



HRVATSKA NARODNA BANKA

Pregledi P-36

Je li euro optimalna valuta za Hrvatsku: ocjena korištenjem teorije optimalnih valutnih područja

Mislav Brkić i Ana Šabić

Zagreb, listopad 2017.



HNB

PREGLEDI P-36

IZDAVAČ

Hrvatska narodna banka
Direkcija za izdavačku djelatnost
Trg hrvatskih velikana 3, 10000 Zagreb
Telefon centrale: 01/4564-555
Telefon: 01/4565-006
Telefaks: 01/4564-687

WEB-ADRESA

www.hnb.hr

GLAVNI UREDNIK

Ljubinko Jankov

UREDNIŠTVO

Vedran Šošić
Gordi Sušić
Davor Kunovac
Tomislav Ridzak
Evan Kraft
Maroje Lang

UREDNICI

Romana Sinković

LEKTORICA

Sanda Uzun-Ikić

DIZAJNER

Vjekoslav Gjergja

GRAFIČKI UREDNIK

Gordana Bauk

Za stajališta iznesena u ovom radu odgovorni su autori i ta stajališta nisu nužno istovjetna službenim stajalištima Hrvatske narodne banke.

Molimo korisnike ove publikacije da pri korištenju podataka obvezno navedu izvor.

Sve eventualno potrebne korekcije bit će unesene u web-verziju.

ISSN 1334-0085 (online)



HNB

HRVATSKA NARODNA BANKA

PREGLEDI P-36

**Je li euro optimalna valuta za Hrvatsku:
ocjena korištenjem teorije optimalnih
valutnih područja**

Mislav Brkić i Ana Šabić

Zagreb, listopad 2017.

Sažetak

U ovom se radu primjenom teorije optimalnih valutnih područja analizira je li Hrvatska spremna za uvođenje eura. Ta teorija predlaže nekoliko kriterija koje bi neka država trebala zadovoljiti da bi mogla uspješno funkcionirati u uvjetima zajedničke monetarne politike. Većina kriterija odnosi se na utvrđivanje stupnja ekonomske integracije između države i monetarne unije, s obzirom na to da snažna ekonomska integriranost implicira manji rizik asimetričnih šokova. Analiza pokazuje da je hrvatsko gospodarstvo trgovinski i financijski vrlo integrirano s europodručjem, poslovni ciklus usklađen je s poslovnim ciklusima najvećih država članica europodručja, a pristupanjem EU-u povećao se i stupanj političke integracije između Hrvatske i ostalih država članica. Prema tim kriterijima može se zaključiti da će Hrvatska učinkovito funkcionirati u uvjetima zajedničke monetarne politike. Nasuprot tome, relativno su slaba ostvarenja Hrvatske kada je riječ o kriteriju diversificiranosti gospodarstva. Osim povoljnih ostvarenja Hrvatske prema većini kriterija teorije optimalnih valutnih područja, postoje i drugi važni argumenti u prilog uvođenju eura u Hrvatskoj. Naime, uvođenjem eura nestao bi problem visoke euroiziranosti hrvatskoga gospodarstva, kao i niz drugih rizika i ograničenja koji proizlaze iz tog problema. Uvođenjem eura Hrvatska bi stoga napravila važan strateški korak u smjeru dugoročnog očuvanja makroekonomske i financijske stabilnosti.

Ključne riječi:

teorija optimalnih valutnih područja, monetarna politika, euro, Hrvatska

JEL klasifikacija:

E42, E52, F33, F45

Autori zahvaljuju Michaelu Faulendu, Maroju Langu, Ljubinku Jankovu i Vedranu Šošiću na korisnim komentarima tijekom izrade rada.

Sadržaj

Sažetak	v
1. Uvod	1
2. Teorija optimalnih valutnih područja – pregled literature	2
2.1. Osnovne postavke teorije optimalnih valutnih područja	2
2.2. Novi pravci razvoja teorije optimalnih valutnih područja	3
2.3. Slabosti teorije optimalnih valutnih područja	3
3. Relevantnost teorije optimalnih valutnih područja za EMU	4
3.1. Uloga teorije optimalnih valutnih područja u procesu uspostavljanja EMU-a	4
3.2. Je li europodručje optimalno valutno područje?	6
4. Ocjena primjerenosti eura za Hrvatsku prema teoriji optimalnih valutnih područja	9
4.1. Trgovinska i financijska integracija	9
4.2. Usklađenost poslovnih ciklusa i ekonomskih šokova	11
4.3. Diversificiranost gospodarstva	12
4.4. Mobilnost rada	13
4.5. Fleksibilnost cijena i plaća	14
4.6. Fiskalna i politička integracija	14
4.7. Zašto teorija optimalnih valutnih područja nije sasvim relevantna za Hrvatsku?	15
5. Zaključak	16
Literatura	18

1. Uvod

U ovom se radu primjenom teorije optimalnih valutnih područja analizira je li Hrvatska spremna za uvođenje eura. Teorija optimalnih valutnih područja definira određene kriterije koje bi svaka država trebala ispuniti kako bi mogla uspješno sudjelovati u monetarnoj uniji s drugim državama. Ti kriteriji odnose se ponajprije na dostignuti stupanj ekonomske integracije u odnosu na države članice monetarne unije. Naime, ako je neka država snažno trgovinski i financijski integrirana s članicama monetarne unije te ako ima diversificirano gospodarstvo koje je po strukturi slično gospodarstvima drugih država članica, njezin poslovni ciklus vjerojatno će biti usklađen s ciklusom ostatka monetarne unije, pa će joj zajednička monetarna politika u pravilu odgovarati. Osim toga, teorija naglašava važnost fleksibilnosti cijena i plaća, mobilnosti rada te fiskalne i političke integracije kao dodatnih mehanizama koji olakšavaju prilagodbu u situacijama kada zajednička monetarna politika ipak nije sasvim primjerena za gospodarstvo države članice.

Dosad je nekoliko autora vrednovalo pripadala li Hrvatska istom valutnom području kao i razvijene države zapadne Europe (Šonje i Vrbanc, 2000.; Bellulo, Šonje i Vrbanc, 2000.; Broz, 2008.; Kotarac, Kunovac i Ravnik, 2017.). U tim je radovima naglasak na mjerenju usklađenosti poslovnih ciklusa Hrvatske i razvijenih europskih država, dok ostali kriteriji nisu detaljnije razmatrani. Doprinos ovoga rada jest u tome što se ocjenjuju ostvarenja Hrvatske prema svim glavnim kriterijima spomenute teorije na osnovi podataka za razdoblje do kraja 2016. godine. S obzirom na to da je analizom obuhvaćeno razdoblje nakon pristupanja Europskoj uniji, na ostvarenja prema pojedinim kriterijima utjecale su i strukturne promjene koje su u Hrvatskoj zabilježene kao rezultat članstva u EU-u. Tako je, primjerice, uključivanje Hrvatske na jedinstveno tržište EU-a rezultiralo zamjetljivim jačanjem vanjskotrgovinske razmjene s drugim državama članicama, pa prema kriteriju trgovinske integracije Hrvatska danas stoji bolje nego u razdoblju prije pristupanja. Nadalje, od ulaska u EU Hrvatska sudjeluje u Europskom semestru – mehanizmu za koordinaciju ekonomskih politika, čime se efektivno povećao stupanj političke integracije s europodručjem. Naposljetku, povećana otvorenost hrvatskog tržišta rada zbog ukidanja prepreka kretanju ljudi pozitivno je utjecala na rezultate Hrvatske prema kriteriju mobilnosti rada.

Analiza pokazuje da je hrvatsko gospodarstvo trgovinski i financijski vrlo integrirano s europodručjem, poslovni ciklus usklađen je s poslovnim ciklusima najvećih država članica europodručja, a pristupanjem EU-u povećao se i stupanj političke integracije između Hrvatske i ostalih država članica. Prema

tim kriterijima može se zaključiti da će Hrvatska učinkovito funkcionirati u uvjetima zajedničke monetarne politike. Kriterij fleksibilnosti cijena i plaća te kriterij mobilnosti rada također su zadovoljeni, premda u manjoj mjeri nego već spomenuti kriteriji. Nasuprot tome, slaba su ostvarenja Hrvatske kada je riječ o kriteriju diversificiranosti gospodarstva.

Teorija optimalnih valutnih područja ima određene nedostatke zbog kojih se ne može smatrati potpuno vjerodostojnim mjerilom kada se ocjenjuje ekonomska opravdanost uvođenja eura u Hrvatskoj. Zbog toga, nepotpuno zadovoljenje svih kriterija teorije optimalnih valutnih područja ne umanjuje Hrvatskoj mogućnost da profitira uvođenjem eura. Jedan je od nedostataka teorije to što njezini kriteriji često navode na oprečne zaključke glede opravdanosti pristupanja države valutnom području. Primjerice, u slučaju Hrvatske teorija ne daje odgovor na pitanje jesu li visoka usklađenost poslovnih ciklusa te snažna trgovinska i financijska integriranost dovoljno jaki argumenti u korist uvođenja eura, pa se lošija ostvarenja glede kriterija diversificiranosti gospodarstva mogu zanemariti. Drugi važan nedostatak teorije jest to što ona zanemaruje valutni rizik, koji je državama poput Hrvatske ključan argument u korist pristupanja monetarnoj uniji. Naposljetku, teorija optimalnih valutnih područja ne uzima u obzir činjenicu posjeduje li monetarna unija mehanizme koji sprječavaju pojavu štetnih makroekonomskih neravnoteža u članicama te mehanizme koji pružaju financijsku potporu u slučaju da se jedna ili više članica suoče s fiskalnom ili bankovnom krizom. Reformama provedenima nakon 2008. takvi mehanizmi ugrađeni su u institucionalni okvir EMU-a, što će državama članicama jamčiti mnogo veću otpornost u slučaju novih snažnih globalnih kriza. U skladu s time, uvođenjem eura Hrvatska bi također mogla računati na veći stupanj zaštite u razdobljima financijskih poremećaja. Međutim, tu potencijalnu korist članstva u monetarnoj uniji teorija optimalnih valutnih područja uopće ne razmatra.

Rad je strukturiran na sljedeći način. U drugom poglavlju iznosi se pregled literature o optimalnim valutnim područjima, pri čemu se osim izvorne teorije nude i noviji doprinosi u tom polju, kao i njezini glavni nedostaci. Treće poglavlje bavi se pitanjem je li teorija optimalnih valutnih područja bila relevantno mjerilo kada su čelnici EU-a uspostavljali ekonomsku i monetarnu uniju. U četvrtom poglavlju razmatra se udovoljava li Hrvatska pojedinim kriterijima te se na osnovi toga zaključuje ima li uvođenje eura u Hrvatskoj uporište u teoriji optimalnih valutnih područja. U posljednjem, petom poglavlju iznose se glavni zaključci rada.

2. Teorija optimalnih valutnih područja – pregled literature

Kada govorimo o razvoju literature o optimalnim valutnim područjima, možemo govoriti o različitim fazama u kojima su nastali glavni doprinosi u tom području. Jedan od pristupa vidi razvoj literature u dvije okvirne faze. U prvoj fazi, tijekom 1960-ih i 1970-ih, objavljeni su teorijski radovi koji su definirali ključne kriterije za određivanje granica valutnih područja, a u drugoj fazi, nakon 1970-ih, literatura se usredotočuje na empirijsko proučavanje koristi i troškova sudjelovanja u valutnom području (Horwath i Komarek, 2002.)¹.

2.1. Osnovne postavke teorije optimalnih valutnih područja

Svrha teorije optimalnih valutnih područja bila je razviti skup kriterija koji će državama dati odgovor na pitanje isplati li im se trajno fiksirati devizne tečajevе ili ne.² Teorija je zasnovana na radovima Mundella (1961.), McKinnona (1963.) i Kenena (1969.), a određeni doprinosi dali su i Friedman (1953.), Ingram (1962.) i Mintz (1970.). U tim se radovima spominje niz kriterija koji određuju hoće li države odnosno regije činiti optimalna valutna područja, odnosno hoće li nekoj državi pogodovati sudjelovanje u monetarnoj uniji s drugim državama. Kriteriji koje predlažu autori ove teorije jesu sljedeći: visok stupanj trgovinske i financijske integracije, usklađenost poslovnih ciklusa i ekonomskih šokova, mobilnost rada, fleksibilnost cijena i plaća, diversificiranost proizvodnje te fiskalna i politička integracija. Iscrpan pregled literature o teoriji optimalnih valutnih područja donose Bellulo, Šonje i Vrbanc (2000.), Mongelli (2002.) i Broz (2005.). U nastavku je ukratko pojašnjena ekonomska argumentacija za glavne kriterije spomenute teorije.

Visok stupanj trgovinske integracije umanjuje važnost monetarne samostalnosti. McKinnon (1963.) je smatrao da trgovinska integracija ima presudnu ulogu pri definiranju optimalnih valutnih područja. Tvrdio je da malim otvorenim gospodarstvima odgovara uspostavljanje monetarnih unija s najvažnijim vanjskotrgovinskim partnerima. Naime, s obzirom na to da je u takvim gospodarstvima udio međunarodno razmjennjivih dobara u potrošačkoj košarici vrlo visok, fluktuacije deviznog tečaja preko cijena razmjennjivih dobara brzo se prenose na domaću inflaciju, a to umanjuje učinkovitost deviznog tečaja kao poluge ekonomske politike. Suprotno tome, velikim gospodarstvima više odgovara zadržavanje monetarne neovisnosti. Velika gospodarstva u pravilu su relativno zatvorena te stoga imaju znatno niži udio međunarodno razmjennjivih dobara u potrošačkoj košarici. U takvim uvjetima, devizni tečaj može se aktivno rabiti u svrhu izgladivanja poslovnog ciklusa.

Financijska integracija može pridonijeti stabilnosti monetarne unije. Ingram (1962.) je smatrao da financijska integracija može smanjiti potrebu za prilagodbom nominalnog tečaja jer tokovi kapitala među državama članicama mogu pomoći u zatvaranju privremenih neravnoteža. Primjerice, ako među državama postoje snažne financijske veze, država koja

je pogođena negativnim šokom može se zadužiti kod drugih država i tako premostiti privremeni jaz u financiranju. Takvi financijski tokovi jamče otpornost monetarnoj uniji i pridonose konvergenciji troškova zaduživanja država članica.

Visoka razina usklađenosti poslovnih ciklusa i ekonomskih šokova olakšava vođenje zajedničke monetarne politike. Ako među državama članicama monetarne unije postoji visoka razina usklađenosti poslovnih ciklusa – što implicitno znači da su države izložene sličnim šokovima agregatne ponude i potražnje i da je transmisija tih šokova približno simetrična – jedinstvena monetarna politika podjednako će odgovarati svim državama članicama. Neki autori smatraju da je kriterij usklađenosti poslovnih ciklusa i ekonomskih šokova kompozitni kriterij, jer da bi on bio zadovoljen, potrebno je prethodno zadovoljiti barem dio ostalih kriterija, i to ponajprije kriterij trgovinske integracije (Mongelli, 2002.).

Ako postoji visoka **mobilitnost rada**, monetarna unija lakše će se prilagođavati asimetričnim šokovima jer će radnici migrirati iz država ili regija pogođenih recesijom u države ili regije koje se nalaze u fazi ekspanzije. Prema Mundellu (1961.), mobilnost rada ključna je odrednica optimalnih valutnih područja. Što je veća mobilnost rada, manja je potreba za prilagodbom deviznog tečaja i plaća, pa je jednostavnije provoditi zajedničku monetarnu politiku. U skladu s time, svaka regija unutar koje postoji visoka mobilnost rada ima obilježje optimalnoga valutnog područja.

Fleksibilnost cijena i plaća također se ubraja među kriterije teorije optimalnih valutnih područja. Friedman (1953.) tvrdi da bi države članice monetarne unije trebale posjedovati dostatnu razinu fleksibilnosti cijena i plaća kako bi u uvjetima zajedničke monetarne politike mogle amortizirati idiosinkratske šokove, dakle one šokove koji pogađaju pojedinačne države. Ako postoji mogućnost prilagodbe nominalnih cijena i plaća, države članice koje su pogođene šokom moći će te šokove apsorbirati, a da se pritom ne suoče s visokim troškovima u obliku porasta nezaposlenosti i pada dohotka. S druge strane, ako je rigidnost cijena i plaća visoka, troškovi prilagodbe unutar monetarne unije mogli bi biti znatni, što upućuje na potencijalnu korist od zadržavanja vlastite valute.

Diversificirana struktura gospodarstva umanjuje važnost deviznog tečaja kao instrumenta makroekonomske prilagodbe. Tu tezu prvi je iznio Kenen (1969.). On je smatrao da diversificirana struktura gospodarstva ublažava agregatni utjecaj šokova koji pogađaju pojedine grane industrije. U takvim uvjetima manja je vjerojatnost da će poremećaji u jednom sektoru imati presudan utjecaj na kretanje ukupne gospodarske aktivnosti, pa se time umanjuje i važnost deviznog tečaja kao instrumenta za amortizaciju šokova.

Naposlijetku, neki su autori istaknuli **fiskalnu i političku integraciju** kao nužne preduvjete za dugoročnu održivost monetarne unije. Kenen (1969.) tako navodi da fiskalna integracija olakšava funkcioniranje monetarne unije jer može smanjiti potrebu za prilagodbama putem nominalnih tečajeva. Naime,

1 Alternativno, Mongelli (2002.) u pregledu literature o teoriji optimalnih valutnih područja navodi četiri faze obilježene važnim doprinosima: pionirska faza (od 1960. do ranih 1970-ih), faza usklađivanja (tijekom 1970-ih), faza ponovnog ispitivanja (od 1980. do ranih 1990-ih) i empirijska faza (od ranih 1990-ih).

2 Radovi u kojima se zasniva teorija optimalnih valutnih područja zapravo sadržavaju rasprave o izboru između režima fleksibilnoga i fiksnog tečaja, gdje je monetarna unija krajnji oblik režima fiksnoga deviznog tečaja.

ako je članica monetarne unije pogođena asimetričnim šokom, ona će taj šok moći lakše prebroditi ako unija posjeduje odgovarajući mehanizam fiskalnih transfera koji se odobravaju državama zahvaćenima krizom. S druge strane, Mintz (1970.) smatra da je politička integracija, odnosno politička volja za integracijom najvažniji preduvjet koji treba ispuniti prije uspostavljanja zajedničke valute. Razlog je u tome što politička volja za integracijom potiče države na poštivanje zajedničkih pravila i koordinaciju ekonomskih politika te dovodi do jačanja institucionalnih veza. Ova dva kriterija izravno su povezana – visok stupanj političke integracije odnosno politička unija koja podrazumijeva spremnost na dijeljenje rizika izravan je i nužan preduvjet izgradnje fiskalne unije u smislu postojanja nadnacionalnog sustava fiskalnih transfera koji se aktivira u slučaju asimetričnog šoka.

2.2. Novi pravci razvoja teorije optimalnih valutnih područja

Iako se zanimanje istraživača s vremenom preusmjerilo s teorijskih radova na empirijske studije, teorija optimalnih valutnih područja tijekom godina ipak je doživjela nadogradnju, za što su ponajviše zaslužni Frankel i Rose (1998.). Oni su tvrdili da postoji određena endogenost kriterija teorije optimalnih valutnih područja, koja se ogleda u tome što članstvo u monetarnoj uniji može pomoći državi da zadovolji kriterije iako ih prije pristupanja nije zadovoljavala. Naime, varijable poput ekonomske integracije (stupanj trgovinske otvorenosti) i korelacije dohotka (usklađenost poslovnih ciklusa) nisu nepovratno fiksirane nego se tijekom vremena mijenjaju. Primjerice, pristupanjem neke države monetarnoj uniji vanjskotrgovinska razmjena te države i ostatka monetarne unije može se intenzivirati, a to ujedno može povećati usklađenost poslovnih ciklusa između te države i ostatka unije. Postojanje endogenosti jedan je od glavnih razloga zašto se teorija optimalnih valutnih područja ne može smatrati potpuno pouzdanim okvirom za procjenu ekonomske opravdanosti pristupanja monetarnoj uniji. De Grauwe i Mongelli (2005.) potvrdili su relevantnost endogenosti u slučaju europodručja. Naime, kada je riječ o kriteriju financijske integracije, autori primjećuju da su se novčana tržišta u europodručju integrirala gotovo trenutačno s formiranjem monetarne unije, a visok stupanj integracije dostignut je i na tržištu javnog duga, što se ogledalo u izjednačavanju prinosa na obveznice fundamentalno vrlo različitih država članica. Pojedina empirijska istraživanja pokazuju da je uvođenje zajedničke valute dovelo i do porasta usklađenosti poslovnih ciklusa među državama članicama (Darvas i Szapary, 2008.; Furceri i Karras, 2008.; Gogas, 2013.).

Osim teorije endogenosti integracije, u literaturi se može naći i potpuno suprotna teorija – teorija specijalizacije. Primjerice, Krugman (1995.) ističe da trgovinska liberalizacija potiče specijalizaciju u skladu sa specifičnim komparativnim prednostima pojedinih država, što može izazvati divergenciju poslovnih ciklusa, umjesto konvergencije koju predviđa teorija endogenosti. Uzimajući u obzir stupanj specijalizacije američkih saveznih država, Bayoumi i Eichengreen (1992.) istaknuli su da bi dovršetak projekta jedinstvenog tržišta u EU-u mogao potaknuti države članice na proizvodnu specijalizaciju, što bi buduću monetarnu uniju moglo učiniti ranjivom na asimetrične šokove. Fidrmuc (2004.) tvrdi da odgovor na pitanje hoće li

prevladati endogenost ili specijalizacija ovisi ponajprije o tome hoće li se među državama intenzivnije razvijati unutarindustrijska ili međuindustrijska trgovina. Naime, autor na osnovi podataka za države OECD-a pronalazi da sinkroniziranost ciklusa među državama raste kako se povećava vanjskotrgovinska razmjena, ali uz uvjet da se unutarindustrijska razmjena povećava relativno snažnije od međuindustrijske.

2.3. Slabosti teorije optimalnih valutnih područja

Teorija optimalnih valutnih područja ima određene slabosti zbog kojih nije potpuno pouzdana podloga za ocjenjivanje opravdanosti pristupanja neke države zajedničkom valutnom području. Tavlas (1994.) teoriji zamjera to što donošenje odluke često nije moguće jer različiti kriteriji mogu upućivati na oprečne zaključke. Može se dogoditi da jedna skupina kriterija upućuje na to da država treba imati fiksni tečaj (odnosno pristupiti monetarnoj uniji), dok druga skupina kriterija istodobno upućuje na to da bi fleksibilan tečaj (monetarna neovisnost) bio primjereniji. Primjerice, ako neka država ostvaruje intenzivne trgovinske odnose s državama partnerima, prema kriterijima trgovinske otvorenosti i usklađenosti ciklusa ta bi država bila dobar kandidat za monetarnu uniju s državama partnerima. Međutim, ako je prekogranična mobilnost rada između te države i njezinih partnera niska, prema kriteriju mobilnosti rada toj bi državi bolje odgovarala monetarna autonomija. Tavlas (1994.) kao drugi važan nedostatak teorije optimalnih valutnih područja ističe njezinu nedosljednost, koja se najbolje očituje u koliziji između kriterija trgovinske integracije i kriterija diversificiranosti proizvodnje. Ovaj autor podsjeća da su mala gospodarstva u pravilu snažnije otvorena, pa bi prema kriteriju trgovinske integracije tim gospodarstvima odgovarao fiksni devizni tečaj prema valutama ključnih vanjskotrgovinskih partnera (odnosno pristupanje monetarnoj uniji). Istodobno, mala gospodarstva uglavnom su slabo diversificirana, što bi, uzimajući u obzir kriterij diversificiranosti proizvodnje, značilo da je za njih primjereniji fleksibilan tečajni režim (monetarna neovisnost). Velika gospodarstva u pravilu su bolje diversificirana, ali su zato relativno slabije otvorena, pa i u njihovom slučaju ova dva kriterija upućuju na oprečne zaključke.

Mongelli (2008.) smatra da je dodatna manjkavost teorije optimalnih valutnih područja to što njezini začetnici nisu predviđjeli rastuću važnost usluga u gospodarstvu. Naime, kada se države vrednuju prema kriteriju diversificiranosti gospodarstva, naglasak je na analizi strukture industrije, dok su iz razmatranja izuzete uslužne djelatnosti. S obzirom na to da je uslužni sektor u pravilu bolje diversificiran od proizvodnog sektora, države članice EU-a doimale bi se boljim kandidatima za monetarnu uniju kad bi se analizirala diversificiranost ukupnoga gospodarstva, dakle uključujući uslužni sektor.

Nadalje, teorija optimalnih valutnih područja ne sadržava kriterij koji bi identificirao postoje li u monetarnoj uniji mehanizmi za suzbijanje makroekonomskih neravnoteža i ublažavanje negativne povratne sprege između bilanci banaka i javnih financija. Tijekom recentne krize u europodručju očitivalo se da su upravo takvi mehanizmi ključni za dugoročnu stabilnost, a time i za optimalnost monetarne unije. Naime, nedavna povijest europodručja pokazala je da ako pojedine države članice nekontrolirano gomilaju makroekonomske neravnoteže, u jednom trenutku te će države biti prisiljene naglo ispraviti

prekomjerne neravnoteže, što posredno može izazvati znatne troškove i za ostale, fundamentalno zdrave države članice. Manjkavost (tradicionalne) teorije optimalnih valutnih područja ogleda se i u tome što praktički izostavlja specifična pitanja povezana s bankarskim sektorom i njegovim potencijalno štetnim utjecajem na državne financije. Krugman (2012.) uspoređuje situaciju u europodručju s onom u SAD-u te ističe kako postojanje zajedničkog jamstva za bankovne depozite može imati ključnu ulogu za stabilnost monetarne unije. To se posebice očitovalo tijekom recentne financijske krize. Dok se za obveze banaka u SAD-u jamči na federalnoj razini i eventualni *bail-out* nije opterećenje za proračun pojedine savezne države, u europodručju spašavanje banaka provodilo se na teret državnih proračuna, što je u nekim državama, poput Irske, pridonijelo snažnom rastu javnog duga.³

Naposljetku, teorija optimalnih valutnih područja precjenjuje učinkovitost monetarne i tečajne politike u malim otvorenim gospodarstvima. Naime, navedena teorija potječe iz 1960-ih godina, kada je prekogranična mobilnost kapitala bila ograničena, što je središnjim bankama jamčilo visok stupanj

autonomije u provođenju monetarne politike. Rey (2015.) smatra da u današnje vrijeme, u okružju intenzivnih međunarodnih tokova kapitala, mala država u praksi ne može voditi aktivnu monetarnu politiku, neovisno o tome primjenjuje li režim fleksibilnoga ili fiksnoga deviznog tečaja. Jedini način da država zadrži monetarnu autonomiju jest da se primjenom makroprudencijalnih mjera i kapitalnih kontrola izolira od utjecaja monetarnih politika ključnih svjetskih gospodarstava. Osim toga, izvorna teorija zanemaruje valutni rizik koji nekim državama, poglavito onima s tržištima u nastajanju, može biti valjan argument u korist pristupanja zajedničkom valutnom području. Kako ističu Belullo, Šonje i Vrbanc (2000.), ako postoji valutna supstitucija, odnosno ako se domaći sektori zadužuju u stranoj valuti, monetarna politika ne može se aktivno rabiti u svrhu amortizacije šokova jer u takvim okolnostima glavni cilj za središnju banku postaje očuvanje stabilnosti tečaja.⁴ Fenomen valutne supstitucije Eichengreen i sur. (2003.) pripisuju tome što države s tržištima u nastajanju imaju nisku vjerodostojnost na financijskim tržištima, zbog čega su često prisiljene zaduživati se u stranoj valuti.

3. Relevantnost teorije optimalnih valutnih područja za EMU

Kada su čelnici tadašnje Europske zajednice raspravljali o mogućnosti uspostavljanja monetarne unije, motivi su bili ponajprije političke naravi, uz želju da se iskoriste ekonomske prednosti zajedničke valute. Stvaranjem monetarne unije željela se eliminirati neizvjesnost glede kretanja nominalnih deviznih tečajeva te tako u potpunosti iskoristiti potencijal jedinstvenog tržišta. Činjenica da prema teoriji optimalnih valutnih područja nekoliko država članica nije bilo sasvim spremno za pristupanje monetarnoj uniji tada nije zabrinjavala europske čelnike. Uzimajući u obzir financijsku krizu koja je 2010. pogodila monetarnu uniju, jasno je da je izvorni EMU patio od određenih slabosti.

3.1. Uloga teorije optimalnih valutnih područja u procesu uspostavljanja EMU-a

Države članice Europske zajednice nastojale su održavati devizne tečajeve svojih nacionalnih valuta relativno stabilnima dugi niz godina, pa je uvođenje zajedničke valute bilo logičan sljedeći korak. To je zapravo bio jedini način da se postigne vjerodostojna valutna stabilnost, jer su svi prethodni valutni aranžmani naposljetku ispali neučinkoviti. Razlog je bio u tome što je u tim aranžmanima jedna država – Njemačka – imala dominantnu ulogu, što joj je omogućavalo da vodi monetarnu

politiku u skladu s vlastitim potrebama, a sve ostale države morale su se usklađivati s Njemačkom kako bi očuvale stabilnost svojih valuta u odnosu na njemačku marku. Monetarna politika njemačke središnje banke, dakako, nije uvijek odgovarala ostalim državama članicama. Kao posljedica toga, valute slabijih država često su bile izložene špekulativnim napadima, koji su nerijetko rezultirali devalvacijama. Uvođenjem zajedničke valute spomenuti izvori problema su uklonjeni: rizik špekulativnih napada na nacionalne valute u potpunosti je uklonjen, a monetarna dominacija Njemačke u velikoj je mjeri okončana jer su sve države članice dobile jednako pravo glasa pri oblikovanju zajedničke monetarne politike.

Poslijeratni svjetski monetarni sustav dogovoren na konferenciji u Bretton Woodsu 1944. godine temeljio se na zlatno-dolarskom standardu, koji je podrazumijevao konvertibilnost američkog dolara u zlato po fiksnom paritetu, a ostale države bile su dužne održavati tečajeve svojih valuta striktno vezanima uz američki dolar (Bordo, 1993.). Vezivanjem uz američki dolar kao zajedničko sidro, nacionalne valute europskih država također su međusobno bile usko vezane.⁵ Sporazum iz Bretton Woodsa prestao je vrijediti u kolovozu 1971., kada je američka vlada odlučila obustaviti konvertibilnost dolara u zlato. Krajem iste godine dogovoreno je da će američki dolar devalvirati, nekoliko drugih valuta revalvirati, a uveden je raspon fluktuacija tečajeva ostalih valuta oko američkog dolara od $\pm 2,25\%$.

3 EU bi tek s potpunom izgradnjom bankovne unije trebao dobiti ovaj oblik solidarnog dijeljenja rizika; 2015. je iznesen prijedlog o europskoj shemi za osiguranje depozita (EDIS) kao trećem i posljednjem stupu bankovne unije. Pregovori između država članica i nadalje traju, a relativno spor napredak prema konačnom rješenju odražava različite stavove država članica prema ovoj mjeri. Prva dva stupa bankovne unije odnose se na jedinstveni nadzorni mehanizam i jedinstveni sanacijski mehanizam, koji su s radom započeli 2014. odnosno 2016. godine.

4 Hausmann i sur. (2001.) pronalaze da države s tržištima u nastajanju prosječno održavaju veće količine međunarodnih pričuva i češće interveniraju na deviznom tržištu od razvijenih država upravo zato jer žele izbjeći znatniju deprecijaciju tečaja koja bi otežala servisiranje duga u stranoj valuti.

5 Treba napomenuti da su revizije središnjih pariteta nacionalnih valuta u odnosu na dolar ipak bile moguće. Najpoznatiji slučajevi prilagodbi središnjih pariteta dogodili su se krajem 1960-ih, kada je zbog pritiska na deviznom tržištu njemačka marka morala revalvirati, dok je francuski franak devalvirao pod utjecajem domaćih političkih previranja (Garber, 1993.).

Takav aranžman nije odgovarao Europskoj zajednici jer se maksimalan raspon fluktuacija među valutama država članica time znatno povećao.⁶

Kako bi izbjegle valutnu nestabilnost nakon raspada zlatno-dolarskog standarda, početkom 1972. države članice odlučile su ograničiti maksimalni raspon fluktuacija među nacionalnim valutama, ali je taj aranžman pod utjecajem vanjskih šokova ubrzo raskinut. Premda je taj pokušaj završio neuspjehom, države članice nastavile su težiti valutnoj stabilnosti, pa 1979. osnivaju Europski monetarni sustav. Važan element tog sustava bila je europska valutna jedinica ECU (engl. *European Currency Unit*), koju je činila košarica valuta svih država članica. Nacionalne valute bile su uključene u tečajni mehanizam (engl. *Exchange Rate Mechanism*, ERM), a države članice bile su dužne u okviru tog mehanizma devizne tečajevе održavati stabilnima u odnosu na ECU.

Tečajni mehanizam bio je tijekom 1992. i 1993. izložen snažnim pritiscima kada su se valute nekoliko država sudionica tog mehanizma našle na udaru špekulativnih napada (Buiter i sur., 1998.). Kao posljedica tih napada, talijanska lira i funta sterlinga napustile su tečajni mehanizam, a nekoliko država odlučilo je devalvirati svoje valute. Kako bi se smanjio rizik špekulativnih napada u budućnosti, standardni raspon fluktuacija u ERM-u proširen je na $\pm 15\%$ 1993. godine. U literaturi postoji suglasje oko toga da je jedan od glavnih uzročnika krize ERM-a bilo ujedinjenje Zapadne i Istočne Njemačke u listopadu 1990. godine (Higgins, 1993.; Buiter i sur., 1998.; Eichengreen, 2000.). Naime, snažno povećanje javne potrošnje u svrhu financiranja obnove istočnih regija dovelo je do jačanja inflacijskih pritisaka u Njemačkoj, na što je središnja banka reagirala stezanjem monetarne politike. Zbog potrebe održavanja stabilnog tečaja prema njemačkoj marki ostale države članice također su bile prisiljene pooštriti monetarnu politiku, iako im to nije odgovaralo s obzirom na fazu poslovnog ciklusa. Divergentni stavovi država članica glede poželjnog usmjerenja nacionalnih monetarnih politika bili su povod za špekulativne napade na valute država sudionica tečajnog mehanizma, čime su špekulanti pokušali natjerati države članice na napuštanje tečajnog mehanizma i devalvaciju valuta.

Učinkovito funkcioniranje Europskoga monetarnog sustava tijekom 1980-ih ohrabrilo je države članice da poduzmu daljnje korake u smjeru monetarnog ujedinjenja. U tom kontekstu, osnovan je odbor pod vodstvom Jacquesa Delorsa, tadašnjeg predsjednika Europske komisije, s mandatom da osmisli sljedeće korake za uspostavljanje ekonomske i monetarne unije. Svoje prijedloge odbor je iznio u tzv. Delorovu izvješću, koje je kasnije bilo temelj za Ugovor iz Maastrichta. Delorovo izvješće (*Committee for the Study of Economic and Monetary Union*, 1989.) nije odgovorilo na pitanje je li tadašnja Europska zajednica optimalno valutno područje. Odluka o stvaranju ekonomske i monetarne unije bila je politička odluka, a Delorov odbor osnovan je s mandatom da pripremi provedbu te odluke. U izvješću se kao ključni argumenti u korist monetarne unije navode uklanjanje rizika pretjerane kolebljivosti deviznih tečajeva, smanjenje transakcijskih troškova te povećanje otpornosti Europske zajednice na vanjske šokove. Premda se izvješće ne referira na teoriju optimalnih valutnih područja,

pojedini zaključci iz Delorova izvješća ipak se mogu povezati s njezinim kriterijima. Primjerice, u izvješću se naglašava da će u uvjetima zajedničke monetarne politike koordinacija u području drugih ekonomskih politika, posebice fiskalne, biti ključna za postizanje održivog rasta, stabilnosti cijena i očuvanje vanjske ravnoteže gospodarstava. Također, u Delorovu izvješću spominju se fleksibilnost plaća i mobilnost rada kao dodatni važni činitelji uspješnog funkcioniranja monetarne unije. Autori ovog izvješća predviđali su mogućnost pojave makroekonomskih neravnoteža unutar monetarne unije, pri čemu su pretpostavili da bi te neravnoteže mogle proizaći iz neusklađene dinamike troškova rada ili asimetričnih reakcija država članica na vanjske šokove. Međutim, Delorov odbor nije razlikovao države članice u smislu njihove spremnosti za ulazak u monetarnu uniju, nego se držao pretpostavke da će monetarna unija podjednako koristiti svim državama.

U studiji o mogućim ekonomskim učincima monetarne unije, Europska komisija (1990.) je procijenila da su potencijalne koristi od monetarnog ujedinjenja država članica mnogo veće nego što bi se moglo zaključiti na temelju teorije optimalnih valutnih područja. Pritom se napominje da je monetarna unija između država članica nužna ako se želi sačuvati stabilnost deviznih tečajeva nakon pune liberalizacije kapitalnih transakcija. U glavne koristi monetarne unije ubrojene su mikroekonomske uštede zbog eliminacije valutnog rizika i smanjenja transakcijskih troškova, ali i pozitivni makroekonomski učinci u obliku niže agregatne inflacije i manje kolebljivosti gospodarskog rasta. U studiji se pojašnjava da bi smanjenje agregatne inflacije trebalo proizaći iz toga što će zajednička monetarna politika biti zasnovana na snažnoj disciplini po uzoru na države članice poput Njemačke koje su prije osnivanja EMU-a bile najuspješnije u očuvanju stabilnosti cijena. Vjerodostojnost zajedničke monetarne politike nadalje bi trebala pridonijeti suzbijanju inflacijskih očekivanja u onim državama koje su prije pristupanja monetarnoj uniji bile sklone visokim stopama inflacije. U dokumentu je ispravno predviđeno da će ukidanje premije za valutni rizik i smanjenje premije za rizik inflacije zbog formiranja monetarne unije omogućiti povoljnije uvjete zaduživanja rubnim državama članicama.

Kada je riječ o negativnim aspektima monetarne unije, Europska komisija (1990.) navodi da će gubitak monetarne i tečajne politike kao instrumenata makroekonomske prilagodbe biti ključan trošak iz perspektive država članica. Međutim, pritom je istaknuto da taj trošak ne bi trebao biti presudan s obzirom na to da su se države članice u okviru EMS-a već ionako odrekle nominalnog tečaja kao instrumenta stabilizacije. U studiji je također napomenuto da će državama na raspolaganju ostati fiskalna politika i politika dohodaka, kojima će moći apsorbirati asimetrične šokove tijekom sudjelovanja u monetarnoj uniji.

Na kraju možemo zaključiti da se ekonomskoj integraciji i specifično uvođenju zajedničke valute pristupilo kao procesu korisnom za poticanje političke integracije i očuvanje (političke) stabilnosti. Krugman (2012.) sažima očekivanja iz vremena uspostavljanja EMU-a i napominje kako se tada očekivalo da će dva važna obilježja – mobilnost faktora proizvodnje, posebno mobilnost rada, i fiskalna integracija – iako niskog

6 Primjerice, kad bi tečaj talijanske lire u odnosu na američki dolar porastao s donje granice od $-2,25\%$ na gornju granicu od $+2,25\%$, a tečaj njemačke marke u odnosu na američki dolar istodobno se snizio s gornje od $+2,25\%$ na donju granicu od $-2,25\%$, talijanska bi lira prema njemačkoj marki deprecirala za ukupno 9% .

stupnja u vrijeme nastanka EMU-a, učiniti prilagodbe asimetričnim šokovima u budućnosti mogućima. Vjerovalo se da će države članice provoditi razborite fiskalne politike, među ostalim i dosljednom provedbom pravila, čime bi se smanjila učestalost pojave asimetričnih šokova. S druge strane, vjerovalo se da će države članice provesti potrebne strukturne reforme koje će omogućiti veću fleksibilnost tržišta rada, a i plaća, što bi onda pomoglo u slučaju da se asimetrični šokovi ipak pojave.

3.2. Je li europodručje optimalno valutno područje?

Teorija optimalnih valutnih područja može pomoći u prepoznavanju manjkavosti izvornog europodručja (EMU-12) koje su gotovo dovele do njegova raspada. U razdoblju nakon uvođenja eura nekoliko država članica doživjelo je pretjeranu gospodarsku ekspanziju praćenu rastom štetnih makroekonomskih neravnoteža. Nakon izbijanja svjetske krize krajem 2008. te su države bile prisiljene korigirati prisutne neravnoteže te je u njima nastupila duboka recesija, a potom i dužnička kriza, koja je dovela u pitanje održivost eura kao zajedničke valute. U nastavku se analizira je li EMU-12 bio optimalno valutno područje. Pritom je poseban naglasak na kriterijima koji su važni za razumijevanje korijena duboke dužničke krize koja je 2010. pogodila rubne članice europodručja. Nakon toga se opisuju reforme koje su provedene tijekom i nakon krize, a koje bi trebale smanjiti podložnost europodručja financijskim i ekonomskim krizama u budućnosti.

3.2.1. Rezultati izvornog EMU-12 prema teoriji optimalnih valutnih područja

Kriterij trgovinske integracije upućuje na to da postoji snažna ekonomska argumentacija za postojanje monetarne unije europskih država. Naime, obujam vanjskotrgovinske razmjene između država članica izvornog EMU-a vrlo je visok, a to, prema teoriji optimalnih valutnih područja, može biti valjan motiv za uspostavljanje monetarne unije i važan činitelj njezine učinkovitosti. U godini osnivanja EMU-a razmjena s ostatkom monetarne unije činila je više od polovine ukupne robne razmjene za većinu izvornih država članica. Razmjena s ostatkom EMU-12 izražena kao postotak ukupne robne razmjene prvih dvanaest članica smanjila se do 2016. godine – djelomično kao posljedica jačanja njihove razmjene s novim državama članicama EU-a – ali je i nadalje na visokoj razini (Tablica 1.).

Kriterij financijske integracije države članice uvelike su zadovoljile, ali ta financijska integracija dovela je do nastanka visokih makroekonomskih neravnoteža. Osnivanje EMU-a potaknulo je financijsku integraciju među državama članicama, što se posebice odnosi na novčana tržišta te na tržišta javnog duga, na kojima je ubrzo nakon formiranja europodručja zabilježena potpuna konvergencija prinosa (De Grauwe i Mongelli, 2005.). Međutim, intenzivni financijski tokovi unutar europodručja nisu imali stabilizirajući učinak, nego su podgrijavali neodrživu cikličku ekspanziju u pojedinim članicama. Slika 1. prikazuje dinamiku salda tekućih računa država jezgre, a to su Njemačka, Francuska, Belgija, Nizozemska, Austrija i Luksemburg, u odnosu na dinamiku salda tekućih računa rubnih država članica – Grčke, Irske, Španjolske i Portugala. Primjetljivo je da su u razdoblju od uspostavljanja EMU-a do svjetske financijske krize rubne države ustrajno bilježile manjkove, a

Tablica 1. Robna razmjena s državama jezgre europodručja, 1999. i 2016.

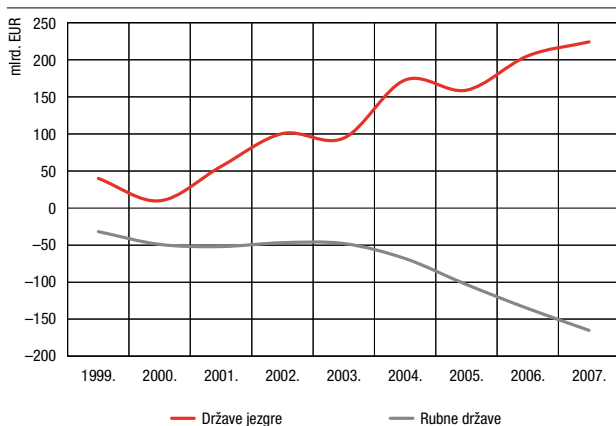
	1999.		2016.	
	Udio u ukupnoj razmjeni (%)	Udio u BDP-u (%)	Udio u ukupnoj razmjeni (%)	Udio u BDP-u (%)
Luksemburg	77,3	70,3	73,1	51,0
Portugal	68,8	34,7	64,9	39,8
Austrija	62,5	39,5	52,5	43,2
Belgija	61,0	77,8	54,0	92,1
Španjolska	59,4	22,4	48,7	24,1
Nizozemska	53,3	51,5	45,3	64,7
Grčka	53,1	13,7	35,2	13,9
Francuska	52,7	22,4	51,4	22,4
Italija	51,0	18,6	40,9	19,6
Njemačka	43,3	19,7	38,0	26,3
Finska	35,7	19,7	36,4	18,8
Irska	31,7	38,3	33,8	23,4

Izvori: MMF; izračun autora

države jezgre viškove na tekućim računima platnih bilanci. Pogoršanje salda tekućih računa rubnih država izravno se povezuje s jačanjem prekograničnih kapitalnih tokova nakon osnivanja EMU-a. Uvođenjem zajedničke valute eliminiran je rizik deprecijacije nacionalnih valuta, usidrena su inflacijska očekivanja i znatno su snižene premije za kreditni rizik države, što je dovelo do zamjetljivog smanjenja troška inozemnog zaduživanja rubnih država članica (Ehrmann i sur., 2007.; Buitert i Sibbert, 2005.). Kamatne stope na kredite banaka u rubnim državama također su se osjetno smanjile, što je u uvjetima povišene razine poslovnoga i potrošačkog optimizma dovelo do snažnog jačanja potražnje stanovništva i poduzeća za kreditima. Visokoj kreditnoj potražnji banke su udovoljavale zaduživanjem u inozemstvu, pri čemu su njihovi vjerovnici najčešće bile banke iz država jezgre poput Njemačke, Francuske i Nizozemske (Hale i Obstfeld, 2014.). U početku je prevladavalo uvjerenje da su neravnoteže u rubnim državama prirodna pojava povezana s procesom realne konvergencije, te da ne predstavljaju rizik za europodručje kao cjelinu (Blanchard i Giavazzi, 2002.; Campa i Gavilan, 2006.; Ahearne i sur., 2007.; Ca'Zorzi i Rubaszek, 2008.). Međutim, nakon izbijanja svjetske financijske krize postalo je jasno da su visoke neravnoteže u rubnim državama u prethodnom razdoblju zapravo bile odraz ozbiljnog pregrijavanja njihovih gospodarstava, zbog čega su te države bile izrazito snažno pogođene globalnim poremećajima (Gros, 2012.; Holinski i sur., 2012.; Wyplosz, 2013.).

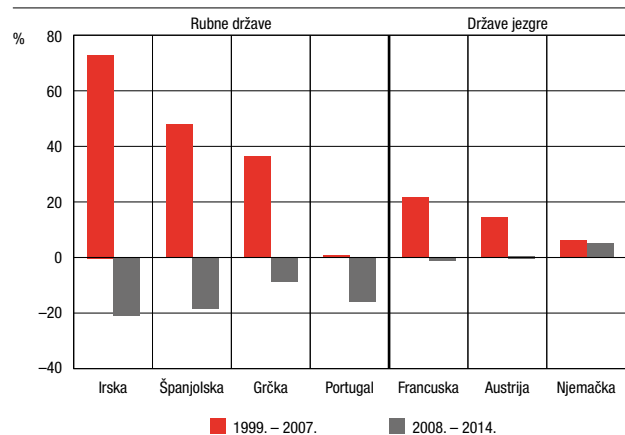
Makroekonomske neravnoteže koje su se nagomilale u rubnim državama pod utjecajem obilnog priljeva kapitala povećale su izloženost tih država negativnom šoku potražnje. Činjenica je da inozemni kapital koji su zaprimile rubne države članice nakon osnivanja EMU-a nije bio apsorbiran u produktivnim djelatnostima. Inozemni kapital koji je tada pritjecao u rubne države uglavnom se odnosio na inozemno zaduživanje banaka koje su na taj način kreditirale potrošnju stanovništva i investicije u stanogradnju (Gros, 2012.). U takvim uvjetima, rubne države članice doživjele su nepovoljne strukturne promjene, pri čemu dolazi do ekspanzije djelatnosti orijentiranih na domaće tržište, poput građevinarstva, poslovanja nekretninama

Slika 1. Saldo na tekućem računu platne bilance



Izvori: Eurostat; izračun autora

Slika 2. Ukupna promjena BDV-a u građevinarstvu i djelatnosti poslovanja nekretninama



Izvor: Eurostat

i trgovine (Slika 2.). Zbog pretjerane ovisnosti o priljevu inozemnoga kapitala i snažnoj domaćoj potražnji, rubne države članice bile su mnogo ranjivije na pogoršanje uvjeta financiranja od ostalih članica europodručja. Postupno stezanje uvjeta financiranja i domaće potražnje u rubnim državama započelo je 2007. pod utjecajem pooštavanja monetarne politike Europske središnje banke (Central Bank of Ireland, 2007.; Banco de Espana, 2010.). Makroekonomski uvjeti dodatno su se snažno pogoršali nakon intenziviranja financijske krize u rujnu 2008. godine. Duboka recesija u rubnim državama u velikoj je mjeri bila odraz korekcije viška kapaciteta u djelatnostima koje su prije krize ostvarile neodrživu ekspanziju. U Španjolskoj i Irskoj je, primjerice, građevinarstvo bilo odgovorno za otprilike polovinu ukupnog pada BDV-a i broja zaposlenih tijekom recesije⁷.

Nekontrolirani rast neravnoteža u rubnim državama može se djelomično povezati i s time što države članice europodručja nisu postigle zadovoljavajuću razinu **političke integracije** u smislu spremnosti na provedbu zajedničkih pravila i prenošenje dodatnih ovlasti na zajednička nadnacionalna tijela. Naime, uvođenjem eura države članice odrekle su se vlastitih valuta i samostalnih monetarnih politika, ali su zadržale gotovo potpunu autonomiju kada je riječ o fiskalnoj i strukturalnoj politici. Iako su u području fiskalne politike zajednička pravila formalno postojala, države članice tih se pravila uglavnom nisu pridržavale. Naime, Pakt o stabilnosti i rastu obvezivao je države članice na postizanje uravnoteženoga ili pozitivnoga proračunskog salda u srednjoročnom razdoblju, a većina njih je unatoč povoljnim makroekonomskim uvjetima bilježila povišene

proračunske manjkove. Nadalje, na razini europodručja nije postojao mehanizam nadzora koji bi evidentirao druge makroekonomske ranjivosti – poput platnobilančnih neravnoteža ili prekomjernog kreditnog rasta – i poticao nacionalne vlasti na provođenje mjera s ciljem uklanjanja tih ranjivosti. Međutim, čak i da je takav mehanizam postojao, pitanje je bi li on osigurao pravodobno uklanjanje makroekonomskih neravnoteža, s obzirom na to da tada u europodručju nije postojala svijest o ekonomskim troškovima koji mogu proizaći iz visokih neravnoteža na razini pojedinih članica.⁸

Naposljetku, nadzor i sanacija financijskih institucija također su bili isključivo u nadležnosti država članica, što je stvorilo prostor za negativnu povratnu spregu između bilanci banaka i javnih financija. Naime, s obzirom na to da je briga o financijskoj stabilnosti bila odgovornost isključivo nacionalnih nadzornih tijela, sistemski rizici koji su bili istodobno prisutni u većem broju država – poput rizika povezanih s pregrijavanjem tržišta nekretnina i intenzivnim inozemnim zaduživanjem banaka – nisu bili pravodobno prepoznati i ublaženi. Kada su se ti rizici materijalizirali, banke su se suočile s visokim gubicima, a njihova dokapitalizacija financirala se u pravilu iz državnih proračuna. U nekim državama – posebice u Irskoj i Španjolskoj – fiskalni trošak sanacije posrnutih banaka bio je toliko visok da je održivost javnog duga došla u pitanje. Međutim, treba napomenuti da u nekoliko država negativna povratna sprega banaka i državnih financija nije bila potaknuta poremećajima u bankovnom sustavu, nego visokim fiskalnim neravnotežama. Naime, u državama poput Grčke, Portugala i Italije likvidnosne poteškoće banaka bile su posljedica snažnog povećanja premije

7 Izračun autora na osnovi podataka Eurostata

8 Osim toga, u realnom vremenu često je nemoguće utvrditi nalazi li se gospodarstvo u pretjeranoj ekspanziji ili je riječ o održivom gospodarskom rastu. Zbog toga, katkad nije lako odrediti koliko snažne protucikličke mjere trebaju biti da bi se ekspanzija obuzdala. Primjerice, Španjolska i Irska su u razdoblju od 2005. do 2007. ostvarivale proračunske viškove, što je u uvjetima snažnoga gospodarskog rasta rezultiralo zamjetnim padom omjera javnog duga i BDP-a. Mnogima se tada činilo da je fiskalna politika u tim državama razborita te da pridonosi njihovoj makroekonomskoj otpornosti. Španjolska je tijekom faze ekspanzije vodila i protucikličku makroprudencijalnu politiku, koristeći se mjerom dinamičkog rezerviranja kojom se banke obvezuje da tijekom razdoblja kreditnog rasta izdvajaju rezerve za gubitke koji bi se mogli ostvariti u silaznoj fazi ciklusa (Međunarodni monetarni fond, 2006.). Irske su banke u razdoblju prije krize također bile relativno visoko kapitalizirane. Međutim, kasnije se uspostavilo da ni javne financije niti bankovni sustavi tih dviju država nisu bili spremni da podnesu duboku i dugotrajnu recesiju. Naime, produblivanjem recesije došlo je do snažnog pogoršanja fiskalnih pokazatelja, čime je otkriveno da se prethodna fiskalna konsolidacija temeljila na ciklički izrazito povoljnim ostvarenjima nominalnog BDP-a i proračunskog salda. Kada je riječ o bankovnim sustavima, znatni kreditni gubici – uvelike povezani s korekcijom tržišta nekretnina – iscrpili su zaštitne slojeve banaka, pa su se obje države, naposljetku, suočile s bankovnom krizom.

za rizik države u uvjetima ubrzanog rasta javnog duga i općenito loših makroekonomskih fundamenata. Stoga se može reći da nepostojanje zaštitnih mehanizama koji bi ograničili negativno međudjelovanje između bilanci banaka i države također potvrđuje da EMU-12 nije bio optimalno valutno područje.

Kriterij fiskalne integracije u izvornom europodručju također nije bio zadovoljen. Općenito, postojanje fiskalnih zaštitnih mehanizama koji podrazumijevaju određeni stupanj dijeljenja rizika, i na nacionalnoj razini, i na razini monetarne unije, omogućuju izglašivanje potražnje u slučaju negativnog šoka, što onda pomaže zaštititi ostalih članova iste monetarne unije od štetnih učinaka prelijevanja (Allard i sur., 2013.). U europodručju, u suprotnosti s drugim velikim valutnim područjima, ne postoji sustav fiskalnih transfera namijenjen regijama ili državama koje se suočavaju s negativnim makroekonomskim šokom. Iako države članice EU-a raspolazu zajedničkim proračunom, taj proračun je relativno mali i ne sadržava instrumente za kratkoročnu pomoć u slučaju recesije. Osim toga, pravni okvir EU-a izričito zabranjuje Europskoj uniji i državama članicama preuzimanje dugova drugih članica (tzv. *no bail-out* odredba).

Međutim, neugodno iskustvo recentne financijske krize razotkrilo je da ta zabrana nije vjerodostojna jer u slučajevima snažnoga asimetričnog šoka mora postojati solidarno dijeljenje tereta krize ako se želi očuvati cjelovitost monetarne unije. Tako su nakon izbijanja dužničke krize države članice europodručja unatoč formalnoj zabrani međusobnog financiranja ipak implicitno preuzele dio tereta fiskalne prilagodbe rubnih država članica. Konkretno, u prvoj polovini 2010. države članice osigurale su Grčkoj putem bilateralnih zajmova znatna sredstva za financiranje programa makroekonomske prilagodbe. Ubrzo nakon toga uspostavljeni su i formalni krizni fondovi, najprije dva privremena fonda, a zatim i trajni – Europski mehanizam za stabilnost (ESM). Sve države članice europodručja dioničari su ESM-a te su stoga bile dužne uplatiti sredstva u njegov kapital, kao i odobriti jamstva koja ESM-u osiguravaju najviši kreditni rejting. Plasmani ESM-a nose niže kamatne stope i znatno su duljih dospeljeća u odnosu na zajmove MMF-a, što državama korisnicama pomoći osigurava znatne proračunske uštede (Europski mehanizam za stabilnost, 2016.). Ipak, treba naglasiti da ESM nije zamišljen kao sustav fiskalnih transfera koji će stalno biti dostupan državama članicama. ESM je predviđen za pružanje pomoći samo u slučaju dubokih gospodarskih i financijskih kriza, pri čemu je isplata sredstava uvjetovana dosljednijim provođenjem programa makroekonomske prilagodbe odnosno programa restrukturiranja financijskog sektora. Tek kada bi se uspostavila funkcija makroekonomske stabilizacije za europodručje (u obliku zajedničkog sustava za osiguranje nezaposlenih, zajedničkog programa za zaštitu ulaganja ili fonda za nepredviđene situacije), o čemu se trenutno

raspravlja u EU-u, ili neki alternativni instrument preraspodjele, moglo bi se govoriti o povećanju fiskalne integracije između država članica (Beblavy i sur., 2015.).

Po pitanju **kriterija mobilnosti rada** europodručje znatno zaostaje za SAD-om. Eichengreen (1991.) je utvrdio da je mobilnost radnika unutar SAD-a dva do tri puta viša od mobilnosti između europskih zemalja.⁹ Iako brojke treba uzimati s oprezom zbog različitih definicija regionalnih jedinica u različitim državama, one u slučaju europskih zemalja govore o snažnoj prisutnosti prepreka kretanju radnika, s jedne strane, te manjku motivacije za mobilnost, s druge. Među glavne prepreke kretanju radnika među državama članicama spadaju jezične i kulturološke razlike te pravna ograničenja, a u vrijeme uspostavljanja EMU-a to su bile i granične kontrole i različite nacionalne valute (prije implementacije Šengenskog sporazuma i uvođenja eura). Postojanje tih ograničenja objašnjava samo dio razlike između Europe i SAD-a, dok se drugi dio objašnjenja nalazi u činjenici da je američko društvo tradicionalno mobilno, za razliku od europskih naroda, koji se tradicionalno vežu za neke lokacije, što onda utječe na ponašanje stanovništva.¹⁰

3.2.2. Reforma institucionalnog okvira EMU-a nakon 2008.

Neke od institucionalnih manjkavosti monetarne unije ispravljene su nakon svjetske financijske krize. Najveći napredak ostvaren je kada je riječ o daljnjoj ekonomskoj i političkoj integraciji na razini cijelog EU-a, pri čemu su države članice postigle suglasje o prenošenju dijela nacionalnih nadležnosti – ponajprije u području nadzora financijskog sustava – na zajedničku razinu. Jedna skupina reformi odnosila se na osnaživanje okvira za koordinaciju ekonomskih politika, a u svrhu, s jedne strane, otklanjanja institucionalnih slabosti nacionalnih gospodarstava¹¹ i, s druge strane, smanjenja rizika koji proizlaze iz loših politika na nacionalnoj razini. Pakt o stabilnosti i rastu osnažen je i u svom preventivnom i u korektivnom dijelu. U preventivnom dijelu uveden je koncept srednjoročnog fiskalnog cilja, pri čemu se države članice obvezuju održavati svoja strukturalna proračunska salda blizu ravnoteže, a propisana su i ograničenja vezana uz rast javne potrošnje. U korektivnom dijelu Pakta glavna promjena je izjednačavanje važnosti kriterija javnog duga i kriterija proračunskog manjka. Kao rezultat te promjene, postupak u slučaju prekomjernog manjka sada se može pokrenuti i ako proračunski manjak ne prelazi dozvoljene okvire, uz uvjet da je prekoračena referentna vrijednost za javni dug. Među institucionalnim reformama EMU-a svakako treba istaknuti i pokretanje Europskog semestra. U okviru godišnjeg ciklusa Europskog semestra institucije EU-a ocjenjuju kvalitetu fiskalnih i strukturalnih politika u državama članicama te upućuju preporuke nacionalnim vlastima. Važan novi element u koordinaciji ekonomskih politika EU-a je postupak u slučaju

9 Autor ističe kako su podaci o mobilnosti radnika među regijama u to vrijeme bili teško dostupni, te su navedene brojke tada bile jedini pokazatelj mobilnosti radnika koji daju sistemsku usporedbu SAD-a i europskih zemalja.

10 Danas je situacija u EU-u malo bolja. Prema Europskoj komisiji (2014.), u 2013. godini ukupno je 7 milijuna stanovnika živjelo i radilo izvan svoje zemlje; taj broj čini oko 3,3% ukupne zaposlenosti u EU-u. Tijekom krize došlo je do zamjetnog povećanja odljeva stanovništva iz krizom pogođenih zemalja u druge države članice, kao i u zemlje izvan EU-a. U ukupnom broju radnika mobilnih unutar EU-a najviše je onih iz država članica iz Srednje i Istočne Europe. Kad je riječ o spremnosti na mobilnost, rezultati istraživanja iz 2013. govore da bi prosječno 25% radnika razmotrilo mogućnost rada u drugoj državi članici u sljedećih deset godina.

11 Uočene su institucionalne manjkavosti samih država članica koje su propustile osigurati da priljevi kapitala budu usmjereni u produktivne sektore, a na što se može utjecati i s razine EU-a. Gros (2011.) na primjeru Italije obrađuje fenomen "izgubljenog desetljeća" u toj zemlji unatoč činjenici da su se faktori rasta poboljšali, objašnjavajući ga niskom kvalitetom institucija odnosno ukupnog upravljanja u zemlji te potrebom poduzimanja napora usmjerenih na borbu protiv korupcije, jačanje vladavine prava i unaprjeđenje javne uprave.

makroekonomskih neravnoteža, kojim se nastoji povećati svijest država članica o važnosti izbjegavanja i pravodobnog ispravljanja makroekonomskih neravnoteža. Na taj se način želi smanjiti vjerojatnost da države članice u budućnosti dožive prekomjernu akumulaciju neravnoteža kao što je bio slučaj u rubnim državama članicama tijekom 2000-ih (Brkić i Šabić, 2014.).

Druga skupina reformi usredotočena je na jačanje otpornosti financijskih institucija i povećanje sposobnosti regulatora da pravodobno ublaže rizike. Ključna reforma u ovom području bila je osnivanje bankovne unije koja, među ostalim, podrazumijeva prenošenje ovlasti za prudencijalni nadzor banaka u europodručju na zajedničkog supervizora, Europsku središnju banku. Ovim putem uklonjena je manjkavost institucionalnog okvira EMU-a prema kojemu je nadzor nad bankama ostao isključiva odgovornost nacionalnih tijela, unatoč postojanju zajedničke monetarne politike. Osim toga, uspostavljanjem bankovne unije harmonizirani su nacionalni regulatorni okviri za sanaciju banaka, pri čemu je uspostavljan zajednički sustav sanacije banaka (engl. *Single Resolution Mechanism*, SRM) koji će od 2024. godine podupirati potpuno kapitalizirani sanacijski fond (engl. *Single Resolution Fund*, SRF). Države članice još nisu postigle dogovor oko trećeg stupa bankovne unije – zajedničkog sustava osiguranja depozita. Nadalje, u razdoblju nakon krize znatno je porasla svijest o značenju sistemskih

rizika, a time i o važnosti makroprudencijalnih instrumenata kao alata za njihovo ublažavanje. Kako bi se formalizirao nadzor nad sistemskim rizicima, na razini EU-a osnovan je Europski odbor za sistemske rizike (ESRB) s mandatom da motri sistemske rizike i ranjivosti te koordinira nacionalna makroprudencijalna tijela (Europski odbor za sistemske rizike, 2014.a). Pritom treba naglasiti da je nakon svjetske financijske krize bankovna regulativa u EU-u upotpunjena nizom novih instrumenata kojima se može izravno utjecati na uzročnike sistemskih rizika. Regulatori tako sada mogu nametati i otpuštat i zaštitne slojeve kapitala kako bi povećali otpornost banaka na šokove i ublažili procikličnost kreditne aktivnosti, povećavati pondere rizika kako bi usporili rast izloženosti prema specifičnim sektorima, a uvedeni su i znatno stroži likvidnosni standardi koji bi trebali smanjiti ročnu neusklađenost u bilancama banaka (Europski odbor za sistemske rizike, 2014.b).

Uz pretpostavku da će novi mehanizmi koordinacije povećati disciplinu nositelja ekonomskih politika te da će makroprudencijalna politika biti djelotvorna u ublažavanju financijskih rizika, vjerojatnost novih dubokih ekonomskih i financijskih kriza u europodručju trebala bi biti manja nego u prošlosti. U takvim uvjetima rizik pojave divergentnih makroekonomskih kretanja trebao bi se smanjiti, što bi moglo pridonijeti otpornosti i dugoročnoj održivosti monetarne unije.

4. Ocjena primjerenosti eura za Hrvatsku prema teoriji optimalnih valutnih područja

U nekoliko ranijih studija ispituje se je li Hrvatska dovoljno kompatibilna s razvijenim članicama EU-a odnosno europodručja da bi mogla uspješno funkcionirati u monetarnoj uniji, od kojih posebno vrijedi istaknuti radove Šonje i Vrbanc (2000.), Belullo, Šonje i Vrbanc (2000.), Broz (2008.) te Kotarac, Kunovac i Ravnik (2017.). U tim radovima naglasak je na vrednovanju usklađenosti poslovnih ciklusa između Hrvatske i odabranih država jezgre europodručja. Premda se kriterij usklađenosti poslovnih ciklusa s pravom ističe kao najvažniji kriterij – jer je visok stupanj usklađenosti ciklusa nužan da bi zajednička monetarna politika podjednako odgovarala svim članicama – ostali kriteriji također mogu pružiti važna saznanja o tome isplati li se nekoj državi pristupiti monetarnoj uniji ili ne. Stoga se u nastavku analiziraju ostvarenja Hrvatske prema svim ključnim kriterijima teorije optimalnih valutnih područja. Pritom se također podsjeća na specifična obilježja hrvatskoga gospodarstva zbog kojih ta teorija ne može biti jedino mjerilo za odlučivanje o primjerenosti eura za Hrvatsku.

4.1. Trgovinska i financijska integracija

Hrvatska je trgovinski visoko integrirana s državama članicama europodručja, pa stoga stabilnost deviznog tečaja kune

prema euru pogoduje hrvatskom gospodarstvu. Naime, malim otvorenim gospodarstvima pretjerana kolebljivost deviznog tečaja ne odgovara jer česte promjene uvjeta razmjene mogu ugroziti stabilnost cijena. Primjerice, kad bi kuna znatnije oslabjela prema euru, uvozni proizvodi koji imaju visok udio u košarici za izračun indeksa potrošačkih cijena poskupjeli bi, što bi generiralo porast ukupne stope inflacije u Hrvatskoj. Osim toga, deprecijacija tečaja dovela bi do poskupljenja uvoznih sirovina i intermedijarnih proizvoda, a time i do povećanja proizvodnih troškova za domaća poduzeća. U uvjetima visoke uvozne ovisnosti hrvatskoga gospodarstva – zbog čega promjene cijena uvoznih dobara znatno utječu na ukupnu stopu inflacije¹² – stabilnost nominalnog tečaja kune prema euru važno je sidro za inflacijska očekivanja domaćih gospodarskih subjekata.

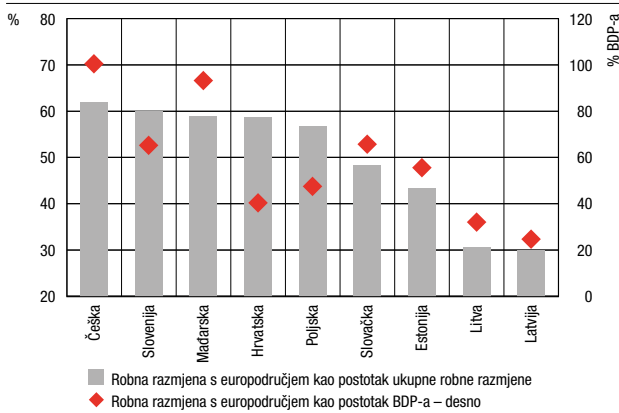
Robna razmjena s državama članicama europodručja tradicionalno čini više od polovine ukupne robne razmjene Hrvatske (Slika 3.). Nakon ulaska Hrvatske u EU 2013. godine vanjskotrgovinska razmjena s državama članicama europodručja dodatno je ojačala te sada njezin udio doseže gotovo 60% (Slika 4.). Ako se promatra samo ovaj pokazatelj, Hrvatska se čini jednako snažno povezana s europodručjem kao i ostale države iz Srednje i Istočne Europe te relativno snažnije povezana nego što su baltičke države bile u trenutku pristupanja tečajnom mehanizmu sredinom prošlog desetljeća. Međutim, kako

¹² Dosad je provedeno nekoliko istraživanja na temu odrednica stope inflacije u Hrvatskoj. U tim se radovima utvrđuje da su cijene uvoznih proizvoda važan činitelj agregatne stope inflacije, što ne iznenađuje s obzirom na visok stupanj otvorenosti hrvatskoga gospodarstva (Krznar i Kunovac, 2010.; Krznar, 2011.; Jovičić i Kunovac, 2017.). Iz tog razloga pokazatelji gospodarske aktivnosti i troška rada u domaćem gospodarstvu ne mogu u dovoljnoj mjeri objasniti dinamiku stope inflacije, pa je pri modeliranju inflacije potrebno uključiti i varijablu koja odražava cijene intermedijarnih i kapitalnih proizvoda koji se uvoze iz inozemstva.

je razina otvorenosti hrvatskoga gospodarstva relativno niska u usporedbi s ostalim novim državama članicama, obujam robne razmjene s europodručjem iskazan u postocima BDP-a i nadalje je znatno niži nego primjerice u Češkoj i Mađarskoj (Slika 3.). Ipak, čak i kada se intenzitet vanjskotrgovinskih odnosa s europodručjem mjeri u terminima BDP-a, Hrvatska je mnogo snažnije integrirana od Finske, Grčke i Irske, koje su europodručju pristupile prije više od petnaest godina¹⁵.

S obzirom na to da ključni vanjskotrgovinski partneri rabe euro kao nacionalnu valutu, vjerojatnost da se Hrvatska u razdoblju nakon uvođenja eura suoči s padom konkurentnosti zbog deprecijacije valute važnoga vanjskotrgovinskog partnera vrlo je niska. U tom kontekstu treba napomenuti i to da

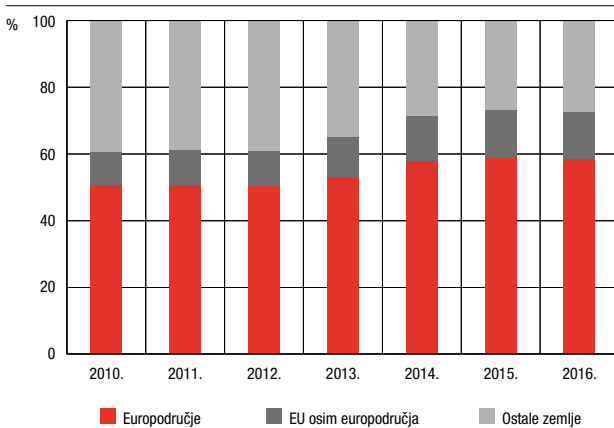
Slika 3. Razmjena s europodručjem u ukupnoj robnoj razmjeni u trenutku ulaska u ERM II



Napomena: Podaci se odnose na 2016. ako država još nije pristupila tečajnom mehanizmu. Države koje još nisu pristupile tečajnom mehanizmu jesu Češka, Mađarska, Hrvatska i Poljska.

Izvori: IMF Direction of Trade Statistics; Eurostat

Slika 4. Geografska struktura robne razmjene Republike Hrvatske, 2010. – 2016.

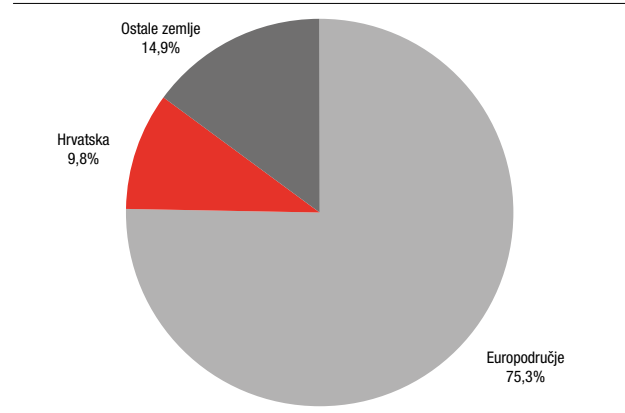


Izvori: IMF Direction of Trade Statistics; izračun autora

važni vanjskotrgovinski partneri Hrvatske izvan EU-a, Bosna i Hercegovina te Srbija, devizne tečajeve svojih valuta održavaju stabilnima u odnosu na euro¹⁴. Iz toga proizlazi da Hrvatska približno 70% svoje robne razmjene ostvaruje s državama koje ili rabe euro ili tečajeve svojih valuta vežu uz euro. Nadalje, države članice europodručja i navedene susjedne države ujedno su i ključna emitivna tržišta za turizam kao stratešku uslužnu djelatnost¹⁵, pri čemu su mediteranske države europodručja istodobno i glavni konkurenti Hrvatske u toj djelatnosti.

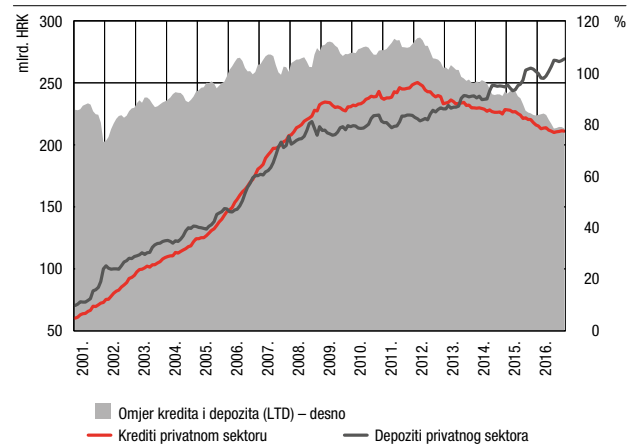
Osim trgovinske integracije, Hrvatsku karakterizira i visok stupanj financijske integracije s državama članicama europodručja. Znatna participacija banaka iz europodručja u hrvatskom bankovnom sustavu glavni je oblik te integracije. Prema

Slika 5. Struktura hrvatskoga bankovnog sustava, prema državi sjedišta vlasnika



Izvori: HNB; izračun autora

Slika 6. Krediti banaka privatnom sektoru i depoziti privatnog sektora



Izvori: HNB; izračun autora

15 Prema podacima MMF-a, Irska, Finska i Grčka ostvarile su u 2015. robnu razmjenu s europodručjem u vrijednosti od 23%, 19% odnosno 14% BDP-a.

14 Središnja banka BiH od svog utemeljenja 1997. primjenjuje režim valutnog odbora, pri čemu je valuta u početku bila vezana uz njemačku marku, a kasnije uz euro. Središnja banka Srbije primjenjuje režim ciljanja inflacije, ali uz česte devizne intervencije kojima nastoji ograničiti fluktuacije deviznog tečaja dinara u odnosu na euro.

15 Naime, prema fizičkim pokazateljima za 2015. godinu gosti iz država članica europodručja, Srbije te Bosne i Hercegovine ostvarili su oko dvije trećine ukupnih dolazaka i noćenja u Hrvatskoj u toj godini.

podacima za kraj 2016., banke u vlasništvu financijskih institucija iz europodručja posjedovale su približno tri četvrtine ukupne aktive hrvatskoga bankovnog sustava (Slika 5.). Financijski tokovi između inozemnih banaka majki i njihovih banaka kćeri u Hrvatskoj pokazali su se kao važan kanal prelijevanja monetarnih impulsa iz europodručja na hrvatsko gospodarstvo. Kako navodi Rohatinski (2015.), u prvoj polovini prošlog desetljeća inozemne banke matice zaduživale su se u europodručju po niskim kamatnim stopama, a potom su ta sredstva plasirale bankama kćerima u Hrvatskoj, gdje je prinos na imovinu bio znatno viši. Podaci prikazani na Slici 6. potvrđuju da su se banke u godinama uoči svjetske financijske krize služile inozemnim kapitalom kako bi financirale kreditnu ekspanziju. Naime, sredinom prošlog desetljeća krediti privatnom sektoru rasli su brže od domaće depozitne baze, odnosno omjer kredita i depozita je porastao, što upućuje na zaključak da su banke uvezile inozemni kapital kako bi ostvarile željene stope rasta kredita. Nakon što je kriza započela, banke u inozemnom vlasništvu odlučile su znatno usporiti kreditnu aktivnost te smanjiti korištenje inozemnih izvora financiranja, što je dovelo do postupnog pada omjera kredita i depozita na razini bankovnog sustava (Slika 5.). Može se stoga zaključiti da snažna financijska integracija s europodručjem nije imala blagotvoran učinak na hrvatsko gospodarstvo u smislu da je omogućila izgladivanje potrošnje i dohotka tijekom poslovnog ciklusa. Upravo suprotno, u fazi gospodarskog uzleta tokovi kapitala između banaka matice u europodručju i njihovih hrvatskih subsidijara dodatno su podgrijavali ekspanziju domaće potražnje u Hrvatskoj, dok je u fazi recesije nastupilo intenzivno razduživanje subsidijara prema maticama, što je imalo negativne implikacije na raspoloživost kredita u hrvatskom gospodarstvu.¹⁶

Financijska povezanost Hrvatske i europodručja ogleda se i u visokom udjelu europodručja u ukupnim priljevima inozemnih izravnih ulaganja u Hrvatsku. Naime, rezidenti europodručja emitenti su gotovo tri četvrtine ukupnih inozemnih izravnih ulaganja zabilježenih u Hrvatskoj u razdoblju od 1993. do 2016. godine. Treba napomenuti da se pojedinačno najveći dio tih ulaganja odnosio na stjecanje vlasništva nad domaćim bankama i njihovu dokapitalizaciju, ali zabilježena su ulaganja i u druge, većinom uslužne djelatnosti, kao što su trgovina na veliko i malo, poslovanje nekretninama te pošta i telekomunikacije. Izravna ulaganja u prerađivačku industriju čine manje od 20% ukupnih ulaganja. Financijski odnosi između Hrvatske i europodručja znatno su slabiji u području transakcija s vrijednosnicama. Hrvatsko tržište kapitala vrlo je plitko i slabo likvidno te je stoga neatraktivno za inozemne ulagače. Istodobno, ulaganja u dionice i udjele u investicijskim fondovima ne čine važan oblik financijskog ulaganja hrvatskih kućanstava, a to povratno onemogućuje dinamičniji razvoj domaćeg tržišta kapitala. Slaba razvijenost domaćeg tržišta zrcali se u niskim razinama inozemne imovine i inozemnih obveza Hrvatske na osnovi portfeljnih ulaganja. Naime, prema podacima za kraj 2016. godine, suma imovine i obveza domaćih sektora na osnovi portfeljnih ulaganja u dionice i udjele u investicijskim fondovima iznosila je samo 5% BDP-a. Za usporedbu, u razvijenim državama jezgre europodručja suma inozemne imovine i

inozemnih obveza na istoj osnovi znatno je viša te iznosi od 44% BDP-a u Austriji do čak 209% BDP-a u Nizozemskoj.¹⁷

Kada se uzme u obzir visok intenzitet vanjskotrgovinskih i financijskih odnosa Hrvatske i država članica europodručja, može se zaključiti da bi pristupanje monetarnoj uniji moglo imati pozitivne učinke na hrvatsko gospodarstvo. Iako je devizni tečaj kune prema euru i dosad bio relativno stabilan, uvođenjem eura valutni rizik potpuno će nestati, kao i svi troškovi vezani uz konverziju valuta i zaštitu od valutnog rizika. To bi moglo povećati troškovnu učinkovitost i međunarodnu konkurentnost hrvatskih izvoznika. Pristupanje monetarnoj uniji moglo bi se pozitivno odraziti i na prihode od turizma jer bi Hrvatska time postala još atraktivnija destinacija za rezidente europodručja, i to ponajprije zbog povećanja transparentnosti cijena i ukidanja troškova mjenjačkih poslova. Istodobno, nakon uvođenja eura konkurentnost Hrvatske ne bi bila ugrožena kretanjem tečajeva valuta važnih vanjskotrgovinskih partnera. Naime, kako je već istaknuto, glavina međunarodne razmjene odnosi se na razmjenu s europodručjem i državama koje tečajeve svojih valuta održavaju stabilnima u odnosu na euro, pa je stoga rizik inozemnoga valutnog šoka za Hrvatsku vrlo nizak.

4.2. Usklađenost poslovnih ciklusa i ekonomskih šokova

Prema kriteriju usklađenosti poslovnih ciklusa i ekonomskih šokova Hrvatska se doima kao dobar kandidat za uvođenje eura. Kotarac, Kunovac i Ravnik (2017.) na temelju podataka za razdoblje od 1998. do 2016. pronalaze da se usklađenost između poslovnog ciklusa u Hrvatskoj i poslovnih ciklusa u najvećim državama članicama europodručja s vremenom povećavala te se trenutno nalazi na visokoj razini. Za razliku od većine empirijskih radova na temu usklađenosti ciklusa u kojima su uglavnom korištene jednostavne korelacije, u navedenom istraživanju usklađenost poslovnih ciklusa promatra se kao kompozitni pokazatelj koji sadržava dva elementa – mjeru usklađenosti predznaka ciklusa i mjeru usklađenosti amplituda ciklusa. Osim što su utvrdili relativno visoku usklađenost ciklusa, ovi autori pronalaze da su Hrvatska i europodručje izloženi sličnim šokovima agregatne ponude i potražnje, pri čemu su reakcije gospodarstava na te šokove približno simetrične. Na temelju toga autori zaključuju da Hrvatska nakon uvođenja eura ne bi trebala biti izložena asimetričnim šokovima koji bi otežavali vođenje ekonomske politike.

U ranijim radovima, Šonje i Vrbanc (2000.) te Belullo, Šonje i Vrbanc (2000.) na temelju podataka o stopama nezaposlenosti za razdoblje od 1992. do 1999. ocjenjuju usklađenost poslovnih ciklusa Hrvatske i nekoliko država Srednje Europe u odnosu na poslovni ciklus Njemačke. Pritom zaključuju da realna gospodarska kretanja u Hrvatskoj i drugim državama regije u velikoj mjeri prate kretanja njemačkog ciklusa, pri čemu su šokovi koji nastaju u njemačkom gospodarstvu važan činitelj cikličkih fluktuacija u promatranim državama. S druge strane, Broz (2008.) na temelju podataka za razdoblje od 1995. do 2006. ne pronalazi visok stupanj usklađenosti poslovnih

16 Krajem prosinca 2016. neto inozemna aktiva banaka bila je pozitivna i iznosila je 11,8 milijardi kuna, u usporedbi s –50,4 milijarde kuna potkraj 2011. godine. Znatno poboljšanje neto inozemne aktive banaka posljednjih nekoliko godina gotovo je isključivo rezultat njihova razduživanja prema bankama majkama u europodručju.

17 Izračun autora na temelju podataka Eurostata

ciklusa Hrvatske i razvijenih članica europodručja. Međutim, iako je procijenjena korelacija ciklusa relativno niska ako se promatra cijelo razdoblje, ova autorica pronalazi da se ta korelacija postupno povećavala u skladu s intenziviranjem ekonomske integracije između Hrvatske i država članica europodručja.

4.3. Diversificiranost gospodarstva

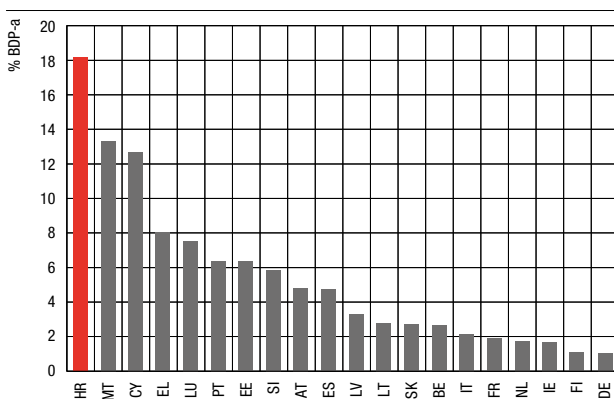
Kriterij diversificiranosti gospodarstva za Hrvatsku je najproblematičniji od svih spomenutih kriterija. Nedovoljna diversificiranost hrvatskoga gospodarstva najbolje se prepoznaje u prekomjernoj ovisnosti o sektoru turizma. Prema relativnoj veličini prihoda od turizma (mjereno u terminima BDP-a) Hrvatska odskoče čak i u odnosu na druge mediteranske turističke države poput Grčke, Portugala i Španjolske (Slika 7.). Znatno oslanjanje na turizam izvor je ranjivosti gospodarstva jer je riječ o sektoru koji može biti podložan snažnim kolebanjima, osobito ako se geopolitički uvjeti u okružju pogoršaju. Na Slici 8. vidljivo je da Hrvatska ustrajno ostvaruje manjak u robnoj razmjeni, što je odraz strukture hrvatskoga gospodarstva. Taj strukturni manjak u robnoj razmjeni više je nego pokriven viškom u razmjeni usluga – što se gotovo u cijelosti odnosi na prihode sektora turizma u drugom i trećem tromjesečju – tako da na razini godine Hrvatska u posljednje vrijeme bilježi pozitivan saldo na tekućem računu platne bilance. Takva struktura tekućeg računa važan je izvor ranjivosti gospodarstva. Naime, kad bi snažan negativan šok zamjetno smanjio prihode od turizma, izvjesno je da bi došlo do pogoršanja salda na tekućem računu, što bi izazvalo poremećaje na deviznom tržištu, uz moguće deprecijacijske pritiske na domaću valutu.

Druga strukturna slabost hrvatskoga gospodarstva povezana je s nepovoljnom strukturom prerađivačke industrije, u kojoj se visok postotak ukupne dodane vrijednosti odnosi na proizvodnju tehnološki manje intenzivnih proizvoda (Tablica 2.). U Hrvatskoj tako dominantnu ulogu ima proizvodnja hrane i pića,

nemetalnih mineralnih proizvoda, proizvoda od drva te odjeće. U tom smislu Hrvatska se uvelike razlikuje od država jezgre europodručja, u kojima su mnogo jače zastupljeni proizvodi s visokom tehnološkom komponentom, poput motornih vozila te strojeva i uređaja. U državama poput Češke i Mađarske struktura industrije znatno je bolje usklađena s onom u europodručju, što odražava visoku integriranost tih država u proizvodne lance poduzeća iz razvijenih država europodručja, posebice Njemačke (Stehrer i Stöllinger, 2015.). Hrvatska nije u tolikoj mjeri uključena u lance vrijednosti europskih poduzeća, što se ogleda u relativno niskom intenzitetu unutarsektorske razmjene s europodručjem. Međutim, stupanj unutarsektorske razmjene počeo se snažno povećavati nakon pristupanja Hrvatske EU-u, i to posebice u razmjeni proizvoda više dodane vrijednosti.¹⁸

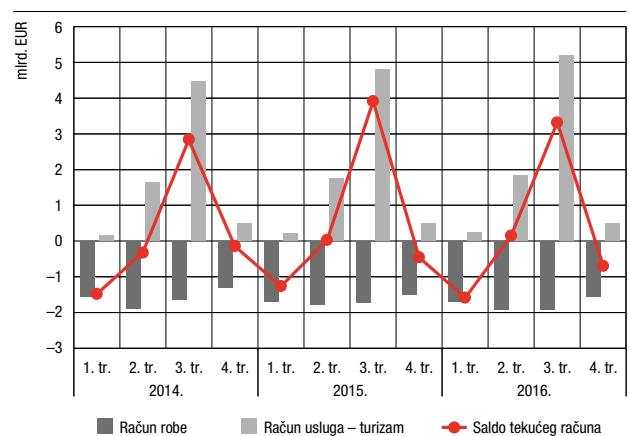
Kada bi se odluka donosila samo na osnovi kriterija diversificiranosti gospodarstva, vjerojatni zaključak bio bi taj da Hrvatska još nije potpuno spremna za uvođenje eura. Međutim, iako su reforme u smjeru otklanjanja prepreka za razvoj prerađivačke industrije i smanjenja relativne važnosti sektora turizma u nacionalnom gospodarstvu potrebne i poželjne, takve prilagodbe ne bi se trebale smatrati preduvjetom za pristupanje Hrvatske monetarnoj uniji. Glavni je razlog to što bi Hrvatska kao mala, otvorena i visokoeuroizirana država i danas, dok još raspolaže samostalnom monetarnom politikom, mogla tu politiku samo u ograničenoj mjeri primjenjivati da stabilizira gospodarstvo u slučaju da negativan šok pogodi turizam ili neku drugu stratešku djelatnost. Stoga uvođenjem eura i prenošenjem monetarnog suvereniteta na Europsku središnju banku Hrvatska neće biti ranjivija na asimetrične šokove nego što je danas. Štoviše, uvođenjem eura otpornost Hrvatske mogla bi se povećati jer će se time eliminirati rizik da asimetričan šok dovede do pritiska na domaću valutu, a time i do valutne krize. Treba napomenuti i to da se struktura industrije Slovenije, Slovačke te, posebice, baltičkih država u trenutku njihova pristupanja tečajnom mehanizmu¹⁹ također razlikovala u odnosu na strukturu industrije država članica europodručja (Tablica 3.).

Slika 7. Hrvatska – devizni prihodi od usluga u turizmu, 2015.



Izvor: Eurostat

Slika 8. Hrvatska – struktura salda tekućeg računa platne bilance



Izvor: HNB

18 Detaljnije u HNB (2016.), Bilten 226, Okvir 4. Promjene u dinamici i strukturi hrvatskoga robnog izvoza od ulaska u EU

19 Godina u kojoj je država članica pristupila tečajnom mehanizmu uzima se kao referentno razdoblje zato što se ulazak u mehanizam može smatrati ključnim korakom o kojemu u velikoj mjeri ovisi ukupna dinamika i trajanje postupka uvođenja zajedničke valute.

Tablica 2. Struktura prerađivačke djelatnosti prema odjeljima NKD-a, 2014., u postocima

	Motorna vozila, prikolice i poluprikolice	Strojevi i uređaji	Računala, elektronički i optički proizvodi	Prehrambeni proizvodi, pića i duhanski proizvodi	Drvo, papir, tiskanje i umnažanje snimljenih zapisa	Tekstil, odjeća, koža i srodni proizvodi	Ostali nemetalni mineralni proizvodi	Metal i gotovi metalni proizvodi	Osnovni farmaceutski proizvodi i pripravci	Ostalo
Njemačka	19,1	15,5	5,7	6,9	4,1	1,3	2,8	12,3	4,0	28,2
Austrija	7,2	14,2	5,3	9,5	9,0	1,9	4,6	16,5	3,8	28,0
Belgija	5,5	7,2	2,6	15,6	5,6	2,8	4,5	12,2	12,1	31,9
Francuska	4,6	5,9	4,7	20,8	5,1	2,3	3,4	11,8	5,4	36,0
Nizozemska	2,8	13,0	5,7	20,4	5,5	1,6	2,5	12,5	2,2	33,9
EA-5 prosjek	7,8	11,2	4,8	14,6	5,9	2,0	3,6	13,0	5,5	31,6
Hrvatska	0,7	4,8	3,4	28,0	9,1	6,6	6,1	12,1	7,1	22,2

Izvor: Eurostat

Tablica 3. Struktura prerađivačke djelatnosti prema odjeljima NKD-a, 2004., u postocima

	Motorna vozila, prikolice i poluprikolice	Strojevi i uređaji	Računala, elektronički i optički proizvodi	Prehrambeni proizvodi, pića i duhanski proizvodi	Drvo, papir, tiskanje i umnažanje snimljenih zapisa	Tekstil, odjeća, koža i srodni proizvodi	Ostali nemetalni mineralni proizvodi	Metal i gotovi metalni proizvodi	Osnovni farmaceutski proizvodi i pripravci	Ostalo
Njemačka	15,4	14,6	6,7	8,2	5,7	1,7	3,1	12,5	3,5	28,6
Austrija	7,5	11,6	7,3	10,6	11,4	3,1	6,0	16,3	2,7	23,6
Belgija	7,2	5,6	3,4	13,3	6,9	4,6	5,0	15,4	8,2	30,4
Francuska	6,8	5,9	6,6	19,4	6,5	3,1	3,7	11,7	5,6	30,7
Nizozemska	3,4	8,8	5,4	18,1	7,5	1,6	2,6	11,4	4,2	36,9
EA-5 prosjek	8,1	9,3	5,9	13,9	7,6	2,8	4,1	13,5	4,8	30,1
Slovenija	5,2	5,5	5,4	8,5	9,0	6,7	4,5	15,8	10,7	28,7
Slovačka	10,5	6,6	2,8	9,6	7,8	6,1	5,5	21,9	0,7	28,4
Estonija	2,5	3,5	4,1	13,3	20,4	12,5	7,5	9,0	0,3	27,1
Letonija	0,4	2,7	2,0	26,6	25,2	10,0	3,1	10,7	1,9	17,2
Litva	2,7	1,6	5,1	19,7	11,9	14,1	3,9	4,4	0,3	36,3
NMS-5 prosjek	4,3	4,0	3,9	15,5	14,9	9,9	4,9	12,4	2,8	27,5

Izvor: Eurostat

4.4. Mobilnost rada

Mobilnost radne snage među regijama u Hrvatskoj relativno je niska, što se ogleda u znatnim razlikama u stopama nezaposlenosti po županijama. S druge strane, posljednjih nekoliko godina zamjećuje se intenzivna prekogranična mobilnost hrvatskih radnika potaknuta učincima dugotrajne krize, te, posebice, njihovim lakšim pristupom tržištima rada razvijenih država članica nakon ulaska Hrvatske u EU 2013. godine. Naime, mobilnost faktora proizvodnje između Hrvatske i država članica EU-a osigurana je u okviru jedinstvenog tržišta EU-a koje se zasniva na slobodnom kretanju robe, usluga, osoba i kapitala. U trenutku pristupanja Hrvatske EU-u nekoliko država članica odlučilo je

iskoristiti mogućnost dvogodišnje odgode primjene odredbi o slobodnom kretanju za radnike iz Hrvatske. Međutim, kako je samo manji broj tih država nakon isteka inicijalnoga dvogodišnjeg razdoblja odlučio zatražiti produljenje prijelaznog razdoblja, od sredine 2015. hrvatski radnici mogu bez radne dozvole participirati na tržištima rada većine drugih država članica²⁰. Mnogo hrvatskih državljana odlučilo je iskoristiti mogućnost zaposlenja u drugim državama članicama. Prema podacima Državnog zavoda za statistiku (DZS), samo u 2014. i 2015. u druge države članice EU-a emigriralo je više od 30 tisuća osoba. Međutim, zbog poteškoća u registraciji iseljavanja, smatra se da je intenzitet emigracije u službenoj statistici podcijenjen.²¹

U takvim okolnostima, može se reći da kriterij mobilnosti rada Hrvatska zadovoljava, ali zasad u manjoj mjeri. Iako je

20 Prijelazno ograničenje za hrvatske radnike u trenutku pristupanja Hrvatske Europskoj uniji odlučilo je primijeniti 13 država članica: Njemačka, Austrija, Italija, Francuska, Belgija, Nizozemska, Luksemburg, Španjolska, Grčka, Cipar, Malta, Slovenija i Velika Britanija. Od 1. srpnja 2015. ograničenje za mobilnost hrvatskih radnika primjenjuju još samo Austrija, Nizozemska, Malta, Slovenija i Ujedinjena Kraljevina.

21 Prema statistikama država članica u koje hrvatski radnici najviše iseljavaju, te su brojke znatno veće. Koristeći se tim izvorima, procjenjuje se da od ulaska Hrvatske u EU gubitak radne snage zbog negativnih neto migracija premašuje 100 tisuća osoba.

iseljavanje nezaposlenih radnika donekle smanjilo neravnoteže na domaćem tržištu rada tijekom dugotrajne recesije, u dugom bi roku odljev radnika, ako ne dođe do preokreta u migracijskim tokovima, mogao nepovoljno utjecati na potencijalni rast gospodarstva, ali i na održivost mirovinskoga i zdravstvenog sustava. Trenutno nije moguće utvrditi je li odlazak radnika u inozemstvo posljednjih godina bio trajnoga karaktera ili će se znatan dio njih vratiti u zemlju kada se makroekonomski uvjeti poboljšaju. Jedino ako se pokaže da je odljev radnika bio privremena pojava uzrokovana cikličkim činiteljima, moglo bi se reći da Hrvatska potpuno zadovoljava kriterij mobilnosti rada.

4.5. Fleksibilnost cijena i plaća

Iako se cijene u Hrvatskoj u normalnim uvjetima mijenjaju relativno sporo²², istraživanja pokazuju da se njihova fleksibilnost naniže osjetno povećava kada se poduzeća suoče sa znatnim smanjenjem potražnje. Naime, Pufnik i Kunovac (2012.) na osnovi rezultata ankete provedene na uzorku od 295 hrvatskih poduzeća utvrđuju da se učestalost promjene cijena znatno povećava kada nastupi šok u obliku nagle promjene potražnje ili proizvodnih troškova. Primjerice, iako u normalnim okolnostima poduzeća svoje cijene mijenjaju rjeđe od jednom godišnje, u slučaju znatnog smanjenja potražnje prilagodba cijena nastupa već nakon jednog do tri mjeseca. Uspoređujući rezultate svoje analize s rezultatima sličnih istraživanja za europodručje, ovi autori zaključuju da je u Hrvatskoj fleksibilnost cijena u slučaju snažnih šokova relativno veća nego u državama članicama europodručja. Iz navedenog slijedi da Hrvatska u određenoj mjeri zadovoljava kriterij fleksibilnosti cijena.

Sličan zaključak može se donijeti i vezano uz kriterij fleksibilnosti plaća. Iako su nominalne plaće u Hrvatskoj prilično rigidne, u uvjetima duboke recesije koja je započela 2008. godine poduzeća su nastojala smanjiti troškove rada, što se djelomično ostvarilo i zamrzavanjem odnosno smanjenjem nominalnih plaća. Naime, Kunovac i Pufnik (2015.) na osnovi informacija prikupljenih anketom pokazuju da, iako je otpuštanje viška zaposlenih bilo dominantna strategija prilagodbe poduzeća²³, u kasnijoj fazi recesije, točnije u razdoblju od 2010. do 2013. godine, zamjetno se povećao broj poduzeća koja su posegnula za smanjenjem osnovne plaće. U Hrvatskoj je udio poduzeća koja su to učinila bio znatno veći u odnosu na prosječan udio za ostale članice koje su bile obuhvaćene anketom o dinamici plaća²⁴ (26%, u odnosu na 4,5%). Izquierdo i sur. (2017.) pronalaze da se smanjenje osnovnih plaća u uvjetima krize događalo mnogo češće u državama u kojima je recesija bila izrazito snažna nego u državama gdje je gospodarski pad bio blag. Tako

je, osim u Hrvatskoj, smanjenje nominalnih plaća bilo učestala pojava u baltičkim državama, Irskoj, Grčkoj i Cipru.

4.6. Fiskalna i politička integracija

Stupanj fiskalne i političke povezanosti Hrvatske s europodručjem u velikoj mjeri ovisi o sadašnjem uređenju EMU-a te u više aspekata odgovara stupnju integracije ostalih država članica koje još nisu uvele euro. Članstvom u Europskoj uniji Hrvatska je započela i svoje sudjelovanje u Europskom semestru kao godišnjem ciklusu koordinacije ekonomskih politika, s naglaskom na zdrave javne financije, s jedne strane, te mjere za izbjegavanje akumulacije prekomjernih makroekonomskih neravnoteža i njihovo ispravljanje, s druge. Do uvođenja eura kao nacionalne valute na Hrvatsku se ne odnose odredbe poput mogućnosti izravnih financijskih sankcija²⁵ u slučaju da ne provodi preporuke za ispravljanje prekomjernog manjka, kao ni odredbe o prethodnim konzultacijama s Europskom komisijom i drugim članicama EU-a pri donošenju novoga državnog proračuna.

Međutim, danas je Hrvatska u određenom smislu manje politički integrirana s ostalim državama članicama, i to zbog toga što još nije potpisala Ugovor o stabilnosti, koordinaciji i upravljanju u ekonomskoj i monetarnoj uniji. Naime, taj ugovor postavlja pravila za jaču koordinaciju ekonomskih politika i upravljanje europodručjem te posebno unaprijeđenje fiskalne discipline putem fiskalnog sporazuma koji je njegov sastavni dio.²⁶ Potpisivanjem Ugovora o stabilnosti, koordinaciji i upravljanju u ekonomskoj i monetarnoj uniji prije uvođenja eura država članica EU-a pokazuje svoju spremnost na dublju integraciju. Unošenjem obveze poštivanja fiskalnih pravila iz Ugovora u Ustav ili drugi nacionalni propis sa snagom Ustava, država se dodatno obvezuje na fiskalnu disciplinu kakvu zahtijeva (buduća potpuna) ekonomska i monetarna unija.

Hrvatska je, s druge strane, kao članica EU-a u prilici dati podršku nastojanjima čelnika institucija EU-a²⁷ da se sadašnja ekonomska i monetarna unija upotpuni nekim oblikom fiskalne unije. Dok traju rasprave o kojem bi obliku makroekonomske stabilizacijske funkcije za europodručje bila riječ, a uglavnom se misli na neke ograničene oblike fiskalne integracije (primjerice, zajednička shema osiguranja za nezaposlene ili zajednički fond za ulaganja), neka su načela i preduvjeti za bilo koji oblik fiskalnoga kapaciteta poznati. To su izbjegavanje moralnog hazarda i dosljedna primjena fiskalnih pravila i uklanjanje strukturnih slabosti. Nadalje, kao preduvjete za takvu mjeru daljnje integracije, posebno treba izdvojiti spremnost država članica na dublju političku integraciju i visok stupanj prethodno izgrađenog povjerenja, i u sposobnost okvira za

22 Krznar (2011.) pronalazi da u uobičajenim makroekonomskim uvjetima promjene cijena u Hrvatskoj prosječno nastupaju svakih osam tromjesečja, što upućuje na njihovu inertnost.

23 U tom se smislu Hrvatska nije razlikovala od ostalih država članica. Kako pokazuju Fabiani i sur. (2015.), tijekom posljednje krize većina europskih poduzeća usredotočila se na smanjenje broja zaposlenih kako bi ostvarila potrebne uštede, a samo manji dio njih odlučio se na rezanje osnovne plaće.

24 *Wage Dynamics Network Survey*

25 Ipak, u slučaju pokretanja procedure pri prekomjernih makroekonomskim neravnotežama, slično kao i u slučaju nepoštivanja preporuke o ispravljanju prekomjernoga proračunskog manjka, Hrvatska je, kao država članica koja još nije uvela euro, podložna sankcijama u obliku privremene suspenzije korištenja fondova Europske unije.

26 Ugovor se u potpunosti odnosi na članice europodručja, a mogu ga potpisati i članice koje još nisu uvele euro, te se u tom slučaju na njih ne odnosi dio odredbi, osim ako same to zatraže ranije. Dosad su taj Ugovor potpisale sve države članice osim Ujedinjene Kraljevine, Češke i Hrvatske.

27 Misli se ponajprije na Izvješće petorice predsjednika (2015.) koje navodi potrebne korake za dovršetak europske ekonomske i monetarne unije, među kojima se nalaze i mjere za uspostavljanje fiskalne i političke unije. Sve države članice su konzultirane u postupku izrade tog izvješća, a također sudjeluju u pregovorima oko pojedinih inicijativa koje iz njega proistječu i predstavljene su kao legislativni prijedlozi.

upravljanje da uspješno koordinira fiskalne politike u EMU-u i u nacionalne vlade da će poštivati pravila tog okvira.

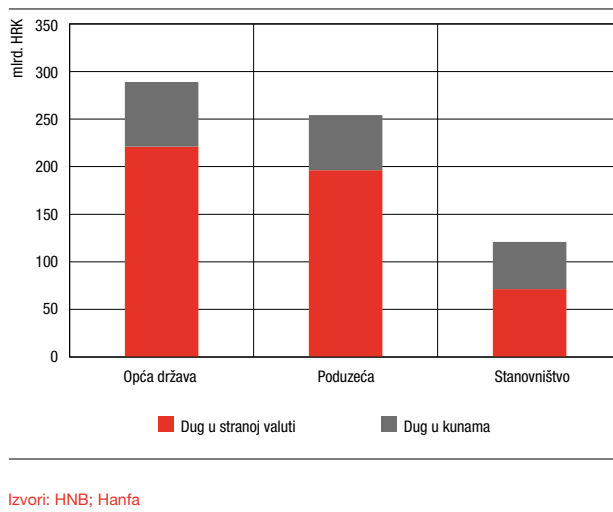
4.7. Zašto teorija optimalnih valutnih područja nije sasvim relevantna za Hrvatsku?

Hrvatska ne mora nužno zadovoljiti sve kriterije teorije optimalnih valutnih područja da bi profitirala uvođenjem eura. Kako je primijetio Tavlás (1994.), velika je manjkavost teorije optimalnih valutnih područja to što njezini kriteriji često upućuju na oprečne zaključke glede opravdanosti pristupanja neke države valutnom području. Primjerice, u slučaju Hrvatske teorija optimalnih valutnih područja ne daje odgovor na pitanje jesu li usklađenost poslovnih ciklusa i visok stupanj trgovinske i financijske integracije dovoljno snažni argumenti u korist uvođenja eura, tako da se uvođenje eura Hrvatskoj isplati unatoč nedovoljnoj diversificiranosti gospodarstva.

Nadalje, teorija optimalnih valutnih područja precjenjuje doseg monetarne politike u malim otvorenim gospodarstvima te istodobno zanemaruje valutni rizik koji može biti važan argument u korist pristupanja države monetarnoj uniji. Kako je istaknuto ranije, teorija optimalnih valutnih područja nastala je 1960-ih godina, kada su globalni kapitalni tokovi bili slabi, što je središnjim bankama osiguravalo prostor za aktivno vođenje monetarne politike. U današnje vrijeme, u uvjetima intenzivnih međunarodnih kapitalnih tokova, središnje banke malih država prisiljene su usklađivati se s politikama ključnih svjetskih središnjih banaka, poglavito Europske središnje banke (ESB) i američkog Sustava federalnih rezervi (Fed), kako bi se zaštitile od špekulativnih tokova kapitala. Manevarski prostor za diskrecijsko vođenje monetarne politike u malim državama posljedno je znatno sužen. Dodatno ograničenje za središnje banke malih država poput Hrvatske proizlazi iz visoke razine duga u stranoj valuti. Naime, uzimajući u obzir moguće štetno djelovanje deprecijacije tečaja na subjekte koji su opterećeni dugom u stranoj valuti, središnja se banka ne može koristiti mjerama monetarne politike ako postoji rizik da će one ugroziti stabilnost tečaja. U takvim uvjetima, ulaskom u europodručje i posljedičnim odricanjem od vlastite monetarne politike Hrvatska neće izgubiti važnu polugu ekonomske politike, a ostvarit će znatnu korist u smislu uklanjanja valutnog rizika koji je veliko opterećenje za sve sektore.

Podaci o valutnoj strukturi duga domaćih sektora prikazani na Slici 9. razotkrivaju znatnu izloženost hrvatskoga gospodarstva valutnom riziku. Malo više od tri četvrtine ukupnog duga opće države i duga nefinancijskih poduzeća te približno 60% duga stanovništva nominirano je u stranoj valuti ili je vezano uz stranu valutu. Visok postotak deviznog duga u ukupnom dugu domaćih sektora posljedica je znatne inozemne zaduženosti gospodarstva i visokog stupnja euroizacije bankovnih kredita. Specifičnost hrvatskoga bankovnog sustava visok je udio devizne štednje kućanstava u ukupnim izvorima financiranja banaka, a to nadalje potiče banke da plasiranjem indeksiranih kredita minimiziraju direktnu izloženost valutnom riziku. Međutim, praksa odobravanja kredita s valutnom klauzulom

Slika 9. Iznos i valutna struktura duga domaćih sektora, 31. prosinca 2016.



zajmoprimce izlaže valutnom riziku, a to posredno povećava i rizike za bankovni sustav. Naime, odobravanjem kredita indeksiranih uz stranu valutu osobama koje prihode ostvaruju u domaćoj valuti banke se izlažu valutno induciranom kreditnom riziku, odnosno riziku da će zajmoprimci u slučaju izrazitije deprecijacije domaće valute i posljedičnog povećanja anuiteta prestati uredno podmiriti svoje kreditne obveze.

S obzirom na visok iznos duga u stranoj valuti, nije teško predvidjeti da bi znatnija deprecijacija kune prema euru imala izražen negativan učinak na bilance domaćih sektora. Ako se uzme u obzir činjenica da ukupan devizni dug domaćih sektora iznosi 511 milijardi kuna (148% BDP-a), nominalna deprecijacija kune prema euru od 10% trenutačno bi povećala glavnice duga domaćih sektora za 51 milijardu kuna, odnosno za približno 15% BDP-a. Rast glavnice duga izravno bi doveo do povećanja troška njegove otplate, a time i do smanjenja raspoloživog dohotka dužnika. Slabljenje kune osobito bi se negativno odrazilo na stabilnost javnih financija. Naime, u scenariju 10-postotne deprecijacije kune dug opće države porastao bi za 22 milijarde kuna, odnosno za 6,4% BDP-a, dok bi izravan negativan učinak na proračun iznosio gotovo 1 milijardu kuna na godišnjoj razini²⁸. Uz spomenute izravne učinke na razinu duga i proračun, dodatan problem bilo bi smanjenje vjerodostojnosti države na financijskim tržištima. Naime, u razdoblju nakon deprecijacije kune investitori bi zahtijevali višu premiju za rizik kako bi se zaštitili od mogućega daljnjeg slabljenja kune, ali i od negativnih učinaka inicijalne deprecijacije tečaja na visoko euroizirano domaće gospodarstvo. U takvim uvjetima, nova zaduženja bila bi moguća jedino uz viši kamatni trošak, s negativnim učincima na proračunski saldo. Uzimajući u obzir znatan sistemski rizik koji proizlazi iz devizne zaduženosti domaćih sektora, a posebice sektora države, uvođenjem eura i uklanjanjem valutnog rizika Hrvatska bi napravila važan strateški korak u smjeru dugoročnog očuvanja makroekonomske i financijske stabilnosti.

28 U 2016. implicitna kamatna stopa na ukupan javni dug (kunski i devizni) iznosila je 3,9%. Uz pretpostavku da jednako toliko iznosi kamatna stopa na devizni dio javnog duga, povećanje glavnice deviznog duga od 22 milijarde kuna dovelo bi do porasta godišnjih kamatnih izdataka za otprilike 850 milijuna kuna.

5. Zaključak

Teorija optimalnih valutnih područja predlaže nekoliko kriterija koje bi država trebala zadovoljiti da bi mogla uspješno funkcionirati u uvjetima zajedničke monetarne politike. Većina kriterija odnosi se na utvrđivanje stupnja ekonomske integracije između države i monetarne unije, s obzirom na to da snažna ekonomska integriranost implicira manji rizik asimetričnih šokova. Preciznije, teorija optimalnih valutnih područja upućuje na to da je pristupanje monetarnoj uniji razuman korak za državu ako ona s državama članicama monetarne unije ostvaruje intenzivne vanjskotrgovinske i financijske odnose te visoku korelaciju poslovnih ciklusa, ako između njih postoji mobilnost rada te ako su nominalne cijene i plaće u državi dovoljno fleksibilne da bi joj omogućile prilagodbu u slučaju asimetričnog šoka. Nadalje, struktura gospodarstva države trebala bi biti diversificirana kako država ne bi bila prekomjerno osjetljiva na šokove koji pogađaju pojedinačne sektore. Naposljetku, poželjno je da između države i ostalih članica monetarne unije postoji odgovarajuća politička integracija koja će biti jamstvo koordinacije u području ostalih ekonomskih politika, te fiskalna integracija u smislu postojanja fiskalnih transfera namijenjenih državama koje su pogođene negativnim šokom. Ako država navedene uvjete ne ispunjava, ona bi trebala zadržati monetarnu neovisnost, jer bi u suprotnome mogla biti izložena asimetričnim šokovima koje neće moći adekvatno amortizirati.

Kriteriji koji govore u prilog uvođenja eura u Hrvatskoj jesu trgovinska i financijska integracija, usklađenost poslovnih ciklusa te politička integracija. Gotovo dvije trećine ukupne međunarodne razmjene Hrvatska ostvaruje s državama članicama europodručja te je prema tom pokazatelju snažnije integrirana od nekih postojećih članica monetarne unije. Pristupanjem Hrvatske EU-u 2013. godine uklonjene su preostale prepreke slobodnom kretanju robe i usluga, što je pridonijelo dodatnom zamjetnom jačanju vanjskotrgovinske razmjene s europodručjem. Osim trgovinske integracije, Hrvatsku karakterizira i visok intenzitet financijskih odnosa s državama članicama europodručja, što ponajprije proizlazi iz znatne participacije banaka iz europodručja u hrvatskom bankovnom sustavu. Recentno istraživanje koje su proveli Kotarac, Kunovac i Ravnik (2017.) pokazalo je da između Hrvatske i europodručja postoji visok stupanj usklađenosti poslovnih ciklusa. Ista studija pokazala je da na domaću gospodarsku aktivnost dominantno utječu simetrični šokovi, dakle oni šokovi koji imaju usporediv učinak na gospodarsku aktivnost u Hrvatskoj i europodručju. Uzimajući u obzir visok stupanj usklađenosti ciklusa i dominaciju simetričnih šokova, može se zaključiti da bi Hrvatska nakon uvođenja eura mogla bez poteškoća funkcionirati u uvjetima zajedničke monetarne politike. Naposljetku, ulaskom u EU Hrvatska je započela svoje sudjelovanje u Europskom semestru – mehanizmu za koordinaciju ekonomskih politika, čime se efektivno povećao stupanj političke integracije s članicama europodručja, a uvođenjem eura preuzet će i obvezu poštivanja strožih fiskalnih pravila. Pod pretpostavkom da će navedeni mehanizmi biti jamstvo discipline nositelja ekonomskih politika te da će makroprudencijalna politika biti djelotvorna u ublažavanju sistemskih financijskih rizika, vjerojatnost novih dubokih kriza u Hrvatskoj i EMU-u trebala bi biti manja nego u prošlosti.

Slabe rezultate Hrvatska ostvaruje kada je riječ o kriteriju

diversificiranosti gospodarstva. Nedovoljna diversificiranost hrvatskoga gospodarstva najbolje se prepoznaje u prekomjernoj ovisnosti o sektoru turizma. Prema relativnoj veličini prihoda od turizma Hrvatska odskoče čak i u odnosu na druge mediteranske turističke države poput Grčke, Portugala i Španjolske. Višak koji Hrvatska ostvaruje u razmjeni usluga – za što je gotovo u cijelosti zaslužan sektor turizma – veći je od strukturnog manjka u robnoj razmjeni, pa tako Hrvatska u posljednje vrijeme postiže pozitivan saldo na tekućem računu platne bilance. Međutim, takva struktura salda na tekućem računu velik je izvor ranjivosti. Naime, kad bi se pod utjecajem vanjskog šoka prihodi sektora turizma zamjetno smanjili, izvjesno je da bi došlo do pogoršanja salda na tekućem računu, što bi u slučaju izostanka snažnijih priljeva na financijskom računu izazvalo poremećaje na deviznom tržištu, s mogućim deprecijacijskim pritiscima na domaću valutu. Stoga, kad bi se odluka donosila samo na osnovi kriterija diversificiranosti gospodarstva, vjerojatni zaključak bio bi taj da Hrvatska još nije potpuno spremna za uvođenje eura. Međutim, iako su reforme u smjeru uklanjanja barijera za razvoj prerađivačke industrije i smanjivanja relativne važnosti sektora turizma u nacionalnom gospodarstvu potrebne i poželjne, takva prilagodba gospodarstva ne bi se trebala smatrati preduvjetom za pristupanje Hrvatske monetarnoj uniji. Glavni je razlog to što Hrvatska kao mala, otvorena i visoko euroizirana država niti danas ne bi mogla aktivno provoditi monetarnu i tečajnu politiku da stabilizira gospodarstvo u slučaju da negativan šok pogodi turizam ili neku drugu stratešku djelatnost. Stoga uvođenjem eura i prenošenjem monetarnog suvereniteta na Europsku središnju banku Hrvatska neće biti ranjivija na asimetrične šokove nego što je danas. Štoviše, uvođenjem eura otpornost Hrvatske mogla bi se povećati jer će se time eliminirati rizik da u slučaju asimetričnog šoka dođe do pritiska na domaću valutu, a time i do valutne krize.

Teorija optimalnih valutnih područja ima određene nedostatke zbog kojih ona ne može imati presudnu ulogu kada se ocjenjuje primjerenost eura za Hrvatsku. Jedan od nedostataka teorije je to što njezini kriteriji često upućuju na oprečne zaključke te stoga katkad nije moguće donijeti jednoznačan zaključak o tome je li država spremna za pristupanje monetarnoj uniji. Primjerice, u slučaju Hrvatske teorija optimalnih valutnih područja ne daje odgovor na pitanje jesu li visoka usklađenost poslovnih ciklusa te snažna trgovinska i financijska integracija s europodručjem dovoljno snažni argumenti u korist uvođenja eura, tako da je uvođenje eura poželjno unatoč slaboj diversificiranosti gospodarstva. Drugi nedostatak teorije je to što ona precjenjuje važnost monetarne i tečajne politike kao instrumenata stabilizacije u malim i otvorenim gospodarstvima te istodobno zanemaruje valutni rizik koji može biti ključan argument u korist pristupanja monetarnoj uniji. U uvjetima liberaliziranih međunarodnih tokova kapitala središnje banke malih država prisiljene su usklađivati se s politikama ključnih svjetskih središnjih banaka kako bi izbjegle prekomjerne špekulativne tokove kapitala koji mogu ugroziti financijsku i makroekonomsku stabilnost. U mnogim malim državama, uključujući Hrvatsku, dodatno ograničenje za monetarnu politiku proizlazi iz visoke razine duga u stranoj valuti, s obzirom na to da bi slabljenje tečaja nacionalne valute izravno povećalo teret

otplate duga za domaće dužnike. Posljedično, središnje banke malih država imaju ograničene stupnjeve slobode u provođenju monetarne politike čak i kada službeno raspolažu monetarnom autonomijom.

U uvjetima znatne devizne zaduženosti domaćih sektora, HNB je primarno usredotočen na očuvanje stabilnosti tečaja, pa se monetarna politika u pravilu ne može aktivno provoditi u svrhu stabilizacije gospodarstva. Naime, uzimajući u obzir moguće štetno djelovanje deprecijacije tečaja na subjekte koji su opterećeni dugom u stranoj valuti, središnja banka ne može rabiti mjere monetarne politike ako postoji rizik da će one ugroziti stabilnost tečaja. Deprecijacija tečaja kune pogoršala bi financijski položaj svih domaćih sektora, a negativni učinci

posebice bi se očitovali u javnim financijama. Hrvatski javni dug iznosi približno 290 mlrd. kuna (84% BDP-a), a više od tri četvrtine tog iznosa vezane su uz euro. Iz toga proizlazi da bi izraženija deprecijacija kune prema euru izazvala snažan porast glavnice javnog duga, a time i proračunskih izdataka za njegovu otplatu. Osim toga, deprecijacija tečaja smanjila bi vjerodostojnost Hrvatske na financijskim tržištima te bi tako otežala i poskupila refinanciranje visokoga javnog duga. Uvođenjem eura i uklanjanjem valutnog rizika Hrvatska bi stoga napravila važan strateški korak u smjeru očuvanja makroekonomske i financijske stabilnosti, a gubitak samostalne monetarne politike ne bi činio znatan trošak.

Literatura

- Ahearne, A., von Hagen, J. i Schmitz, B. (2007.): *Current Account Imbalances in the Euro Area*, u: Challenges of Globalization – Imbalances and Growth, A. Aslund i M. Dabrowski (ur.), Peterson Institute for International Economics, Washington, DC
- Allard, C., Brooks, P. L., Bluedorn, J. C., Bornhorst, F., Christopherson, K., Ohnsorge, F. i Poghosyan, T. (2013.): *Toward a Fiscal Union for the Euro Area*, IMF Staff Discussion Notes, br. 13/09, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC
- Banco de Espana (2010.): *Annual Report 2009*, Banco de Espana, Madrid
- Bayoumi, T. i Eichengreen, B. (1992.): *Shocking Aspects of European Monetary Unification*, NBER Working Papers, br. 3949, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA
- Beblavý, M., Marconi, G. i Maselli, I. (2015.): *A European Unemployment Benefit Scheme – the Rationale and the Challenges Ahead*, Publications Office of the European Union, Luxembourg
- Bellulo, A., Šonje, V. i Vrbanc, I. (2000.): *Je li Srednja Europa optimalno valutno područje?*, Istraživanja HNB-a, br. 8, Hrvatska narodna banka, Zagreb
- Bordo, M. D. (1993.): *The Bretton Woods International Monetary System: A Historical Overview*, u: A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform, M. D. Bordo i B. Eichengreen (ur.), University of Chicago Press, Chicago
- Brkić, M. i Šabić, A. (2014.): *Okvir za praćenje makroekonomskih neravnoteža u Europskoj uniji – značenje za Hrvatsku*, Pregledi HNB-a, br. 25, Hrvatska narodna banka, Zagreb
- Broz, T. (2005.): *Teorija optimalnih valutnih područja: pregled literature*, Privredna kretanja i ekonomska politika, Volume 15 (104), str. 52. – 78.
- Broz, T. (2008.): *The Introduction of the Euro in Central and Eastern European Countries – Is It Economically Justifiable?*, Radni materijali EIZ-a, br. 0801, Ekonomski institut Zagreb, Zagreb
- Buiter, W. H., Corsetti, G. M. i Pesenti, P. A. (1998.): *Interpreting the ERM Crisis: Country-specific and Systemic Issues*, Princeton Studies in International Finance, br. 84, Princeton University, Princeton
- Campa, J. M. i Gavilan, A. (2006.): *Current Accounts in the Euro Area: an Intertemporal Approach*, Banco de Espana Working Papers, br. 0638, Banco de Espana, Madrid
- Ca'Zorzi, M. i Rubaszek, M. (2008.): *On the Empirical Evidence of the Intertemporal Current Account Model for the Euro Area Countries*, ECB Working Papers, br. 895, Europska središnja banka, Frankfurt
- Central Bank of Ireland (2007.): *Quarterly Bulletin 4*, Central Bank of Ireland, Dublin
- Committee for the Study of Economic and Monetary Union (1989.): *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, Publications Office of the European Communities, Luxembourg
- Darvas, Z. i Szapary, G. (2008.): *Business Cycle Synchronization in the enlarged EU*, Open Economies Review, Volume 19(1), str. 1. – 19.
- De Grauwe, P. i Mongelli, F. P. (2005.): *Endogeneities of Optimum Currency Areas. What Brings Countries Sharing a Single Currency Closer Together?*, ECB Working Papers, br. 468, Europska središnja banka, Frankfurt
- Eichengreen, B. (1991.): *Is Europe and Optimum Currency Area*, NBER Working Papers, br. 3579, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA
- Eichengreen, B. (2000.): *The ERM Crisis in Retrospect*, NBER Working Papers, br. 8035, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA
- Eichengreen, B., Hausmann, R. i Panizza, U. (2003.): *Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why it Matters?*, NBER Working Papers, br. 10036, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA
- Europska komisija (1990.): *One Market, One Money. An Evaluation of the Potential Benefits and Costs of Forming an Economic and Monetary Union*, listopad, Europska komisija, Bruxelles
- Europska komisija (2014.): *Recent Trends in the Geographical Mobility of Workers in the EU*, Supplement to the EU Employment and Social Situation Quarterly Review, lipanj, Europska komisija, Bruxelles
- Europski mehanizam za stabilnost (2016.): *Annual Report 2015*, Publications Office of the European Union, Luxembourg
- Europski odbor za sistemske rizike (2014.a): *Flagship Report on Macro-prudential Policy in the Banking Sector*, Europski odbor za sistemske rizike, Frankfurt
- Europski odbor za sistemske rizike (2014.b): *The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector*, Europski odbor za sistemske rizike, Frankfurt

- Fabiani, S., Lamo, A., Messina, J. i Room, T. (2015.): *European Firm Adjustment during Times of Economic Crisis*, ECB Working Papers, br. 1778, Europska središnja banka, Frankfurt
- Fidrmuc, J. (2004.): *The Endogeneity of the Optimal Currency Area Criteria, Intra-industry Trade and EMU Enlargement*, u *Monetary Unions After EMU*, P. De Grauwe i J. Melitz (ur.), MIT Press, Cambridge, MA
- Frankel, J. i A. Rose (1998.): *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*, *Economic Journal*, Volume 108, str. 1009. – 1025.
- Friedman, M. (1953.): *The Case for Flexible Exchange Rates*, u *Essays in Positive Economics*, M. Friedman (ur.), University of Chicago Press, Chicago
- Furceri, D. i Karras, G. (2008.): *Business-cycle Synchronization in the EMU*, *Applied Economics*, Taylor & Francis Journals, Volume 40(12), str. 1491. – 1501.
- Garber, P. M. (1993.): *The Collapse of the Bretton Woods Fixed Exchange Rate System*, u: *A Retrospective on the Bretton Woods System: Lessons for International Monetary Reform*, M. D. Bordo i B. Eichengreen (ur.), University of Chicago Press, Chicago
- Gogas, P. (2013.): *Business Cycle Synchronisation in the European Union: The Effects of the Common Currency*, *Journal of Business Cycle Measurement and Analysis*, Volume 2013(1), str. 1. – 14.
- Gros (2011.): *What's holding Italy back*, dostupno na www.voxeu.org
- Gros, D. (2012.): *Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Symptom or Cause of the Crisis*, CEPS Policy Brief, br. 266, Centre for European Policy Studies, Bruxelles
- Hausmann, R., Panizza, U. i Stein, E. (2001.): *Why Do Countries Float the Way They Float?*, *Journal of Development Economics*, Volume 66(2), str. 387. – 414.
- Higgins, B. (1993.): *Was the ERM Crisis Inevitable?*, *Economic Review – Federal Reserve Bank of Kansas City*, Volume 78(4), str. 27. – 40.
- Holinski, N., Kool, C. i Muysken, J. (2012.): *Persistent Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Causes and Consequences*, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, str. 1. – 20.
- Horwath, R. i Komarek, L. (2002.): *Optimum Currency Area Theory: an Approach for Thinking about Monetary Integration*, *Warwick Economic Research Papers*, br. 647, University of Warwick
- Hrvatska narodna banka (2016.): *Bilten 226*, Hrvatska narodna banka, Zagreb
- Ingram, J. C. (1962.): *Regional Payments Mechanisms: The Case of Puerto Rico*, University of North Carolina Press, Chapel Hill
- Izquierdo, M., Jimeno, J. F., Kosma, T., Lamo, A., Millard, S., Rõõm T. i Viviano, E. (2017.): *Labor Market Adjustment in Europe during the crisis: Microeconomic Evidence from the Wage Dynamics Network Survey*, ECB Occasional paper, Europska središnja banka, Frankfurt
- Jovičić, G. i Kunovac, D. (2017.): *What is Driving Inflation and GDP in a Small European Economy: The Case of Croatia*, *Working Papers*, br. 49, Hrvatska narodna banka, Zagreb
- Kenen, P. (1969.): *The Optimum Currency Area: An Eclectic View*, u: *Monetary Problems of the International Economy*, Mundell, R. A. i Swoboda, A. K. (ur.), University of Chicago Press, Chicago
- Kotarac, K., Kunovac, D. i Ravnik, R. (2017.): *Usklađenost poslovnih ciklusa i ekonomskih šokova između Hrvatske i država europodručja*, Istraživanja HNB-a, Hrvatska narodna banka, Zagreb
- Krugman, P. (1993.): *Lessons of Massachusetts for EMU*, u: *Adjustment and Growth in the European Monetary Union*, F. Torres i F. Giavazzi (ur.), Cambridge University Press, Cambridge, MA
- Krznar, I. (2011.): *Analiza kretanja domaće stope inflacije i Philipsova krivulja*, Istraživanja HNB-a, br. 31, Hrvatska narodna banka, Zagreb
- Krznar, I. i Kunovac, D. (2010.): *Utjecaj vanjskih šokova na domaću inflaciju i BDP*, Istraživanja HNB-a, br. 28, Hrvatska narodna banka, Zagreb
- Krugman, P. (2012.): *Revenge of the Optimum Currency Area*, u: *NBER Macroeconomics Annual*, Acemoglu, D., Parker, J. i Woodford, M. (ur.), National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA
- Kunovac, M. i Pufnik, A. (2015.): *Obilježja tržišta rada i određivanja plaća u Hrvatskoj: rezultati Ankete poduzeća*, *Pregledi HNB-a*, br. 27, Hrvatska narodna banka, Zagreb
- McKinnon, R. (1963.): *Optimum Currency Areas*, *American Economic Review*, Volume 52, str. 717. – 725.
- Mintz, N. N. (1970.): *Monetary Union and Economic Integration*, *The Bulletin*, New York University, New York
- Mongelli, F. P. (2002.): *“New” Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling Us?*, *ECB Working Papers*, br. 138, Europska središnja banka, Frankfurt
- Mongelli, F. P. (2008.): *European Economic and Monetary Integration and the Optimum Currency Area Theory*, *Economic Papers*, br. 302, Europska komisija, Bruxelles.

- Mundell, R. A. (1961.): *A Theory of Optimum Currency Areas*, The American Economic Review, Volume 51(4), str. 657. – 665.
- Pufnik, A. i Kunovac, D. (2012.): *Način na koji poduzeća u Hrvatskoj određuju i mijenjaju cijene svojih proizvoda: rezultati ankete poduzeća i usporedba s eurozonom*, Istraživanja HNB-a, br. 39, Hrvatska narodna banka, Zagreb
- Rey, H. (2015.): *Dilemma not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence*, NBER Working Papers, br. 21162, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA
- Rohatinski, Ž. (2015.): *Ogledi u realnom vremenu (2000.-2014.)*, EPH Media, Zagreb
- Stehrer, R. i Stölinger, R. (2015.): *The Central European Manufacturing Core: What is Driving Regional Production Sharing?*, FIW Research Reports 2014/15 br. 2, The Vienna Institute for International Economic Studies, Beč
- Šonje, V. i Vrbanc, I. (2000.): *Mjerenje sličnosti gospodarskih kretanja u Srednjoj Europi: povezanost poslovnih ciklusa Njemačke, Mađarske, Češke i Hrvatske*, Ekonomski pregled, Volume 51(9-10), str. 895. – 917.
- Tavlas, G. S. (1994.): *The Theory of Monetary Integration*, Open Economies Review, Volume 5(2), str. 211. – 230.
- Wyplosz, C. (2013.): *The Eurozone Crisis and the Competitiveness Legend*, Asian Economic Papers, Volume 12(3), str. 63. – 81.

Do sada objavljeni Pregledi:

Broj	Datum	Naslov	Autor(i)
P-1	Prosinac 1999.	Bankovni sustav u 1998. godini	–
P-2	Siječanj 2000.	Problemi banaka: uzroci, načini rješavanja i posljedice	Ljubinko Jankov
P-3	Veljača 2000.	Valutne krize: pregled teorije i iskustva 1990-ih	Ante Babić i Ante Žigman
P-4	Listopad 2000.	Analiza inozemnog duga Republike Hrvatske	Ankica Kačan
P-5	Travanj 2001.	Kreditna politika hrvatskih banaka: Rezultati drugoga HNB-ova projekta anketiranja banaka	Evan Kraft s Hrvojem Dolencem, Mladenom Dulibom, Michaelom Faulendom, Tomislavom Galcem, Vedranom Šošićem i Mladenom Mirkom Tepušem
P-6	Travanj 2001.	Što znači ulazak stranih banaka u Hrvatsku?	Tomislav Galac i Evan Kraft
P-7	Kolovoz 2001.	Value at Risk (Rizičnost vrijednosti) – Teorija i primjena na međunarodni portfelj instrumenata s fiksnim prihodom	Dražen Mikulčić
P-8	Rujan 2001.	Promet i ostvareni tečajevi na deviznom tržištu u Hrvatskoj	Tihomir Stučka
P-9	Listopad 2001.	Teorija i stvarnost inozemnih izravnih ulaganja u svijetu i u tranzicijskim zemljama s posebnim osvrtom na Hrvatsku	Ante Babić, Andreja Pufnik i Tihomir Stučka
P-10	Siječanj 2002.	Vremenska konzistentnost i pozitivna teorija monetarne politike – teoretski temelji institucionalnog ustroja središnje banke	Maroje Lang
P-11	Siječanj 2002.	Analiza poslovanja stambenih štedionica u Republici Hrvatskoj	Mladen Mirko Tepuš
P-12	Lipanj 2002.	Deset godina tranzicije Središnje bankarstvo u srednjoeuropskim i istočnoeuropskim državama (uključujući baltičke države)	Warren Coats i Marko Škreb
P-13	Rujan 2002.	Fiskalna konsolidacija, inozemna konkurentnost i monetarna politika: odgovor WIWW-u	Evan Kraft i Tihomir Stučka
P-14	Veljača 2003.	Rezultati trećega HNB-ova anketiranja banaka: Hrvatski bankarski sektor u fazi konsolidacije i tržišnog pozicioniranja od 2000. godine do danas	Tomislav Galac
P-15	Kolovoz 2004.	Kako unaprijediti hrvatski sustav osiguranja štednih uloga?	Michael Faulend i Evan Kraft
P-16	Kolovoz 2004.	Pregled i analiza izravnih ulaganja u Republiku Hrvatsku	Alan Škudar
P-17	Rujan 2004.	Treba li Hrvatskoj razlikovanje premije osiguranja štednih uloga?	Tomislav Galac
P-18	Studeni 2004.	Analiza modela stambenog financiranja u Republici Hrvatskoj	Mladen Mirko Tepuš
P-19	Svibanj 2005.	Kriteriji Europske unije s posebnim naglaskom na ekonomske kriterije konvergencije – Gdje je Hrvatska?	Michael Faulend, Davor Lončarek, Ivana Curavić i Ana Šabić
P-20	Kolovoz 2005.	Rezultati četvrtoga HNB-ova anketiranja banaka	Tomislav Galac i Lana Dukić
P-21	Listopad 2005.	Indeksi koncentracije bankarskog sektora u Hrvatskoj	Igor Ljubaj
P-22	Siječanj 2006.	Kontrola koncentracija u hrvatskome bankarskom sustavu	Tatjana Ružić
P-23	Ožujak 2006.	Analiza poslovanja stambenih štedionica: Rezultati drugoga HNB-ova projekta anketiranja stambenih štedionica	Mladen Mirko Tepuš
P-24	Kolovoz 2008.	Rezultati petoga HNB-ova anketiranja banaka	Lana Ivičić, Mirna Dumičić, Ante Burić, Ivan Huljak
P-25	Svibanj 2014.	Okvir za praćenje makroekonomskih neravnoteža u Europskoj uniji – značenje za Hrvatsku	Mislav Brkić i Ana Šabić
P-26	Kolovoz 2015.	Kratak uvod u svijet makroprudencijalne politike	Mirna Dumičić
P-27	Listopad 2015.	Obilježja tržišta rada i određivanja plaća u Hrvatskoj: rezultati Ankete poduzeća	Andreja Pufnik i Marina Kunovac
P-28	Studeni 2016.	Skrivaju li se banke u sjeni i u Hrvatskoj	Mirna Dumičić i Tomislav Ridzak
P-29	Prosinac 2016.	Bilješka o kunskom kreditiranju	Igor Ljubaj i Suzana Petrović
P-30	Lipanj 2017.	Cjenovna konkurentnost prerađivačkog sektora – sektorski pristup po razinama tehnološke opremljenosti	Enes Đozović
P-31	Lipanj 2017.	Transparentnost i monetarna politika HNB-a	Katja Gattin Turkalj i Igor Ljubaj
P-32	Rujan 2017.	Izloženost privatnoga nefinancijskog sektora kamatnom riziku: analizarezultata Ankete o promjenjivosti kamatnih stopa	Mate Rosan

Broj	Datum	Naslov	Autor(i)
P-33	Listopad 2017.	Uvođenje eura u Hrvatskoj: mogući učinci na međunarodnu razmjenu i ulaganja	Maja Bukovšak, Andrijana Ćudina, Nina Pavić
P-34	Listopad 2017.	Učinci uvođenja eura na kretanje potrošačkih cijena i percepcije inflacije: pregled dosadašnjih iskustava i ocjena mogućih učinaka u Hrvatskoj	Andreja Pufnik
P-35	Listopad 2017.	Može li uvođenje eura u Hrvatskoj smanjiti trošak zaduživanja?	Davor Kunovac i Nina Pavić

Upute autorima

Hrvatska narodna banka objavljuje u svojim povremenim publikacijama Istraživanja, Pregledi i Tehničke bilješke znanstvene i stručne radove zaposlenika Banke i vanjskih suradnika.

Prispjeli radovi podliježu postupku recenzije i klasifikacije koji provodi Komisija za klasifikaciju i vrednovanje radova. Autori se u roku od najviše dva mjeseca od primitka njihova rada obavještavaju o odluci o prihvaćanju ili odbijanju članka za objavljivanje.

Radovi se primaju i objavljuju na hrvatskom i/ili na engleskom jeziku.

Radovi predloženi za objavljivanje moraju ispunjavati sljedeće uvjete.

Tekstovi moraju biti dostavljeni elektroničkom poštom ili optičkim medijima (CD, DVD), a mediju treba priložiti i ispis na papiru. Zapis treba biti u formatu Microsoft Word.

Na prvoj stranici rada obvezno je navesti naslov rada, ime i prezime autora, akademske titule, naziv ustanove u kojoj je autor zaposlen, suradnike te potpunu adresu na koju će se autoru slati primjerci za korekturu.

Dodatne informacije, primjerice zahvale i priznanja, poželjno je uključiti u tekst na kraju uvodnog dijela.

Na drugoj stranici svaki rad mora sadržavati sažetak i ključne riječi. Sažetak mora biti jasan, deskriptivan, pisan u trećem licu i ne dulji od 250 riječi (najviše 1500 znakova). Ispod sažetka treba navesti do 5 ključnih pojmova.

Tekst treba biti otipkan s proredom, na stranici formata A4. Tekst se ne smije oblikovati, dopušteno je samo podebljavanje (bold) i kurziviranje (italic) dijelova teksta. Naslove je potrebno numerirati i odvojiti dvostrukim proredom od teksta, ali bez formatiranja.

Tablice, slike i grafikoni koji su sastavni dio rada, moraju biti pregledni, te moraju sadržavati broj, naslov, mjerne jedinice,

legendu, izvor podataka te bilješke. Bilješke koje se odnose na tablice, slike ili grafikone treba obilježiti malim slovima (a, b, c...) i ispisati ih odmah ispod. Ako se posebno dostavljaju (tablice, slike i grafikoni), potrebno je označiti mjesta u tekstu gdje dolaze. Numeracija mora biti u skladu s njihovim slijedom u tekstu te se na njih treba referirati prema numeraciji. Ako su već umetnuti u tekst iz nekih drugih programa, onda je potrebno dostaviti i te datoteke u formatu Excel (grafikoni moraju imati pripadajuće serije podataka).

Ilustracije trebaju biti u standardnom formatu EPS ili TIFF s opisima u Helvetic (Arial, Swiss) veličine 8 točaka. Skenirane ilustracije trebaju biti rezolucije 300 dpi za sivu skalu ili ilustraciju u punoj boji i 600 dpi za lineart (nacrti, dijagrami, sheme).

Formule moraju biti napisane čitljivo. Indeksi i eksponenti moraju biti jasni. Značenja simbola moraju se objasniti odmah nakon jednadžbe u kojoj se prvi put upotrebljavaju. Jednadžbe na koje se autor poziva u tekstu potrebno je obilježiti serijskim brojevima u zagradi uz desnu marginu.

Bilješke na dnu stranice treba označiti arapskim brojkama podignutima iznad teksta. Trebaju biti što kraće i pisane slovima manjima od slova kojima je pisan tekst.

Popis literature dolazi na kraju rada, a u njega ulaze djela navedena u tekstu. Literatura treba biti navedena abecednim redom prezimena autora, a podaci o djelu moraju sadržavati i podatke o izdavaču, mjesto i godinu izdavanja.

Uredništvo zadržava pravo da autoru vrati na ponovni pregled prihvaćeni rad i ilustracije koje ne zadovoljavaju navedene upute.

Pozivamo zainteresirane autore koji žele objaviti svoje radove da ih pošalju na adresu Direkcije za izdavačku djelatnost, prema navedenim uputama.

Hrvatska narodna banka izdaje sljedeće publikacije:

Godišnje izvješće Hrvatske narodne banke

Redovita godišnja publikacija koja sadržava godišnji pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled statistike.

Polugodišnje izvješće Hrvatske narodne banke

Redovita polugodišnja publikacija koja sadržava polugodišnji pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled statistike.

Tromjesečno izvješće Hrvatske narodne banke

Redovita tromjesečna publikacija koja sadržava tromjesečni pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja.

Bilten o bankama

Redovita publikacija koja sadržava pregled i podatke o bankama.

Bilten Hrvatske narodne banke

Redovita mjesečna publikacija koja sadržava mjesečni pregled novčanih i općih ekonomskih kretanja te pregled monetarne statistike.

Istraživanja Hrvatske narodne banke

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju kraći znanstveni radovi zaposlenika Banke i vanjskih suradnika.

Pregledi Hrvatske narodne banke

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju stručni radovi zaposlenika Banke i vanjskih suradnika.

Tehničke bilješke

Povremena publikacija u kojoj se objavljuju informativni radovi zaposlenika Banke i vanjskih suradnika.

Hrvatska narodna banka izdaje i druge publikacije: numizmatička izdanja, brošure, publikacije na drugim medijima (CD-ROM, DVD), knjige, monografije i radove od posebnog interesa za Banku, zbornike radova s konferencija kojih je organizator ili suorganizator Banka, edukativne materijale i druga slična izdanja.

ISSN 1334-0085 (online)