zadnje pribježište za stabiliziranje financijskog sektora u zemlji
3. (upravljani) plivajući tečaj, gdje se nezavisna tečajna politika koristila kao jedan od instrumenata ekonomske politike kako bi podržala izvoz, a kroz izvoz i rast BDP-a s uravnoteženijom bilancom odnosa s inozemstvom, ali s višom inflacijom (Slovenija).

Na početku tranzicije većina je zemalja Srednje i Istočne Europe više-manje odabrala tečaj fiksiran uz njemačku marku (DEM) ili američki dolar (USD) slijedeći savjete stranih savjetnika (MMF, Sachs grupa). To je na kraju dovelo do velikih vanjskih neravnoteža koje su zemlje mogle pokriti jedino prodajom domaćih poduzeća i ekonomskih resursa strancima za gotovinu budući da su domaće devizne rezerve uskoro bile potrošene. Tijekom svjetske financijske krize 1998. godine ovi su se fiksni tečajni režimi pokazali pogrešnima za većinu zemalja u tranziciji te su zamijenjeni nekim oblikom kontroliranog plivajućeg tečaja.

Među zemljama jugoistočne Europe koje nisu bile članice ni kandidatkinje za ulazak u EU Hrvatska je vodila više-manje politiku fiksnog tečaja čvrsto vezanog uz euro; Crna Gora je usvojila euro kao službenu valutu; Bosna ima valutni odbor; Makedonija je promijenila svoj režim ali je bliža fiksnom režimu; a Srbija svoju domaću valutu s vremena na vrijeme devalvira. Za sve ove zemlje, rezultat stalne aprecijacije domaće valute (domaća relativna inflacija viša je od nominalne deprecijacije domaće valute) ogleda se u značajnom deficitu tekućeg računa i akumulaciji vanjskog duga. Istodobno, rast je daleko od potencijala svog kapaciteta te je stoga restrukturiranje njihovih zemalja nakon "Balkanskih ratova" 1990-ih daleko sporije od očekivanog.

Povećana unutarnja stabilnost bez vanjske stabilnosti i bez rasta dovodi u sumnju sadašnje tečajne politike ovih zemalja.

Slovenija se od početka svoje samostalnosti 1991. godine opredijelila za upravljani plivajući režim kao dio svoje sui generis² postepene transformacije ekonomije. Za zemlju koja je tek stekla neovisnost, bez deviznih rezervi i s niskom kredibilitetom na međunarodnim tržištima (za zajmove) plivajući tečaj je u to vrijeme bio u stvari jedina raspoloživa alternativa. Tijekom 1998. to se pokazalo ispravnim pristupom (zajedno s donekle sporijom liberalizacijom kapitalnog tržišta) budući da prva svjetska financijska kriza nije imala negativan efekt na slovensko gospodarstvo i financijski sektor. U stvari, većina ostalih tranzicijskih zemalja promijenile su svoje politike u smjeru slovenskog pristupa, dok su ga međunarodne financijske institucije, koje su ranije kritizirale slovenski pristup, počele podržavati.

S rastućim deviznim rezervama i vanjskim dugom koji je držan pod kontrolom (vanjska zaduženost ostala je vrlo umjerena s omjerom servisiranja duga, na primjer, ispod 10%), s viškom na tekućem računu u razdoblju 1991-1995, a u ravnoteži do 1998, s proračunom blizu ravnoteže, osim 1995, tečajna politika Slovenije činila se ispravnom. Sporiji priljev stranog kapitala spriječio je financijsku krizu (vrući novac) i omogućio kontroliranu sterilizaciju monetizacijskog efekta (od inozemnog izravnog ulaganja), sprečavajući na taj način pretjerano visoku aprecijaciju domaće valute. U ovakvim je uvjetima izvoz (60% BDP-a) bio glavni pokretač rasta BDP-a koji je u tom razdoblju ostvario prosječnu stopu od solidnih 4%. Kao rezultat, Slovenija je zadržala vodeću poziciju među tranzicijskim zemljama s obzirom na gospodarski razvoj.

U zadnje vrijeme, u globalnoj financijskoj krizi, moć EU, EMU i eura u značajnoj je mjeri pala. 2012. godine Euro i EMU postaju elementi krize i glavne zabrinutosti globalnih financijskih tržišta i svjetskih ekonomskih sila (G20). Nakon što ju je kontaminirala kriza drugorazrednih zajmova (sub-prime kriza) koja je započela u SAD i proširila se širom svijeta uz pomoć inovativnih financijskih izvedenica, naivna je Europa njome bila zahvaćena u još većoj mjeri nego SAD. Eurozona se trese; zemlje PIIGS-a su na putu izlaska iz eura ili čak same integracije. Jedino financijsko rješenje za Euroland i širu EU daljnja je integracija s monetarnom i fiskalnom unijom u ekonomskom smislu, što u stvari znači (kon)federaciju u političkom smislu. Postavlja se pitanje jesu li zemlje eurozone/EU u ovoj fazi otvorene

² Slovenska sui generis postepenost u transformaciji uključuje restrukturiranje bankarskog sektora, nezavisnu središnju banku s blago restriktivnom monetarnom politikom i upravljanim tečajnom politikom koja je podržavala izvoz sektora poduzeća, te razboritu fiskalnu politiku s proračunom blizu ravnoteže ili čak s malim viškom za vrijeme prvih godina samostalnosti. Institucionalne su reforme također bile postepene, što je dovelo do malog zakašnjenja u privatizaciji i liberalizaciji, ali je barem u to vrijeme bila spriječena totalna rasprodaja domaćih najkvalitetnijih tvrtki u stvarnom i financijskom sektoru strancima, što se događa u svim drugim zemljama u tranziciji.

daljnjoj integraciji i odricanju od gospodarskog i političkog suvereniteta? U odmjeravanju argumenata za ili protiv takvog razvoja ključne će biti subjektivne političke prosudbe, dok će znanost (ekonomska, društvena) u davanju odgovora moći jako malo napraviti.

Ipak, nered u kući EU/EMU ne sprečava one koji su vani u njihovoj želji da uđu u nju. Prva koja će to napraviti je Hrvatska u srpnju 2013. godine. Za druge (uključujući novu kandidatkinju Crnu Goru), trebat će poprilično vremena (najmanje pet godina, vjerojatno više) da se pridruže EU, kako zbog unutarnjih problema u samoj integraciji i njenom proširenju tako i zbog slabosti samih zemalja kandidatkinja.

2. PRISTUPANJE SLOVENIJE EUROPSKOJ MONETARNOJ UNIJI

2.1. EKONOMSKI UVJETI U SLOVENIJI PRIJE PRISTUPANJA EU

Slovenija je započela svoju ekonomsku tranziciju iz relativno dobre pozicije tržišne ekonomije i trgovinske otvorenosti Zapadu. Rano zakonodavstvo, uključujući ustavne zakone uveli su tržišnu ekonomiju zasnovanu na pretežno privatnom vlasništvu. Ali, slovenski je kapitalizam do nedavno bio kapitalizam s "ljudskim licem". Tranzicija je bila postepena budući da za uvođenje neopozivih promjena nisu bile potrebne radikalne mjere. Čak i prije samostalnosti, tijekom druge polovice 1980-ih, slovenska se ekonomija bila odvojila od jugoslavenske te uvela ekonomske reforme u smjeru tržišta i privatnog vlasništva.

Odabran je postepeni pristup u tranziciji unatoč protivljenju međunarodnih financijskih institucija i stranih savjetnika. Budući da je slovensko gospodarstvo bilo dovoljno solidno i nije mu bila potrebna strana financijska potpora za preobrazbu, nije bilo potrebe za novcem MMF-a i za njegovim uvjetovanim sporazumima. Tako se Slovenija, kao jedina članica među tranzicijskim zemljama, mogla opredijeliti za samostalan sui generis pristup u tranziciji. To je naišlo na oštre kritike stranih savjetnika, MMF-a i Svjetske banke, dok ova potonja nije 2004. objavila izvješće o Sloveniji pohvalivši je kao model ekonomske i društvene tranzicije koji treba slijediti. Mi u Sloveniji ne vidimo svoj pristup kao model za druge (posebne okolnosti zahtijevaju prilagodbu) i ne bismo željeli biti sljedeća „miljenica Zapada“ među tranzicijskim zemljama budući da su se u prošlosti sve miljenice kasnije, nakon što su ih takvim proglasili, spotaknule.

U preobrazbi ekonomskog sustava privatizacija poduzeća u društvenom vlasništvu bila je mješavina vaučera i plaćene privatizacije (na osnovu javnih natječaja) nadograđujući se na temelj radničkog vlasništva. Velike tvrtke i financijske institucije prešle su u vlasništvo države što mnoge od njih još uvijek jesu (bez značajnijih negativnih posljedica po njihov učinak). Marketizacija je kod kuće protjecala relativno brzo, dok se liberalizacija trgovinskog računa u vanjskim odnosima zbivala vrlo brzo. Liberalizacija kapitalnog

računa tekla je postepeno pomažući na taj način zemlji da izbjegne svjetsku financijsku krizu krajem 1990-ih.

Gospodarska politika sastojala se od upravljane tečajne politike, razborite monetarne politike (s korištenjem sterilizacije prekomjernog deviznog priljeva), razborite fiskalne politike (s proračunskim deficitom između 1 i 2% BDP-a u prosjeku). Glavni razlog za odabir upravljanog plivajućeg tečaja (umjesto njegovog korištenja kao nominalnog sidra) bio je nedostatak deviznih rezervi neposredno nakon stjecanja neovisnosti.

Unatoč tome, do 1995. inflacija je brzo pala na ispod 10%, a od 1993. nadalje rast BDP-a je dosegnuo prosječnu stopu od 4%. Istovremeno je vanjski račun ostao blizu ravnoteže. Domaći i vanjski dug nisu su se značajno povećali. S razumnom mjerom osjetljivosti za socijalna pitanja, Slovenija je uspjela zadržati snažnu srednju klasu (jamstvo političke stabilnosti) i spriječila osiromašenje kritičnih skupina stanovništva: seljaka, umirovljenika, mladih i nezaposlenih.

Dio ovog sui generis pristupa preobrazbi gospodarstva oprezan je pristup prodaji domaćih najkvalitetnijih tvrtki (tzv. blue chips) strancima. Sloveniji nije bila potrebna gotovina za financiranje proračuna i bila je dovoljno bogata da je mogla financirati restrukturiranje tvrtki i banaka koristeći domaća proračunska sredstva (kako je uobičajeno u zapadnim razvijenim tržišnim ekonomijama). Tako, zemlja još uvijek zadržava svoje najbolje tvrtke u većinskom domaćem vlasništvu što tvori dobru osnovu za zaštitu nacionalnog identiteta, interesa i ekonomskog suvereniteta. Za razliku od svih ostalih tranzicijskih zemalja koje su prepustile svoje ekonomije i financijske sektore strancima, postajući na taj način periferija u odnosu na centre EU, Slovenija je neke od najboljih tvrtki zadržala u svom domaćem vlasništvu s težnjom da zadrži barem poziciju polu-periferije u EU (slično drugim manje razvijem članicama prvobitne EU-15, poput Portugala, Grčke itd.).

Slovenija se kasno priključuje integraciji bivših komunističkih zemalja u zapadne asocijacije te članicom UN-a, MMF-a i Svjetske banke postaje 1992. godine. Do zakašnjenja dolazi zbog njenog kasnog početka budući da je nezavisnost proglasila po prvi put u svojoj povijesti tek sredinom 1991.

Tako su, na primjer, srednjoeuropske tranzicijske zemlje prvog vala sklopile među sobom ugovor o slobodnoj trgovini, brzo su proglašene kandidatkinjama za članstvo u EU (i NATO) te su dobile znatnu financijsku potporu od Europske unije, prije nego što ih je Slovenija mogla pratiti u drugoj polovici 1990-ih. Ali, kandidatura za članstvo u EU konačno je stigla i Slovenija je bila među osam tranzicijskih zemalja prvog vala proširenja EU, među zemljama koje su se pridružile EU zajedno s Maltom i Ciprom 2004. godine. Iste godine Slovenija je postala članicom NATO-a, dok su druge srednjoeuropske zemlje to učinile nekoliko godina ranije. Za razliku od toga i od zakašnjelog članstva u Organizaciji za ekonomsku suradnju i razvoj (OECD)³, Slovenija je jedna od zemalja osnivačica Svjetske trgovinske organizacije (WTO), utemeljene 1995. godine.

Za vrijeme tranzicijskog razdoblja Slovenija je bila jedina zemlja koja nije iskusila financijsku krizu (prema časopisu *Economist*), te je uspjela relativno glatko restrukturirati

³ Slovenija je postala kandidatkinjom za članstvo u OECD tek 2007, a članicom 2011. godine, iako je bila daleko razvijenija i stabilnija od većine njenih nedavnih novih članica.

poduzeća i sačuvati socijalnu zaštitu svog stanovništva. Sve su reforme provedene postepeno, i za svaku od njih uvažavao se opći javni konsenzus. Tek je u novije vrijeme, u razdoblju od 2004. do 2005., došlo do pokušaja da se metodom šoka u sustav uvedu neke liberalne gospodarske politike i promjene, što je odbačeno nakon protivljenja iz svih slojeva društva.

Slovenija je postala zemljom kandidatkinjom za članstvo u EU kasnije od ostalih tranzicijskih zemalja prvog vala (tj. tek na prijelazu stoljeća). Budući da je među njima bila najrazvijenija, s najstabilnijim gospodarstvom, nije bilo iznenađujuće kad je dobila pozivnicu i u svibnju 2004. godine postala članicom EU. Iz današnje točke gledišta to se čini lako, ali trebalo je uložiti mnogo napora (usvajanje cijelog zakonodavstva EU zvanog *Acquis Communautaire*, provođenje odgovarajućih strukturalnih reformi u gospodarstvu, politička liberalizacija prema Kopenhaškim kriterijima, itd.). 2007. godine Slovenija postaje članicom eurozone kao prva među novim državama članicama EU. Nakon Slovenija slijedile su Malta i Cipar 2008, Slovačka 2009. i Estonija 2011, tako da 2012. godine među 27 zemalja članica EU ima 17 zemalja koje su članice EMU. Hrvatska će se pridružiti kao 28. članica u srpnju 2013. godine, dok su šanse drugih kandidatkinja za učlanjenje u dogledno vrijeme slabe.

Potraživanja od stranaca bila su viša i u porastu u eurozoni, ali manje od bruto duga, tako da je neto dug bio pozitivan a kasnije i u porastu, dok je ranije bio negativan (neto potraživanja). Javni udio vanjskog duga povećao se u oba razdoblja, a bio je viši u drugom. Udio ukupnog javnog duga u BDP-u također je brzo rastao u oba razdoblja, s time da je bio viši u drugom razdoblju. U prvom su razdoblju rezerve bile više od neto duga, dok su u drugom bile niže nakon što euro više nije bio strana već je postao domaća valuta. Bankovni su krediti ranije bili ispod depozita, ali viši od depozita u eurozoni u drugom razdoblju. Omjer bankovnih kredita prema BDP-u bio je znatno manji u prvom razdoblju, ali je u oba razdoblja porastao. Stopa nezaposlenosti u prvom je razdoblju bila viša, ali se smanjila, dok je u drugom razdoblju, kad je bila niža, porasla.

Nominalna deprecijacija tolara kao domaće valute bila je 4,1% godišnje, u realnim terminima bila je -3,0, što je otprilike stopa inflacije kod glavnih stranih ekonomskih partnera, tako da se efektivni tečaj (promjena u nominalnoj stopi minus promjena u relativnoj inflaciji) nije mijenjao tijekom prvog razdoblja. U drugom je razdoblju domaći nominalni tečaj bio fiksiran uz euro, s inflacijom od preko 2,7% (što je više nego u glavnim ekonomijama eurozone) i povećanim relativnim jediničnim faktorskim troškovima što je dovelo do pogoršanja konkurentnog položaja slovenskog gospodarstva. Rezultat je bio mnogo viši deficit tekućeg računa u drugom razdoblju te odatle povećana zaduženost.

Otvorenost ekonomije (koeficijent trgovinske otvorenosti (izvoz + uvoz)/BDP) povećala se od 0,94 u prvom na 1,25 u drugom razdoblju kada je stagnirala. Neto inozemna izravna ulaganja bila su također mnogo manja u drugom razdoblju, kada su rasla, dok su neto portfeljna ulaganja u prvom razdoblju bila negativna, a u drugom pozitivna (povrat).

Udio vladinih troškova u BDP-u bio je viši u prvom razdoblju, ali s tendencijom pada. Taj je udio u drugom razdoblju bio niži, ali je rastao.

BDP i BDP per capita je bio viši u drugom razdoblju, kad je lagano padao, dok je u prvom razdoblju znatno narastao. Stopa rasta BDP-a u prvom je razdoblju bila 4,2% i stagnirajuća, a u drugom samo 0,66% kada je pala u znatnoj mjeri.

Inflacija je bila mnogo viša u prvom razdoblju nego u drugom, ali se u oba razdoblja smanjila. Stoga su dugoročne nominalne kamatne stope u drugom razdoblju prepolovljene (doprinos članstva u eurozoni), dok su se u prvom razdoblju smanjile. Razlika je mnogo manja u realnoj dugoročnoj kamati u korist nižih stopa u drugom razdoblju; one su u drugom razdoblju rasle.

Prosječna stopa nezaposlenosti ostaje niža u drugom nego u prvom razdoblju unatoč recesiji; ali dok je u prvom razdoblju padala, u drugom je rasla.

Ukupni pokazatelji daju sljedeću sliku: Indeks bijede bio je veći u prvom nego u drugom razdoblju, makro neravnoteže su se u drugom razdoblju udvostručile tako da je sa znatno nižom stopom rasta BDP-a sveukupna situacija u Sloveniji lošija u drugom razdoblju nego što je bila u prvom. Potrebne su dvije dodatne primjedbe: kao prvo, prvo je razdoblje započelo s 1994. godinom kada je depresija zbog tranzicije i odcjepljenja već bila prevladana i, kao drugo, pogoršanje učinka u drugom razdoblju više se može pripisati utjecaju globalne financijske krize nego članstvu u eurozoni. Djelovanje ova dva momenta teško je utvrditi.

2.2. PROCES PRIDRUŽIVANJA SLOVENIJE EUROZONI

Rođenje eura i Europske monetarne unije 1999/2002. imali nekoliko efekata na Sloveniju koja je u to vrijeme bila samo kandidatkinja za članstvo u EU.

a) Za *Slovensku središnju banku* to je značilo smanjenje tečajne liste tolara s 22 na 11 zemalja, s manjim troškovima transakcija za poduzeća i manjim valutnim rizikom. Banka Slovenije usvojila je valutnu strukturu svojih deviznih rezervi i uskladila je s valutnom strukturom vanjskog duga. Monetarna politika Banke Slovenije približila se politici Europske središnje banke, gdje su se već održavale konzultacije i podnosila izvješća. Ali, konačno vezivanje tečaja domaće valute tolara uz euro nije se dogodilo sve do 2004. godine kada je Slovenija formalno postala članicom EU i kada je zemlja ušla u dvogodišnji režim tečajnog mehanizma ERM II u sklopu priprema za ulazak u EMU. U međuvremenu korištena je nezavisna tečajna politika kako bi podržala izvoz sektora domaćih poduzeća čime je pomogla gospodarstvu da postane snažnije od gospodarstva drugih zemalja.

b) Za *bankarski sektor* rođenje eura u EMU donijelo je jasne pozitivne neto rezultate. Bilo je potrebno napraviti prilagodbe u različitim sektorima uključujući pravni, informatički, sektor upravljanja rizikom, odnosa s javnošću, obrazovanja, organizacije i internog informiranja. U poslovanju s inozemstvom euro je postao glavnom valutom (za trgovanje robama i uslugama i za financijske tokove) i to ne samo s obzirom na članice EU, već također u odnosu sa zemljama nečlanicama i nekandidatkinjama. Svi instrumenti i sredstva plaćanja u međunarodnim transakcijama bili su pretežno u eurima.

Dok su kratkoročne kamatne stope u zemljama EMU (EURIBOR) bile jedinstvene, a dugoročne se stope približile jedna drugoj, znatno je opao ne samo valutni rizik već također i rizik kamatne stope.

U platnom prometu euro je postao vodećom valutom. Uporaba izvedenica polako je osvajala teren u slovenskom bankarstvu što je dijelom bilo potpomognuto uvođenjem eura. Od 1999. godine nadalje vrijednosni su papiri uglavnom bili nominirani u eurima.

Uvođenje jednog deviznog računa za deponente umjesto višestrukih računa pojednostavnilo je bankarsko poslovanje i omogućilo veću transparentnost kako za banke tako i za njihove klijente. Bankovnim klijentima bilo je dozvoljeno imati odvojeni transakcijski račun za sve valute.

Pravni ugovori bili ponovno denominirani u eurima 1999. godine (načelo *lex monetae*).

c) Realnom sektoru uvođenje eura je pomoglo. Za poduzeća se povećala razina transparentnosti u financijskim transakcijama, valutni rizik bio je niži čime su se smanjili troškovi financijskog dijela njihovog poslovanja. Slično je bilo i sa sektorom kućanstava i vladom.

d) Postojali su, međutim, dodatni *troškovi zadržavanja i podupiranja domaće valute tolara i nezavisne monetarne politike* Slovenije prije pristupanja eurozoni. Značajni dio ovih troškova platile su banke, osobito najveće među njima, koje su djelovale kao neka vrsta bankara - zadnjeg utočišta među bankama. Samo je Nova ljubljanska banka (NLB) uvijek bila na raspolaganju za mijenjanje deviza (bilo da je riječ o prodaji ili kupovini) bilo kada i u bilo kojoj količini, što je bilo moguće samo uz tijesnu suradnju sa središnjom bankom.

Banke su trebale uravnotežiti aktivu i pasivu bilance s obzirom na valutnu strukturu (domaća – strana). Ali obično je, zbog strukture kamatnih stopa na tržištu i očekivanja klijenata, tijekom tog razdoblja dolazilo do prekomjerne potražnje za bankovnim zajmovima u stranoj valuti s prekomjernom ponudom tolarskih depozita u Sloveniji te je uravnoteženje strukture imovina i obveza stvorilo dodatne troškove bankama. Prekomjerni priljev deviza uslijed kupnje stranaca (ulazna inozemna izravna ulaganja – inward FDI) prouzročio je dodatne troškove sterilizacije ne samo središnjoj banci već također i ostalim bankama, osobito najvećima među njima.

Zbog neovisne monetarne politike i neovisne domaće valute, domaće su banke postale manje konkurentne na međunarodnom i domaćem tržištu. To je potrajalo sve dok je tolar bio vezan uz euro i, kasnije, bio njime zamijenjen. Do tada domaće gospodarstvo je trebalo biti pripremljeno za ovaj potez, osobito uz domaću inflaciju koja je održavana na razinama ili blizu razina EMU.

Pristupanje EU iziskivalo je od novih članica uvođenje eura kao obavezni sljedeći korak, kada budu ispunjeni uvjeti pravne i ekonomske međusobne konvergencije. U Sloveniji su odlučili da to bude što je prije moguće.

Uvjeti za usvajanje eura uključivali su usklađivanje domaćeg zakonodavstva sa zakonodavstvom EU i EMU te ispunjavanje nominalnih (i manje realnih) kriterija međusobne konvergencije iz Maastrichta. Ovih se pet kriterija odnosi na:

1. inflaciju koja smije biti najviše jednu postotnu točku viša od prosjeka triju zemalja EU s najnižom inflacijom
2. dugoročnu kamatnu stopu koja smije biti najviše 1,5 postotne točke viša od stopa u tri zemlje EU s najnižim dugoročnim kamatnim stopama

3. proračunski manjak manji od 3% BDP-a

4. javni dug manji od 60% BDP-a

5. tečaj domaće valute prema euru koji fluktuiru u koridoru s razlikom manjom od 15% u odnosu na početni paritet tijekom dvije godine unutar tečajnog mehanizma II (ERM II).

Nakon dvije godine provedene u čekaonici od 27. lipnja 2004. godine, Slovenija je uspješno udovoljila kriterijima iz Maastrichta. U ožujku 2006. godine njeni su pokazatelji bili kako slijedi:

Odabrani pokazatelji	Mjerila konvergencije	Slovenija
1. inflacija (% ožujak 2006)	2,6	2,3
2. dugoročna kamatna stopa (% ožujak 2006)	5,4	3,8
3. proračunski manjak (% BDP-a, 2005)	- 3,0	-1,9
4. javni dug (% BDP-a, 2005)	60	29,1
5. tečajna varijabilnost (28.6.2004. – 28.4.2006)	+ 0,1% do - 0,2%	

Slovenija je trebala pripremiti izmjene domaćeg zakonodavstva za usvajanje eura. Zakonski temelji za usvajanje uključivali su izmjene zakona (koji se odnose na bankarstvo, središnju banku, poreze, financijsko osiguranje, tvrtke, itd.), kao i izmjene ustava u člancima koji definiraju zakonsko sredstvo plaćanja: euro umjesto tolara.

Slovenija se pri uvođenju eura opredijelile za pristup velikog praska (istodobno uvođenje gotovine i prijelaz cjelokupnog bankarstva i financijskih računa na euro) koji se razlikovao od prethodno korištenog madridskog postepenog pristupa. Pozitivno iskustvo s domaćom valutom, tolarom, u listopadu 1991. bilo je od pomoći pri donošenju ovakve odluke.

Tehničko uvođenje eura izvršeno je u sljedećim koracima:

- 1. siječanj – 14. siječanj 2007, razdoblje istovremenog dvostrukog optičaja tolara i eura
- do 1. ožujka 2007, razdoblje mijenjanja tolara u eure u bankama (bez provizija)
- nakon 1. ožujka 2007, mijenjanje je moguće samo u Banci Slovenije, kovanice do 2016, dok za novčanice nema vremenskog ograničenja.

Svi novčani računi u bankama prebačeni su iz tolarske u euro denominaciju 1. siječnja 2007. godine. Podružnice banaka bile su otvorene čak i za vrijeme praznika početkom siječnja. Isto je vrijedilo i za bankomate (samo s novčanicama od 10 i 20 eura na početku).

Praktične mjere uključivale su sljedeće:

- sitibor je zamijenjen euriborom kao referentnom kamatnom stopom
- instrumenti duga ponovno su denominirani iz tolara u euro, odozgo prema gore
- cijene nekih osjetljivih proizvoda (npr. benzina) bile su zaokružene na najviše dva decimalna broja

- odgovornost dužnika je da primjereno ispunjavaju formulare za plaćanje, odgovornost vjerovnika da su u stanju razmijeniti novčanice velike vrijednosti ako se koriste za plaćanje (novčanice od 500 eura!)
- trebalo je ponovno izračunati količine kapitala
- inicijalni paketi kovanica bili su na raspolaganju čak mjesec dana prije službenog početka eura kao zakonskog sredstva plaćanja.

Na početku su u optjecaju bile kovanice eura u vrijednosti od 78,9 milijuna eura (ukupna vrijednost izdanih kovanica bila je 103,9 milijuna eura) te novčanica u vrijednosti od 773,8 milijuna eura (ukupna količina tiskanih novčanica u vrijednosti od 2.175,0 milijuna eura). U optjecaju je tako na početku bilo novca u eurima u vrijednosti manjoj od 3% BDP-a, sveukupno tiskani novac iznosio je manje od 8% BDP-a (Jašovič, 2006).

Slovenija je postala 13. članicom EMU 1. siječnja 2007. godine, kao jedina od tri kandidatkinje među novim članicama EU, koja je podnijela zahtjev za ulazak u EMU odmah nakon svog pristupanja EU u svibnju 2004. Estonija je godinama prije ulaska u EU imala tečajnu stopu vezanu uz euro, ali nije mogla udovoljiti mjerilima iz Maastricha u dvije godine čekanja; Latvija je bila u još lošijem položaju.

Zanimljivo je da u vrijeme kada je Slovenija udovoljavala ovim mjerilima, devet od dvanaest starih država članica eurozone nije ispunilo uvjete bez ikakve praktične kazne. Štoviše, na početku globalne financijske krize 2008/2009. godine Europska je komisija snažno poticala članice EMU da koriste fiskalne poticaje te da tako spriječe kolaps gospodarstva. Sve su članice to i učinile te su se u narednim godinama dodatno zadužile i sada su u sasvim drukčijem položaju kao nesolventne i prezadužene zemlje. Zemlje PIIGS-a posebno su izložene u tom smislu. Prihvaćanje fiskalnog ugovora u regulaciji i zlatnog pravila (uravnoteženja proračuna tijekom ciklusa) u ustavu dva su zakona koje članice EU u ovom trenutku moraju usvojiti. Ovi zakoni idu u potpuno drugom smjeru od prethodnih poticaja. Bez monetarnog i fiskalnog poticaja ekonomije EU su u kontrakciji, tako da njihova relativna zaduženost (dug/BDP) raste unatoč vraćanju duga, još više pogoršavajući i inače lošu situaciju. Riječ je o posljedici pogrešno usvojenog programa štednje u EU. Kao rezultat toga, situacija u eurozoni nije zadovoljavajuća te neki čak predviđaju kolaps eura. Što će se na kraju dogoditi ovisi o čisto političkim odlukama unutar EU/EMU.

3. IMPLIKACIJE SLOVENSKEG ISKUSTVA ZA HRVATSKU

3.1. HRVATSKO PRISTUPANJE EUROPSKOJ UNIJI

Hrvatska je vanjska politika usredotočena na pitanje pristupanja Europskoj Uniji. Sporazum o stabilizaciji i pridruživanju Hrvatska je s EU potpisala u listopadu 2001, a zahtjev za članstvom u EU podnijela je 21. veljače 2003. godine. Europsko je vijeće 18. lipnja 2004. Hrvatskoj dodijelilo status kandidata za članstvo u EU. Pregovori o pristupanju započeli su u listopadu 2005. godine. Međutim, neriješeno pitanje granica, slabosti politike tržišnog natjecanja, nerazvijenost poljoprivrede, korupcija kao i manjkavo pravosuđe dugo su vremena bile unutarnje hrvatske prepreke hrvatskom pristupanju Uniji, dok je zamor od proširenja kod članica Europske Unije bio izvanjska prepreka tom procesu. Pregovori o pristupanju završeni su krajem 2011. Tako će Hrvatska po dovršetku ratifikacije sporazuma o pridruživanju u parlamentima svih 27 članica EU 1. srpnja 2013. postati 28. članicom Unije.

Hrvatska je od 2007. godine dobivala financijsku potporu Europske Unije u sklopu Instrumenta pretpristupne pomoći (IPA). Uz to je Hrvatska dodatno koristila regionalne i horizontalne programe, uključujući IPA paket mjera odgovora na krizu koji je stvoren 2008. godine. Unija je također davala financijsku potporu za razvoj civilnog društva putem programa za poticanje organizacija civilnog društva (Civil society facility). Programi prekogranične suradnje također su značajan financijski doprinos: programi s Italijom, Slovenijom, Mađarskom, Srbijom, Crnom Gorom i Bosnom i Hercegovinom, u kombinaciji s programima Europskog fonda za regionalni razvoj (ERDF), trebaju promicati dijalog među lokalnim i regionalnim jedinicama. Hrvatska je sudjelovala u ukupno 13 programa EU, koje ovdje sumarno navodimo: „Sedmi okvirni program za istraživanje i tehnološki razvoj“, „Okvirni program za konkurentnost i inovacije“ (koji uključuje „Program poduzetništva i inovacija“, „Program potpore politikama informacijskih i komunikacijskih tehnologija“ i „Program inteligentne energije u Europi“), „Napredak“, „Kultura“, „Europa za građane“, „Fiskalni program 2013“, „Carine 2013“, „Program EU za interoperabilnu isporuku usluga europske e-vlade javnim upravama, tvrtkama i građanima“ (IDABC), „Financijski instrument za civilnu zaštitu“, „MEDIA 2007“, „Akcija zajednice na području zdravlja“. „Marco Polo II“ te „Mehanizam civilne zaštite“.

3.2. USPOREDBA EKONOMSKIH POSTIGNUĆA HRVATSKE I SLOVENIJE

U ovom odjeljku analizirat ćemo hrvatsku i slovensku ekonomiju s obzirom na dugoročan rast i njegovu varijabilnost, stvaranje mjehura prije krize i njegovo puknuće nakon što je kriza eksplodirala, socijalna i ekonomska postignuća, fiskalnu ranjivost i financijsku osjetljivost u razdoblju 2005-2010. Također se uspoređuje financijska potpora koju EU daje Hrvatskoj s potporom koju Slovenija dobiva kao članica Unije i eurozone, ali i s financijskim obvezama koje Slovenija ima prema proračunu EU i njezinim fondovima.

Dinamika rasta

Za razdoblje 1991-2010. izračunali smo sljedeće parametre:

- geometrijsku sredinu stopa rasta BDP-a (G) = G_a , pri čemu se BDP mjeri u aktualnim US dolarima
- standardnu devijaciju stopa rasta, utemeljenu na geometrijskim sredinama (SD)
- Koeficijent varijacije $KV = SD/G_a$

Istodobno prikazujemo BDP po glavi stanovnika (u aktualnim US dolarima) za obje zemlje te za skupinu balkanskih zemalja. Kao početnu godinu uzimamo 1991, a kao posljednju godinu uzorka 2010. Također smo izračunali razliku između početnog i najnovijeg BDP-a po glavi stanovnika za koji postoje podaci (VG), kao i odnos početnog i najnovijeg BDP-a po glavi stanovnika (KG):

- BDP per capita (p.c.) 1991.
- BDP per capita (p.c.) 2010.
- $VG = BDP \text{ p.c. } 2010. - BDP \text{ p.c. } 1991.$
- $KG = BDP \text{ p.c. } 2010. / BDP \text{ p.c. } 1991.$

Želimo testirati hipotezu da niža početna pozicija (mjereno BDP-om p.c. kao pokazateljem životnog standarda) omogućuje brži rast BDP-a u procesu sustizanja razvijenih zemalja (zahvaljujući uvođenju već postojećih tehnologija i općeg znanja). Ako je to točno, pokazat će se u negativnoj korelaciji u skupini 11 balkanskih zemalja (Balkan 11)⁴ između početnog BDP-a p.c. i prosječne stope rasta. Također, ako zanemarimo dinamiku stanovništva, brži rast BDP-a dovest će do veće razlike BDP-a p.c. između 1991. i 2010.

Varijabilnost rasta

Varijabilnost rasta (ili njegovu stabilnost) mjerimo standardnom devijacijom SD kao apsolutnim pokazateljem te koeficijentom varijacije KV kao relativnim pokazateljem varijabilnosti stopa rasta. Metodološka dilema tiče se pitanja, koju vrstu indikatora treba upotrijebiti: apsolutne (SD , VG kao razlika početnog i najnovijeg BDP-a p.c.). U načelu, relativnim indikatorima treba dati prednost pred apsolutnim, ali u ovom posebnom slučaju stopa rasta BDP-a i BDP-a p.c. apsolutni indikatori mogu imati više smisla u interpretaciji empirijskog materijala. Primjerice, ako je prosječna stopa rasta G_a blizu ničasti, relativna devijacija ($KV = SD/G_a$) može biti velika unatoč vrlo maloj apsolutnoj varijaciji stopa rasta (SD). Za prosjeke skupina izračunate su jednostavne aritmetičke sredine.

⁴ Riječ je o sljedećim zemljama: Albanija, Bosna i Hercegovina, Bugarska, Crna Gora, Grčka, Hrvatska, Makedonija, Moldavija, Rumunjska, Srbija i Slovenija.

Tablica 1. Rast i stabilnost, 1991-2010.

Zemlja	BDP 2009 USD	Napredak u tranziciji (max = 88)	BDP p.c. 1991/2010. (u USD)	VG BDP p.c. 2010-1991.	KG BDP p.c. 2010/1991.	G _a 1991-2010.	SD	KV= SD/G _a
Svijet	58.260					2,70	1,43	0,53
Balkan 11	1.308	66,3	2.841/8.335	5.585	4,0	3,0	7.62	1,52
Hrvatska	63,0	73,5	4.026/13.754	9.728	3,4	0,54	7,83	14,52
Slovenija	48,5	74,0	6.331/22.851	16.520	3,6	2,26	4,46	1,97
OECD	4.1214					2,04	1,60	0,78
LDC*	5.454					4,78	2,08	0,43
BRICS 5*	9.473		1.817/6.866	5049	3,8	4,75	3,29	0,69

Izvori: The World Bank Data, EBRD Transition Report 2011, vlastiti izračuni

LDC = najmanje razvijene zemlje (least developed countries)

BRICS 5 = Brazil, Indija, Rusija, Kina, Južna Afrika

Prema podacima Svjetske banke (tablica 1), Hrvatska je 1991. godine započela s 30% većim BDP-om od slovenskog, s 36% manjim BDP-om p.c. te je u promatranom razdoblju prosječno godišnje rasla po stopi od 0,54%, dok je Slovenija rasla po prosječnoj stopi od 2,26%. Godine 2010. hrvatski BDP p.c. iznosio je 60% slovenskog. Zaostajanje za Slovenijom nije se dakle značajno povećalo unatoč činjenici da je Hrvatska bila uvučena u ratni sukob u prvoj polovici 1990-ih te da je Sloveniji pomoglo ranije članstvo u EU i u eurozoni. Dvadesetogodišnji prosjek rasta BDP-a u obje je zemlje bio ispod prosjeka bilo koje druge skupine tranzicijskih zemalja. Varijabilnost rasta BDP-a je u Hrvatskoj bila znatno veća nego u Sloveniji: ratni je sukob zaustavio rast, a u razdoblju po okončanju sukoba uslijedio je ubrzani proces sustizanja zaostatka u odnosu na druge tranzicijske zemlje. Prema ocjeni EBRD-a obje su zemlje postigle natprosječan uspjeh u institucionalnoj tranziciji, ali zaostaju za Višegradskom skupinom zemalja.

Otpornost na krizu

Ispituje se pitanje, je li u zemljama u kojima su stope rasta u vrijeme napuhivanja mjehura 2005-2008. više odstupale od prosjeka došlo do većeg učinka puknuća mjehura (tj. većeg negativnog učinka na prosječan rast) u razdoblju ekonomske krize nakon 2008. Manje odstupanje od dugoročne stope rasta u pojedinoj zemlji pokazatelj je veće otpornosti na globalnu krizu. Važna je i simetrija pozitivnih i negativnih razlika od prosječnog rasta. Velike razlike u odstupanjima iznad i ispod prosjeka pokazuju da su u nekoj zemlji prisutni specifični čimbenici u vrijeme globalne krize. Za obje zemlje izračunata je najviša (G_{max}) i najniža (G_{min}) stopa rasta kao i najveća pozitivna odnosno negativna razlika u odnosu na prosječnu stopu rasta u razdoblju 2005-2010 ($G_{max} - G_a$ odnosno $G_{min} - G_a$).

U tablicama 2-9 prikazujemo učinke globalne financijske krize na Hrvatsku i Sloveniju, najprije na temelju pokazatelja napuhivanja i puknuća mjehura u rastu BDP-a u razdoblju između 2005 i 2010, a zatim na temelju različitih makroekonomskih indikatora: indeksa bijede (stopa nezaposlenosti plus stopa inflacije), indeksa neravnoteže (bilanca plaćanja plus proračunska bilanca), agregatnog makroekonomskog indikatora (stopa rasta BDP-a – stopa nezaposlenosti – stopa inflacije – deficit/suficit proračuna – deficit/suficit bilance plaćanja), kao i fiskalne ranjivosti (tablica 7) te pokazatelja učinaka bankarskog sektora (tablice 8 i 9).

Prema tablici 2 Hrvatska je u promatranom razdoblju (2005-2010) postigla najviši rast 2007. godine sa stopom od 5,1%, dok je iste te godine bio i najviši rast u Sloveniji sa stopom od 6,9%. Najniža stopa rasta u obje je zemlje bila 2009. godine i u Hrvatskoj je iznosila -6,0%, a u Sloveniji -8,0%. To znači da je stvaranje mjehura i njegovo puknuće bilo intenzivnije u Sloveniji (VG 14,87) nego u Hrvatskoj (VG 11,1). Globalna je financijska kriza jače utjecala na Sloveniju.

Tablica 2. Stvaranje i puknuće mjehura rasta

Zemlja	BDPp.c. 2010	Ga	Gmax	Gmin	Gmax-Ga	Gmin-Ga
Svijet	10.000	2,70	4,05	-2,32	1,35	-5,02
Balkan 11	7.945	3,00	7,15	-2,80	4,15	-5,80
Hrvatska	13.754	0,54	5,06	-5,99	4,52	-6,53
Slovenija	22.851	2,26	6,87	-8,00	4,61	-10,26
OECD		2,04	2,95	-4,04	0,91	-6,08
LDC		4,78	7,96	4,48	3,18	-0,30
BRICS 5	6.866	4,75	8,04	0,97	3,29	-3,78

Izvori: World Bank, IMF, EBRD, EU, vlastiti izračuni

Agregatni indikatori dodatno ilustriraju dinamiku rasta 2005-2010. u Hrvatskoj i Sloveniji.

Ekonomski i socijalni razvoj u doba globalne krize

Za obje su zemlje izračunati sintetički indikatori bijede (socijalnog stanja), neravnoteže i agregatnog makroekonomskog učinka. Agregati pojedinačnih makroekonomskih indikatora koriste se u svrhu boljeg prikazivanja opće situacije u svakoj od zemalja kao i razvojnih trendova u promatranom razdoblju, uključujući početak, tijek i posljedice globalne financijske krize. Prednost je agregatnog izračuna to što daje bolju sliku stanja, njegova je slabost što je zbrajanje pojedinačnih indikatora ponekad upitno. No, u svrhu boljeg pregleda spremni smo žrtvovati određenu mjeru metodološke korektnosti. Rabimo sljedeće indikatore:

- indeks bijede = zbroj stope nezaposlenosti i stope inflacije (indeks su rabili L.R.Klein i neki drugi ekonomisti)
- indeks neravnoteže = zbroj bilance plaćanja i proračunske bilance (deficita odnosno suficita, relativno u odnosu na BDP)
- agregatni makroekonomski indikator učinka = stopa rasta BDP-a – stopa nezaposlenosti – stopa inflacije – deficit/suficit proračuna – deficit/suficit bilance plaćanja.

Tablica 3. Indeks bijede: stopa nezaposlenosti + stopa inflacije

Zemlja	BDP p.c. 2010. %	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.
Svijet	100							
Balkan 11	83	26,6	25,3	22,6	25,4	21,1	22,7	27,1
Hrvatska	137	15,6	14,3	12,5	14,4	11,5	12,9	19,9
Slovenija	229	9,0	8,5	8,4	10,0	6,7	9,2	10,5

Izvori: World Bank, IMF, EBRD, EU, vlastiti izračuni

Podaci u tablici 3 pokazuju da se u obje zemlje socijalno stanje poboljšavalo sve do 2007. godine, u nekim dimenzijama čak do 2009. Razina socijalne bijede znatno je viša u Hrvatskoj nego u Sloveniji, ali je u obje zemlje bolja od prosjeka zemalja u skupini Balkan 11. Kako bi se dobila realna slika socijalne bijede, prikazani indikatori trebaju se staviti u odnos s prosječnom razinom razvijenosti u trenutku izbijanja krize. I opet je stanje puno bolje u Sloveniji nego u Hrvatskoj, ali je u obje zemlje bolje od prosjeka balkanskih zemalja.

Tablica 4. Neravnoteže: bilanca plaćanja + proračunska bilanca

Zemlja	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.
Balkan 11	-9,2	-10,2	-14,8	-20,1	-15,5	-13,2	-13,4
Hrvatska	-9,3	-9,6	-9,7	-10,2	-9,3	-6,1	-7,5
Slovenija	-3,2	-3,7	-4,9	-7,0	-7,2	-6,3	-7,3

Izvori: The World Bank, IMF, EBRD, EU, vlastiti izračuni

Optimalan razvoj suma je rasta i stabilnosti. Velike ekonomske neravnoteže uzrokuju nesigurnost, što dovodi do opadanja blagostanja. Istodobno, da bi se utvrdio domaći društveni proizvod, valjalo bi od BDP-a oduzeti vanjski deficit. Neravnoteža je znak slabosti ekonomije i ekonomske politike neke zemlje, te je također pokazatelj kako unutarnjih ekonomskih problema, tako i problema na široj globalnoj sceni.

U Hrvatskoj i Sloveniji neravnoteže su rasle do 2008, a nakon toga su se smanjivale. Na početku razdoblja Slovenija je imala znatno manje neravnoteže, ali 2011. godine prema tom kriteriju više nema većih razlika između Slovenije i Hrvatske. Obje zemlje su u znatno boljem stanju od prosjeka balkanskih zemalja, koji je gotovo dvostruko veći od pokazatelja za te dvije zemlje.

Ranjivost nacionalnih ekonomija: fiskalni i financijski (bankovni) položaj

Indikatori najnovije fiskalne ranjivosti prisutni su u balkanskim zemljama, što pokazuju statistike EBRD-a, kao i statistike EU-a, IMF-a, Svjetske banke i OECD-a. Uključeni su pokazatelji zaduženosti pojedinih zemalja za 2010. godinu (odnosno za godinu za koju su dostupni podaci);

- vanjski javni i privatni dug
- devizne rezerve (ukupan iznos te relativno u odnosu na kratkoročni dug i izraženo u mjesecima uvoza)
- razlika između vanjskog duga i deviznih rezervi
- neto imozemna ulaganja (kao jedan od izbora financiranja vanjskog duga).

Situacija u bankarskom sektoru dvaju zemalja prikazuje se pomoću najnovijih podataka koji se mogu dobiti od EBRD-a i iz nekih drugih izvora:

- odnos bankovne aktive prema BDP-u (razina bankovne penetracije ekonomije, što je uži pojam „financijske penetracije“ ili monetizacije ekonomije)
- bankovni depoziti, krediti i odnos kredita prema depozitima kao indikator koji mjeri potencijal bankarskog sektora
- struktura bankarskih kredita: udio „loših“ kredita, udio kredita u stranoj valuti u BDP-u i u ukupnim kreditima.

Prikazuje se i razina financijske potpore od strane Europske Unije balkanskim zemljama kandidatima odnosno potencijalnim kandidatima za financijsko razdoblje 2006-2013, u odnosu na BDP i stanovništvo zemalja koje primaju potporu.

Stupanj ekonomske izloženosti balkanskih zemalja zemljama eurozone odnosno skupini PIIGS⁵ na temelju triju indikatora: izvoza, vanjskog duga i izravnih stranih investicija. Za većinu zemalja dostupni su podaci EU, EBRD-a, IMF-a i Svjetske banke. Postoje problemi s podacima za Kosovo, koji su oskudni, kao i s podacima za Grčku, koji su teško usporedivi, budući da dolaze iz drugih izvora nego podaci za tranzicijske zemlje.

Tablica 5. Indeks maroekonomskog učinka: rast BDP-a – stopa nezaposlenosti – inflacija – bilanca plaćanja / BDP – proračunska bilanca /BDP

Zemlja	2005.	2006.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.
Balkan 11	-30,0	-29,4	-30,5	-40,4	-39,8	-34,1	-38,3
Hrvatska	-20,7	-19,0	-17,1	-22,4	-26,8	-20,2	-26,6
Slovenija	-8,2	-6,4	-6,4	-13,5	-21,5	-14,1	-18,0

Izvori: The World Bank, IMF, EBRD, EU, vlastiti izračuni

Ukupni ekonomski učinak Hrvatske i Slovenije opao je u razdoblju 2005-2009, da bi se nakon toga neznatno popravio. Pritom je Slovenija u boljem općem makroekonomskom stanju. U 2011. godini stanje je još uvijek znatno slabije nego što je bilo 2005. U usporedbi s prosjekom balkanskih zemalja učinak obje zemlje je bolji, a znatno je viši i životni standard (mjeren BDP-om po glavi stanovnika).

⁵ PIIGS je skupina sljedećih zemalja: Portugal, Irska, Italija, Grčka i Španjolska.

Financijska ranjivost

Tablica 6 prikazuje fiskalnu ranjivost (teret duga) Hrvatske i Slovenije krajem 2010. S obzirom na ukupni dug Hrvatska je u boljoj poziciji, ali je neto zaduženost Slovenije manja (ukupni dug minus potraživanja; u potraživanja se računaju izravne strane investicije u zemlji, strani vrijednosni papiri, financijski štedni depoziti u inozemstvu te izravne investicije u inozemstvu).

Tablica 6. Financijska ranjivost: vanjski dug i devizne rezerve (u mrd. USD)

Zemlja	Javni dug (2010)	Ukupan vanjski dug	Privatni vanjski dug	Devizne rezerve	Rezerve/ kratkoročni dug	Rezerve/ mjeseci uvoza	Vanjski dug – rezerve
Hrvatska	40,6	102,1	73,5	24,7	71,5	7	77,4
Slovenija	38,0	115,2	65,7	2,3	8,5	3	112,9

Izvor: EBRD Transition Report 2011.

Devizne su rezerve dovoljne u Hrvatskoj, dok je u Sloveniji situacija drukčija, budući da je euro domaća valuta. Zato je devizno tržište imala veliko ulogu u Hrvatskoj (primjerice, krediti u švicarskim francima znatno su se povećali zbog aprecijacije franka), ali ne i u Sloveniji.

Bankarski sektor i izloženost globalnoj financijskoj krizi

Tablica 7. Bankarstvo: Aktiva, vlasnička struktura, depoziti, 2010. (u %)

Zemlja	Aktiva/ BDP	Državno vlasništvo	Domaće privatno vlasništvo	Strani vlasnici	Depoziti/ BDP
Hrvatska	116,8	4,3	5,4	90,3	62,1
Slovenija	139,9	18,9	52,4	28,7	52,5

Izvor: EBRD Transition Report 2011.

Utjecaj globalne financijske krize u Hrvatskoj i Sloveniji najviše se osjetio u bankarskom sektoru. Stanje bankarskog sektora prikazano je u tablicama 7 i 8. Nešto slabija razvijenost bankarskog sektora u Hrvatskoj nego u Sloveniji vidljiva je na temelju odnosa bankovne aktive i BDP-a, no to bi također mogao biti indikator napuhavanja financijskog mjehura u Sloveniji. Banke su u Hrvatskoj pretežito u rukama stranaca, dok su u Sloveniji banke većinski u domaćem vlasništvu, ali to bi se u Sloveniji zbog trenutačnih problema moglo brzo promijeniti.

Tablica 8. Bankarstvo: struktura kredita, 2010. (u %)

Zemlja	Kredit/ BDP	Loši krediti	Kredit/ depoziti	Kredit s deviznom klauzulom/BDP	Kredit s deviznom klauzulom/ ukupni krediti
Hrvatska	72,8	11,2	117,3	55,4	76,0
Slovenija	83,1	2,2	158,3	4,2	5,0

Izvor: EBRD Transition Report 2011.

Udio kredita u BDP-u viši je u Sloveniji, ali je udio „loših“ kredita viši u Hrvatskoj. Odnos kredita i štednih depozita neodrživ je u Sloveniji, dok je u Hrvatskoj znatno bolji. U Hrvatskoj je prisutan problem kredita denominiranih u stranim valutama, dok je on zanemariv u Sloveniji. U tom je pogledu uvođenje eura u Sloveniji znatno pomoglo. Kreditni mjehur očigledno je izraženiji u Sloveniji, no Hrvatska je ranjiva zbog kredita s valutnom klauzulom i ovisi o promjenama tečaja kune.

Potpora od strane Europske Unije

Tablica 9. IPA potpora kandidatima i potencijalnim kandidatima od strane EU, u mil. €

Zemlja	Stanovništvo 2010. (u mil.)	U odnosu na BDP %	Per capita €	Ukupno 2007-13.	2007.	2008.	2009.	2010.	2011.	2012.	2013.
Sveukupno zemlje kandidati s Balkana	96203		104	9972	1108	1313	1305	1397	1540	1627	1682
Turska	72561	0,78	67	4832	497	539	566	654	780	860	936
Albanija	3185	4,97	187	597	61	74	81	94	94	95	98
BiH	3844	3,88	171	659	62	75	89	105	107	109	112
Hrvatska	4426	1,55	225	998	141	146	151	153	156	156	95
Kosovo	2208	11,81	289	638	68	185	106	67	69	69	74
Makedonija	2053	6,72	301	618	58	70	82	92	98	101	117
Crna Gora	619	5,78	383	237	31	33	35	34	34	35	35
Srbija	7307	3,24	191	1393	190	191	195	198	202	202	215

Izvori: EU Enlargement, 2012, IPA Revised perspective, Brussels 2012.

U usporedbi s osam balkanskih zemalja koje nisu članice EU Hrvatska je na temelju IPA programa dobila ispodprosječan iznos financijske potpore EU ako se mjeri u odnosu na BDP, ali nadprosječan iznos ako se dobivena sredstva mjere po glavi stanovnika. Situacija će se poboljšati s hrvatskim ulaskom u EU, budući da će Hrvatska na početku biti neto primatelj financijskih sredstava, no nužno je osigurati odgovarajuće domaće resurse (iz središnjeg i lokalnih proračuna) budući da su oni uvjet povlačenja sredstava iz europskih fondova, što ponekad nije lako ostvariti.

Tablica 10. Izloženost eurozoni i skupini PIIGS, 2010-2011. (u % BDP-a)

Zemlja	EU				PIIGS			
	Izvoz	Vanjski dug	FDI	Indeks	Izvoz	Vanjski dug	FDI	Indeks
Hrvatska	9	31	42	82	4	0	5	9
Slovenija	33	22	21	76	9	0	0	9

Izvor: EBRD Transition Report 2011.

Nema značajne razlike između Hrvatske i Slovenije u pogledu izloženosti Europskoj Uniji i skupini PIIGS. Iznenadujuće je da je Hrvatska nešto više izložena od Slovenije.

Zaključci i političke preporuke

Uvođenjem eura i člansvom u EU i EMU Slovenija je inicijalno zadobila na ugledu, samopouzdanju te joj je tehnički olakšano sudjelovanje u međunarodnim financijskim aktivnostima, što je sve pridonijelo **porastu blagostanja**. Utjecaj nedavne globalne financijske krize te interne pogreške i prijepori oslabili su pozitivne impulse i potaknuli pesimizam zbog neostvarenih očekivanja. Danas članstvo u eurozoni nije osobita prednost budući da zemlja odustaje od neovisne tečajne politike i mogućnosti deprecijacije kao mjere jačanje konkurentskog položaja na globalnim tržištima te konzekventno povećanja izvoza u svrhu rasta BDP-a i uravnoteženja bilance u odnosima s inozemstvom. Većina zemalja Istočne Europe koje su članice EU, ali nisu u EMU, upravo su to radile proteklih godina. Uz to, članstvo u EMU nije osobita povlastica niti s obzirom na financijsku potporu ECB-a i fondova eurozone, budući da su neke nečlanice eurozone (primjerice, Poljska, Mađarska, Ukrajina) dobile takvu vanjsku financijsku potporu, a neke članice EMU nisu je dobile.

Drugi način da se poboljša konkurentnost puno je bolniji: smanjenje javne potrošnje i socijalnih izdataka u nekoj zemlji dovodi do društvenih i političkih sukoba. Slovenija upravo provodi takvu politiku, a Hrvatska je ne bi trebala slijediti. Takav slijed mjera ekonomske politike mogao bi biti primjeren za Njemačku, ali nije za većinu članica EU. Potrebno je oživjeti ekonomsku aktivnost povećanjem agregatne potražnje, kako bi se kanije moglo servisirati vanjski dug.

Ipak, unatoč nedavnim problemima, **članstvo Hrvatske u EU i EMU nema ozbiljnu alternativu**. Ostanak izvan tih integracija značio bi izolaciju zemlje u europskom ekonomskom i političkom okruženju te bi u obje dimenzije povećao rizike. Budući da će Hrvatska ući u EU u srpnju 2013, opstane li euro (što prvenstveno ovisi o političkim odlukama vođa u središtu EU i EMU), prirodno je da učini sljedeće korake u pravcu članstva u Ekonomskoj i monetarnoj uniji. Naime, s konzistentnom dugoročnom tečajnom politikom kao nominalnim sidrom, Hrvatska se u stvarnosti ponašala kao članica EMU, stoga to neće biti ništa nova za nju. S druge strane, dobrovoljno odustajanje od fleksibilne tečajne politike pridonijelo je dubini trenutačne ekonomske krize u Hrvatskoj. Vanjskotrgovinski višak u sektoru usluga (turizam) nije bio dovoljan da pokrije deficit u razmjeni dobara, što je dovelo do velikog vanjskog zaduživanja. Provedba fiskalne štednje u sadašnjoj situaciji ima neželjene socijalnopolitičke posljedice.

Hrvatska ne bi trebala imati problema s tehničkim aspektima uvođenja eura, budući da je 1991. uspješno uvela domaću valutu kunu te ju je u gotovo cijelom radoblju nezavisnosti vezala uz euro (odnosno prije uz njemačku marku). Tečaj kune kretao se unutar granica pariteta.

Kao što pokazuju indikatori, unatoč prednosti slovenskoga osmogodišnjeg članstva u EU i petogodišnjeg članstva u EMU i unatoč činjenici da je Hrvatska u prvoj polovici 1990-ih bila uvučena u ratni sukob, **slovensko gospodarstvo nije postiglo značajno bolje učinke od hrvatskog**. Zašto? Moglo bi se ponuditi više argumenata kao odgovor: prvo, institucionalna integracija možda nije toliko važna za ekonomski učinak; drugo, članstvo u EU i EMU zemlju čini ranjivijom u odnosu na međunarodne financijske i trgovinske tokove, što je postalo očito s utjecajem globalne financijske krize na Sloveniju. S druge strane, društvena i politička dimenzija mogu se značajno poboljšati s članstvom, no te je učinke teško mjeriti.

U procesu ulaska u EMU treba naglasiti da je lakše postići **nominalnu konvergenciju** (ispunjavanje maastrichtskih kriterija konvergencije) nego **realnu konvergenciju** (povećanje BDP-a i na taj način konvergenciju putem sustizanja, poboljšanja učinkovitosti i konkurentnosti ekonomije). Vlada može svojom intervencijom na silu kratkoročno postići kriterije nominalne konvergencije, među kojima čak nema nekih važnih kriterija (primjerice, vanjske ravnoteže kroz kriterij bilance plaćanja odnosno kriterija određene stope rasta i stope nezaposlenosti). Pitanje je kad nova članica EU poput Hrvatske treba nastojati ući u EMU. Manipulirajući postizanjem kriterija konvergencije vlade lako mogu odrediti datum uvođenja eura (kao što to čine Švedska i neke nove članice iz Istočne Europa). U trenutačnoj globalnoj financijskoj krizi i s obzirom na njen utjecaj na EU, EMU i euro, možda je bolje ne biti članicom EMU. Nakon ulaska u EU i članstvom u EMU Slovenija je isprva bila uspješna u smanjenju zaostatka za razvijenom Europom, no taj se zaostatak ponovno povećava nakon 2009.

Sadašnja kriza dokazuje da je, prema Wallerteinu, za neku zemlju **bolje biti članicom vanjske regije nego perifernom članicom EMU** (vidi sudbinu skupine PIIGS). Zemlja ima snažniju pregovaračku poziciju i više suverenosti kao nečlanica ako je integracija u krizi, kao što je danas slučaj s eurozonom, gdje periferne zemlje odustaju od svake ekonomske, pa stoga i socijalne i političke suverenosti te moraju prihvatiti diktat iz centra integracije. Kao članica EU/EMU, koje su carinska unija, zemlja se mora otvoriti drugim zemljama u integraciji. Nažalost, to se događa na nesimetričan način: dok je potpuno slobodan protok dobara, usluga i kapitala (što pogoduje razvijenim članicama), protok rada nije slobodan ili podliježe određenim ograničenjima (na štetu nerazvijenih članica). Pa čak i za države koje nisu članice, poput Hrvatske u prethodnom razdoblju, slobodan protok kapitala iz razvijenih zemalja nije uvijek korišten na dobrobit primatelja kapitala. Putem preuzimanja i spajanja (za razliku od greenfield investicija) najveći dio domaćeg gospodarstva, a osobito njegove najbolje kompanije, dospjeli su u strane ruke. Strane kompanije slijede ciljeve mikrooptimizacije koji nisu nužno u skladu s makro ciljevima zemlje domaćina. Za ilustraciju, strane banke, koje dominiraju hrvatskim bankarskim sektorom, sa svojom strategijom „odabira poslastica“ daju kredite samo najboljim kompanijama i potencijalno preusmjeravaju financijske tokove prema matičnoj banci odnosno redistribuiraju dobit prema matičnoj zemlji iz koje dolazi banka, a hrvatski realni sektor ostavljaju u lošijoj ekonomskoj situaciji nego što bi to bilo nužno. Banke i dalje imaju veliku dobit, a u realnom sektoru istodobno imamo velike gubitke i nestajanje radnih mjesta! Nešto je iz temelja krivo u toj situaciji, budući da financijski sektor ne bi uopće mogao postojati bez realnog sektora. Neto financijski tokovi za vrijeme sadašnje krize nisu negativni samo za Hrvatsku nego i za sve tranzicijske zemlje.

Slovenija je, s druge strane, uspjela zadržati neke od ključnih najboljih kompanija u domaćem vlasništvu (tj. u vlasništvu pojedinaca s trajnim boravištem u Sloveniji, koji ne moraju nužno biti slovenski državljani) te je u sadašnjoj krizi zadržala elemente domaće suverenosti. Porast vanjskog duga koji je u razdoblju 2003-2009. bio bez presedana ne može se, međutim, otplatiti bez prodaje najboljih domaćih kompanija strancima. Da bi živjela bolje nego što zaslužuje (tj. proizvodi), današnja generacija stoga mora strancima prodati staro „obiteljsko srebro“.

Za Hrvatsku kao i za Sloveniju važi da ako žele biti bar poluperiferija a ne siromašna periferija centra Europske Unije, budući da inzistiraju na članstvu u integraciji, moraju voditi znatno pametniju politiku i slijediti istinski nacionalni interes, zadržavajući određeni

stupanj slobode i suverenosti u odlučivanju. U tom smislu, političke i ekonomske vlasti trebaju odbaciti neoliberalni pristup štednje u korist rasta, što u sadašnja krizna vremena znači čak i veću privremenu intervenciju države. Blagostanje građana neke zemlje ima svoju ekonomsku i svoju socijalnu komponentu i potonja se ne smije sasvim odbaciti u korist prve. Određeni stupanj solidarnosti je alternativni put iz krize.

Literatura

- Bakhteeva, R., 2011: *Transition: impact of global crisis and exit on Croatia*, MIREES.
Bruckbauer, S., 1998: *The Euro and the Banks*, BA East-West Report, 4, Beč.
Gulić, T., Smole, A., 2005: *Načrt uvedbe eura*, mimeo, Pravna fakulteta, Ljubljana.
Jašovič, B., 2006: *Nacionalni vidik uvedbe evra*, Banka Slovenije, Ljubljana.
Jones, T., 1998: *Euro Essentials*, Economist, London.
Lin, J.Y., 2011: *Demystifying Chinese Economy*, Cambridge University Press, Cambridge.
Mencinger, J., 2012: *Slovenija med zlomom socializma in krizo kapitalizma*, SANU, Ljubljana.
Michaels, D., 1998: How EMU Will Affect Eastern Europe: The Euro Revolution, *Wall Street Journal Europe*, svibanj.
Rivera, L., 2008: Managing "Spoiled" National Identity: War, Tourism, and Memory in Croatia, *American Sociological Review*, 73 (4), 613-634.
Štiblar, F., 1997: Slovenski bančni sektor približevanju EU in ob rojstvu EMU, *Gospodarska gibanja*, EIPF, Ljubljana, 23-38.
Štiblar, F., 1999: Ob rojstvu Evra, *Gospodarska gibanja*, EIPF, Ljubljana.
Štiblar, F., 2002: *The Role of Euro from the Perspective of Banks*, EU enlargement conference, Nova Gorica.
Štiblar, F., 2007: Prispevek slovenskih bank k uspešni uvedbi eura – velik, čeprav spregledan, *Bančni Vestnik*, 1.
Štiblar, F., 2012: *Balkan Economies in Turmoil*, Tasam Conference, Istanbul, travanj.
Štiblar, F., 2008: *Transition of the Slovenian economy from Yugoslavia to the European Monetary union*, mimeo.
Štiblar, F., 2007: *The Balkan Conflict and Its Solutions*, Manet School of Law i Univerza v Ljubljani, Ljubljana.
Štiblar, F., 2009: *The Impact of Global Crisis on Montenegro and the Western Balkans*, CBCG.
Štiblar, F., 2012: Kaj je v ekonomske odnose s tujino prineslo članstvo v EU, *Gospodarska gibanja*, EIPF, Ljubljana, travanj, 10-13.
Trichet, J.C., 1998: *Economic and Monetary Union as Seen by the Banque de France*, The European Finance Convention, Beč, studeni.

Ostali izvori

- Balkan Monitor* <http://www.balkan-monitor.eu/> .
CIA World Factbook <https://www.cia.gov/library/publications/the-world-factbook/geos/hr.html> .
Bilten Banke Slovenije, Ljubljana
Croatia 2010 Progress Report http://ec.europa.eu/enlargement/pdf/key_documents/2010/package/hr_rapport_2010_en.pdf .
Doing Business 2011: Making a Difference for Entrepreneurs <http://www.doingbusiness.org/~media/FDPDKM/Doing%20Business/Documents/Profiles/Country/DB11/HRV.pdf> .
EBRD Transition Report, November 2011 <http://www.ebrd.com/downloads/research/transition/tr10assess.pdf> .
Ekonosko zrcalo, UMAR, Ljubljana.
European Forum for Democracy and Solidarity <http://www.europeanforum.net/country/croatia> .
German Marshall Fund http://www.gmfus.org/events/virtual_forum_view?vf.id=1048 .
Government of the Republic of Croatia website http://www.vlada.hr/en/naslovnica/o_vladi_rh .
Inter-Parliamentary Union <http://www.ipu.org/wmn-e/classif.htm> .
OECD Statistical data set <http://stats.oecd.org/> .
The IMF World Economic Outlook 2011 i Supplement 2012, Washington DC, 2011, 2012.
The LINK World Economic Assessment, UN i University of Toronto, jesen 2011.
The World Bank, data set <http://web.worldbank.org/WBSITE/EXTERNAL/COUNTRIES/ECAEXT/0,,contentMDK:22917970~pagePK:146736~piPK:146830~theSitePK:258599,00.html> .

RASPRAVA*

*Sažetak rasprave napravio je Matija Kroflin.

ŠTO ZAHTIJEVA UVOĐENJE EURA?

Odgovor na pitanje kada i kako uvesti euro ne ovisi samo o odluci Republike Hrvatske, nego i o zadovoljenju određenih kriterija nužnih za ulazak u eurozonu, posebno tzv. maastrichtskih kriterija. Njihovo ispunjenje preduvjet je ulaska u mehanizam ERM II, odnosno europski tečajni mehanizam koji je svojevrsno predvorje eurozone. Ti kriteriji zahtijevaju da zemlje koje žele uvesti euro ne smiju imati fiskalni deficit opće države veći od 3 posto BDP-a, javni dug veći od 60 posto BDP-a, inflaciju višu od 1,5 postotnih poena u odnosu na prosjek triju zemalja s najnižom inflacijom te prinos na državne obveznice više od 2 postotna poena u odnosu na prosjek triju zemalja s najnižim prinosima. Uz to, potrebno je da zemlja provede najmanje dvije godine unutar mehanizma ERM II, što podrazumijeva stabilizaciju tečaja domaće valute spram eura u intervalu od +/- 15 posto te da središnja banka djeluje nezavisno.

Međutim, pravila monetarne unije neprestano se usložnjavaju pa tako početni maastrichtski kriteriji na provedbenoj razini dobivaju sve više kompliciranih potkriterija. Pravila igre se šire, kompliciraju i sve veći broj indikatora dolazi na listu filtara kroz koje je potrebno proći da bi se moglo ući u ERM II te nakon toga u eurozonu. To je potrebno imati na umu pri donošenju odluke o načinu uvođenja eura.

Uz to politička, ekonomska i društvena situacija unutar eurozone od izbijanja dužničke krize postaje sve složenija. Osnovani su europski zajednički fondovi za stabilnost koji se odnose na cijelu eurozonu, odnosno EFSF (*European Financial Stability Facility*) i njegov sljednik ESM (*European Stability Mechanism*) koji se temelje na danim jamstvima od oko 700 mlrd. eura. Iz tih jamstava proizlazi novčani potencijal od oko 500 mlrd. eura za moguće intervencije. Prema posljednjim pravilima ESM može, uz kreditiranje država koje su fiskalno neuredne i koje se nalaze u fazama prilagodbe, intervenirati direktno u bankarski sustav, odnosno dokapitalizirati neku veliku, sistemski važnu banku. Na taj se način želi odvojiti problem fiskalne nestabilnosti od bankarske nestabilnosti te je omogućeno spašavanje velikih banaka bez državnih jamstava. Sukladno tome, problemi velikih banaka više ne bi trebali utjecati na državni proračun i razinu javnog duga.

Također, već početkom 2011. uveden je tzv. europski semestar, odnosno rana faza planiranja proračuna u kojoj se nacrti proračuna podnose Europskoj komisiji i daju na uvid članicama uz mogućnost da Komisija zatraži izmjene u proračunima pojedinih država. To je politički nova i ozbiljna činjenica te se u ovom slučaju može raspravljati o tome gdje su granice nacionalnog suvereniteta. Moglo bi se reći kako sve više jača tendencija da se one u fiskalnom dijelu mijenjaju i pomalo se sele na nadnacionalnu razinu.

Također, uvodi se svojevrsan automatizam sankcija i ugrađuje se odredba o fiskalnoj stabilnosti u ustave država članica uz nadzor Europskog suda pravde. Sve zemlje osim Velike Britanije i Češke potpisale su fiskalni akt o strogim ograničenjima na dugoročne fiskalne deficite.

Za zemlje koje ne posjeduju fiskalnu vjerodostojnost, odnosno za zemlje koje se ne mogu zaduživati pod povoljnim uvjetima na međunarodnom tržištu, svi su ovi kriteriji dobri jer se zasnivaju na *sound economics* logici. Nositeljima odluka u određenim zemljama vjerojatno je intuitivno jasno da ako nekoliko godina generiraju fiskalne deficite time stvaraju dug za nadolazeće generacije. Međutim, u zemljama poput Hrvatske to očito nije tako, a problem je tim veći što i političari često smatraju da u fiskalnoj politici postoji čarobni štapić. Tako je

primjerice omjer javnog duga i BDP-a u Hrvatskoj u konstantnom rastu. Omjer od 40 posto, za koji se pretpostavlja da usporava rast u zemljama u razvoju, u Hrvatskoj je već probijen, a probit će se vjerojatno i omjer od 60 posto ako prije ne nastupi kriza, odnosno nemogućnost financiranja deficita. Logično je da u takvoj situaciji Hrvatska ne može zadovoljiti ni kriterij vezan uz prinose na državne obveznice.

U slučaju Hrvatske koja je mala, otvorena i s Europom integrirana zemlja zadovoljenje različitih kriterija nužnih za ulazak u eurozonu je korisno jer pravila koja idu uz cjelokupni paket uvođenja eura dobra su za discipliniranje države i na neki način nas čuvaju od vlastite nerazboritosti.

KOJI PRISTUP UVOĐENJA EURA ODABRATI?

Eurozonu trenutno čini 17 država i tri mini države, dok su unutar mehanizma ERM II Litva, Latvija i Danska. Zanimljivo je da Danska ima tzv. *opt-out* klauzulu što znači da joj je dopušteno da nikada ne prihvati euro iako je iz Ugovora o EU jasno da bi prije ili kasnije svaka članica EU-a trebala uvesti zajedničku europsku valutu. Uz Dansku, takvu mogućnost ima i Velika Britanija s tom razlikom da ona nije ni u sustavu ERM II pa njezina funta može slobodno fluktuirati u odnosu na euro. Treći specifičan primjer je Švedska koja nema *opt-out* klauzulu, ali se nakon toliko godina bez ambicije da uđe u eurozonu prešutno tretira kao da je ima.

Uz navedene zemlje postoji i skupina zemalja kojima će se 2013. pridružiti i Hrvatska. To su: Bugarska, Rumunjska, Poljska, Češka i Mađarska. Unutar te skupine prevladavaju različite politike i stavovi prema ulasku u eurozonu. Bugarska želi ući što prije i provodi vrlo discipliniranu fiskalnu politiku kako bi što brže ispunila sve kriterije. S druge strane, Češka sve više nalikuje na Veliku Britaniju i Švedsku te se iz općeg raspoloženja u toj zemlji može zaključiti kako Česi nemaju namjeru žuriti. U Mađarskoj se pak ni ne postavlja pitanje ulaska u eurozonu jer su ekonomski pokazatelji daleko od zahtijevanih i u dogledno vrijeme bit će ih veoma teško popraviti.

U takvom, relativno nehomogenom okruženju postavlja se pitanje bi li Hrvatska trebala slijediti primjer Bugarske, odnosno pristup "dobrog đaka" i raditi sve što je u njezinoj moći kako bi euro bio uveden što prije (pristup kojim su se vodile Estonija, Latvija, Litva i Slovenija) ili slijediti primjer Češke, odnosno tzv. *wait and see* pristup. Potonji je posebno primamljiv u sadašnjoj situaciji kada eurozona prolazi kroz teško i relativno neizvjesno razdoblje.

S obzirom na karakteristike hrvatske ekonomije i dosad rečeno o kriterijima i njihovoj ulozi u discipliniranju određenih karakteristika ekonomije, nameće se odgovor da Hrvatska nema alternativu pristupu "dobrog đaka".

PREDNOSTI I NEDOSTACI UVOĐENJA EURA – SLOVENSKO ISKUSTVO

Republika Slovenija ušla je u mehanizam ERM II u lipnju 2004, odnosno manje od dva mjeseca nakon ulaska u EU. Zbog dobrih makroekonomskih pokazatelja, ali i povoljnih uvjeta u okruženju i cjelokupnoj globalnoj ekonomiji, već 2007. godine Slovenija je uvela euro kao domaću valutu. S obzirom na činjenicu da je već u ožujku 2006. uvjerljivo ispunjavala sve maastrichtske kriterije te da se prilikom uvođenja eura vodila pristupom "dobrog đaka", u to je vrijeme bila predmet pohvala i ogledni primjer uspješnog ulaska u eurozonu.

Podaci vezani uz Sloveniju pokazuju kako je uvođenje eura inicijalno povećalo standard stanovnika te je pretkrizno razdoblje, u kojem je Slovenija uvela euro, dovelo do jačanja ambicija, pozitivne gospodarske klime, ali i vrlo visokih, nerealnih očekivanja. Ta su očekivanja početkom krize dovela do isto tako brzog, ali negativnog zaokreta u općem raspoloženju te loše političke, ekonomske i društvene situacije u kojoj se Slovenija trenutno nalazi. Uz to, ulaskom u eurozonu žrtvovana je nezavisna tečajna politika i određene mogućnosti u korigiranju makroekonomskih neravnoteža. Sukladno tome, danas je Sloveniji mnogo teže dići konkurentnost na višu razinu i time ojačati gospodarski rast, prijeko potreban da bi se ublažili problemi ubrzanog rasta inozemnog duga i vrlo brze kreditne ekspanzije, koji su intenzivirani ulaskom Slovenije u europske integrativne procese.

Prije, kao i uoči samog ulaska u eurozonu, u Sloveniji se mnogo raspravljalo o euru, pisale su se knjige i održavale javne tribine, ali ni danas, pet godina nakon uvođenja eura, još nije objavljena ozbiljna analiza efekata uvođenja zajedničke europske valute. Objektivna procjena učinaka velikim je dijelom otežana i vremenskim preklapanjem slovenskog uvođenja eura i izbijanja globalne financijske krize pa je teško procijeniti intenzitet utjecaja pojedinih događaja i razlučiti jesu li oni samo posljedica krize ili samo posljedica uvođenja eura.

Sigurno je da je članstvo u EU i eurozoni za Sloveniju značilo svojevrsnu harmonizaciju koja je dovela do prelijevanja pozitivnih, ali i negativnih šokova. Te negativne šokove bilo bi moguće izbjeći ili barem u većoj mjeri ublažiti izvana pa se stoga u posljednje vrijeme često spominje Wallersteinova teorija koja kaže da je ponekad bolje biti izvan određene grupe nego na njezinoj periferiji.

Sukladno tome, iako se činilo da je u Sloveniji sve išlo dobro te su svi procesi završeni relativno brzo, današnji pogled na situaciju otkriva kako su neke stvari ipak napravljene pogrešno ili su se barem mogle napraviti bolje. Usprkos tome u Sloveniji se ni u jednoj sferi društva još uvijek javno ne zagovara samovoljni izlazak iz eurozone.

Slovensko iskustvo s eurom s hrvatskog je gledišta zanimljivo i poučno, ali ne i u potpunosti relevantno. Naime, do ulaska u EU Slovenija je, za razliku od Hrvatske, bila zatvorena za ulazak stranog kapitala, sukladno tome imala je i malen priljev izravnih stranih investicija te je provodila privatizaciju orijentiranu na domaće investitore. Uz to, ekonomija je bila efikasna, rasla je relativno stabilno bez velikih proračunskih deficita i deficita tekućeg računa. Ulaskom u EU i vrlo brzo potom u eurozonu tečaj je fiksiran, a kapitalni račun liberaliziran. Nakon toga došlo je do pogoršanja proračunskog deficita, rapidnog rasta inozemnog duga i vrlo jake kreditne ekspanzije. Zanimljivo je da je prema dinamici rasta kredita Slovenija lider u istočnoj Europi.

Dakle, Slovenija je iskusila snažan priljev inozemnog kapitala koji je uzrokovao kreditnu ekspanziju, međutim, on nije došao u zemlju putem FDI-a, nego je uzrokovan rapidnim rastom zaduživanja u inozemstvu. To je dovelo do udjela inozemnog duga u BDP-u od 130 posto. Za razliku od većine tranzicijskih zemalja, u slučaju Slovenije to zaduženje samo je djelomično preslikano u pogoršanje bilance tekućeg računa, a veliki dio je otišao i u tzv. casino kapitalizam. Odnosno, Slovenci su posuđivali novac vani i investirali ga vani, što je generiralo golemo povećanje *portfolio* investicija u inozemstvo.

U Hrvatskoj je situacija nešto drugačija jer je kapitalni račun odavno liberaliziran i sam ulazak u EU i eurozonu ne bi trebao dovesti do znatno većeg priljeva kapitala. Proračunski problemi prisutni su ionako i treba se nadati da neće biti dodatno pogoršani ulaskom u EU.

ULAZAK U EUROZONU NAJRANIJE 2017. – ŠTO RADITI DO TADA?

Uvođenje eura dugotrajan je proces koji nije moguće završiti preko noći i Hrvatska se ponajprije mora zapitati što u međuvremenu raditi s tečajnom i monetarnom politikom. Ako bi i usvojila pristup "najboljeg đaka" te ako se stvari budu razvijale prema najpovoljnijem scenariju, 2017. je najraniji termin kada bi Republika Hrvatska mogla uvesti euro. Unutar tih pet godina Hrvatska bi morala promišljeno iskoristiti vrijeme.

Kada se 90-ih godina razmišljalo o pristupanju Nove Europe eurozoni, uvijek se naglašavao efekt Balassa-Samuelson, koji pojednostavljeno možemo opisati kao situaciju u kojoj domaća produktivnost raste brže nego u okruženju pa zbog toga dugoročno jača i vrijednost domaće valute. Dakle, ako produktivnost raste približno jednako kao u okruženju, onda se valuta u dugom roku ne bi trebala bitno mijenjati, a ako produktivnost raste brže, što je poanta realne konvergencije i pristupanja EU-u, onda bi realni tečaj trebao biti aprecirati.

Međutim, pritom se možemo pitati i što je sa slučajem obrnutog efekta Balassa-Samuelson, koji pretpostavlja situaciju male, neuspješne i periferne zemlje u kojoj produktivnost raste sporije nego u okruženju. Ako je takav scenarij moguć, onda će dugoročno vrijednost valute padati, odnosno doći će do realne deprecijacije. U tom slučaju moguće je pustiti tečaj da deprecira ili je potrebno smanjivati unutarnje troškove, poput cijena i plaća, odnosno provoditi tzv. internu devalvaciju.

Iako je moguć, takav slučaj nije analitički dokazan i ipak ne bi trebao biti relevantan za Hrvatsku. Iako će Hrvatska ući u Europu koja je na klimavim nogama i za koju je diskutabilno hoće li bez promjena u vlastitoj produktivnosti imati potencijala za rast, domaća produktivnost svejedno bi unutar sljedećih 10 godina trebala rasti brže od one u Europi.

Jedno od važnijih makroekonomskih područja u Hrvatskoj do ulaska u eurozonu trebala bi biti tečajna politika. Slovenija je netom prije ulaska u eurozonu, kao i Hrvatska danas, imala upravljani tečaj, međutim razlika je u tome što nije bilo donje i gornje granice i tečaj je određeno vrijeme nominalno i realno depreciran. Argument za takvu politiku bio je manjak vlastitih deviza te, za razliku od Hrvatske, nepostojanje suficita od turizma koji bi mogao djelomično supstituirati deficit u realnom sektoru. Zbog toga se Slovenija svjesno odlučila da nominalno deprecira tolar osam puta, odnosno sa 32 na 239 tolara za euro. Inflacija je

također padala, ali ne brzo pa je proces depreciranja valute bio postupan i polagan.

U Hrvatskoj se često ističe nemogućnost provođenja takve politike zbog visoke euroizacije. Naime, u Sloveniji euroizacija nije bila toliko izražena, kapitalni dio platne bilance otvoren je tek netom prije ulaska u eurozonu, a do tada su funkcionirali skrbnički računi te se suvišni priljev stranog novca kontrolirao i neutralizirao.

Jedan od razloga takve tečajne politike u Sloveniji bila je i želja da se očuva izvoz i spriječi propadanje realnog sektora. S tog stajališta tečaj u Sloveniji nije bio percipiran kao nominalno sidro, nego se njime polako izravnavala razlika u inflaciji koja je bila relativno visoka spram drugih zemalja u okruženju. Inflacija u Sloveniji pala je na traženu razinu tek uoči ulaska u eurozonu, a u procesu njezina sniženja vrlo je važan segment bio socijalni dijalog koji se vodio između sindikata, poslodavaca i vlade. On je doveo do zamrzavanja plaća te stopiranja rasta određenih cijena.

Gledajući hrvatsku situaciju kroz slovensko iskustvo prilikom uvođenja eura, ne bi trebalo biti tehničkih problema, jer Hrvatska ima relativno nedavno iskustvo s uvođenjem kune čijom se vrijednošću upravljalo odgovorno. Međutim, Hrvatska će za razliku od Slovenije zasigurno imati problema sa zadovoljenjem kriterija ulaska.

ODABRATI ČVRŠĆE FIKSIRANJE ILI DOPUSTITI DEPRECIJACIJU?

Povijesno gledano, naš nominalni tečaj kretao se u vrlo uskom intervalu. U posljednjih 12 godina prosječni tečaj u odnosu na euro bio je 7,42 i kretao se u intervalu od +/- 4,2 posto. Uz nominalni tečaj, i realni i efektivni tečaj kretao se relativno stabilno.

Imajući na umu sve navedeno, Hrvatskoj u pogledu vođenja tečajne politike do uvođenja eura preostaju četiri opcije, odnosno četiri moguća smjera. Prvi podrazumijeva zadržavanje istog tečajnog režima kao i do sada, odnosno ostanak u okviru prljavog fluktuirajućeg tečaja koji je vrlo upravljiv. Drugi smjer se također zasniva na zadržavanju istog režima samo umjesto neobjavljenog intervala, koji i sada intuitivno razumijemo, podrazumijeva objavljivanje službenih granica mogućih fluktuacija. Treća opcija je čvršće fiksiranje tečaja. Naime, ako ne vjerujemo u postojanje obrnutog efekta Balassa-Samuelson, moguće je fiksirati tečaj i dodatno ga ojačati mijenjanjem zakona o središnjoj banci i uvođenjem valutnog odbora koji predstavlja institucionalno ojačan režim fiksnog deviznog tečaja. Ako se pak bojimo da ćemo biti neuspješna zemlja koja će u određenom trenutku morati nominalno oslabiti valutu ili provesti internu devalvaciju, onda preostaje opcija šire fluktuacije koja podrazumijeva toleriranje postupne deprecijacije.

Za odluku o tome koji smjer odabrati ne postoje čvrsti analitički argumenti. Međutim, ako ne vjerujemo u obrnuti efekt Balassa-Samuelson, onda bi zadržavanje postojećeg stanja ili možda još čvršće fiksiranje tečaja bilo najbolja opcija za Hrvatsku. To je zasigurno pitanje o kojem u idućem razdoblju treba ozbiljno raspravljati.

Razmišlja li se o fleksibilnijem tečaju, potrebno je razviti svijest o određenim negativnim efektima deprecijacije. Pozicioniramo li tečaj na, primjerice, 9 kuna za euro od 2015. ili 2016,

onda je potrebno imati na umu da će to izazvati troškovni udar jer će svi uvozni inputi koštati znatno više. Većinu njih nije moguće supstituirati, nego ih je potrebno platiti ili prestati trošiti, počevši od energije.

Drugi problem je problem preraspodjele. Naime, držimo li deviznu štednju u banci, onda je deprecijacija odlična jer kunska protuvrijednost štednje raste. Istodobno, cijene u recesiji neće pratiti taj trend te će vjerojatno doći do realne deprecijacije. Međutim, situacija je znatno lošija za onoga tko je zadužen i nema štednju. Dakle, fleksibilniji tečaj i deprecijacija dovode do preraspodjele između onih koji su neto dužnici u devizama ili uz valutnu klauzulu i onih koju su vjerovnici u korist deviznog neto vjerovnika. S obzirom na činjenicu da je Hrvatska visoko eurizirana i uvezno ovisna zemlja, pozitivni utjecaji deprecijacije su relativno neizvjesni.

Međutim, iako teoretski postoje četiri opcije vođenja tečajne politike opravdano se može postaviti pitanje jesu li one ujedno i realne. Povijesno gledajući, kad god je tečaj počeo snažnije fluktuirati HNB je, pod utjecajem medija, tradicije, nemogućnosti postizanja socijalnog konsenzusa ili nemogućnosti koordiniranja ekonomskih politika, uvijek intervenirao, bez obzira na to što nikada nije objavljen službeni raspon unutar kojeg kuna može fluktuirati spram eura.

Dakle, teoretska mogućnost slabljenja valute u Hrvatskoj postoji u obliku tihe, postupne i programirane deprecijacije od oko 1 posto mjesečno kroz razdoblje od godinu i pol do dvije. Takav postupni proces javnost bi vjerojatno lakše prihvatila, no i dalje ostaje pitanje postoji li dovoljno jak socijalni konsenzus da bi guverner središnje banke mogao donijeti takvu odluku, kao i je li to realno očekivati s obzirom na trenutne ekonomske probleme.

S druge strane, moguće je raspravljati i o tome postoje li još uvijek uvjeti da se tečaj drži relativno fiksnim ili su se uvjeti fundamentalno promijenili. Odgovor na to pitanje ovisi o scenariju koji predviđamo za sljedećih nekoliko godina, odnosno o razvoju događaja u Europi i o kretanju produktivnosti u Hrvatskoj u odnosu na Europu.

Naime, postoji loš scenarij prema kojem bi moglo nestati finansijskih i makroekonomskih pretpostavki da se ovakva tečajna politika vodi i dalje. Vjerojatnost takvog scenarija nije velika, ali nije ni mizerna. Dakle, ako nema neto priljeva kapitala, a deficiti su visoki ili još gore rastući te se produktivnost ne mijenja ili se mijenja sporije nego u inozemstvu, određeno je vrijeme moguće kontrolirati ili braniti određenu razinu tečaja, međutim, to nije moguće raditi u nedogled. Zanimljiv indikator koji pri tom možemo koristiti je neto inozemna aktiva cjelokupnog bankarskog sektora u odnosu na najšire definirani likvidni novac. Taj je indikator 2000. u Hrvatskoj bio oko 40 posto, a sada je između 12 i 13 posto. Sukladno tome, opravdano je postaviti pitanje održivosti fiksiranja tečaja u određenom negativnom scenariju.

PROBLEMI EUROZONE S ASPEKTA ULASKA NOVIH ČLANICA

Jedan od problema s kojim se potencijalne članice eurozone trenutno moraju suočiti je strogost kriterija koje je potrebno zadovoljiti za uvođenje eura, većinu kojih same članice

eurozone ne ispunjavaju. U trenutku ulaska Slovenije u područje zajedničke europske valute, od 12 članica njih devet nije ispunjavalo maastrichtske kriterije. Trenutno je stanje još gore i ni jedna članica eurozone ne ispunjava sve temeljne maastrichtske kriterije.

Također, dužnička kriza koja je uzdrmala temelje cijele Europe pokazala je da eurozona nije *optimal currency union*. Da bi se ona optimizirala, jedan od ključnih uvjeta bi trebao biti jačanje konfederalnog europskog proračuna koji trenutno iznosi samo 1,2 posto BDP-a. Drugi uvjet je svakako realna konvergencija kojoj maastrichtski kriteriji nisu posvetili dovoljno pažnje. Slovenija je tako ostvarivala realnu konvergenciju u razdoblju od 2004. do 2008, ali je ona s krizom prestala te je zemlja trenutno u stanju divergencije.

Također, potrebno je prihvatiti da se situacija u globalnoj ekonomiji i Europi drastično mijenja. Početkom 70-ih godina nove industrijske zemlje Azije i istočne Europe su prema BDP-u po glavi stanovnika bile po prilici podjednake i on je iznosio oko 40 posto prosjeka razvijenih ekonomija. Otada je istočna Europa napredovala, ali znatno manje u odnosu na azijsku skupinu zemalja koja je u međuvremenu dostigla razinu razvijenih ekonomija.

Stoga se u današnjoj situaciji postavlja pitanje što Slovenija ili Hrvatska mogu proizvoditi, a Republika Koreja ne može? To nas pitanje dovodi do zaključka da lakog povratka na stope rasta od 3 do 4 posto u Europi neće biti te se i nove i stare, ali i potencijalne članice eurozone poput Hrvatske nalaze pred izazovom pronalaska inovativnog i jedinstvenog puta rasta. Taj je rast nužan preduvjet za ublažavanje trenutnih problema, ali i stvaranje fer uvjeta za ulazak u eurozonu bez straha za budućnost zajedničke valute.