



Vlada Republike Hrvatske
Hrvatska narodna banka

Strategija za uvođenje eura kao službene valute u Republici Hrvatskoj

Travanj 2018.

Sadržaj

Glavni naglasci.....	4
Sažetak.....	5
1. Uvod.....	9
2. Primjerenost eura za Hrvatsku prema teoriji optimalnih valutnih područja	10
Usklađenost poslovnih ciklusa	15
Važnost simetričnih i asimetričnih šokova za domaći BDP.....	16
3. Analiza koristi i troškova uvođenja eura za Hrvatsku	18
3.1. Koristi uvođenja eura	18
3.1.1. Uklanjanje valutnog rizika u gospodarstvu	18
3.1.2. Smanjenje troška zaduživanja domaćih sektora.....	21
3.1.3. Smanjenje rizika izbijanja valutne i bankovne krize	24
3.1.4. Niži transakcijski troškovi.....	25
3.1.5. Poticaj međunarodnoj razmjeni i ulaganjima	25
3.1.6. Sudjelovanje u raspodjeli monetarnog prihoda Eurosustava	27
3.1.7. Pristup mehanizmima financijske pomoći europodručja	28
3.2. Troškovi uvođenja eura	29
3.2.1. Gubitak samostalne monetarne politike	29
3.2.2. Porast razine cijena zbog konverzije	35
3.2.3. Rizik prekomjernog priljeva kapitala i akumulacije makroekonomskih neravnoteža	38
3.2.4. Jednokratni troškovi konverzije	40
3.2.5. Jednokratni troškovi pristupanja Hrvatske narodne banke Eurosustavu	40
3.2.6. Sudjelovanje u pružanju financijske pomoći drugim državama članicama	41
3.3. Ukupna ocjena koristi i troškova uvođenja eura	42
4. Postupak uvođenja eura	47
4.1. Pristupanje tečajnom mehanizmu ERM II	47
4.1.1. Podrška za pristupanje tečajnom mehanizmu	47
4.1.1.1. Konvergencija dohotka (realna konvergencija)	48
4.1.1.2. Konvergencija cijena	50
4.1.1.3. Prisutnost makroekonomskih neravnoteža.....	54
4.1.2. Postupci i glavna obilježja sudjelovanja u tečajnom mehanizmu	55
4.2. Ispunjavanje kriterija nominalne konvergencije	56
4.2.1. Definiranje kriterija.....	57
4.2.2. Dosadašnja ostvarenja Hrvatske prema kriterijima nominalne konvergencije	58
4.3. Pravna konvergencija	60
4.4. Dobivanje potvrde institucija EU-a o ispunjavanju svih uvjeta za uvođenje eura	61
5. Aktivnosti Vlade Republike Hrvatske i HNB-a u razdoblju do uvođenja eura	63
5.1. Provedba ekonomske politike s ciljem smanjivanja ranjivosti gospodarstva i ispunjavanja kriterija konvergencije	63
5.1.1. Provedba ekonomske politike s ciljem smanjivanja ranjivosti gospodarstva	63
5.1.2. Poduzimanje napora za ispunjavanje kriterija nominalne konvergencije	66
5.2. Primjena dodatnih pravila i sporazuma država članica europodručja	66
5.2.1. Pravila europskog okvira za ekonomsko upravljanje koja se primjenjuju na europodručje	66
5.2.2. Pristupanje bankovnoj uniji.....	68

5.3. Operativne prilagodbe HNB-a povezane s pristupanjem Eurosustavu	69
5.3.1. Prilagodba instrumenata monetarne politike	70
5.3.2. Prilagodbe u gotovinskom poslovanju	70
5.3.3. Prilagodbe u platnom prometu	71
5.3.4. Financijske prilagodbe zbog pristupanja Eurosustavu	72
5.4. Ostale prilagodbe u kontekstu uvođenja eura.....	73
5.4.1. Mjere za sprječavanje rasta potrošačkih cijena zbog konverzije valute.....	73
5.4.2. Pravne, računovodstvene i informatičke pripreme.....	74
5.4.3. Prilagodbe u području statistike	75
6. Odrednice za vođenje ekonomske politike nakon uvođenja eura.....	76
6.1. Važnost razboritog vođenja fiskalne i strukturnih politika	76
6.2. Uloga makroprudencijalne politike u ublažavanju makroekonomskih i financijskih rizika	77
7. Zaključak	79
Popis literature	82
Pravni izvori.....	87
Popis kratica	88
Kratice država članica	90

Glavni naglasci

Koristi uvođenja eura za Hrvatsku veće su od troškova. Dok su koristi trajne i relativno visoke, troškovi su uglavnom jednokratni i niski. Uvođenje eura smanjit će rizike za financijsku i makroekonomsku stabilnost te povoljno djelovati na uvjete financiranja, što bi trebalo ubrzati rast i ojačati otpornost gospodarstva. Sve nove države članice Europske unije usporedive veličine stoga su već uvele euro.

Uvođenjem eura nestaje valutni rizik za građane, poduzeća i državu. Time se otklanja mogućnost valutne krize te se smanjuje rizik potencijalno skupih bankovnih i platnobilančnih kriza. Nova financijska arhitektura europodručja jača zaštitne mehanizme u slučaju gospodarskih poremećaja.

Kamatne stope i transakcijski troškovi smanjit će se. Nestanak valutnog rizika povoljno će djelovati na premiju za rizik države, dok će se regulatorni trošak za banke znatno smanjiti, što će povoljno utjecati na razinu kamatnih stopa. Građani i poduzeća uštedjet će i na mjenjačkim poslovima i naknadama za prekogranična eurska plaćanja. Smanjenje transakcijskih troškova i veća usporedivost cijena potaknut će međunarodnu trgovinu i turizam.

Očekuje se pozitivan učinak na investicije. Niže kamatne stope povećat će konkurentnost domaćih poduzeća i pružiti dodatan poticaj investicijama i zapošljavanju, dok će uklanjanje valutnog rizika pozitivno utjecati na povjerenje međunarodnih ulagača prema Hrvatskoj i tako pogodovati privlačenju inozemnih izravnih ulaganja.

Gubitak samostalne monetarne i tečajne politike ne čini znatan trošak za Hrvatsku. Visoka kreditna i depozitna euroizacija te dominacija banaka u stranom vlasništvu u domaćem bankovnom sustavu sužavaju prostor za aktivno korištenje monetarne i tečajne politike u Hrvatskoj. Monetarna politika Europske središnje banke odgovarat će potrebama hrvatskoga gospodarstva jer je Hrvatska ekonomski i financijski čvrsto integrirana s europodručjem te njezin poslovni ciklus uvelike slijedi kretanja u europodručju. Počne li poslovni ciklus ipak odstupati, HNB će reagirati makroprudencijalnom politikom, dok će Vlada provoditi primjerenu fiskalnu politiku.

Uvođenje eura neznatno će utjecati na cijene. Nadzor nad procesom preračunavanja cijena ograničit će mogućnost njihova neopravdanog povećanja. Iskustva članica europodručja pokazuju da je učinak uvođenja eura na cijene bio jednokratni događaj vrlo blagog intenziteta.

Hrvatska je spremna započeti proces uvođenja eura. Makroekonomski fundamenti Hrvatskoj daju dobro polazište za sudjelovanje u tečajnom mehanizmu ERM II i ispunjavanje kriterija za uvođenje eura. Hrvatska je dosegla visoku razinu realne i nominalne konvergencije promatraju li se nove države članice u trenutku ulaska u tečajni mehanizam. Dugogodišnja stabilnost cijena i tečaja te postignuti napredak u fiskalnoj prilagodbi upućuju na spremnost da se kriteriji konvergencije ispune brzo nakon ulaska u ERM II. Jačanje provedbe reformi i razborita fiskalna politika nužni su neovisno o cilju uvođenja eura. Takvom se politikom jača konkurentnost i smanjuju se makroekonomske neravnoteže, odnosno potiču se rast i zapošljavanje kao i otpornost gospodarstva na poremećaje.

Sažetak

Ovaj dokument analizira ekonomske koristi i troškove uvođenja eura, opisuje proces i navodi aktivnosti i politike koje je potrebno poduzeti za uvođenje eura kao službene valute u Hrvatskoj. Također su opisani instrumenti ekonomske politike kojima će Hrvatska raspolagati nakon uvođenja eura.

Hrvatska je spremna započeti proces uvođenja eura. Hrvatska je dosegla relativno visok stupanj realne konvergencije, već više od dva desetljeća održava nisku inflaciju i stabilan tečaj, a u posljednje vrijeme zamjetno je poboljšan proračunski saldo te je smanjen javni dug. Odgovornim vođenjem ekonomske politike Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka osigurat će da se postojeći pozitivni trendovi nastave, pa bi u bližoj budućnosti mogli biti ispunjeni svi uvjeti za uvođenje eura. Time će Hrvatska ujedno ispuniti obvezu uvođenja zajedničke valute preuzetu pri pristupanju Europskoj uniji.

Provedena analiza pokazuje da će Hrvatska ostvariti znatne i trajne koristi od uvođenja eura. Uvođenjem eura smanjit će se rizici za financijsku i makroekonomsku stabilnost, kao i kamatne stope i transakcijski troškovi. Korištenje zajedničke valute pogodovat će jačanju trgovine s državama članicama europodručja i konkurentnosti izvoza, posebice turizma. Sve to trebalo bi pridonijeti bržem gospodarskom rastu i rastu zaposlenosti, povećati obujam investicija i ojačati otpornost na financijske i gospodarske poremećaje.

U Hrvatskoj će koristi od prelaska na euro biti veće nego što je to bio slučaj u drugim državama članicama. Zbog visoke zaduženosti hrvatskih građana, poduzeća i države u eurima, uklanjanje valutnog rizika za Hrvatsku veća je korist nego za države koje prije uvođenja eura nisu bile u jednakoj mjeri euroizirane. Visoka zastupljenost država članica europodručja u hrvatskoj robnoj razmjeni i turizmu pridonosi očekivanim koristima od uvođenja eura. U prilog uvođenju eura valja naglasiti da su sve male države članice EU-a već uvele euro, što znači da je Hrvatska trenutačno najmanja država članica koja se još koristi vlastitom valutom.

Najveća je korist uvođenja eura uklanjanje valutnog rizika. Valutni rizik u Hrvatskoj proizlazi iz visoke zaduženosti svih domaćih sektora u stranim valutama, i to pretežito u eurima. Ukupan dug u stranoj valuti, uključujući dug s valutnom klauzulom, premašuje 500 milijardi kuna (približno 150% BDP-a), pri čemu je više od 90% tog iznosa vezano uz euro. U takvim uvjetima, izraženija deprecijacija kune u odnosu na euro znatno bi povećala zaduženost i teret otplate duga, s izrazito negativnim makroekonomskim učincima. Iako HNB politikom stabilnog tečaja kune prema euru štiti domaće dužnike od valutnog rizika, uvođenjem eura taj će rizik u potpunosti nestati jer će sav dug koji je trenutačno vezan uz euro postati dug u domaćoj valuti, čime će biti uklonjen jedan od glavnih izvora ranjivosti gospodarstva.

Uvođenjem eura smanjit će se rizik bankovne i platnobilančne krize te u potpunosti otkloniti rizik valutne krize. Hrvatski bankovni sustav visoko je kapitaliziran te posjeduje znatne zalihe kunske i devizne likvidnosti, što upućuje na nisku vjerojatnost sistemske bankovne krize. Njegova otpornost dodatno će se povećati uvođenjem eura jer će HNB, kao dio Eurosustava, bankama u slučaju likvidnosnih poremećaja moći pozajmljivati eure u znatnom iznosu, što sada nije slučaj jer HNB ne kreira eure, već ih može plasirati samo na osnovi prethodno akumuliranih deviznih pričuva. Tako će se ukloniti rizik da poteškoće u bankovnom sustavu dovedu do iscrpljivanja pričuva,

poremećaja u plaćanjima prema inozemstvu i valutne krize.

Uvođenjem eura smanjit će se kamatne stope. Manja premija za rizik koju plaćaju države članice europodručja trebala bi povoljno utjecati na uvjete zaduživanja svih domaćih sektora. S obzirom na to da su regulatorni troškovi za banke u Hrvatskoj trenutačno visoki zbog potrebe za ublažavanjem rizika koji proizlaze iz visoke kreditne i depozitne euroizacije, njihovo smanjenje omogućit će pad kamatnih stopa.

Uvođenje eura pozitivno će utjecati na investicije. Povoljniji uvjeti zaduživanja poboljšat će konkurentski položaj domaćih poduzeća, čime će se otvoriti dodatan prostor za investicije i zapošljavanje. Istodobno, uklanjanjem valutnog rizika smanjit će se ukupna percepcija rizičnosti Hrvatske, što će pogodovati rastu investicija.

Uvođenjem eura nestat će mjenjački troškovi zamjene kuna u eure i obratno, a naknade za prekogranična eurska plaćanja uvelike će se smanjiti. Stanovništvo i poduzeća ostvarit će znatne uštede na mjenjačkim poslovima (tečajne razlike i provizije mjenjačnicama) jer više neće postojati potreba za zamjenom kuna u eure i obratno. Nestanak mjenjačkih troškova, ali i veća transparentnost i usporedivost cijena zbog uvođenja zajedničke valute, pozitivno će se odraziti na vanjskotrgovinsku razmjenu i atraktivnost Hrvatske kao turističke destinacije. Također, uvođenjem eura naknade za prekogranična eurska plaćanja izjednačit će se s onima za nacionalna plaćanja, što će pogodovati svima koji sudjeluju u međunarodnoj razmjeni.

Uvođenje eura ojačat će zaštitu u slučaju gospodarskih poremećaja. Hrvatska će dobiti pristup Europskom mehanizmu za stabilnost, koji služi za pružanje pomoći državama koje se susreću s financijskim poteškoćama i po svom je obliku, mogućnostima i iznosima financijske pomoći mnogo izdašniji od mehanizma pomoći namijenjenog državama članicama koje još nisu uvele euro. Nedavna kriza europodručja pokazala je da ovaj zajednički zaštitni mehanizam, osim što izravno pomaže državama koje su pogođene šokom, pozitivno utječe na povjerenje financijskih tržišta prema svim članicama monetarne unije.

Za razliku od navedenih koristi, koje su trajnoga karaktera, troškovi uvođenja eura pretežno su jednokratni. Hrvatska će morati podmiriti jednokratne troškove zamjene valute, uplatiti sredstva u kapital i rezerve Europske središnje banke i kapital Europskog mehanizma za stabilnost. Kada je riječ o utjecaju uvođenja eura na inflaciju, moguć je blag jednokratni porast razine cijena, što je u skladu s iskustvima drugih država članica europodručja. Tome će pogodovati i posebne mjere Vlade kojima će se poticati ispravno preračunavanje cijena u novu valutu. Rizici pojave prekomjernog priljeva kapitala i rasta makroekonomskih neravnoteža u velikoj su mjeri potisnuti zahvaljujući primjerenosti zajedničke monetarne politike za Hrvatsku kao i mehanizmima EU-a za ispravljanje strukturnih slabosti i postizanje održivoga gospodarskog rasta država članica.

Gubitak samostalne monetarne i tečajne politike ne čini znatan trošak za Hrvatsku. Financijski uvjeti u malim i otvorenim državama uvelike su određeni europskim i globalnim činiteljima, osobito politikama najvećih središnjih banaka i oscilacijama sklonosti ulagača riziku. Potencijalno veliki i destabilizirajući tokovi kapitala ograničavaju vođenje potpuno samostalne monetarne politike u malim i otvorenim gospodarstvima. To je posebice izraženo u Hrvatskoj, gdje postoji visok udio stranog vlasništva u bankovnom sustavu. Naime, banke se mogu zaduživati kod svojih matrica, od kojih se glavnina nalazi u europodručju, zbog čega kamatne stope nisu učinkovit instrument monetarne politike HNB-a. Dodatno, u uvjetima visoke zaduženosti domaćih sektora u eurima, HNB se ne može aktivno koristiti deviznim tečajem u svrhu ublažavanja makroekonomskih šokova jer bi deprecijacija tečaja povećala teret otplate duga i tako djelovala prorecesijski. U tom smislu, stabilnost tečaja kune prema euru važna je za očuvanje financijske i ukupne makroekonomske

stabilnosti. Nadalje, zajednička monetarna politika koju provodi Europska središnja banka odgovarat će potrebama hrvatskoga gospodarstva jer je poslovni ciklus u Hrvatskoj, kao rezultat snažne gospodarske i financijske integracije s europodručjem, usklađen s poslovnim ciklusima najvećih država članica europodručja. Počne li poslovni ciklus u Hrvatskoj znatnije odstupati od ciklusa u europodručju, HNB će reagirati makroprudencijalnom politikom, dok će se Vlada koristiti fiskalnom politikom.

Prvi je formalni korak k uvođenju eura ulazak u tečajni mehanizam (ERM II), za što je ključna podrška država članica europodručja i institucija EU-a. Svaka država članica prije uvođenja eura mora provesti najmanje dvije godine u tečajnom mehanizmu, čime ona pokazuje da je sposobna funkcionirati u uvjetima stabilnog tečaja prema euru. Uvjeti za pristupanje mehanizmu nisu jasno definirani. Podrška država članica europodručja i institucija EU-a ovisi o njihovoj ocjeni gospodarskog stanja države kandidatkinje, ponajprije stupnju konvergencije i makroekonomske stabilnosti, kao i o političkoj volji za daljnje širenje monetarne unije.

Dosegnete razine dohotka i cijena te povijest niske inflacije i stabilnog tečaja dobro su polazište za sudjelovanje u mehanizmu ERM II. Hrvatska ima relativno višu razinu dohotka i cijena od nekih sadašnjih država članica europodručja u trenutku njihova pristupanja tečajnom mehanizmu. Također, Hrvatska od sredine 1990-ih kontinuirano bilježi nisku inflaciju i stabilan tečaj te je jedna od rijetkih država koje su u razdoblju prije izbijanja svjetske financijske krize provodile mjere za suzbijanje štetnih učinaka prekomjernog priljeva kapitala. Kako bi se osigurali uvjeti za daljnju konvergenciju dohotka i smanjenje ranjivosti gospodarstva, Vlada će nastaviti s provedbom strukturnih reformi te mjera za konsolidaciju javnih financija.

Strukturne reforme ključne su za dosezanje viših stopa potencijalnog rasta gospodarstva. Rast produktivnosti glavni je preduvjet za ostvarivanje uravnoteženoga i dugoročno održivoga gospodarskog rasta. Stope rasta produktivnosti koje Hrvatska ostvaruje nisu dostatne da bi omogućile ubranu konvergenciju prema razinama dohotka koje prevladavaju u naprednim gospodarstvima europodručja. U tom smislu, Vlada će nastaviti provoditi sveobuhvatne mjere usmjerene na poboljšanje poslovnog okružja, smanjenje poreznog opterećenja i povećanje efikasnosti javnog sektora.

Uvođenje eura ovisi o kriterijima nominalne konvergencije koje bi Hrvatska mogla ispunjavati nakon ulaska u ERM II. Pozitivnu ocjenu nominalne konvergencije Hrvatska će dobiti ako uspije očuvati stabilnost cijena i tečaja, ako dokaže disciplinu u javnim financijama te ako ostvari potreban stupanj konvergencije dugoročnih kamatnih stopa. Među kriterijima nominalne konvergencije Hrvatskoj je donedavno najveća prepreka bio kriterij održivosti javnih financija, odnosno javni dug koji premašuje referentnu vrijednost od 60% BDP-a. Međutim, ostvarena konsolidacija povećava izgleda da svi kriteriji u bližoj budućnosti budu zadovoljeni. Naime, prema pravilima EU-a kriterij održivosti javnih financija može biti ispunjen čak i ako dug premašuje referentnu razinu, ali pod uvjetom da se on smanjuje zadovoljavajućom dinamikom. Ako se javni dug nastavi smanjivati potrebnom dinamikom, a pokazatelji za ostale kriterije ostanu unutar dozvoljenih okvira, Hrvatska bi nedugo nakon ulaska u mehanizam ERM II mogla ostvariti sve formalne kriterije za uvođenje eura.

Hrvatska će provesti niz institucionalnih i operativnih prilagodbi za sudjelovanje u monetarnoj uniji. Većina prilagodbi započet će nakon što institucije EU-a utvrde da su ispunjeni kriteriji za uvođenje eura. Kada je riječ o institucionalnim prilagodbama, Hrvatska će trebati poduzeti pripremne aktivnosti za pristupanje bankovnoj uniji te potpisati sporazum kojim se obvezuje da će stroga fiskalna pravila ugraditi u svoj pravni okvir. Među operativnim prilagodbama

treba istaknuti nabavu odnosno izradu novčanica i kovanica eura, opskrbu banaka novčanicama i kovanicama, uspostavu kontrolnih mehanizama koji će spriječiti neopravdani rast potrošačkih cijena te usklađivanje zakonodavstva kako bi s danom konverzije euro postao službeno sredstvo plaćanja u Hrvatskoj.

Fiskalna, strukturna i makroprudencijalna politika bit će glavne poluge ekonomske politike nakon uvođenja eura. Provođenjem razborite fiskalne politike Vlada će dodatno smanjiti neravnoteže u javnim financijama, čime će se povećati otpornost gospodarstva, ali i omogućiti njezino protucikličko djelovanje. Provedbom odgovarajućih strukturnih politika Vlada će pridonositi uravnoteženom gospodarskom rastu i sprječavati nastanak štetnih makroekonomskih neravnoteža. Hrvatska će se i nadalje aktivno služiti instrumentima mikroprudencijalne i makroprudencijalne politike s ciljem održavanja financijske i ukupne makroekonomske stabilnosti.

Naposljetku, sve mjere ekonomske politike koje će Hrvatska poduzimati s ciljem ispunjavanja kriterija za uvođenje eura potrebno je provoditi neovisno o uvođenju eura. Mjere ekonomske politike usmjerene na smanjenje fiskalnih ranjivosti, povećanje konkurentnosti i ublažavanje makroekonomskih neravnoteža povećat će otpornost hrvatskoga gospodarstva i smanjiti njegovu podložnost krizama, a ujedno će i poticajno djelovati na rast i zaposlenost. Stoga ih je potrebno provoditi neovisno o cilju uvođenja eura.

1. Uvod

Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka zajednički su pripremile ovaj dokument radi upoznavanja javnosti s procesom i učincima uvođenja eura kao službene valute u Hrvatskoj. Dokument sadržava analizu ekonomskih koristi i troškova uvođenja eura, koja može poslužiti kao podloga za javnu raspravu i postizanje suglasja oko toga treba li Hrvatska što prije uvesti euro. Osim toga, opisane su procedure i potrebne prilagodbe za ispunjavanje uvjeta za uvođenje zajedničke valute i uspješno sudjelovanje u monetarnoj uniji u budućnosti. Dokument, iako ne navodi ciljani datum uvođenja eura, donosi neke strateške odrednice ekonomske politike u sljedećem razdoblju, koja će, osim izravnog doprinosa nastojanju da se ispune kriteriji za uvođenje eura, pridonijeti stvaranju uvjeta za održivu ekonomsku konvergenciju.

Razlog postojanja zajedničke valute u Europskoj uniji želja je za dubljom europskom integracijom, koja je u velikoj mjeri opravdana ekonomskim interesom. Stoga i uvođenje eura treba promatrati u širem kontekstu koji prelazi ekonomsku analizu iznesenu u ovom dokumentu. Trenutačna politička i ekonomska integracija između država članica nije jednolika, već se razlikuje po razinama. Većina država članica odabrala je veći stupanj integracije. Primjerice, velik se broj država članica potpisivanjem tzv. Schengenskog sporazuma dobrovoljno obvezao na viši stupanj integracije u području prelaska državnih granica i sigurnosti. Slično tome, većina država članica prihvatila je zajedničku valutu, dok neke nove države članice, iako su se ulaskom u EU obvezale u jednom trenutku prihvatiti euro kao službenu valutu, još nisu ispunile tražene kriterije.¹ Trenutačna politička zbivanja u EU-u i razmatranja o budućnosti Europe upućuju na mogući scenarij u kojem s produbljivanjem integracije nastavlja dio država članica. U tom smislu i Hrvatska treba odlučiti je li spremna poduzeti korake kako bi se priključila većini država članica koje idu u smjeru daljnjeg jačanja političke, pa tako i ekonomske integracije.

Dokument ima sljedeću strukturu. Glavna obilježja teorije optimalnih valutnih područja, kao i ocjene o tome kako Hrvatska stoji prema njezinim kriterijima, opisane su u drugom poglavlju. Preporuka o tome da hrvatske vlasti trebaju poduzeti napore radi uvođenja eura zasniva se na procjeni ekonomskih učinaka putem analize koristi i troškova u trećem poglavlju ovog dokumenta. Četvrto poglavlje opisuje postupak uvođenja eura, pri čemu se posebno obrađuje pristupanje u europski tečajni mehanizam (ERM II). Potom se u petom poglavlju opisuju politike i mjere koje Vlada i HNB moraju poduzimati za ispunjavanje kriterija za uvođenje eura. U istom poglavlju se također opisuju potrebne operativne i druge prilagodbe u kontekstu uvođenja eura. Mogućnosti i glavne odrednice za oblikovanje i djelovanje ekonomskih politika nakon što Hrvatska postane punopravnom članicom europske ekonomske i monetarne unije opisane su u šestom poglavlju. Zaključak o opravdanosti uvođenja eura u Hrvatskoj dan je na kraju dokumenta.

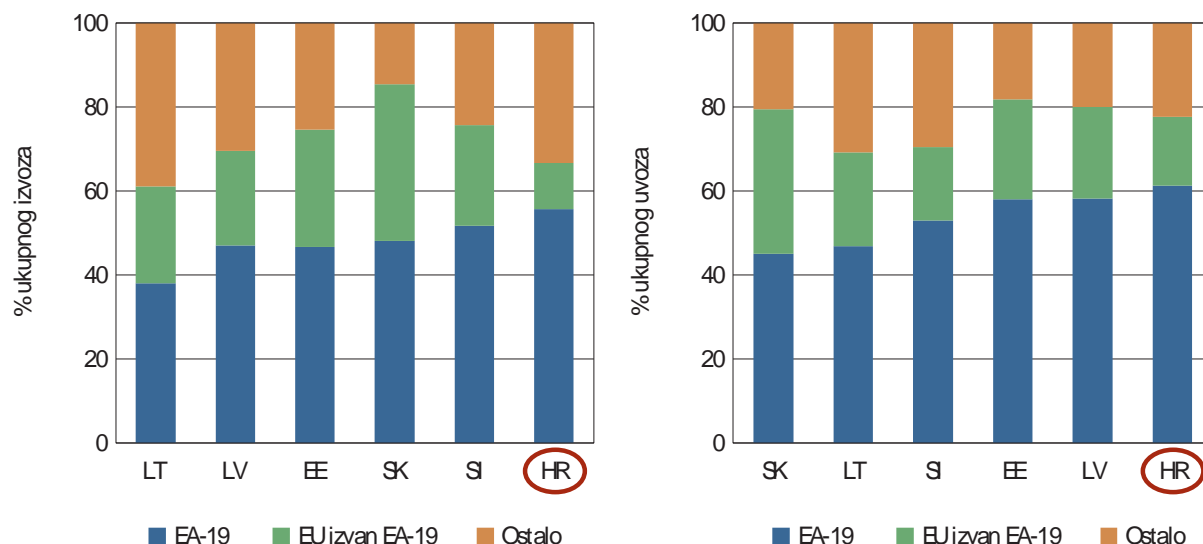
¹ Hrvatska je ulaskom u Europsku uniju, tj. na osnovi Ugovora o pristupanju Republike Hrvatske Europskoj uniji preuzela obvezu uvođenja eura. Naime, Hrvatska je potpisivanjem Ugovora o pristupanju postala stranka Ugovora o Europskoj uniji kao i Ugovora o funkcioniranju Europske unije i Ugovora o osnivanju Europske zajednice za atomsku energiju, što znači da se odredbe temeljnih ugovora EU-a primjenjuju i na Hrvatsku. Budući da je uspostava ekonomske i monetarne unije čija je valuta euro definirana Ugovorom o Europskoj uniji iz 1992. (članak 3. pročišćene verzije tog Ugovora), Hrvatska je putem svoga pristupnog ugovora preuzela obvezu uvođenja eura nakon što ispuni propisane uvjete kao i druge odredbe koje se odnose na države članice koje rabe zajedničku valutu. Iste se odredbe primjenjuju u svim državama članicama koje su EU-u pristupile nakon potpisivanja Ugovora o Europskoj uniji.

2. Primjerenost eura za Hrvatsku prema teoriji optimalnih valutnih područja

Osnivanje ekonomske i monetarne unije (EMU) odraz je težnje država članica za snažnijom političkom integracijom, ali i njihovih nastojanja da ostvare ekonomske koristi. Smatralo se da će se tek osnivanjem cjelovite monetarne unije moći iskoristiti sav potencijal jedinstvenog tržišta, ponajprije uklanjanjem prekomjerne kolebljivosti deviznih tečajeva, smanjivanjem transakcijskih troškova te povećavanjem otpornosti gospodarstva EU-a na vanjske šokove². Ideja o osnivanju monetarne unije u Europi djelomično se zasnivala na teoriji optimalnih valutnih područja.

Teorija optimalnih valutnih područja definira okvir kojim se može koristiti pri ocjenjivanju opravdanosti pristupanja monetarnoj uniji.³ Kriteriji koje država treba zadovoljiti da bi joj odgovarala zajednička monetarna politika jesu visok stupanj trgovinske i financijske integracije s članicama monetarne unije te slična struktura gospodarstva i njezina diversificiranost. Time se omogućuje bolja usklađenost poslovnih ciklusa i ekonomskih šokova između države i ostatka monetarne unije, pa je izgledno da će zajednička monetarna politika djelovati primjereno na njezino gospodarstvo. Osim toga, država treba raspolagati i dodatnim mehanizmima – fleksibilnost cijena i plaća, mobilnost radnika, fiskalna i politička integracija s ostalim članicama – koji će joj omogućiti prilagodbu u situacijama kada zajednička monetarna politika neće biti posve primjerena, tj. u slučaju pojave asimetričnog šoka u odnosu na uniju. Ako država udovoljava ovim kriterijima, pristupanje monetarnoj uniji može joj se isplatiti. U suprotnome, država bi trebala zadržati monetarnu neovisnost.

Slika 1. Geografska struktura robne razmjene Hrvatske i novih država članica europodručja



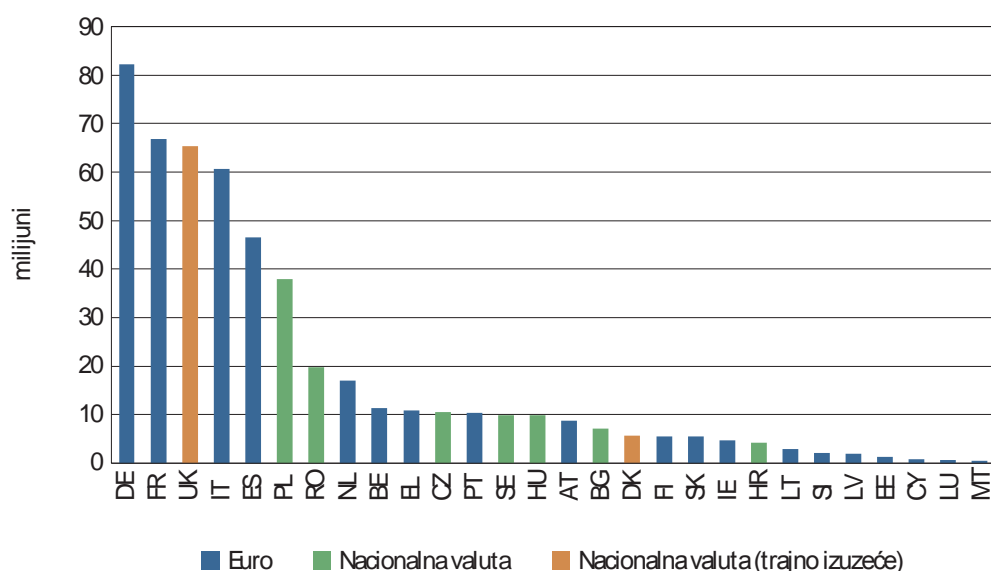
Napomena: Na slici je prikazana prosječna vrijednost udjela u 2015. i 2016. godini.
Izvori: Eurostat; DZS

² Motivi za formiranje EMU-a izneseni su u tzv. Delorsovu izvješću (*Committee for the Study of Economic and Monetary Union*, 1989.).

³ Ključan doprinos razvoju teorije optimalnih valutnih područja dali su Mundell (1961.), McKinnon (1963.) i Kenen (1969.).

Hrvatska je trgovinski snažno integrirana s europodručjem.⁴ Prema teoriji optimalnih valutnih područja malim otvorenim državama pogoduje formiranje zajedničkoga valutnog područja s glavnim vanjskotrgovinskim partnerima.⁵ Argument u prilog tome je visok stupanj otvorenosti gospodarstva, zbog čega se promjene cijena međunarodno razmjenjivih dobara, do kojih može doći i zbog promjene tečaja, brzo prenose na domaće cijene. U tom je slučaju politika deviznog tečaja neefikasna u ublažavanju makroekonomskih šokova, pa državi odgovara stabilan tečaj ili pristupanje monetarnoj uniji s trgovinskim partnerima. Nadalje, zamjetna trgovinska integracija vodi bržem i snažnijem prelijevanju šokova između trgovinskih partnera, pa je i veća vjerojatnost usklađenosti poslovnih ciklusa među partnerima, a time i koristi od zajedničke monetarne politike. Hrvatska kriterij trgovinske integracije uvelike zadovoljava. Razmjena s europodručjem čini glavninu ukupne međunarodne robne razmjene, pa je Hrvatska trgovinski snažnije povezana s europodručjem od nekih država iz Srednje i Istočne Europe koje već rabe euro (Slika 1.), kao i od nekih starih članica europodručja, poput Irske, Finske i Grčke. Hrvatska je ujedno najmanja država članica EU-a s vlastitom valutom (Slika 2.).

Slika 2. Države članice EU-a prema broju stanovnika i valutama koje rabe



Izvor: Eurostat

Hrvatska je također snažno financijski integrirana s europodručjem. Financijska integracija je važna jer omogućuje veću diversifikaciju ulaganja, tj. ulaganje i zaduživanje putem financijskih instrumenata u druge države i iz njih, što omogućuje da se lakše prebrote privremeni šokovi, poput financijskih kriza.⁶ Na taj način financijska integracija, osim što pridonosi jačanju sličnosti poslovnoga i financijskog ciklusa, može olakšati situacije u kojima se država suočava s asimetričnim šokom te joj zajednička monetarna politika ne odgovara⁷. Premda teorija optimalnih valutnih područja ističe financijsku integraciju kao preduvjet stabilnosti monetarne unije,

⁴ Za detaljnu analizu primjene teorije optimalnih valutnih područja za Hrvatsku vidi Brkić i Šabić (2017.).

⁵ McKinnon (1963.)

⁶ Ingram (1962.)

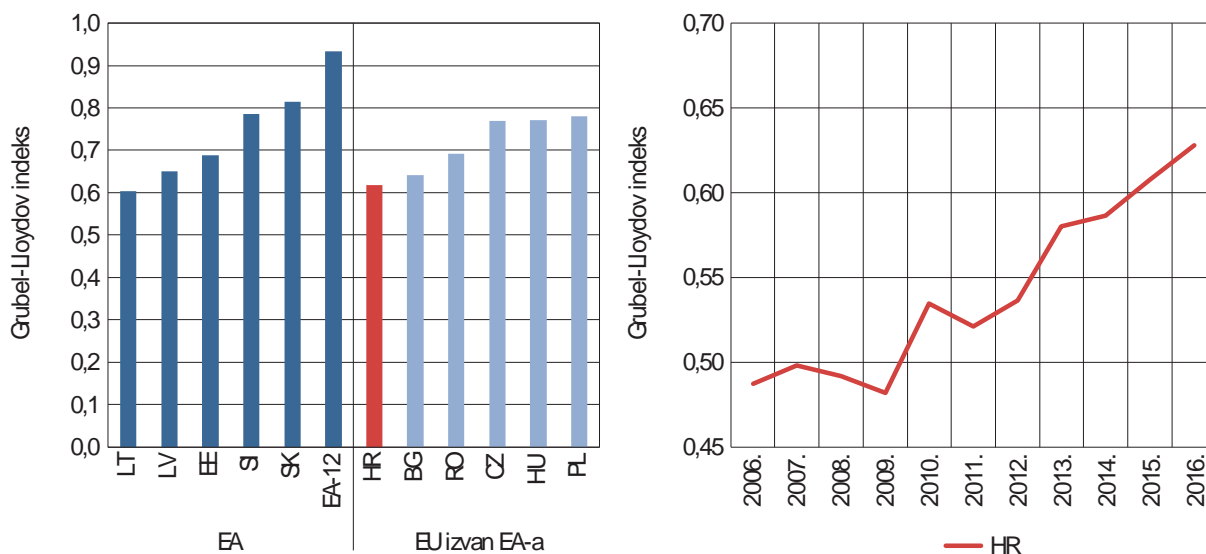
⁷ McKinnon (2001.)

financijska povezanost među državama članicama europodručja može imati i destabilizirajuću ulogu ako pogoduje nastanku makroekonomskih neravnoteža, kao što je bio slučaj u rubnim državama članicama europodručja u razdoblju prije izbijanja svjetske financijske krize. Financijska integracija Hrvatske s europodručjem proizlazi ponajprije iz toga što su financijske institucije iz europodručja vlasnice više od tri četvrtine ukupne imovine hrvatskoga bankovnog sustava. Osim u financijskom posredovanju, glavnina inozemnih izravnih ulaganja i u ostalim gospodarskim djelatnostima dolazi iz europodručja. U strukturi ulaganja hrvatskih rezidenata u inozemstvo također su jako zastupljena ulaganja u države europodručja, iako je njihova važnost i u apsolutnom i relativnom iznosu mnogo skromnija. Naposljetku, glavnina hrvatskoga inozemnog duga nominirana je u euru i u vlasništvu je ulagača iz europodručja.

Iako se prema gospodarskoj strukturi (sličnost, stupanj diversifikacije) Hrvatska razlikuje od država jezgre europodručja, uočavaju se pozitivni pomaci. U diversificiranom gospodarstvu šokovi koji nastanu u pojedinom sektoru imaju ograničen učinak na ukupno gospodarstvo, što smanjuje potrebu za posebnim mjerama monetarne i drugih ekonomskih politika. Sličnost u gospodarskoj strukturi država unutar unije podrazumijeva manju vjerojatnost izbijanja asimetričnih šokova u pojedinim državama. Visok udio ukupnih prihoda od turizma u BDP-u upućuje na nedovoljnu diversificiranost hrvatskoga gospodarstva, posebice jer je riječ o sektoru podložnom snažnim vanjskim šokovima. Hrvatska se od država članica europodručja razlikuje i po strukturi industrije. U Hrvatskoj tako dominira proizvodnja prehrambenih proizvoda, nemetalnih mineralnih proizvoda, proizvoda od drva te odjeće, dok u europodručju veći udio ima proizvodnja motornih vozila te strojeva i uređaja, dakle proizvoda s visokom tehnološkom komponentom. Razlike su prisutne i u intenzitetu unutarsektorske razmjene, čiji je udio u ukupnoj robnoj razmjeni Hrvatske niži nego u europodručju (Slika 3., lijevo). Međutim, stupanj unutarsektorske trgovine počeo se snažno povećavati nakon pristupanja Hrvatske EU-u, i to posebice u razmjeni proizvoda više dodane vrijednosti (Slika 3., desno).⁸ Takva kretanja pridonose većoj usklađenosti poslovnih ciklusa i simetričnosti šokova između Hrvatske i europodručja, jer se u slučaju šoka specifičnog za neki sektor on širi na sve države u kojima je taj sektor visoko zastupljen.

⁸ Detaljnije u HNB (2016.), Bilten 226, Okvir 4. Promjene u dinamici i strukturi hrvatskoga robnog izvoza od ulaska u EU

Slika 3. Unutarsektorska trgovina zemalja EU-a



Napomena: Prikazane su prosječne vrijednosti Grubel-Lloyдова индекса u 2015. i 2016. godini израчуаног na temelju podataka o robnoj razmjeni na tržištu Europske unije. Vrijednost индекса kreće se u rasponu između 0 (isključivo međusektorska trgovina) i 1 (isključivo unutarsektorska trgovina).

Izvori: Eurostat; израчуан HNB-a

Unatoč razlikama u gospodarskoj strukturi, Hrvatska zadovoljava kriterij usklađenosti poslovnih ciklusa i ekonomskih šokova. Usklađenost poslovnih ciklusa preduvjet je za učinkovito funkcioniranje monetarne unije, jer tada zajednička monetarna politika podjednako odgovara svim državama članicama. Između Hrvatske i najvećih država članica europodručja prisutan je relativno visok stupanj usklađenosti poslovnog ciklusa. Također, Hrvatska i države članice europodručja izložene su sličnim šokovima agregatne ponude i potražnje, a reakcije njihovih gospodarstava na te šokove približno su simetrične (*vidi Okvir 1.*). Iz toga proizlazi da Hrvatska nakon uvođenja eura ne bi trebala biti izložena asimetričnim šokovima koji bi zajedničku monetarnu politiku mogli učiniti neprimjerenom hrvatskim uvjetima.

Mobilnost rada između Hrvatske i europodručja, kao jedan od načina prilagodbe asimetričnim šokovima, znatno je olakšana već pri ulasku u EU. Budući da unutar monetarne unije država više ne raspolaže samostalnom monetarnom i tečajnom politikom kojom bi mogla reagirati na šokove, mobilnost rada jedno je od njezinih poželjnih obilježja. U uvjetima visoke mobilnosti radne snage monetarna se unija lakše prilagođava šokovima jer se radnici sele iz područja pogođenih recesijom u područja s povoljnijim gospodarskim kretanjima. Što je mobilnost rada veća, manja je potreba za prilagodbama cijena i plaća, pa je jednostavnije provoditi zajedničku monetarnu politiku.⁹ S druge strane, kada su spomenuti mehanizmi prilagodbe ograničeni, država pogođena nepovoljnim šokom suočava se s rastućom nezaposlenošću. U Hrvatskoj je mobilnost radne snage među regijama unutar zemlje relativno niska,¹⁰ dok je s druge strane prisutna snažna prekogranična mobilnost, posebice s mogućnosti zapošljavanja u drugim državama članicama EU-a.¹¹ Iako je odljev nezaposlenih radnika tijekom recesije donekle umanjio neravnoteže na hrvatskom

⁹ Mundell (1961.)

¹⁰ Među pojedinim regijama u Hrvatskoj postoje znatne razlike u stopama nezaposlenosti, koje su se u 2015. kretale od 9,6% u Gradu Zagrebu do 35,8% u Virovitičko-podravskoj županiji, što upućuje na ograničenu mobilnost radne snage unutar zemlje.

¹¹ Prema podacima Državnog zavoda za statistiku samo u 2014. i 2015. u razvijene države europodručja emigriralo je više od 30 tisuća osoba, ali je taj broj vjerojatno podcijenjen zbog poteškoća s registracijom iseljavanja.

tržištu rada, iseljavanje radno sposobnog stanovništva moglo bi se negativno odraziti na hrvatsko gospodarstvo u dugom roku.¹²

Kriteriji fleksibilnosti cijena i plaća u Hrvatskoj zadovoljeni su u manjoj mjeri. Cijene i plaće trebaju biti fleksibilne kako bi mogle ublažiti asimetrične makroekonomske šokove unutar monetarne unije.¹³ Empirijska istraživanja pokazuju da su u razdobljima povoljnih makroekonomskih uvjeta cijene u Hrvatskoj relativno nefleksibilne, ali one postaju znatno fleksibilnije kada se uvjeti poslovanja poduzeća pogoršaju.¹⁴ Slična kretanja prisutna su i kod plaća. Udio poduzeća u Hrvatskoj koja su u razdoblju od 2010. do 2013. smanjila osnovne plaće znatno je veći od prosjeka EU-a (26% naprema 5%).¹⁵ Plaće su snižene i u drugim državama koje su zabilježile velik pad gospodarske aktivnosti. To ipak nije bilo dovoljno te je znatan dio prilagodbe nepovoljnim šokovima ostvaren otpuštanjem radnika. Istraživanja su pokazala da sposobnost poduzeća da se negativnim šokovima prilagode smanjenjem plaća u velikoj mjeri ovisi o institucionalnom okruženju, napose o rasprostranjenosti i centralizaciji kolektivnih ugovora.

Pristupanjem EU-u povećao se stupanj političke integracije s europodručjem, jer Hrvatska od tada aktivno sudjeluje u europskim mehanizmima za koordinaciju ekonomskih politika.

Politička integracija potiče države članice da se pridržavaju zajedničkih pravila i da usklade ekonomske politike važne za funkcioniranje monetarne unije¹⁶. Nedavna povijest europodručja pokazuje da, ako države članice imaju zajedničku monetarnu politiku, a svaka od njih potpuno samostalno vodi fiskalnu i strukturnu politiku, među njima se može pojaviti makroekonomski jaz koji negativno utječe na stabilnost monetarne unije. Zbog toga su u razdoblju nakon krize uspostavljeni novi mehanizmi koordinacije ekonomskih politika koji bi trebali osigurati veću otpornost europodručja u budućnosti. Hrvatska je od pristupanja Europskoj uniji uključena u te mehanizme, čime se povećao stupanj povezanosti ekonomskih politika s ostalim državama članicama. Najkasnije nakon što uvede euro za Hrvatsku će početi vrijediti i stroža fiskalna pravila koja se odnose na članice europodručja.

Kriterij fiskalne integracije ne ispunjava ni jedna država članica, pa tako ni Hrvatska. U suprotnosti s političkom integracijom, koja se u razdoblju nakon krize u europodručju povećala, stupanj fiskalne integracije među državama članicama ostao je nizak. Naime, europodručje nije fiskalna unija te stoga u europodručju ne postoji sustav fiskalnih transfera – primjerice u obliku zajedničkog sustava osiguranja za nezaposlene – koji bi pomagao državama koje se suočavaju s negativnim makroekonomskim šokom.¹⁷ U takvim uvjetima ni jedna država članica, pa tako ni Hrvatska, ne zadovoljava kriterij fiskalne integracije.

Zaključno, Hrvatska u velikoj mjeri zadovoljava preduvjete koji joj omogućuju da zajednička monetarna politika bude primjerena i za hrvatsko gospodarstvo (trgovinska i financijska integracija, usklađenost poslovnih ciklusa), dok još ima prostora za jačanje mehanizama koji omogućuju prilagodbu izvanrednim šokovima (fleksibilnost cijena i plaća, fiskalna

¹² Ako se pokaže da je odljev radnika bio trajnoga karaktera, Hrvatska bi se u budućnosti mogla suočiti s posljedicama gubitka ljudskoga kapitala, a pogoršanjem ionako niskog omjera aktivnoga i neaktivnog stanovništva povećali bi se rizici za održivost zdravstvenoga i mirovinskog sustava.

¹³ Friedman (1953.)

¹⁴ Krznar (2011.) te Pufnik i Kunovac (2012.)

¹⁵ Kunovac i Pufnik (2015.) te Izquierdo i sur. (2017.)

¹⁶ Mintz (1970.)

¹⁷ Kriterij fiskalne integracije predložio je Kenen (1969.).

integracija). Hrvatska ne mora zadovoljiti sve kriterije teorije optimalnih valutnih područja da bi imala koristi od uvođenja eura. Dapače, prema teoriji endogenosti optimalnih valutnih područja¹⁸ monetarna integracija može pridonijeti jačanju veza između država i omogućiti da se spomenuti kriteriji ispune s protekom vremena (*ex-post*), iako u početku (*ex-ante*) nisu bili ostvareni.¹⁹ Treba napomenuti da i sama europska ekonomska i monetarna unija razvija instrumente i mehanizme s ciljem daljnjeg jačanja povezanosti i otpornosti (*vidi 5.2.1. Pravila europskog okvira za ekonomsko upravljanje koja se primjenjuju na europodručje*). Osim relativno povoljnih ostvarenja prema kriterijima teorije optimalnih valutnih područja, postoje i drugi argumenti u prilog uvođenju eura u Hrvatskoj. Pritom je najvažniji argument to što će uvođenjem eura nestati problem visoke euroiziranosti gospodarstva, čime će se ukloniti velik broj rizika i troškova s kojima su trenutačno suočeni domaći sektori.

Okvir 1. Usklađenost poslovnih ciklusa i ekonomskih šokova između Hrvatske i država europodručja

U ovom okviru prikazani su rezultati analize usklađenosti poslovnih ciklusa te šokova ponude i potražnje između Hrvatske i država članica europodručja.²⁰ Analiza pokazuje da je razina sinkroniziranosti i sličnosti poslovnog ciklusa Hrvatske s ciklusom država europodručja relativno visoka te da su simetrični šokovi ključni za tumačenje domaće gospodarske aktivnosti.

Usklađenost poslovnih ciklusa

Postojeća literatura o usklađenosti poslovnih ciklusa u velikoj se mjeri oslanja na izračun korelacija među ciklusima pojedinih država. No, koeficijenti korelacije često nisu mjera koja na zadovoljavajući način karakterizira usklađenost poslovnih ciklusa. Primjerice, poslovni ciklusi dviju država mogu u promatranom razdoblju biti u istim fazama (u zajedničkim recesijama i ekspanzijama), a istodobno imati vrlo nizak koeficijent korelacije. S druge strane, ciklusi dviju država mogu biti savršeno korelirani, pri čemu njihove amplitude ne moraju biti slične. Navedeni primjeri jasno ilustriraju kako je na temelju korelacije ciklusa vrlo teško dati ocjenu njihove usklađenosti koja bi bila korisna nositeljima zajedničke monetarne politike u monetarnoj uniji.

Kako bi se izbjegli problemi povezani s korištenjem korelacija, usklađenost ciklusa Hrvatske i država europodručja izmjerena je pomoću dvije mjere – *fazne sinkroniziranosti ciklusa* i *sličnosti ciklusa*. Fazna sinkroniziranost mjeri *usklađenost predznaka* ciklusa, dok sličnost mjeri *usklađenost amplituda* ciklusa. Rezultati pokazuju da je u posljednjem desetljeću relativna usklađenost ciklusa Hrvatske s ciklusima jezgre europodručja bila visoka.

Slika 1. prikazuje prosječnu faznu sinkroniziranost ciklusa Hrvatske i *rubnih* država članica europodručja s ciklusima sedam država *jezgre* europodručja.²¹ Početkom promatranog razdoblja

¹⁸ Frankel i Rose (1998.; 2000.)

¹⁹ Mongelli (2008.) daje pregled empirijskih istraživanja koja su proučavala endogenost teorije optimalnih valutnih područja.

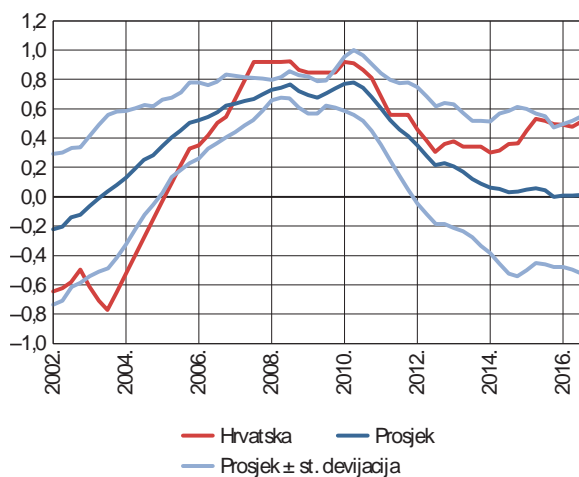
²⁰ Kotarac, Kunovac i Ravnik (2017.)

²¹ Jezgru europodručja čini sljedećih sedam država, koje čine oko 90% BDP-a europodručja: Njemačka, Francuska, Italija, Španjolska, Nizozemska, Belgija i Austrija. Drugu skupinu (rubne države) čine sve ostale države europodručja za koje su

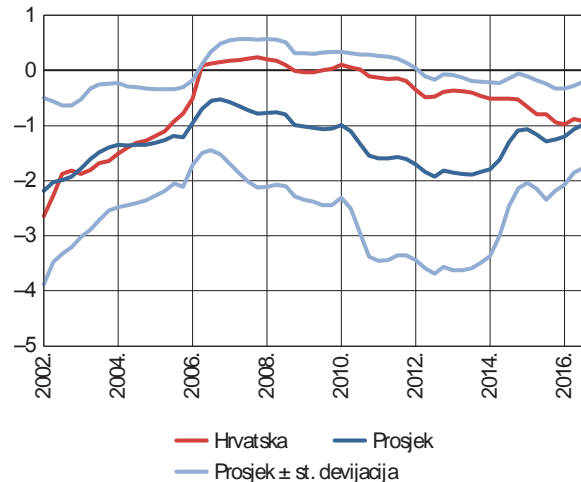
sinkroniziranost hrvatskog ciklusa bila je niža u usporedbi s rubnim državama. No ona je potom snažno porasla i neposredno prije izbijanja svjetske financijske krize dosegla visoku razinu. Nastupanjem svjetske krize sinkroniziranost Hrvatske i jezgre europodručja, djelomično i zbog podložnosti istim šokovima, ostaje visoka te je za cjelokupno preostalo razdoblje i viša od prosječne sinkroniziranosti rubnih država. Sinkroniziranost ciklusa Hrvatske i europodručja opada isključivo u razdoblju 2011. – 2013. odnosno za vrijeme krize javnog duga u europodručju. Pri samom kraju uzorka hrvatski ciklus znatno je sinkroniziraniji u odnosu na rubne države, čija sinkroniziranost nastavlja opadati.

Slika 2. prikazuje rezultate *sličnosti* ciklusa. Navedena mjera potvrđuje iznesene nalaze povezane sa sinkroniziranošću ciklusa. Naime, sličnost amplituda ciklusa Hrvatske i jezgre europodručja raste u razdoblju neposredno prije i tijekom globalne recesije, no zatim se blago smanjuje. Tijekom cjelokupnog razdoblja od 2006. do 2017. sličnost ciklusa veća je za Hrvatsku u odnosu na prosječnu vrijednost za rubne države.

Slika 1. Fazna sinkroniziranost ciklusa



Slika 2. Sličnost ciklusa



Napomena: Crvena je linija ponderirani prosjek fazne sinkroniziranosti/sličnosti hrvatskog ciklusa s ciklusima sedam država jezgre europodručja, pri čemu ponderi čine udio BDP-a svake od tih država u BDP-u europodručja. Tamnoplave linije prikazuju prosječnu sinkroniziranost/sličnost rubnih država s državama jezgre europodručja. Svijetloplave linije označuju interval od jedne standardne devijacije oko prosječne sinkroniziranosti/sličnosti izračunate na skupu rubnih država. Fazna sinkroniziranost nalazi se u rasponu od -1 (maksimalna nesinkroniziranost) do 1 (maksimalna sinkroniziranost). Sličnost se nalazi u rasponu od $-\infty$ do 1 (jednake amplitude ciklusa). Prikazane mjere fazne sinkroniziranosti i sličnosti ciklusa izračunate su kao četverogodišnji pomični prosjeci.

Izvor: Kotarac, Kunovac i Ravnik (2017.)

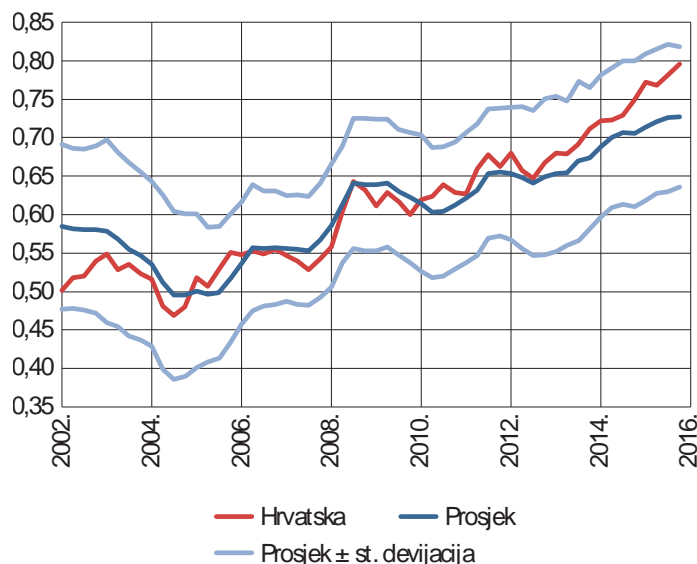
Važnost simetričnih i asimetričnih šokova za domaći BDP

Osim usklađenosti ciklusa, teorija optimalnih valutnih područja upućuje i na važnost *usklađenosti šokova agregatne ponude i potražnje* za uspješnu zajedničku monetarnu politiku. Naime, važna posljedica pridruživanja monetarnoj uniji jest odricanje od mogućnosti apsorpiranja *asimetričnih, odnosno idiosinkratskih ekonomskih šokova* primjenom monetarne i tečajne politike. U kojoj će mjeri gubitak samostalne monetarne politike utjecati na države članice monetarne unije ovisi ponajprije o vrsti i razini usklađenosti šokova, kao i o brzini prilagodbe ekonomije.

izračunate mjere sličnosti i fazne sinkroniziranosti s prethodno navedenom skupinom najvećih država europodručja. Malta, Cipar, Luksemburg i Irska isključeni su iz analize zbog nedostupnosti adekvatne serije BDP-a.

Važnost simetričnih i asimetričnih šokova za domaću ekonomsku aktivnost procijenjena je *vektorskim autoregresivnim (VAR) modelom* čiji su šokovi podijeljeni na *simetrične i asimetrične*.²² Simetrični šokovi djeluju jednako na domaći BDP i na BDP europskog područja. S druge strane, asimetrični su šokovi specifični za domaću ekonomiju, te djeluju isključivo na domaći BDP, dok BDP europskog područja na njih ne reagira.

Slika 3. Doprinosi simetričnih šokova BDP-u



Napomena: Doprinosi simetričnih šokova izračunati su kao postotni udio simetričnih šokova u povijesnoj dekompoziciji domaćeg BDP-a. Prikazani su četverogodišnji pomični prosjeci. Tamnoplava linija prikazuje prosječan udio simetričnih šokova u BDP-u ostalih rubnih država. Svjetloplave linije označuju interval od jedne standardne devijacije oko prosječnog udjela simetričnih šokova izračunate na skupu rubnih država europskog područja.

Izvor: Kotarac, Kunovac i Ravnik (2017.)

Slika 3. prikazuje relativnu važnost simetričnih šokova za tumačenje kretanja domaćeg BDP-a. Rezultati pokazuju da u dekompoziciji hrvatskog BDP-a dominiraju simetrični šokovi – udio simetričnih šokova u BDP-u za Hrvatsku uglavnom je sličan prosjeku za rubne države europskog područja, dok je u posljednjih šest godina on neprekidno nešto veći od prosjeka. Na kraju uzorka gotovo 80% kretanja hrvatskog BDP-a objašnjeno je zajedničkim, simetričnim šokovima.

Svi rezultati prikazani u ovom okviru upućuju na zaključak da su poslovni ciklusi Hrvatske i europskog područja u velikoj mjeri usklađeni te da su simetrični šokovi dominantni za tumačenje kretanja hrvatskog BDP-a.

²² Model uključuje sljedećih šest varijabli: stopu promjene domaćeg BDP-a, domaću stopu inflacije, stopu promjene realnoga efektivnog tečaja prema europskom području, stopu promjene BDP-a europskog područja, inflaciju europskog područja te kratkoročnu kamatnu stopu europskog područja odnosno tromjesečni EURIBOR.

3. Analiza koristi i troškova uvođenja eura za Hrvatsku

Ocjena ekonomske opravdanosti pristupanja neke države zajedničkom valutnom području standardno se zasniva na analizi koristi i troškova članstva. Takve analize provele su gotovo sve države članice europodručja prije uvođenja eura. Analiza provedena za Hrvatsku razlikuje se od sličnih analiza za druge države članice u dva elementa. Prvo, vremenska dimenzija obuhvaća razdoblje nakon financijske krize, koja je potaknula velike institucionalne promjene u EMU-u, posebice u dijelu koji se odnosi na koordinaciju ekonomskih politika. Drugo, hrvatsko gospodarstvo visoko je euroizirano, zbog čega su brojni ekonomski subjekti izloženi valutnom riziku. Ukidanje valutnog rizika glavna je korist uvođenja eura, dok je istodobno gubitak samostalne monetarne politike ograničen trošak jer spomenuta valutna izloženost umanjuje prostor za snažnije korištenje monetarne politike u Hrvatskoj.

3.1. Koristi uvođenja eura

3.1.1. Uklanjanje valutnog rizika u gospodarstvu

Glavna korist uvođenja eura za hrvatsko gospodarstvo jest ukidanje valutnog rizika povezanog s tečajem kune prema euru, kojemu je hrvatsko gospodarstvo izrazito izloženo.

Valutnom (ili tečajnom) riziku izloženi su svi ekonomski subjekti s neusklađenom valutnom strukturom imovine i obveza, te primitaka i izdataka, jer u slučaju promjene tečaja domaće valute dolazi do promjene u neto vrijednosti njihove imovine. To je posebno izražen problem za ekonomske subjekte čija je vrijednost obveza vezanih uz stranu valutu veća od njihove devizne imovine, a koji ne ostvaruju primitke u stranoj valuti. Kod njih deprecijacija tečaja domaće valute dovodi do relativno snažnijeg povećanja duga i tereta njegove otplate. U slučaju velike devizne zaduženosti gospodarstva izrazitija deprecijacija domaće valute djeluje negativno na gospodarski rast.²³ Uzimajući u obzir poremećaje koji bi nastupili u slučaju veće deprecijacije, hrvatskom gospodarstvu pogoduje stabilnost tečaja kune prema euru, što smanjuje prostor za snažnije korištenje monetarne politike u Hrvatskoj. Prisutna euroizacija povećava cijenu zaduživanja jer vjerovnici u kamatne stope ugrađuju premiju kako bi se zaštitili od rizika da deprecijacija tečaja umanjuje sposobnost urednog otplaćivanja obveza dužnika.

Svi domaći sektori, osim banaka, imaju neusklađene valutne pozicije imovine i obveza te su izloženi valutnom riziku. Poduzeća, država, kao i dio stanovništva, imaju znatno veći iznos obveza u stranoj valuti u odnosu na imovinu u stranoj valuti, pa bi slabljenje tečaja kune na njih negativno utjecalo. Izvješća banaka o ocjeni rizičnosti klijenata pokazuju da je udio kredita zaštićenih od valutnog rizika u ukupnim deviznim kreditima stanovništvu i poduzećima manji od 10%.²⁴

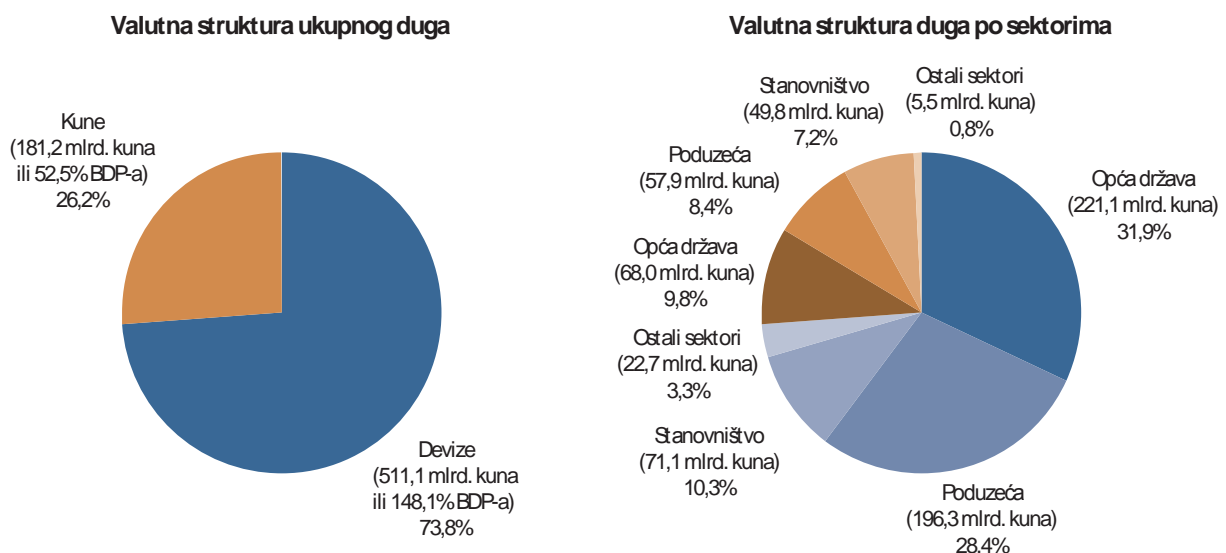
²³ Calvo (2002.) i Frankel (2010.)

²⁴ Devizna pozicija dužnika neusklađena je ako njegovi očekivani devizni priljevi pokrivaju manje od 80% obveza u stranoj valuti ili obveza s valutnom klauzulom prema kreditnoj instituciji i drugim vjerovnicima.

Međutim, čak i kada bi na agregatnoj razini devizni dug domaćih sektora bio u potpunosti pokriven deviznom imovinom, deprecijacija tečaja svejedno bi negativno utjecala na gospodarsku aktivnost. Naime, subjekti koji su zaduženi u stranoj valuti najčešće ne posjeduju deviznu imovinu, pa slabljenje tečaja povećava njihov neto dug. Zbog razlika u sklonosti potrošnji i investicijama, u uvjetima slabljenja domaće valute visokozadužena kućanstva i poduzeća snažnije će smanjiti potražnju nego što će ju povećati ona kućanstva i poduzeća koja posjeduju deviznu imovinu.

Ukupan bruto devizni dug svih domaćih sektora, uključujući i onaj s valutnom klauzulom, premašuje 500 milijardi kuna, što iznosi približno jednu i pol godišnju vrijednost hrvatskog BDP-a (Slika 4.). Valutnom riziku izloženi su svi domaći sektori – država (s 220 milijardi kuna deviznog duga), poduzeća (s približno 200 milijardi kuna deviznog duga) i stanovništvo (71 milijarda kuna deviznog duga). Više od 90% deviznog duga vezano je uz euro, što znači da bi snažnija deprecijacija kune prema euru znatno povećala teret otplate duga za domaće dužnike. Primjerice, ako bi kuna oslabjela prema euru za 10%, glavnica ukupnoga deviznog duga trenutačno bi se povećala za više od 50 milijardi kuna (15% BDP-a), što bi rezultiralo zamjetnim povećanjem izdataka za otplaćivanje duga.²⁵ Takva kretanja vjerojatno bi dovela i do povećanja kamatnih stopa na nova zaduženja, jer bi ulagači zahtijevali višu premiju kao naknadu za rizik.

Slika 4. Valutna i sektorska struktura ukupnog duga u RH na kraju 2016.



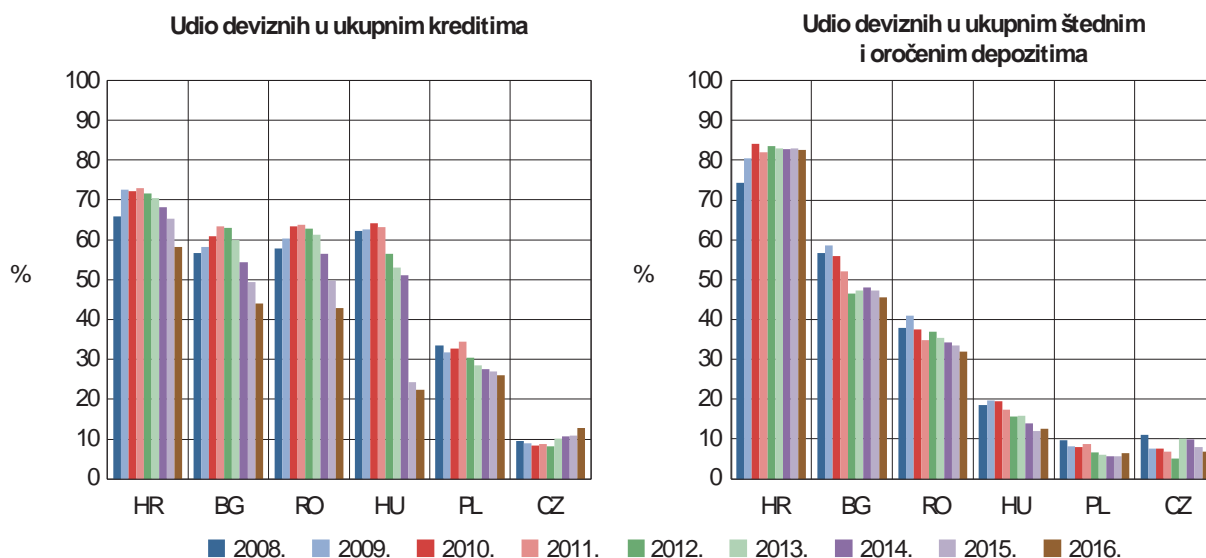
Napomena: Prikazan je dug svih domaćih sektora osim središnje banke i poslovnih banaka prema domaćim kreditnim institucijama, HBOR-u, domaćim društvima za lizing i inozemstvu. Devizni dug uključuje i indeksirani dug. Izvori: HNB; Hanfa

Visoka razina bruto deviznog duga velikim je dijelom posljedica duboko ukorijenjene euroizacije. Hrvatska ima najveći udio deviza u domaćim plasmanima, odnosno najvišu kreditnu euroizaciju od svih država članica EU-a koje nisu u europodručju (Slika 5., lijevo). Prema podacima za kraj 2016. godine, 68% plasmana domaćih banaka državi i 58% plasmana ostalim domaćim sektorima vezano je uz stranu valutu, i to pretežito euro. Ovakva poslovna politika banaka proizlazi iz valutne strukture njihovih izvora financiranja. Udio deviznih u ukupnim štednim i oročenim depozitima na kraju 2016. iznosio je gotovo 83%, najviše među usporedivim državama (Slika 5.,

²⁵ Primjerice, devizni bi dug sektora opće države u slučaju deprecijacije tečaja od 10% porastao za 22 milijarde kuna. Uzimajući u obzir to da implicitna kamatna stopa na javni dug iznosi približno 3,9%, dodatni godišnji proračunski izdaci za kamate iznosili bi oko 850 milijuna kuna.

desno). Snažna sklonost hrvatskih građana štednji u stranoj valuti razvila se kao oblik zaštite uštedevine tijekom razdoblja visoke inflacije i makroekonomske nestabilnosti u prošlosti. Rastu devizne štednje pogodovale je dostupnost strane valute koja je pritjecala iz sektora turizma te deviznih doznaka i štednje radnika na radu u inozemstvu, ali i (bivša) država, koja je omogućila držanje deviznih štednih uloga. Naviku štednje u stranoj valuti i izgubljeno povjerenje u domaću valutu vrlo je teško promijeniti, posebice kada strana valuta preuzme dio funkcija novca²⁶, zbog čega je depozitna euroizacija teško reverzibilna.²⁷ Tako se u Hrvatskoj u posljednjih dvadeset i pet godina depozitna euroizacija kontinuirano zadržavala na visokim razinama (između 70% i 90%), i to unatoč niskoj stopi inflacije, stabilnom tečaju kune i ustrajno višim kamatnim stopama na kunske depozite u odnosu na devizne. Takva valutna struktura depozita ima za posljedicu dominaciju kredita vezanih uz stranu valutu jer banke nastoje uskladiti valutnu strukturu svoje aktive i pasive.

Slika 5. Kreditna i depozitna euroizacija u Hrvatskoj i usporedivim državama



Napomena: Krediti uključuju kredite domaćim nebankarskim sektorima bez opće države. Devizni krediti (depoziti) uključuju i kredite (depozite) u domaćoj valuti s valutnom klauzulom.

Izvori: ESB (kreditna euroizacija za sve države osim Mađarske); internetske stranice središnjih banaka

Valutnom riziku posredno su izložene i banke unatoč usklađenim deviznim pozicijama. Njihov valutno inducirani kreditni rizik (VIKR) proizlazi iz izloženosti dužnika valutnom riziku, odnosno iz činjenice da je većina kredita stanovništvu i poduzećima odobrena s valutnom klauzulom ili u devizama, dok su njihovi dohoci većinom u domaćoj valuti. U slučaju veće deprecijacije tečaja povećanje tereta otplate duga smanjilo bi sposobnost dužnika da uredno podmiruju obveze prema bankama, što bi dovelo do porasta nenaplativih kredita. Na temelju procjene izloženosti VIKR-u HNB u sklopu nadzora banaka donosi regulatorne mjere koje za banke mogu biti dodatan trošak.

Duboko ukorijenjena euroizacija i s njom povezan valutni rizik nameću potrebu za makroprudencijalnim mjerama za zaštitu sustava od tog rizika. S obzirom na to da je stabilnost tečaja kune prema euru preduvjet za očuvanje stabilnosti cijena i financijske stabilnosti, veće su i potrebe za održavanjem odgovarajuće razine devizne likvidnosti sustava. Stoga HNB obvezuje banke na održavanje minimalno potrebnih deviznih potraživanja i propisuje niz drugih regulatornih zahtjeva i

²⁶ Euro je u Hrvatskoj preuzeo funkciju očuvanja vrijednosti (štednje) te djelomično funkciju mjere vrijednosti za skupa i trajna dobra (nekretnine, automobili i sl.).

²⁷ Winkelried i Castillo (2010.), Rappoport (2009.) te Scheiber i Stern (2016.)

preporuka s ciljem zaštite sustava od valutnog rizika i povećanja osviještenosti potrošača o valutnom riziku.²⁸

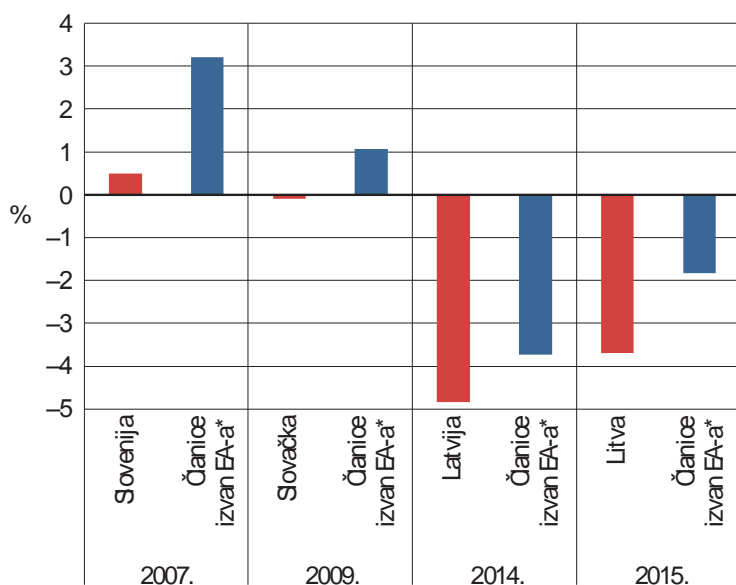
Uvođenjem eura valutni će rizik gotovo u potpunosti nestati jer će sav dug koji je trenutačno vezan uz euro postati dug u domaćoj valuti. Uklanjanjem valutnog rizika posredno će nestati i valutno inducirani kreditni rizik kojemu su izložene banke. Osim toga, uvođenjem eura i uklanjanjem problema euroizacije nestat će potrebe za dijelom makroprudencijalnih zahtjeva, što će povećati efikasnost bankovnog sustava.

3.1.2. Smanjenje troška zaduživanja domaćih sektora

Uvođenjem eura u Hrvatskoj kamatne će se stope približiti razinama kamatnih stopa u jezgri europodručja, što će povećati konkurentnost hrvatskoga gospodarstva. Kamatne stope na dug domaćih sektora ovise o nizu činitelja, među kojima su najvažniji rizik zajmoprimca, rizik države u kojoj zajmoprimac i banka posluju, regulatorni trošak, trošak izvora sredstava i marža koju banka određuje i ugrađuje u kamatnu stopu. Uvođenje eura trebalo bi se povoljno odraziti na većinu tih činitelja, pogodujući poboljšanju uvjeta financiranja za domaće sektore. Međutim, uvjeti financiranja domaćih sektora ovise i o kretanjima na međunarodnim financijskim tržištima koja će se mijenjati do uvođenja eura u Hrvatskoj. Iz tog razloga, ne može se znati kakva će biti razina kamatnih stopa u Hrvatskoj nakon uvođenja eura, ali se može predvidjeti da će biti niža nego što bi bila u slučaju da Hrvatska zadrži vlastitu valutu. Niže kamatne stope u gospodarstvu – zbog manje premije za rizik države i snižavanja regulatornog troška za banke – povećat će konkurentnost domaćih poduzeća i tako im osigurati dodatan prostor za investicije i zapošljavanje.

²⁸ Dumičić, Ljubaj i Martinis (2017.)

Slika 6. Promjena prinosa na desetogodišnje državne obveznice dvije godine nakon u odnosu na dvije godine prije ulaska u europodručje

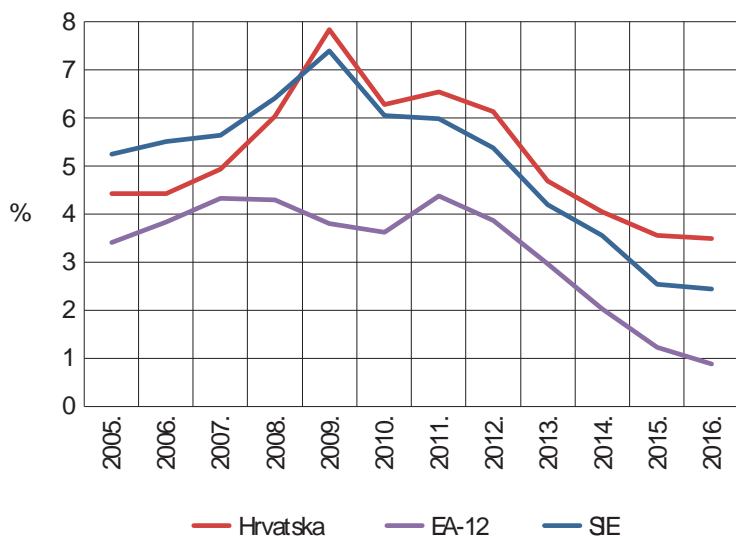


* Isključujući Dansku, Švedsku i Ujedinjenu Kraljevinu

Napomena: Godine na slici odnose se na godine u kojima su pojedine države uvele euro.

Izvor: ESB

Slika 7. Prinos na desetogodišnje državne obveznice



Izvor: ESB

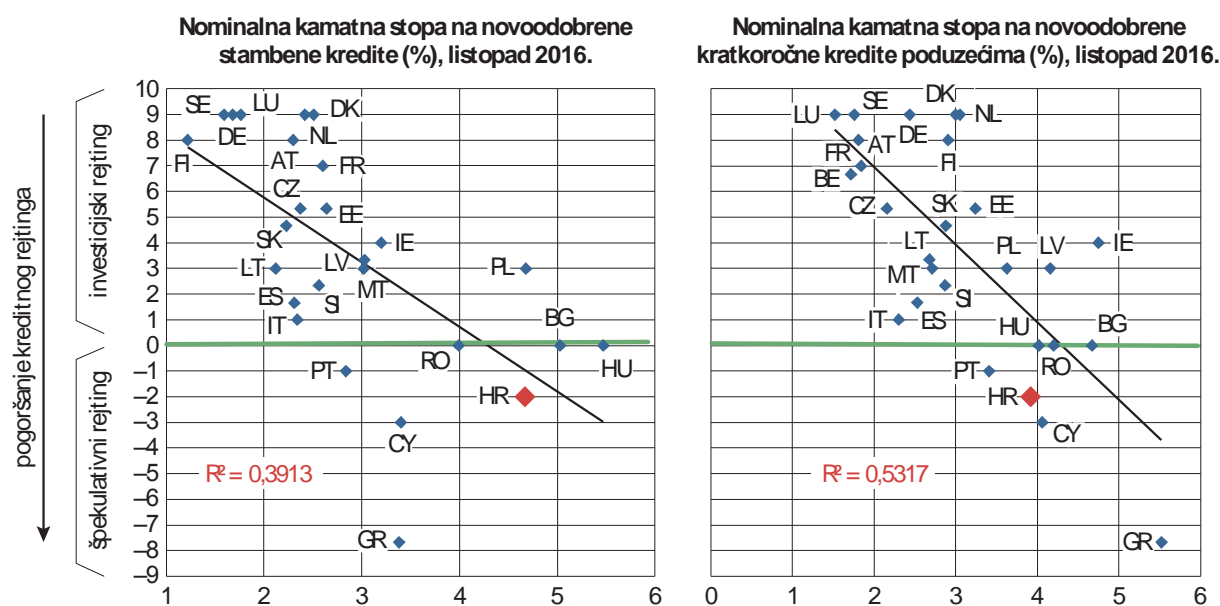
Uvođenje eura povoljno će utjecati na ocjenu rizika države. Analizom²⁹ procjene učinka uvođenja eura na percepciju rizika države utvrđeno je da je razina premije osiguranja od kreditnog rizika (engl. *credit default swap*, CDS) za članice europodručja niža za 10 – 35% u odnosu na

²⁹ Korištenjem jednostavnoga linearnog modela na uzorku od 24 države članice EU-a (zbog nedostatka podataka izostavljene su Grčka, Cipar, Malta i Luksemburg) procijenjen je utjecaj pristupanja europodručju na dvije mjere rizičnosti države: kreditni rejting i premije osiguranja od kreditnog rizika (CDS), uz kontroliranje za relevantne makroekonomske i fiskalne pokazatelje te ekonomsko raspoloženje na financijskom tržištu.

premije za usporedive države članice koje još nisu pristupile europodručju.³⁰ Navedena premija također se odražava u kreditnoj ocjeni države koja je prosječno za jednu razinu viša za usporedive države članice europodručja. Reputacijske koristi uvođenja eura u obliku bolje kreditne ocjene potvrđene su u istraživanju MMF-a iz 2015. godine.³¹ Očekivani pozitivan učinak uvođenja eura na kreditnu ocjenu osobito je izražen za države poput Hrvatske u kojima je visoka razina euroizacije kredita velik rizik za financijsku stabilnost.

Povoljan utjecaj uvođenja eura na kamatne stope potvrđuje i dinamika prinosa na dugoročne državne obveznice novih država članica europodručja. U tu svrhu analizirano je kretanje prinosa na desetogodišnje državne obveznice Slovenije, Slovačke, Latvije i Litve dvije godine nakon uvođenja u odnosu na dvije godine prije uvođenja eura. Podaci upućuju na to da je promjena prinosa za te države bila povoljnija nego u državama Srednje i Istočne Europe koje u istom razdoblju nisu imale euro (Slika 6.). Isto tako, na početku globalne financijske krize, 2008. i 2009. godine, dugoročne kamatne stope zamjetno su porasle u Hrvatskoj i državama usporedivih značajki, dok se u starim državama članicama europodručja (EA-12) to nije dogodilo jer ih je članstvo u monetarnoj uniji zaštitilo od prvih učinaka krize (Slika 7.). Poboljšanje percepcije rizika države moglo bi se posredno povoljno odraziti i na kamatne stope na bankovne kredite poduzećima i stanovništvu, jer je primjetno kako su one u pravilu niže u državama s boljim kreditnim rejtingom (Slika 8.).

Slika 8. Kamatne stope na kredite i kreditna ocjena države



Napomena: Kreditna ocjena je prosjek numeričkih vrijednosti ocjena triju agencija za dodjelu kreditnog rejtinga (Fitch, Moody's i Standard & Poor's). Numeričke vrijednosti pokazuju koliko je pojedina država iznad/ispod investicijske ocjene (BBB-/Baa3). Ocjena može poprimiti vrijednosti od -9 do 9, pri čemu -9 označuje najnižu špekulativnu ocjenu, a 9 najbolju moguću ocjenu. Kamatne stope za poduzeća odnose se na kredite nefinancijskim poduzećima iznosa do 1 milijuna eura s ročnošću do 1 godine.

Izvori: Eurostat; Bloomberg

Uvođenje eura otvara dodatni prostor za smanjenje kamatnih stopa banaka. Postojeći instrumenti monetarne politike HNB-a zamijenit će se istovrsnim instrumentima ESB-a, čime će se regulatorni trošak za banke znatno smanjiti. Stopa obvezne pričuve, koja trenutačno iznosi 12%,

³⁰ Kunovac i Pavić (2017.)

³¹ Međunarodni monetarni fond (2015.)

nakon uvođenja eura izjednačit će se sa stopom ESB-a, koja iznosi 1%, uz izmjenu obuhvata. Ukinut će se obveza održavanja minimalno potrebnih deviznih potraživanja, koja trenutačno iznose 17% ukupnih deviznih obveza (*vidi 5.3.1. Prilagodba instrumenata monetarne politike*). Ove izmjene smanjit će regulatorni trošak³² s procijenjenih 0,45% na kraju 2016. godine na samo 0,01%. Kao posljedica znatnog smanjenja regulatornog troška s kojim se suočavaju banke, kamatne stope na bankovne kredite gospodarstvu mogle bi se smanjiti, odnosno približiti onima u državama jezgre europodručja.

3.1.3. Smanjenje rizika izbijanja valutne i bankovne krize

Vlastita valuta u maloj otvorenoj ekonomiji sa sobom nosi i mogućnost nastanka valutnih kriza. Valutne krize nastaju u trenutku izraženog pritiska na tečaj domaće valute, koja primorava središnju banku da prodaje (smanjuje) međunarodne pričuve i povećava domaće kamatne stope ako želi očuvati stabilan tečaj ili će u suprotnom doći do zamjetnog slabljenja (deprecijacije) domaće valute. Valutne krize mogu pokrenuti različiti domaći i vanjski činitelji, kao što su fiskalne neravnoteže, poteškoće u realnom ili financijskom sektoru i promjene ekonomskog raspoloženja ulagača.

Rizik izbijanja valutne, odnosno platnobilančne krize povezan je s rizikom izbijanja bankovne, odnosno financijske krize. Izbijanje valutne krize može potaknuti bankovnu krizu u slučaju kada slabljenje domaće valute dovede do znatnog pogoršanja bilanci banaka, na primjer kad postoje valutne neusklađenosti u njihovim bilancama ili u bilancama njihovih klijenata.³³ Bankovna kriza može prethoditi valutnoj krizi ako u slučaju većeg podizanja deviznih depozita bankovni sustav ne može osigurati dovoljnu količinu devizne likvidnosti.³⁴ To je posebno izraženo u državama s visokom depozitnom euroizacijom, poput Hrvatske, gdje u slučaju pojačanog odljeva deviznih depozita banke trebaju likvidnosnu potporu u inozemnoj valuti (eurima). HNB može kreirati isključivo kunsku likvidnost, dok eursku likvidnost može pružati samo na osnovi prethodno akumuliranih zaliha.³⁵ Kad bi povlačenje likvidnosti bilo toliko izraženo da se posumnja kako postojeće zalihe devizne likvidnosti nisu dostatne, pojačana potražnja investitora i štediša za devizama mogla bi ugroziti stabilnost valute.

Nakon uvođenja eura smanjit će se vjerojatnost izbijanja skupih bankovnih kriza, a rizik valutne krize u potpunosti će nestati. Pritom uklanjanje valutnog rizika smanjuje ranjivost gospodarstva (*vidi 3.1.1. Uklanjanje valutnog rizika u gospodarstvu*) i ukida jedan od potencijalnih uzroka bankovnih kriza. Osim toga, smanjuje se rizik da privremeni poremećaji likvidnosti dovedu do propadanja solventnih banaka zbog nedovoljnih zaliha devizne likvidnosti. Naime, ESB će moći bankama emitirati eursku likvidnost, za razliku od HNB-a, koji ima ograničenu mogućnost djelovanja u svojstvu zajmodavca posljednjeg utočišta. Iako su spomenuti rizici s obzirom na visoku kapitaliziranost te obilne zalihe kunske i devizne likvidnosti u bankovnom sustavu u Hrvatskoj trenutačno niski, uvođenjem eura rizik bankovne krize dodatno će se smanjiti, dok će rizik izbijanja

³² Trošak regulacije procijenjen je kao vagana razlika između najmanjega potrebnog povrata na plasmane i nominalnog troška izvora financiranja banaka, uzimajući u obzir veličinu sredstava koje banke ne mogu plasirati zbog regulatornih zahtjeva.

³³ Takva vrsta valutnog rizika samo formalno nije prisutna u Hrvatskoj, s obzirom na to da su ga banke odobravanjem kredita indeksiranih uz stranu valutu transferirale u kreditni rizik.

³⁴ Vidi npr. Velasco (1987.), Calvo (1997.), Chang i Velasco (2001.), Levy Yeyati i Sturzenegger (2001.).

³⁵ Pritom se jedan dio tih zaliha odnosi na likvidnu deviznu imovinu koju su formirale same banke u skladu s regulatornim zahtjevima, a drugi dio su neto međunarodne pričuve kojima upravlja HNB.

valutne krize u potpunosti nestati.

3.1.4. Niži transakcijski troškovi

Uvođenjem eura nestaju transakcijski (mjenjački) troškovi zamjene kuna u eure i obratno. Ti troškovi proizlaze iz razlike kupovnog i prodajnog tečaja te naknada i provizija banaka i mjenjačnica pri obavljanju konverzije, uključujući i konverziju kartičnih transakcija iz eura u kune pri korištenju platnih kartica hrvatskih izdavatelja u državama europodručja. Procjenjuje se da transakcijski trošak domaćih sektora (kućanstava i poduzeća) zbog transakcija zamjene kuna u eure i obratno iznosi od 0,1 do 0,3% BDP-a na godišnjoj razini, što odgovara procjenama drugih država koje su uvodile euro. Taj iznos čini uštedu koju bi domaći nefinancijski sektor mogao ostvariti uvođenjem eura, uz istodobno smanjenje prihoda banaka i mjenjačnica na toj osnovi.

Nadalje, s uvođenjem eura kao nacionalne valute u Hrvatskoj može se očekivati smanjenje naknada za nacionalna i prekogranična plaćanja u eurima. Ulaskom Hrvatske u EU stupila je na snagu obvezna jednakost naknada koje banke zaračunavaju klijentima pri izvršenju prekograničnih platnih transakcija u eurima (plaćanja između banaka u Hrvatskoj i banaka u drugim članicama EU-a) s naknadama za izvršenje nacionalnih platnih transakcija u eurima (plaćanja unutar Hrvatske).³⁶ Kada euro postane zakonsko sredstvo plaćanja u Hrvatskoj, naknade za nacionalna eurska plaćanja trebale bi se smanjiti na razinu sadašnjih naknada za nacionalna kunska plaćanja. Posljedično, naknade za prekogranična eurska plaćanja morat će se uskladiti s naknadama za nacionalna eurska plaćanja, što će smanjiti transakcijske troškove subjektima koji su uključeni u vanjskotrgovinsku razmjenu s europodručjem.

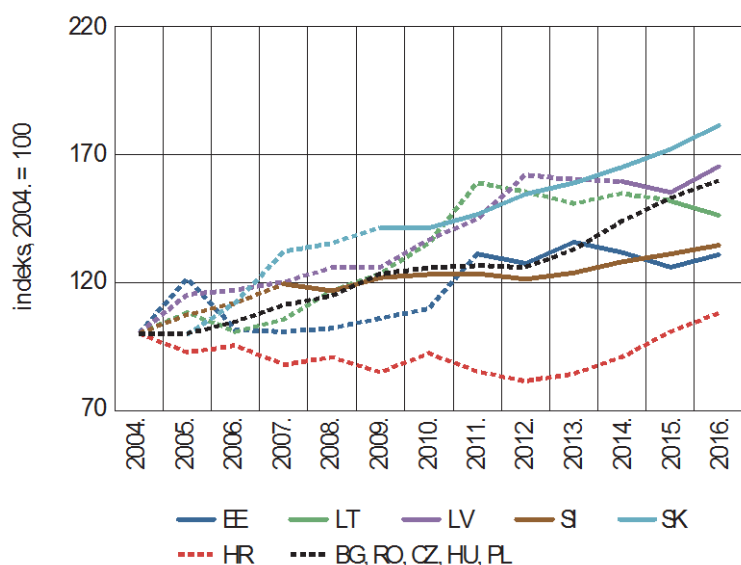
3.1.5. Poticaj međunarodnoj razmjeni i ulaganjima

Korištenje zajedničke valute može pridonijeti jačanju međunarodne razmjene i ulaganja jačanjem konkurentnosti i smanjivanjem ranjivosti domaćega gospodarstva. Poticaj međunarodnoj razmjeni dolazi od smanjenja transakcijskih troškova s obzirom na to da nestaju troškovi konverzije valuta i troškovi zaštite od tečajnog rizika, zatim od veće transparentnosti i lakše usporedivosti cijena, kao i uklanjanja neizvjesnosti povezanih s tečajnim kretanjima, što pridonosi povećanju konkurentnosti izvoznih poduzeća. Monetarna unija može pridonijeti jačanju međusobne trgovine i povećanjem broja izvoznih poduzeća u uniji te proširenjem asortimana njihovih izvoznih proizvoda. Smanjenje neizvjesnosti povezanih s tečajnim kretanjima i ukupne rizičnosti gospodarstva također pogoduje privlačenju inozemnih ulaganja. Nadalje, ističe se pozitivno djelovanje i na turističku djelatnost, posebno zbog zamjetnog obujma gotovinskih transakcija te znatnog utjecaja jedinstvene valute na percepciju potrošača pri odabiru turističke destinacije.

Visoka zastupljenost država članica europodručja u hrvatskoj robnoj razmjeni, inozemnim ulaganjima i turizmu pridonosi očekivanim koristima od uvođenja eura u Hrvatskoj. Oko dvije trećine hrvatske robne razmjene odvija se s članicama europodručja, iz kojih dolazi i malo više od dvije trećine ukupnih inozemnih izravnih ulaganja u Hrvatsku. Zastupljenost u turističkoj potrošnji u Hrvatskoj je također visoka, pa tako posjetitelji iz država koje rabe euro ostvaruju gotovo 70% ukupnih prihoda od turizma i više od 60% ukupnih noćenja i dolazaka stranih gostiju.

³⁶ Uredba (EZ) br. 924/2009 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. rujna 2009. o prekograničnim plaćanjima u Zajednici, kojom se stavlja izvan snage Uredba (EZ) br. 2560/2001 (tzv. *Price Regulation*)

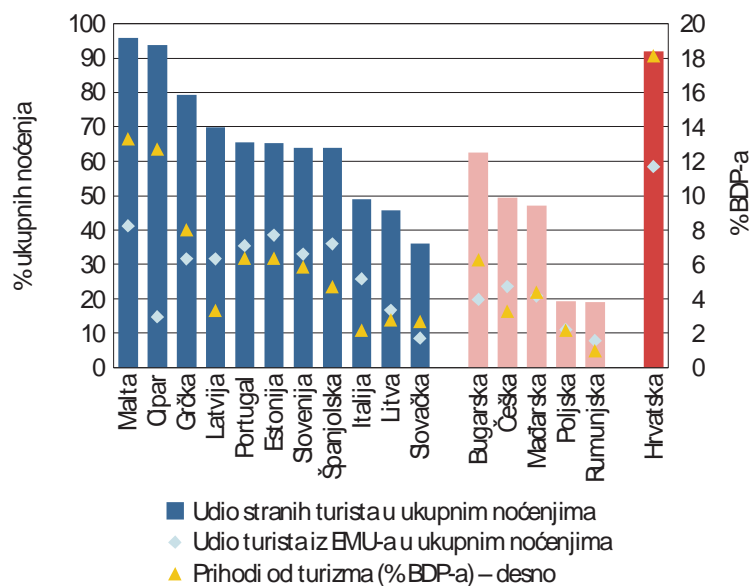
Slika 9. Tržišni udio članica EU-a na tržištu starih država europodručja



Napomena: Iscrtane linije označuju razdoblje prije uvođenja eura. Stare su članice AT, BE, FI, FR, EL, IE, IT, LU, NL, DE, PT i ES.

Izvori: Eurostat; DZS

Slika 10. Turistički sektor u odabranim državama Europske unije



Izvor: Eurostat

Uvođenje eura u Hrvatskoj moglo bi blago povećati robnu razmjenu, ali relativno slabije nego ulazak u Europsku uniju. Takva su očekivanja zasnovana na rezultatima empirijskih istraživanja za europodručje³⁷, koji su vrlo raznoliki, a ako su pozitivni učinci uvođenja eura na trgovinu i

³⁷ Pregled rezultata izabranih istraživanja o utjecaju uvođenja eura na robnu razmjenu, inozemna ulaganja i turizam vidi u Bukovšak, Čudina i Pavić (2017.).

potvrđeni, oni su mali i/ili znatno slabiji od učinka ulaska u EU³⁸. Tako je u novim članicama europodručja znatno jačanje robnog izvoza, kao i u Hrvatskoj, započelo već s procesom pristupanja Europskoj uniji i trgovinskom liberalizacijom (Slika 9.). Procjenu učinaka uvođenja eura dodatno otežava činjenica da su te države relativno kratko u monetarnoj uniji, pri čemu je većina uvela euro u vrijeme ili neposredno nakon financijske krize. Osim toga, moguće je da se učinci uvođenja eura razlikuju za svaku članicu europodručja ovisno o ekonomskim obilježjima države, kao što su veličina i stupanj trgovinske otvorenosti.

Očekuje se i pozitivan učinak uvođenja eura na turističku djelatnost. Malobrojna istraživanja³⁹ o ovoj temi uglavnom upućuju na pozitivnu vezu zajedničke valute i turističkih pokazatelja, a negativna veza⁴⁰ pokazala se tek kod cjenovno jako osjetljivih tržišta kojima je porast cijena usluga povezanih s turizmom nakon uvođenja eura narušio konkurentnost (*vidi 3.2.2. Porast razine cijena zbog konverzije*). U slučaju Hrvatske može se očekivati da bi zbog veličine turističkog sektora, visoke orijentacije prema tržištima europodručja i prostora za podizanje kvalitete koja bi mogla opravdati eventualni rast cijena ipak trebali prevladati pozitivni učinci. Osim toga, potencijalne koristi treba sagledati i u kontekstu činjenice da većina najvećih europskih turističkih destinacija koje se mogu smatrati hrvatskim konkurentima već rabi euro i u tom smislu ostvaruje konkurentsku prednost na europskom turističkom tržištu (Slika 10.).

Zajednička valuta mogla bi pogodovati privlačenju inozemnih izravnih ulaganja smanjenjem tečajnih neizvjesnosti i ostalih neformalnih prepreka ulaganjima. Empirijska literatura pronalazi da korištenje eura pozitivno utječe na tokove izravnih ulaganja, premda, kao i u slučaju trgovine, postoje velike razlike u veličini i važnosti procijenjenog učinka. Pritom se kao važna odrednica priljeva inozemnih izravnih ulaganja potvrđuje uklanjanje tečajnog rizika i pripadanje EU-u⁴¹, dok se razlike u ocijenjenom učinku eura mogu objasniti različitim obuhvatom zemalja i razdoblja u pojedinim istraživanjima⁴². Osim navedenog, inozemna izravna ulaganja određena su i nizom drugih činitelja, npr. uvjetima na svjetskim financijskim tržištima te u domaćem gospodarstvu, poput poreznog opterećenja, cijene rada i kvalitete radne snage. U tom smislu, sveobuhvatne mjere koje Vlada poduzima za poboljšanje poslovnog okruženja dodatno će pridonijeti jačanju povjerenja međunarodnih ulagača.

3.1.6. Sudjelovanje u raspodjeli monetarnog prihoda Eurosustava

Nakon što Hrvatska uvede euro, HNB će steći pravo na sudjelovanje u godišnjoj raspodjeli

³⁸ Iako su rani empirijski radovi govorili o relativno velikom učinku uvođenja eura na trgovinu, u radovima koji zasebno promatraju kretanje globalne trgovine i/ili trgovinskih integracija od učinka uvođenja eura procijenjeni su učinci zamjetno ublaženi, kao npr. u De Nardis, De Santis i Vicarelli (2008.), Bun i Klaassen (2007.), Baldwin i sur. (2008.) te Jagelka (2013.).

³⁹ Gil-Pareja i sur. (2007.) i Santana-Gallego i sur. (2016.)

⁴⁰ Kanada (2003.)

⁴¹ Negativan utjecaj kolebljivosti tečaja na FDI navode Schiavo (2007.) te Dinga i Dingova (2011.), koji također upućuju i na pozitivnu vezu pripadanja EU-u i FDI-a, potvrđenu još i kod Baldwin i sur. (2008.) te Darvas i sur. (2013.).

⁴² Pozitivnu vezu eura i FDI-a potvrđuju istraživanja provedena na kraćem uzorku prvih godina nakon njegova uvođenja, dok je u kasnijim radovima (uzorak do 2008. ili čak i duži) jednoznačno potvrđen samo utjecaj članstva u EU-u na FDI. Nestabilna veza uvođenja eura i FDI-a mogla bi se objasniti time da je učinak uvođenja eura bio prisutan najviše u prvim godinama nakon stvaranja zajedničke valute i u starim državama članicama, ili pak da ovisi o specifičnostima priključivanja novih država članica EU-u u 2004. Naime, pri njihovu pristupanju EU-u vladalo je uvjerenje da će vrlo brzo uvesti euro, što je moglo dati poticaj ulaganjima i prije formalnog uvođenja eura.

monetarnog prihoda na razini Eurosustava, što bi se trebalo pozitivno odraziti na višak prihoda nad rashodima HNB-a koji se uplaćuje u državni proračun. Uvođenjem eura država se odriče prava na emisiju nacionalne valute, a time i prava na raspolaganje vlastitom emisijskom dobiti. Unatoč tome, monetarni prihod središnje banke može se povećati nakon uvođenja eura jer ona time stječe pravo na udio u ukupno prikupljenom monetarnom prihodu Eurosustava⁴³.

Pozitivna očekivanja glede učinka sudjelovanja u raspodjeli monetarnog prihoda Eurosustava zasnivaju se na specifičnoj strukturi bilance HNB-a i znatnoj euroiziranosti hrvatske ekonomije. S obzirom na to da su devizne intervencije dominantan instrument primarne emisije novca u Hrvatskoj, čak 99% ukupne imovine HNB-a odnosi se na međunarodne pričuve koje generiraju investicijski prinos i tako čine glavni izvor prihoda središnje banke. Istodobno, plasmani bankama iznose samo 1% ukupne imovine, pa se na toj osnovi dosad nije ostvarivao znatniji monetarni prihod. Pristupanjem europodručju HNB će dobiti pravo na udio u zajedničkom monetarnom prihodu Eurosustava, a istodobno će zadržati glavninu svojih međunarodnih pričuva u obliku investicijskog portfelja na kojima će i nadalje ostvarivati prihode (*vidi 5.3.4. Financijske prilagodbe zbog pristupanja Eurosustavu*). Prema dosadašnjem iskustvu usporedivih članica europodručja može se očekivati da će doprinos HNB-a ukupnom udruženom monetarnom prihodu biti osjetno manji od iznosa koji će mu biti alociran u godišnjoj raspodjeli. Tako je, primjerice, za Slovačku, čiji je udio u raspodjeli usporediv s udjelom koji bi imala Hrvatska, neto rezultat udruživanja i preraspodjele monetarnog prihoda Eurosustava u 2015. bio pozitivan i iznosio je 51,6 milijuna eura (45,1 milijuna eura u 2014.). Porast monetarnog prihoda nakon uvođenja eura trebao bi se pozitivno odraziti na višak prihoda nad rashodima HNB-a, a time i na iznos koji HNB na godišnjoj razini uplaćuje u državni proračun.

3.1.7. Pristup mehanizmima financijske pomoći europodručja

Članstvom u monetarnoj uniji Hrvatska dobiva pristup Europskom mehanizmu za stabilnost (ESM) koji služi za pružanje pomoći državama koje se susreću s financijskim poteškoćama. Države koje su izgubile pristup financijskom tržištu mogu zatražiti kredit koji se uvjetuje provedbom programa makroekonomske prilagodbe. ESM može pružiti podršku i otkupom državnih obveznica na primarnom ili sekundarnom tržištu te putem odobrene preventivne kreditne linije za države kojima prijete financijske poteškoće. ESM može odobriti i kredit za dokapitalizaciju kreditne institucije ili je izravno dokapitalizirati kako bi se očuvala stabilnost financijskog sustava monetarne unije.

Ukupan kreditni kapacitet ESM-a iznosi 500 milijardi eura, a sredstva ESM pribavlja na financijskim tržištima izdavanjem vrijednosnih papira. ESM u svrhu pribavljanja sredstava može ući u financijski aranžman s državama članicama europodručja, financijskim institucijama ili trećim stranama. S obzirom na to da mu izdanja imaju najvišu bonitetnu ocjenu, ESM se zadužuje po vrlo povoljnim uvjetima, što se uz određene korekcije ugrađuje u kamatnu stopu po kojoj pozajmljuje sredstva članicama korisnicama. Dosad su tri države članice europodručja primile financijsku pomoć iz ESM-a u ukupnom iznosu od 79,3 milijarde eura, u programima kojima je

⁴³ Veličini monetarnog prihoda Eurosustava pogoduje status eura kao jedne od najvažnijih svjetskih valuta. Naime, euro danas ima važniju ulogu u svjetskom gospodarstvu nego što su zajedno imale nekadašnje nacionalne valute država članica. Zbog toga, osim monetarnog prihoda koji se ostvaruje na osnovi uporabe eura u državama članicama europodručja, Eurosustav ostvaruje i monetarni prihod na osnovi novčanica eura koje su u optjecaju u inozemstvu, a ti se prihodi također alociraju nacionalnim središnjim bankama.

predviđeno i veće financiranje (čak 215,3 milijarde eura).⁴⁴

ESM privremeno služi i kao zajednički zaštitni mehanizam za bankovnu uniju u slučaju nedostatnosti kapaciteta jedinstvenoga fonda za sanaciju (SRF). Države članice europodručja, koje ujedno sudjeluju i u bankovnoj uniji, ESM koriste kao zajednički zaštitni mehanizam u slučaju snažnih poremećaja u bankovnom sustavu. Iako su provedene reforme bankovne regulative smanjile potrebu za fiskalnim zaštitnim mehanizmom, on je i nadalje potreban, a kao logično rješenje nametnuo se već postojeći ESM. Njega je moguće aktivirati tek nakon što se prethodno iscrpe druge mogućnosti predviđene regulativom, konkretno podjela troška sanacije između vlasnika i vjerovnika kreditne institucije (tzv. *bail-in*) i pokrivanje troška sanacije iz jedinstvenoga fonda za sanaciju. ESM u svojstvu dodatnog sloja osiguranja za SRF privremeno je rješenje jer su se države članice obvezale da će do 2024. godine, kada bi SRF trebao postići svoj puni kapacitet, uspostaviti stalni zajednički fiskalni zaštitni mehanizam.

Dodanu vrijednost pristupa ESM-u umanjuje činjenica da Hrvatska i danas ima pristup financijskoj pomoći EU-a, i to u okviru instrumenta za srednjoročnu potporu platnoj bilanci. Ukupan kapacitet ovog instrumenta, koji je također uvjetovan provođenjem programa makroekonomske prilagodbe, iznosi 50 milijardi eura, a sredstva pribavlja Europska komisija zaduživanjem na financijskom tržištu.

3.2. Troškovi uvođenja eura

3.2.1. Gubitak samostalne monetarne politike

Uvođenjem eura kao nacionalne valute Hrvatska će u potpunosti izgubiti samostalnu monetarnu i tečajnu politiku.⁴⁵ Umjesto toga, HNB će zajedno s ostalim nacionalnim središnjim bankama Eurosustava sudjelovati u vođenju zajedničke monetarne politike ESB-a.⁴⁶ Osim ekonomskih učinaka zamjene hrvatske kune eurom, koji se razmatraju u ovom dokumentu, postoje i drugi učinci poput gubitka nacionalne valute kao simbola suvereniteta i nacionalnog identiteta. Kada je riječ o ekonomskim učincima, načelno postoje dva glavna problema koja mogu proizaći iz gubitka samostalne monetarne politike. Prvi je taj što se država više ne može koristiti deviznim tečajem kao alatom za povećavanje konkurentnosti gospodarstva (tzv. kanal realnog tečaja). Drugi se odnosi na mogućnost da zajednička monetarna politika, koju ESB određuje ponajprije pomoću kamatnih stopa, za državu može biti neprimjerena ako se ona nalazi u različitoj fazi poslovnog

⁴⁴ U tijeku je program pomoći za Grčku kojim je predviđena ukupna pomoć u iznosu od 86 milijardi eura, koji se postupno isplaćuje. Druge dvije države članice korisnice programa pomoći uz potporu ESM-a koje su uspješno napustile program jesu Cipar i Španjolska. ESM je za Španjolsku predvidio 100 milijardi eura pomoći, no bilo je dovoljno 41,3 milijarde eura, dok je od alociranih 9 milijardi eura Cipru isplaćeno 6,3 milijarde eura.

⁴⁵ Hrvatska se ulaskom u EU već odrekla dijela monetarnog suvereniteta. Tako postoji obveza konzultacija s ESB-om prije promjene instrumenata monetarne politike i većih deviznih intervencija, a monetarno financiranje države od strane središnje banke zabranjeno je. Također, Vlada je obvezna konzultirati se s ESB-om prije svake zakonodavne prilagodbe vezane uz nadležnosti ESB-a. Stoga je prostor za vođenje aktivne monetarne politike od ulaska u EU manji nego što je to bio u prošlosti.

⁴⁶ Guverner HNB-a će kao član Upravnog vijeća ESB-a sudjelovati u donošenju odluka o monetarnoj politici, zajedno s guvernerima drugih središnjih banaka Eurosustava. HNB će biti uključen u izradu pripremnih materijala na kojima se temelje odluke Upravnog vijeća.

ciklusa u odnosu na ostatak europodručja (tzv. kanal realnoga kamatnjaka).

Glavna ograničenja za monetarnu i tečajnu politiku u malim gospodarstvima proizlaze iz njihove osjetljivosti na međunarodne tokove kapitala, zaduživanja u stranoj valuti te prijenosa tečajnih kretanja na potrošačke cijene. U uvjetima liberaliziranih kapitalnih računa, male države nalaze se pod utjecajem globalnoga financijskog ciklusa te su stoga prisiljene usklađivati se s politikama ključnih svjetskih središnjih banaka kako bi spriječile prekomjerne špekulativne tokove kapitala koji mogu ugroziti financijsku stabilnost.⁴⁷ To je posebice izraženo u Hrvatskoj gdje postoji visok udio stranog vlasništva u bankovnom sustavu. Naime, banke u stranom vlasništvu mogu se izravno zaduživati kod svojih matrica, od kojih se većina nalazi u europodručju, što umanjuje učinkovitost kamatnoga kanala monetarne politike HNB-a. Nadalje, većina malih država na međunarodnim tržištima može se zaduživati jedino u stranoj valuti, zbog čega nastoje izbjegavati prekomjerno fluktuiranje svojih valuta, što posljedično smanjuje prostor za aktivno vođenje monetarne i tečajne politike. Stabilnost tečaja u malim državama često je i ključan činitelj stabilnosti cijena, s obzirom na visok udio uvoznih proizvoda u potrošačkoj košarici.

Gubitak samostalne monetarne politike za Hrvatsku ne čini znatan trošak jer je prostor za aktivno korištenje monetarne i tečajne politike uvelike ograničen. Monetarna politika u Hrvatskoj zasniva se na održavanju stabilnosti tečaja kune prema euru jer je takva tečajna politika nužna za očuvanje stabilnosti cijena i financijske stabilnosti. Pritom kuna nije fiksno vezana uz euro, već se tečaj formira na deviznom tržištu ovisno o ponudi i potražnji za devizama. HNB se uključuje na devizno tržište kada želi spriječiti prekomjerno kolebanje tečaja. HNB je u razdoblju prije krize ublažavao jačanje kune, a u godinama krize njezino slabljenje. U takvom tečajnom režimu HNB ne može utjecati na vrijednost kune prema drugim stranim valutama (američkom dolaru, funti sterlinga, švicarskom franku itd.), jer je njihova vrijednost određena odnosima eura i tih valuta na svjetskim deviznim tržištima. Politika relativno stabilnog tečaja kune prema euru pridonosi stabilnosti cijena jer onemogućuje prijenos tečajnih kretanja na cijene uvoznih dobara te istodobno ima ulogu sidra za inflacijska očekivanja.⁴⁸ Stabilnost tečaja pomaže i očuvanju ukupne makroekonomske i financijske stabilnosti zbog visokog stupnja euroizacije i visoke razine duga vezanog uz euro. Izraženija deprecijacija kune povećala bi teret otplate duga, što bi uvelike premašilo eventualne pozitivne učinke porasta cjenovne konkurentnosti. Zbog toga Hrvatska raspolaže uskim prostorom za aktivno korištenje monetarne politike i tečajnim i kamatnim kanalom, pa je trošak odricanja od samostalne monetarne politike za Hrvatsku relativno mali.

Tečajna politika kojom je HNB u razdoblju prije krize ublažavao jačanje kune, a u godinama krize njezino slabljenje, nikada nije bila presudna za kretanje ukupne konkurentnosti hrvatskoga gospodarstva. Međutim, slabljenje tečaja kune u razdoblju nakon listopada 2008. pridonijelo je poboljšanju cjenovne konkurentnosti, koje bi bilo teže postići da je tečaj kune prema euru u tom razdoblju bio u potpunosti fiksna (*detaljnije o ulozi tečaja kune u funkciji cjenovne konkurentnosti domaćega gospodarstva u Okviru 2.*). U tom bi slučaju bila potrebna veća promjena relativnih cijena, tj. manja domaća inflacija, što bi se teško ostvarilo iz nekoliko razloga. Prvo, istraživanja HNB-a pokazuju da je inflacija u tom razdoblju ponajprije bila određena vanjskim činiteljima na koje HNB nema utjecaja.⁴⁹ Drugo, to bi dovelo do još snažnijeg pritiska na smanjenje plaća i zaposlenosti, s obzirom na to da cijene određuju troškovi, čiji su najveći dio troškovi rada. Međutim, teško je precizno govoriti što bi se dogodilo s obzirom na to da konkurentnost

⁴⁷ Rey (2015.)

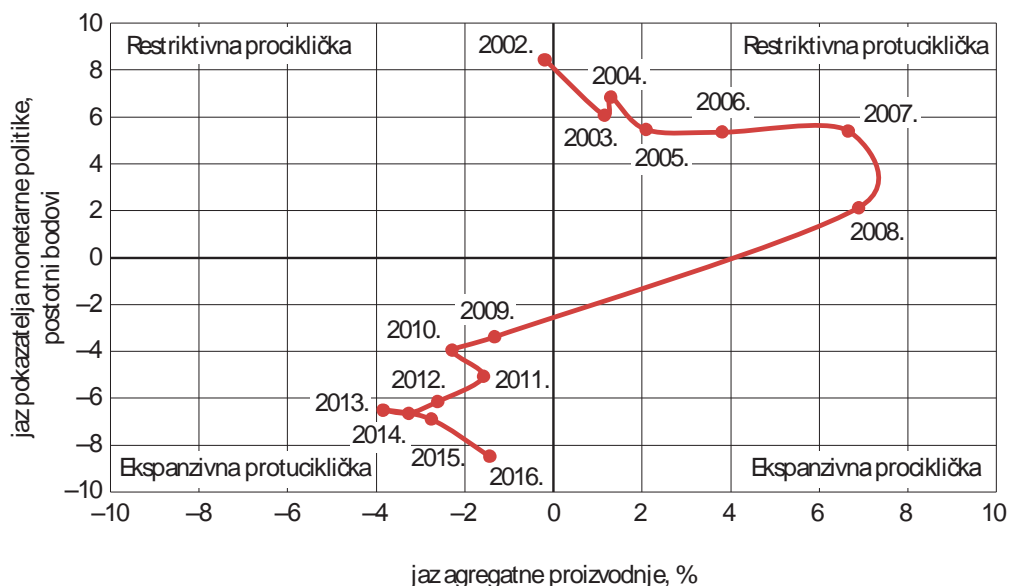
⁴⁸ Detaljnije u HNB (2015.), Bilten 216, Okvir 2. Prijenos kretanja deviznog tečaja na cijene u Hrvatskoj

⁴⁹ Detaljnije u HNB (2014.), Bilten 209, Okvir 4. Dekompozicija recentnih stopa inflacije na domaće i vanjske faktore

gospodarstva ne određuje samo tečaj nego i brojni necjenovni činitelji. Ostvarena blaga deprecijacija kune u razdoblju nakon listopada 2008. godine, potpomognuta potisnutom domaćom potražnjom, rezultirala je uglavnom padom uvoza, dok je izvoz počeo snažno rasti tek nakon ulaska u EU sredinom 2013. godine, kada su znatno olakšane i ubrzane procedure u trgovini s članicama EU-a. Usto, empirijska istraživanja ne pronalaze snažnu vezu između trgovinskih kretanja i pokazatelja cjenovne i troškovne konkurentnosti u državama članicama EU-a, već na izvoz snažnije utječu necjenovni činitelji, kao što su produktivnost poduzeća i kvaliteta izvoznih proizvoda i usluga.⁵⁰

HNB, uz politiku stabilnog tečaja kune prema euru, nastoji provoditi i protucikličku monetarnu i makroprudencijalnu politiku. U razdoblju prije krize monetarna politika bila je restriktivna, čime su se u bankovnom sustavu stvorile velike rezerve likvidnosti, dok je kreditna ekspanzija ublažena (Slika 11.). S nastupanjem krize monetarna politika postaje ekspanzivna otpuštanjem akumuliranih rezervi. Nakon uvođenja eura HNB će izgubiti vlastite instrumente monetarne politike, ali će zadržati visok stupanj samostalnosti u području makroprudencijalne politike (vidi 6.2. *Uloga makroprudencijalne politike u ublažavanju makroekonomskih i financijskih rizika*).

Slika 11. Cikličnost monetarne politike u Hrvatskoj



Napomena: Jaz pokazatelja monetarne politike razlika je u odnosu na prosječnu vrijednost. Pokazatelj monetarne politike jest udio imovine kreditnih institucija koja se drži zbog regulatornih zahtjeva u ukupnoj imovini kreditnih institucija. Imovina kreditnih institucija koja se drži zbog regulatornih zahtjeva (umanjena za viškove likvidnosti) uključuje obračunatu obveznu pričuvu u kunama, izdvojenu obveznu pričuvu u devizama, graničnu obveznu pričuvu, blagajničke zapise HNB-a i minimalno potrebna devizna potraživanja.
Izvor: Izračun HNB-a

Rizik je članstva u monetarnoj uniji u tome što zajednička monetarna politika ne mora odgovarati cikličkim potrebama gospodarstva neke države članice. Naime, ako monetarnu uniju tvori veći broj država članica, vrlo je vjerojatno da će se stope gospodarskog rasta i inflacije katkad razlikovati, pa jedinstvenom monetarnom politikom neće biti moguće zadovoljiti potrebe svih članica. Primjerice, ako nekoliko država članica bilježi dinamičniji gospodarski rast i snažnije inflacijske pritiske od ostatka unije, zajednička monetarna politika iz perspektive tih država može biti suviše

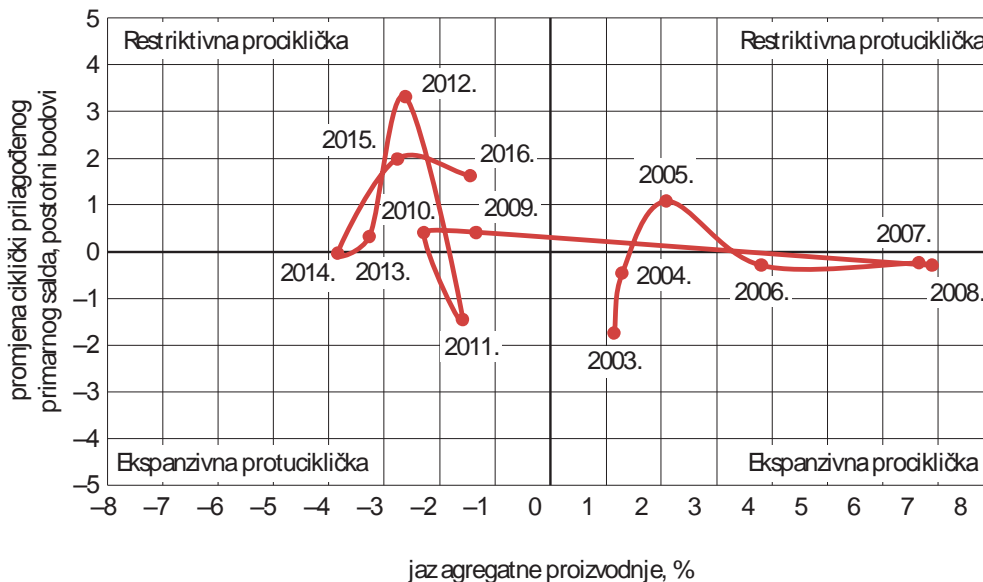
⁵⁰ Christodouloupoulou i Tkačevs (2014.), di Mauro i Foster (2008.)

ekspanzivna, odnosno može dodatno pridonositi pregrijavanju gospodarske aktivnosti. Neki ekonomisti smatraju da je ključna kamatna stopa ESB-a u prvoj polovini prošlog desetljeća bila preniska za pojedine države članice europodručja koje su u tom razdoblju proživljavale snažnu ekspanziju domaće potražnje.⁵¹ Može se pretpostaviti da bi gospodarska ekspanzija, a potom i recesija bile znatno slabije da su te države u razdoblju snažnog rasta mogle samostalno regulirati vlastite kamatne stope.

Poslovni ciklus u Hrvatskoj, međutim, usklađen je s poslovnim ciklusom u europodručju, pa zajednička monetarna politika ESB-a ne bi trebala negativno djelovati na hrvatsko gospodarstvo. Stupanj usklađenosti između poslovnog ciklusa Hrvatske i poslovnih ciklusa država članica jezgre europodručja podjednak je ili bolji u odnosu na ostale države članice europodručja, pri čemu je zamjetna tendencija rasta usklađenosti poslovnog ciklusa tijekom vremena. Na realnu gospodarsku aktivnost u Hrvatskoj dominantno utječu simetrični šokovi, dakle oni šokovi koji imaju usporediv učinak na gospodarsku aktivnost u Hrvatskoj i u europodručju (*vidi Okvir 1.*).

Gubitak samostalne monetarne politike stavlja još veći naglasak na potrebu vođenja primjerene fiskalne politike. Fiskalna politika u Hrvatskoj dosad je uglavnom bila prociklička (Slika 12.). Razdoblje do početka globalne financijske krize obilježila je ekspanzivna fiskalna politika, a od 2009. fiskalna politika imala je uglavnom restriktivan karakter. Međutim, u uvjetima snažnog pada gospodarske aktivnosti i relativno visokih troškova zaduživanja, fiskalni naponi za smanjenje manjka nisu bili dovoljni da bi se zaustavio izražen rast javnog duga. Kako bi se nadomjestio gubitak samostalne monetarne politike i smanjio previsok javni dug, Vlada će provoditi protucikličku fiskalnu politiku (*vidi 6.1. Važnost razboritog vođenja fiskalne i strukturnih politika*). Odgovornom vođenju ekonomske politike u Hrvatskoj trebale bi pridonijeti i nove procedure ekonomskog upravljanja na razini EU-a koje potiču na aktivniju provedbu mjera ekonomske politike u svrhu postizanja uravnoteženoga gospodarskog rasta u državama članicama.

Slika 12. Cikličnost fiskalne politike u Hrvatskoj



Izvor: Izračun HNB-a

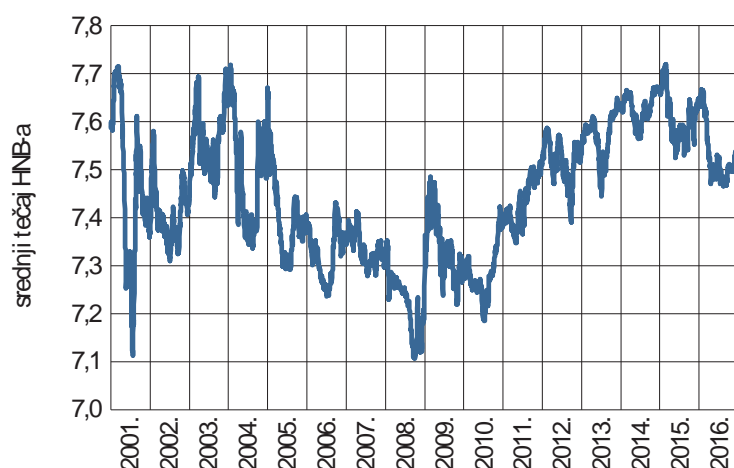
⁵¹ Primjerice, Arghyrou (2006.) analizira primjerenost monetarne politike ESB-a iz perspektive Grčke te pronalazi da je razina referentne kamatne stope od 2001. godine bila znatno niža od one koja bi odgovarala grčkom gospodarstvu s obzirom na fazu poslovnog ciklusa u kojoj se ono tada nalazilo.

Okvir 2. Devizni tečaj kune u funkciji cjenovne konkurentnosti domaćega gospodarstva

Nominalni tečaj kune prema euru, iako relativno stabilan, podložan je određenom kolebanju.

U razdoblju od 2001. do 2016. nominalni tečaj kune prema euru kretao se u relativno uskom rasponu od -4,6% do +3,7% oko svoje prosječne vrijednosti od 7,45 EUR/HRK. Takva kretanja rezultat su odnosa između ponude i potražnje na deviznom tržištu te su ponajprije uvjetovana ekonomskim fundamentima. Primjerice, jačanje domaće valute u razdoblju snažnog rasta do 2008. godine bilo je podržano snažnim kapitalnim priljevima, dok je nakon izbivanja krize tečaj kune deprecirao kao rezultat usporavanja priljeva kapitala (Slika 1.). Međutim, u recentnom razdoblju kuna ponovo jača u odnosu na euro, što se povezuje s povoljnim vanjskotrgovinskim ostvarenjima i priljevom sredstava iz fondova EU-a. HNB po potrebi intervenira na deviznom tržištu ili primjenjuje druge instrumente monetarne politike kada želi spriječiti prekomjerno kolebanje tečaja, koje može imati štetne makroekonomske učinke. Naime, zbog specifičnih obilježja hrvatskoga gospodarstva, relativna stabilnost nominalnog tečaja kune prema euru temeljni je kanal ostvarivanja zakonskog mandata stabilnosti cijena i financijske stabilnosti. U skladu s tim HNB je u razdoblju prije krize ublažavao jačanje kune, a u godinama krize njezino slabljenje.

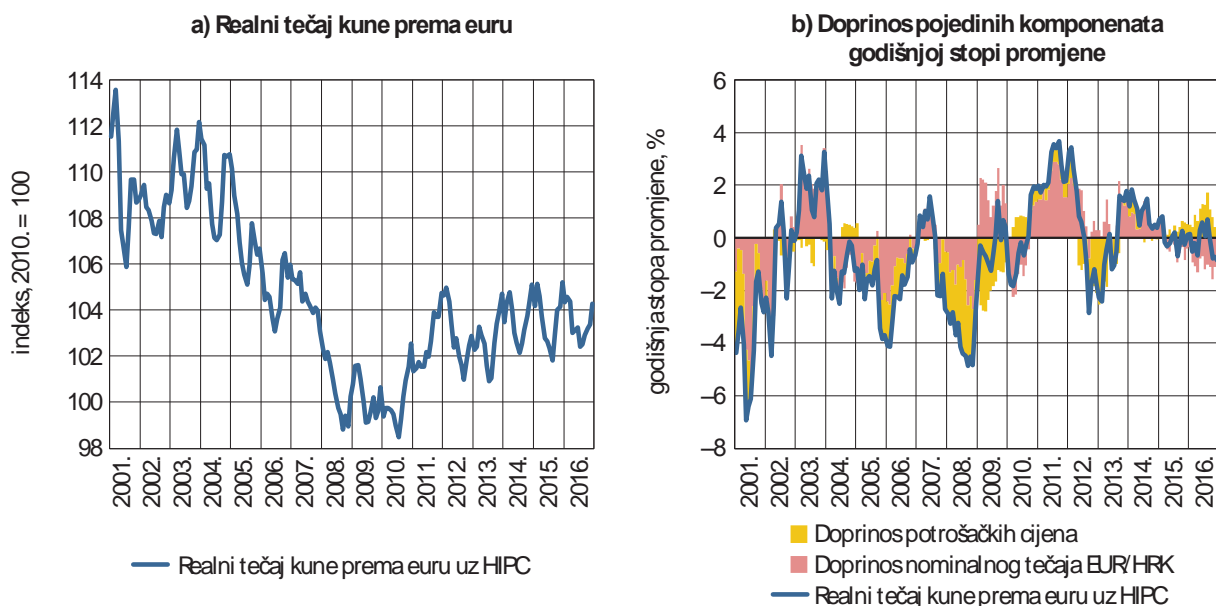
Slika 1. Kretanje nominalnoga dnevnog tečaja EUR/HRK



Izvor: HNB

Cjenovna konkurentnost Hrvatske u odnosu na europodručje poboljšala se nakon izbivanja svjetske financijske krize deprecijacijom tečaja kune prema euru. Promjena realnoga tečaja kune prema euru, koji je pokazatelj cjenovne konkurentnosti hrvatskoga gospodarstva u odnosu na europodručje, rezultat je promjene nominalnog tečaja kune prema euru i/ili razlike između porasta cijena u Hrvatskoj i europodručju. Od izbivanja svjetske financijske krize krajem 2008. do prosinca 2016. realni tečaj kune prema euru oslabio je za 4,0%, čime je poboljšana cjenovna konkurentnost u odnosu na europodručje (Slika 2.). To je gotovo u cijelosti bilo rezultat nominalne deprecijacije kune prema euru koja je tijekom spomenutoga razdoblja iznosila ukupno 4,7%, dok su se u istom razdoblju cijene u Hrvatskoj kretale slično kao i u europodručju. Pritom je blaga deprecijacija tečaja kune prema euru poglavito bila odraz usporavanja priljeva kapitala, čime su ublaženi gubici cjenovne konkurentnosti akumulirani u pretkriznom razdoblju.

Slika 2. Realni tečaj kune prema euru uz potrošačke cijene i doprinosi komponenata

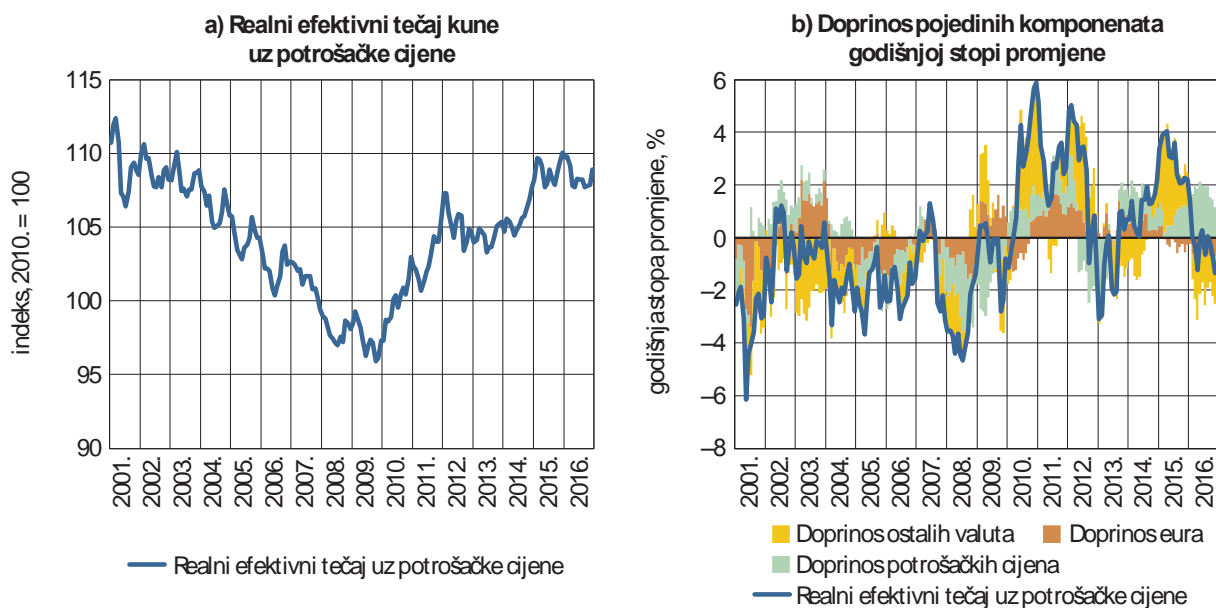


Napomena: Na lijevoj slici pad označuje aprecijaciju, dok na desnoj slici negativna vrijednost označuje aprecijaciju.
Izvori: HNB; Eurostat

Na pokazatelje cjenovne konkurentnosti hrvatskoga gospodarstva djelovali su i međuvalutni odnosi na svjetskom deviznom tržištu. Slično kao kod realnoga bilateralnog tečaja kune prema euru, realni multilateralni (tj. efektivni) tečaj kune uz potrošačke cijene⁵² prije krize većinom je aprecirao (Slika 3.), a nakon izbijanja krize deprecirao. Od kraja 2008. do kraja 2016. realni efektivni tečaj kune uz potrošačke cijene deprecirao je za 11%. Promatrano po komponentama, poboljšanje ukupne cjenovne konkurentnosti hrvatskog izvoza najviše je pridonijela promjena tečaja (7,0 postotnih bodova), dok je doprinos relativne promjene domaćih cijena prema cijenama glavnih trgovinskih partnera bio manje izražen (4,0 postotna boda). Doprinos promjene tečaja kune prema ostalim valutama bio je izraženiji u odnosu na doprinos promjene tečaja kune prema euru (4,3 naprema 2,7 postotnih bodova). Dakle, na poboljšanje ukupne cjenovne konkurentnosti hrvatskog izvoza nakon izbijanja krize najviše su djelovale promjene tečaja kune prema drugim važnim valutama, čije su promjene izvan utjecaja domaće monetarne politike.

⁵² Košaricu za izračun realnoga efektivnog tečaja kune čini 20 država partnera, a to su: a) iz europodručja osam država članica: Austrija, Belgija, Francuska, Italija, Nizozemska, Njemačka, Slovenija i Španjolska; b) iz EU-a, izvan europodručja, pet država članica: Češka, Mađarska, Poljska, Švedska i Ujedinjena Kraljevina te c) izvan EU-a sedam država: Bosna i Hercegovina, Japan, Kina, SAD, Srbija, Švicarska i Turska.

Slika 3. Realni efektivni tečaj kune uz potrošačke cijene i doprinosi komponenata



Napomena: Na lijevoj slici pad označuje aprecijaciju, dok na desnoj slici negativna vrijednost označuje aprecijaciju.
Izvori: HNB; Eurostat

3.2.2. Porast razine cijena zbog konverzije

Učinak konverzije nacionalnih valuta u euro na rast potrošačkih cijena u pravilu je vrlo blag.

U literaturi se navodi nekoliko važnih činitelja koji objašnjavaju zašto konverzija nacionalne valute u euro može potaknuti rast cijena. Tako se kao jedan od razloga ističe prelijevanje troškova konverzije na potrošače, koji obuhvaćaju npr. troškove promjene cjenika (tzv. *menu costs*) i troškove informatičkih usluga. Također, tijekom provedbe konverzije poduzeća često ne zaokružuju cijene simetrično kako bi njihov iznos u eurima dosegnuo novu atraktivnu razinu, nego ih češće zaokružuju naviše.⁵³ Naime, znatan dio cijena formira se na tzv. atraktivnoj razini, što podrazumijeva zaokruživanje cijena, kako bi plaćanje bilo praktično (tako da za vraćanje ne treba mnogo kovanica/novčanica), ili formiranje cijena tako da završavaju znamenkom 9 (tzv. psihološke cijene), koje na potrošače djeluju tako da podcjenjuju trošak kupnje proizvoda. Poticaj povećanju cijena može doći i ako prevladava mišljenje da potrošači ne primjenjuju točnu stopu konverzije kako bi si olakšali preračunavanje cijena u staru valutu, već ga pojednostavljuju. Tu situaciju poduzeća mogu pokušati iskoristiti kako bi povećala cijene svojih proizvoda i usluga odnosno svoje profitne marže.

⁵³ Aucremane i Cornille (2001.) te Folkertsma (2002.) ocijenili su da bi u najpessimističnijem scenariju, u kojem poduzeća sve atraktivne cijene u nacionalnoj valuti zaokružuju naviše kako bi dosegnule novu atraktivnu razinu u euro, učinak konverzije na indeks potrošačkih cijena u Belgiji odnosno Nizozemskoj mogao iznositi do 0,7 postotnih bodova. Do sličnih rezultata dolazi se i u slučaju Slovačke (National Bank of Slovakia, 2006.).

Tablica 1. Ocijenjeni učinak konverzije nacionalnih valuta u euro na stopu inflacije u postotnim bodovima

Rad	Zemlja	Razdoblje	Ocijenjeni učinak na ukupni HIPC (p. b.)
Stare zemlje članice			
Eurostat (2003.)	Europodručje	12./2001. – 1./2002.	0,09 – 0,28
Hüfner i Koske (2008.)	Europodručje	7./2001. – 7./2002.	0,34
Sturm i sur. (2009)	Europodručje	12./2001. – 1./2002.	0,05 – 0,23
Attal-Toubert i sur. (2002.)	Francuska	12./2001. – 4./2002.	0,2
Banco de España (2003.)	Španjolska	12./2001. – 6./2002.	0,4
Deutsche Bundesbank (2004.)	Njemačka	1./2002.	0,3
Folkertsma i sur. (2002.)	Nizozemska	1./2002.	0,2 – 0,4
Mostacci i Sabbatini (2008.)	Italija	12./2001. – 12./2002.	0,1 – 0,6
National Bank of Belgium (2002.)	Belgija	6./2001. – 4./2002.	0,2
Santos i sur. (2002.)	Portugal	1./2002. – 3./2002.	0,21
Nove zemlje članice			
Eurostat (2007.)	Slovenija	12./2006. – 1./2007.	0,3
Eurostat (2009.)	Slovačka	12./2008. – 2./2009.	do 0,3
Eurostat (2011.)	Estonija	12./2010. – 3./2011.	0,2 – 0,3
Eurostat (2014.)	Latvija	12. /2013. – 1./2014.	0,12 – 0,21
Eurostat (2015.)	Litva	12. /2014. – 1./2015.	0,04 – 0,11
IMAD (2007.)	Slovenija	12./2006. – 2. /2007.	0,24
Room i Urke (2014.)	Estonija	7./2010. – 6./2011.	0,0 – 0,5

Provedene analize upućuju na to da su učinci uvođenja eura na agregatnu inflaciju bili relativno mali (prosječno 0,23 postotna boda u novim državama članicama) i privremeni (najizrazitiji su bili većinom mjesec dana prije samog početka konverzije i tijekom mjeseca određenog za konverziju).⁵⁴ Prema ocjeni Eurostata učinak konverzije nacionalnih valuta u euro na ukupni harmonizirani indeks potrošačkih cijena (HIPC) za europodručje kao cjelinu iznosio je između 0,09 i 0,28 postotnih bodova tijekom prosinca 2001. i siječnja 2002. godine (Tablica 1.). Nadalje, gornja granica učinka konverzije na ukupni HIPC u državama članicama koje su kasnije pristupale europodručju, prema ocjeni Eurostata, također nije prelazila 0,3 postotna boda. U drugim istraživanjima za europodručje kao cjelinu ocijenjeno je da je učinak konverzije iznosio od 0,05 do 0,34 postotna boda.⁵⁵ Učinak konverzije razlikovao se među državama te je bio manji u državama u kojima je bila propisana obveza dvojnog iskazivanja cijena (u nacionalnoj valuti i euro) nekoliko mjeseci prije i nakon dana konverzije.

Rezultati istraživanja za druge države pokazuju da je rast cijena zbog konverzije zabilježen u uslužnom sektoru te kod manjeg broja proizvoda koji se često kupuju. U postupku konverzije nacionalnih valuta u euro najviše su porasle cijene usluga u restoranima i kafićima, usluge smještaja, frizerske usluge, različiti popravci, kemijsko čišćenje te rekreacijske i sportske usluge. Cijene dobara nisu u velikoj mjeri porasle zbog konverzije.⁵⁶ Malo izrazitiji učinak konverzije na

⁵⁴ Vidi Hüfner i Koske (2008.) te Rõdm i Urke (2014.)

⁵⁵ Hüfner i Koske (2008.) i Sturm (2009.)

⁵⁶ Europska središnja banka (2002.)

rast cijena zabilježen je kod dobara koja se češće kupuju (primjerice pekarski proizvodi i novine), a koji su ujedno relativno jeftini, tako da je zaokruživanje tih cijena na novu atraktivnu razinu dovelo do znatnog poskupljenja. S druge strane, zabilježena je tendencija da se cijene dobara veće vrijednosti, kao što su trajna potrošna dobra, zaokružuju naniže, što se pripisuje znatnoj konkurenciji na tim tržištima te tehnološkom napretku.

Tablica 2. Ocijenjeni učinak konverzije kune u euro na kretanje inflacije u Hrvatskoj u postocima ili postotnim bodovima

	COICOP	Promjena cijena zbog konverzije, %	Udio u HIPC-u 2017., %	Udio u IPC-u 2017., %	Doprinos HIPC-u, p. b.	Doprinos IPC-u, p. b.
09.5	Novine, knjige i pribor za pisanje	2,066	2,26	1,38	0,05	0,03
12.6	Financijske usluge	1,974	0,56	0,45	0,01	0,01
11.2	Usluge smještaja	1,752	7,26	0,39	0,13	0,01
03.2	Obuča	1,621	1,56	2,07	0,03	0,03
09.4	Rekreativne i kulturne usluge	1,520	1,92	2,42	0,03	0,04
09.6	Paket-aranžmani	1,453	1,47	0,50	0,02	0,01
11.1	Ugostiteljske usluge	1,217	5,46	3,51	0,07	0,04
09.3	Ostali predmeti i oprema za rekreaciju, vrtove i kućne ljubimce	1,177	1,40	1,13	0,02	0,01
07.1	Kupnja vozila	1,010	1,67	1,84	0,02	0,02
12.7	Ostale usluge	1,003	0,37	0,55	0,00	0,01
02.1	Alkoholna pića	0,912	3,31	1,20	0,03	0,01
	Ukupno		27,2	15,4	0,39	0,21
	Ukupno (prilagođeno)*				0,37	0,20

* Prilagodba naniže ako se uzme u obzir ocijenjeni učinak konverzije na pad određenih cijena u starim državama članicama

Izvori: Hüfner i Koske (2008.); DZS; izračun HNB-a

U skladu s iskustvima drugih država članica EU-a očekuje se da će učinak konverzije kune u euro na povećanje ukupne inflacije potrošačkih cijena u Hrvatskoj biti blag.⁵⁷ Procijenjeno je da bi učinak konverzije u Hrvatskoj mogao iznositi oko 0,20 postotnih bodova (na povećanje indeksa potrošačkih cijena), odnosno oko 0,37 postotnih bodova (na povećanje harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena) u razdoblju od pola godine prije i poslije konverzije. Pri procjeni je korišten prosjek ocijenjenih učinaka konverzije na rast cijena pojedinih komponenata harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena u starim državama članicama europodručja⁵⁸ i ponderi koje te komponente imaju u indeksima potrošačkih cijena u Hrvatskoj u 2017. godini (Tablica 2.). Konverzija bi mogla imati izraženiji učinak na ukupnu inflaciju mjerenu HIPC-om, ponajviše zbog znatno većeg udjela usluga smještaja u tom indeksu. Uvođenje eura moglo bi imati malo izrazitiji učinak na građane s višom razinom dohotka, s obzirom na to da je udio dobara i usluga čije bi cijene mogle znatno porasti (primjerice ugostiteljske usluge, rekreativne i kulturne usluge) u njihovoj potrošačkoj košarici relativno veći. S druge strane, konverzija u euro trebala bi u manjoj mjeri utjecati na poskupljenje košarice dobara i usluga koju kupuju građani s nižom razinom dohotka,

⁵⁷ Vidi Pufnik (2017.).

⁵⁸ Komponente kod kojih je u vrijeme konverzije nacionalnih valuta došlo do značajnog rasta cijena preuzete su iz Hüfner i Koske (2008.), u slučaju Hrvatske prilagođene su tako da ne sadržavaju administrativno regulirane cijene gdje je to moguće (ispuštena komponenta 12.4 Socijalna zaštita).

primjerice umirovljenici ili nezaposleni (Tablica 3.). U razdoblju uoči uvođenja eura Vlada će donijeti mjere kojima će poticati korektno preračunavanje cijena u novu valutu (*vidi 5.4.1. Mjere za sprječavanje rasta potrošačkih cijena zbog konverzije valute*).

Tablica 3. Ocijenjeni učinak konverzije kune u euro na kretanje cijena potrošačkih košarica pojedinih skupina potrošača u Hrvatskoj u postotnim bodovima

	Doprinos porastu cijena
Prosječno kućanstvo	0,19
Kućanstvo čiji je nositelj:	
Fizički radnik	0,18
Nefizički radnik	0,25
Samozaposlen	0,21
Nezaposlen	0,16
Umirovljenik	0,16
Neaktivan (ostalo)	0,17

Napomena: Izračun na temelju podataka iz Rezultata ankete o potrošnji kućanstava u 2014. Izvori: Hüfner i Koske (2008.); DZS; izračun HNB-a

Iako je uvođenje eura imalo vrlo blag učinak na ukupnu inflaciju, većina građana u državama članicama europodručja smatra da je uvođenje eura izazvalo znatan porast cijena. To je vidljivo iz znatnog povećanja razlike između razine inflacije koju percipiraju potrošači i stvarne inflacije mjerene službenim indeksom potrošačkih cijena u razdoblju nakon konverzije. Kao jedan od razloga zašto je percipirana inflacija bila znatno viša od stvarne inflacije u razdoblju nakon uvođenja eura u siječnju 2002. navodi se činjenica da građani u pravilu svoje percepcije o razini inflacije temelje na kretanju cijena većinom jeftinijih proizvoda koje često kupuju, a pokazalo se da je baš porast cijena relativno jeftinijih proizvoda tijekom konverzije bio izrazitiji. Povećanje razlike između percipirane inflacije i stvarne inflacije nakon konverzije može potaknuti negativne stavove prema euru. Međutim, iskustva članica koje su do sada uvele euro većinom upućuju na to da su potrošači povećanje inflacije smatrali privremenim jer istodobno nije došlo i do povećanja inflacijskih očekivanja.

3.2.3. Rizik prekomjernog priljeva kapitala i akumulacije makroekonomskih neravnoteža

Iskustva rubnih država članica europodručja nakon 2002. pokazuju da država nakon pristupanja monetarnoj uniji može biti izložena snažnim kapitalnim priljevima i nastanku unutarnjih i vanjskih neravnoteža. U pozadini snažnih kapitalnih priljeva u rubne države članice nalazio se optimizam domaćih gospodarskih subjekata i inozemnih vjervnika glede njihove realne konvergencije.⁵⁹ Osim toga, prevladavalo je uvjerenje da je zajednička monetarna politika ujednačila rizike država članica, zbog čega su zanemarene specifične ranjivosti pojedinih država. Također, osnivanjem monetarne unije trenutačno su uklonjene premije za valutni rizik i stabilizirana su inflacijska očekivanja u rubnim državama. U takvim uvjetima prinosi na obveznice rubnih država znatno su se smanjili, gotovo do razine prinosa na obveznice država jezgre europodručja. Smanjenje kamatnih stopa u uvjetima integracije financijskih tržišta i procikličke fiskalne politike dovelo je do

⁵⁹ Naime, uspostavljanje monetarne unije i dinamiziranje gospodarskog rasta u rubnim državama pozitivno su se odrazili na očekivanja gospodarskih subjekata glede rasta njihova dohotka u budućnosti, zbog čega se povećala njihova sklonost potrošnji i zaduživanju. Banke su spremno udovoljavale povećanoj potražnji za kreditima, pri čemu su kapital za financiranje kreditnog rasta pribavljale zaduživanjem u inozemstvu.

snažne kreditne ekspanzije i pregrijavanja domaće potražnje u rubnim državama, a time i do nastanka znatnih makroekonomskih neravnoteža. Nakon intenziviranja svjetske financijske krize u rujnu 2008. priljev kapitala i domaća potražnja naglo su smanjeni, što je pokrenulo duboku i dugotrajnu recesiju u tim državama. Snažne kapitalne priljeve prije izbijanja financijske krize zabilježile su i države koje tada nisu bile u europodručju, uključujući i Hrvatsku. Obilni kapitalni priljevi u države Srednje i Istočne Europe bili su odraz povoljnih globalnih financijskih uvjeta, ali i domaćih činitelja u smislu liberalizacije financijskih sustava i ukidanja restrikcija na kapitalne transakcije u kontekstu pristupanja tih država Europskoj uniji.

U razdoblju nakon krize uspostavljeni su novi mehanizmi koordinacije ekonomskih politika koji bi trebali jamčiti znatno veću stabilnost monetarne unije u budućnosti. Nastanak makroekonomskih neravnoteža u nekim rubnim državama članicama može se povezati i s institucionalnim manjkavostima EMU-a. Sve do 2012. države članice EU-a bile su dužne poštivati jedino pravila o proračunskom manjku definirana Paktom o stabilnosti i rastu, no ona nisu bila dovoljna da osiguraju adekvatnu fiskalnu disciplinu. Na temelju iskustva svjetske financijske krize Europska je unija uspostavila nove mehanizme koordinacije ekonomskih politika. Jedan od njih je postupak u slučaju makroekonomskih neravnoteža, koji služi za pravodobno otkrivanje i otklanjanje neravnoteža u gospodarstvima država članica (*vidi 5.2.1. Pravila europskog okvira za ekonomsko upravljanje koja se primjenjuju na europodručje*).

Osim nadogradnje okvira za koordinaciju ekonomskih politika u EU-u, poduzete su i mjere za smanjenje rizika za financijsku stabilnost. Bankovne krize koje su izbile u nekoliko država članica tijekom 2008. i 2009. bile su povezane sa snažnom kreditnom ekspanzijom prije krize. Sanacija posnulih banaka nekim je državama generirala znatne fiskalne troškove. Poremećaji u bankovnom sustavu negativno su se odrazili na raspoloživost kredita, a time i na brzinu gospodarskog oporavka. Stoga je nakon svjetske financijske krize provedena reforma bankovne regulative u svrhu povećanja otpornosti banaka na šokove i smanjenja cikličke kolebljivosti kreditne aktivnosti. Osnovan je i Europski odbor za sistemske rizike (ESRB), koji sagledava rizike za cjelokupni financijski sustav EU-a te potiče nacionalna nadležna tijela na poduzimanje aktivnosti u svrhu uklanjanja sistemskih rizika i ranjivosti (*vidi 6.2. Uloga makroprudencijalne politike u ublažavanju makroekonomskih i financijskih rizika*).

Provedene reforme institucionalnog okvira EMU-a, ali i vlastito iskustvo s priljevom kapitala u prekriznom razdoblju, trebali bi smanjiti vjerojatnost da Hrvatska nakon uvođenja eura doživi sudbinu rubnih država članica. Iskustvo država članica kod kojih je uvođenje eura potaknulo prekomjerno zaduživanje i povećanje makroekonomske ranjivosti upućuje na oprez. Međutim, dosljedna provedba europske koordinacije ekonomskih politika utjecat će na to da države članice aktivno djeluju kako bi spriječile gomilanje štetnih makroekonomskih neravnoteža. Osim toga, nacionalni bankovni regulatori raspolažu instrumentima kojima mogu ograničiti prekomjernu kreditnu aktivnost banaka. Hrvatska narodna banka u prošlosti se uspješno koristila sličnim instrumentima u svrhu smanjenja rizika za financijsku stabilnost. Također, kako je već istaknuto, intenzivni kapitalni tokovi tijekom prošlog desetljeća djelomično su bili odraz privremenih činitelja – ubrzane integracije financijskih tržišta u europodručju te liberalizacije financijskih sustava i ukidanja restrikcija na kapitalne transakcije u novim državama članicama – koji u sljedećem razdoblju neće biti prisutni. Kada se svi navedeni činitelji uzmu u obzir, nije izgledno da Hrvatska nakon uvođenja eura zabilježi prekomjernu akumulaciju makroekonomskih neravnoteža poput rubnih država članica u prošlom desetljeću.

3.2.4. Jednokratni troškovi konverzije

Pri zamjeni valute, neposredno prije i u kratkom razdoblju nakon samog uvođenja eura, pojavit će se neki jednokratni troškovi. Oni se odnose na pribavljanje odnosno izradu novčanica i kovanica eura, njihovu distribuciju i povlačenje novčanica i kovanica kune, te ostale prilagodbe u prometu gotovim novcem (prilagodbe bankomata). Jednokratni trošak prouzročuje i prilagodba informatičkih sustava te računovodstvenih i sustava za izvještavanje za poslovne subjekte, kao i pravne prilagodbe kojima će se osigurati kontinuitet ugovora i financijskih instrumenata. Troškovi informacijske kampanje i edukacije zaposlenika, posebice financijskih institucija, s ciljem bolje informiranosti šire javnosti također su jednokratni i vezani su uz radnje koje prethode samoj zamjeni valuta.

Iskustva država članica koje su do sada uvele euro mogu poslužiti za procjenu očekivane visine jednokratnih troškova u Hrvatskoj. Procjenjuje se da je visina jednokratnih troškova konverzije kod država članica koje su prve uvele euro kao gotovinsko sredstvo plaćanja 2002. iznosila oko 0,5% BDP-a. Za novije članice europodručja ne postoje *ex post* analize tih troškova, već samo procjene i očekivanja iz razdoblja prije uvođenja eura, koje uglavnom odgovaraju navedenim iznosima troška za inicijalne članice.⁶⁰

Kad je riječ o Hrvatskoj, za dio potrebnih radnji i prilagodbi očekuju se nešto niži troškovi u odnosu na nove države članice koje su već uvele euro. S obzirom na visok stupanj euroiziranosti hrvatskoga gospodarstva, ali i važnost sektora turizma koji generira velik priljev eurske gotovine, domaći gospodarski subjekti već imaju iskustvo u upotrebi eura. Stoga bi jednokratni trošak tehničkih prilagodbi pri uvođenju eura u Hrvatskoj mogao biti niži nego što je to bilo u drugim državama. Zahvaljujući činjenici da je znatan dio hrvatskoga financijskog sektora u vlasništvu institucija iz europodručja, informatičke i računovodstvene prilagodbe trebale bi biti relativno male jer mogu djelomično iskoristiti rješenja svojih vlasnika. Isto vrijedi i za poduzeća koja su dio stranih korporacija koje već posluju u europodučju. S druge strane, s obzirom na visok udio malih i srednje velikih poduzeća u gospodarstvu, ukupni jednokratni troškovi prilagodbe mogli bi biti relativno viši u odnosu na one države članice u kojima je taj sektor gospodarstva manje zastupljen. To će značiti priliku domaćim poduzećima da ponude softverska rješenja i druge usluge povezane s uvođenjem eura, što će smanjiti neto trošak konverzije. Hrvatska ima vrijedno iskustvo zamjene valuta pri uvođenju hrvatske kune 1994. godine, što će zasigurno pridonijeti tome da cijeli postupak zamjene kune eurom bude učinkovit i uspješan. O značenju toga specifičnog hrvatskog iskustva svjedoči i činjenica da su se neke nove države članice EU-a tijekom svojih praktičnih priprema za uvođenje eura u pojedinim aspektima koristile upravo hrvatskim iskustvom.

3.2.5. Jednokratni troškovi pristupanja Hrvatske narodne banke Eurosustavu

Nakon pristupanja Eurosustavu HNB će morati uplatiti preostali dio upisanog kapitala ESB-a, prenijeti dio svojih međunarodnih pričuva na ESB i uplatiti određeni iznos kao doprinos rezervama ESB-a. Pritom se iznosi navedenih obveza uplate temelje na ključu za upis kapitala

⁶⁰ Tako je Slovačka pri konverziji valuta očekivala tehničke troškove niže nego što je to bilo 2002. godine, konkretno na razini od 0,3% BDP-a. Takva očekivanja pravdala je činjenicom da se ovakvi jednokratni troškovi smanjuju zbog izostanka prijelaznog razdoblja i postojanja kraćeg razdoblja dvojne cirkulacije, kao i činjenicom da su pripreme u sektoru maloprodaje manje i jeftinije jer su domaći poslovni subjekti već uključeni u trgovinu u euru. Sve su to odlike situacije naknadnog prihvaćanja eura, za razliku od inicijalnog uvođenja nove valute. Litva i Latvija bile su nešto konzervativnije u svojim očekivanjima te su očekivale jednokratne troškove pri zamjeni valuta u visini od oko 0,8% BDP-a, odnosno manje od 1% BDP-a.

ESB-a koji predstavlja udio svake nacionalne središnje banke u kapitalu ESB-a, te odražava udio države članice u ukupnom stanovništvu i BDP-u Europske unije. Za HNB ključ za upis kapitala trenutačno iznosi 0,6023%.

Dok je iznos dijela uplata poznat, postoje i troškovi čija visina varira ovisno o makroekonomskoj situaciji i tržišnim uvjetima u trenutku pristupanja središnje banke Eurosustavu. Pristupanjem Hrvatske EU-u Hrvatska narodna banka postala je jedna od suvlasnica kapitala Europske središnje banke. Tada je HNB uplatio 2,4 milijuna eura u kapital ESB-a, što čini 3,75% HNB-ova udjela u upisanom kapitalu ESB-a. Uz uplatu preostalog dijela upisanoga kapitala u iznosu od 62,8 milijuna eura pri uvođenju eura, HNB će u kapitalu ESB-a sudjelovati s ukupnim iznosom od 65,2 milijuna eura. Nadalje, HNB će prilikom pristupanja Eurosustavu prenijeti oko 350 milijuna eura međunarodnih pričuva ESB-u. Naposljetku, HNB je dužan pridonijeti rezervama ESB-a, i to uplatom na revalorizacijski račun i na račun rezervacija. S obzirom na to da na visinu revalorizacijskog računa ESB-a utječu činitelji čije je kretanje teško predvidjeti, primjerice kretanje tečajeva i cijena imovine u bilanci ESB-a, nije moguće utvrditi točan iznos koji će HNB po toj osnovi trebati uplatiti. Prema sadašnjem stanju ukupan iznos koji bi HNB trebao uplatiti na revalorizacijski račun i račun rezervacija mogao bi iznositi oko 300 milijuna eura⁶¹ (vidi 5.3.4. *Financijske prilagodbe zbog pristupanja Eurosustavu*).

3.2.6. Sudjelovanje u pružanju financijske pomoći drugim državama članicama

Dok s jedne strane pristupanjem monetarnoj uniji Hrvatska stječe pravo pristupa instrumentu financijske pomoći za europodručje, s druge je strane dužna sudjelovati u troškovima povezanim sa solidarnom pomoći drugim članicama europodručja. Glavni takav trošak odnosi se na uplatu određenog iznosa u temeljni kapital ESM-a, budući da nakon uvođenja eura država postaje dioničar ESM-a, pri čemu država ujedno jamči da će u slučaju potrebe uplatiti preostali dio upisanog kapitala ESM-a.

Udio pojedine države članice u kapitalu ESM-a određuje se prema ESB-ovu ključu za upis kapitala. Pritom se vodi računa da sve države članice nisu jednako razvijene, stoga članica koja u godini prije uvođenja eura ostvaruje razinu BDP-a po stanovniku nižu od 75% prosjeka EU-a ima pravo koristiti se mogućnošću korekcije iznosa kapitala ESM-a koji treba uplatiti. Korekcija vrijedi za razdoblje od dvanaest godina te je nakon toga potrebno uplatiti ostatak iznosa do punoga predviđenog uplaćenog kapitala.

Trošak sudjelovanja u mehanizmima pomoći državama članicama europodručja, uz pretpostavku da se Hrvatska u 2016. pridružila europodručju, iznosio bi oko 425 milijuna eura. Taj bi iznos, koji uključuje korekciju iznosa kapitala zbog relativno nižeg dohotka u odnosu na prosjek EU-a, Hrvatska trebala uplatiti iz državnog proračuna tijekom nekoliko godina, konkretno u pet rata po približno 85 milijuna eura. Nakon isteka prijelaznog razdoblja od 12 godina, Hrvatska ne bi više imala pravo rabiti faktor korekcije te bi bila dužna uplatiti razliku do ukupnog iznosa od približno 690 milijuna eura. Pritom sve države članice mogu biti pozvane uplatiti viši iznos kapitala, nadalje u skladu s ključem i do iznosa upisanoga kapitala, a također solidarno dijele potencijalne obveze koje mogu proizaći iz kredita plasiranog nekoj državi članici u slučaju da ga ona nije u mogućnosti otplatiti. Naime, gubici koji bi nastali kao rezultat ESM-ovih operacija najprije se pokrivaju iz pričuvnog fonda u koji ESM uplaćuje svoje zarade, zatim iz uplaćenoga

⁶¹ Od tog iznosa uplata na račun rezervacija iznositi će 65,2 milijuna eura, što je jednako iznosu koji će HNB ukupno uplatiti u kapital ESB-a.

kapitala te, na kraju, iz odgovarajućeg iznosa neuplaćenoga upisanog kapitala po pozivu državama članicama europodručja. Dio upisanog kapitala ESM-a za koji jamči Hrvatska procjenjuje se na približno 6,03 milijardi eura, no vjerojatnost da bi države članice bile pozvane uplatiti ukupan upisani kapital izrazito je niska. Slične mehanizme jamstava primjenjuju i druge međunarodne financijske institucije, poput Svjetske banke i Europske investicijske banke, u kojima Hrvatska također sudjeluje. Države članice u pravilu nikada ne uplaćuju sredstva na osnovi tih jamstava. Osnovna je svrha jamstava osigurati najviši kreditni rejting, koji tim institucijama omogućuje vrlo povoljne uvjete tržišnog financiranja.

3.3. Ukupna ocjena koristi i troškova uvođenja eura

Analiza ekonomskih koristi i troškova pokazuje da će uvođenje eura imati snažan pozitivan utjecaj na hrvatsko gospodarstvo. Pritom je neke učinke teško kvantificirati jer oni ovise o budućim ekonomskim kretanjima. Tako, primjerice, uklanjanje valutnog rizika u razdoblju ekonomske stabilnosti utječe na niži trošak financiranja, dok u razdoblju nestabilnosti sprječava izbijanje valutne krize s velikim troškom za hrvatsko gospodarstvo. Zbog ograničenja koja proizlaze iz visokog stupnja euroizacije, činjenice da je hrvatsko gospodarstvo malo i otvoreno te očekivanja primjerenosti zajedničke monetarne politike, gubitak mogućnosti samostalnog vođenja monetarne i tečajne politike ne čini znatan trošak. Dok će pozitivni učinci uvođenja eura biti trajnoga karaktera, troškovi su uglavnom jednokratni (Tablica 4.).

Najveća pojedinačna korist od uvođenja eura jest uklanjanje valutnog rizika koji proizlazi iz visokog stupnja euroizacije i visoke zaduženosti hrvatskoga gospodarstva. Ova glavna korist uvođenja eura nije bila na jednak način prisutna u većini drugih članica europodručja, čija gospodarstva prije uvođenja eura nisu bila u takvoj mjeri euroizirana, pa je time i korist za Hrvatsku veća. Dodatna korist od uvođenja eura proizlazi iz potpunog nestajanja rizika valutne krize (u dijelu koji se odnosi na slabljenje kune u odnosu na euro), ali i smanjenja rizika i troška bankovne i platnobilančne krize, s obzirom na to da će banke dobiti pristup monetarnim operacijama ESB-a. Niži trošak zaduživanja svih sektora hrvatskoga gospodarstva, u usporedbi sa situacijom da Hrvatska ostane izvan europodručja, korist je koja se ocjenjuje srednje važnom. Niži kamatni troškovi pogodovat će investicijama i zapošljavanju, a smanjenje valutnog rizika privlačenju inozemnih ulaganja. Dok je povećanje obujma međunarodne razmjene u prošlosti bilo isticano kao jedan od osnovnih razloga za uvođenje zajedničke valute, taj učinak u slučaju Hrvatske ne bi trebao biti znatan, posebice u usporedbi s učinkom koji je imao ulazak u EU. Koristi od nižih transakcijskih troškova i prava na sudjelovanje u raspodjeli monetarnog prihoda Eurosustava ocijenjene su relativno malima. Naposljetku, pristup posebnim instrumentima financijske pomoći EU-a namijenjenima državama europodručja, osim izravnih koristi u slučaju potrebe za financijskom podrškom, donosi i neizravan pozitivan učinak na povjerenje međunarodnih tržišta. No, s obzirom na to da Hrvatska i danas ima pristup instrumentu pomoći EU-a, ta se korist ocjenjuje manje važnom.

Dok će većina koristi biti trajnoga karaktera, na strani troškova moguće je identificirati jednokratne financijske troškove koji će se realizirati po uvođenju eura. Prije svega to se odnosi na financijske troškove provedbe konverzije, uplate hrvatskog dijela sredstava u Europsku središnju banku i Europski mehanizam za stabilnost te rizik blagoga jednokratnog povećanja razine cijena zbog konverzije. Precizna kvantifikacija nije moguća kada je riječ o potencijalnim troškovima povezanim s mogućim prekomjernim priljevom kapitala i s time povezanim nastankom

makroekonomskih neravnoteža te gubitkom samostalne monetarne politike, no oni se ocjenjuju malima. Gubitak samostalne monetarne politike koji istodobno podrazumijeva sudjelovanje u zajedničkoj monetarnoj politici ne čini značajan trošak za Hrvatsku. Taj se zaključak zasniva, s jedne strane, na okolnostima u kojima se monetarna politika danas vodi, a koje se odnose na ograničenja zbog visokog stupnja euroizacije i činjenice da je hrvatsko gospodarstvo malo i otvoreno, te, s druge strane, na očekivanoj primjerenosti zajedničke monetarne politike za Hrvatsku.

Provedena analiza usredotočena je na ekonomske koristi i troškove uvođenja eura u Hrvatskoj, ali treba voditi računa i o ostalim učincima pristupanja monetarnoj uniji. Osim neekonomskih aspekata dublje europske integracije, dodatna je korist za Hrvatsku provedba politika potrebnih za ostvarenje kriterija za uvođenje eura, a koje podrazumijevaju jačanje konkurentnosti i makroekonomske stabilnosti. Te politike koriste hrvatskom gospodarstvu neovisno o uvođenju eura. Stoga poteškoće s kojima se suočava europodručje ne umanjuju korist od vođenja politika usmjerenih k ostvarenju kriterija za uvođenje eura. Ukupni učinci integracije Hrvatske u ekonomsku i monetarnu uniju, uključujući učinke koje je Hrvatska već ostvarila pristupanjem Europskoj uniji i one koji će proizaći iz uvođenja eura, prikazani su na Slici 13.

Tablica 4. Pregled glavnih koristi i troškova uvođenja eura

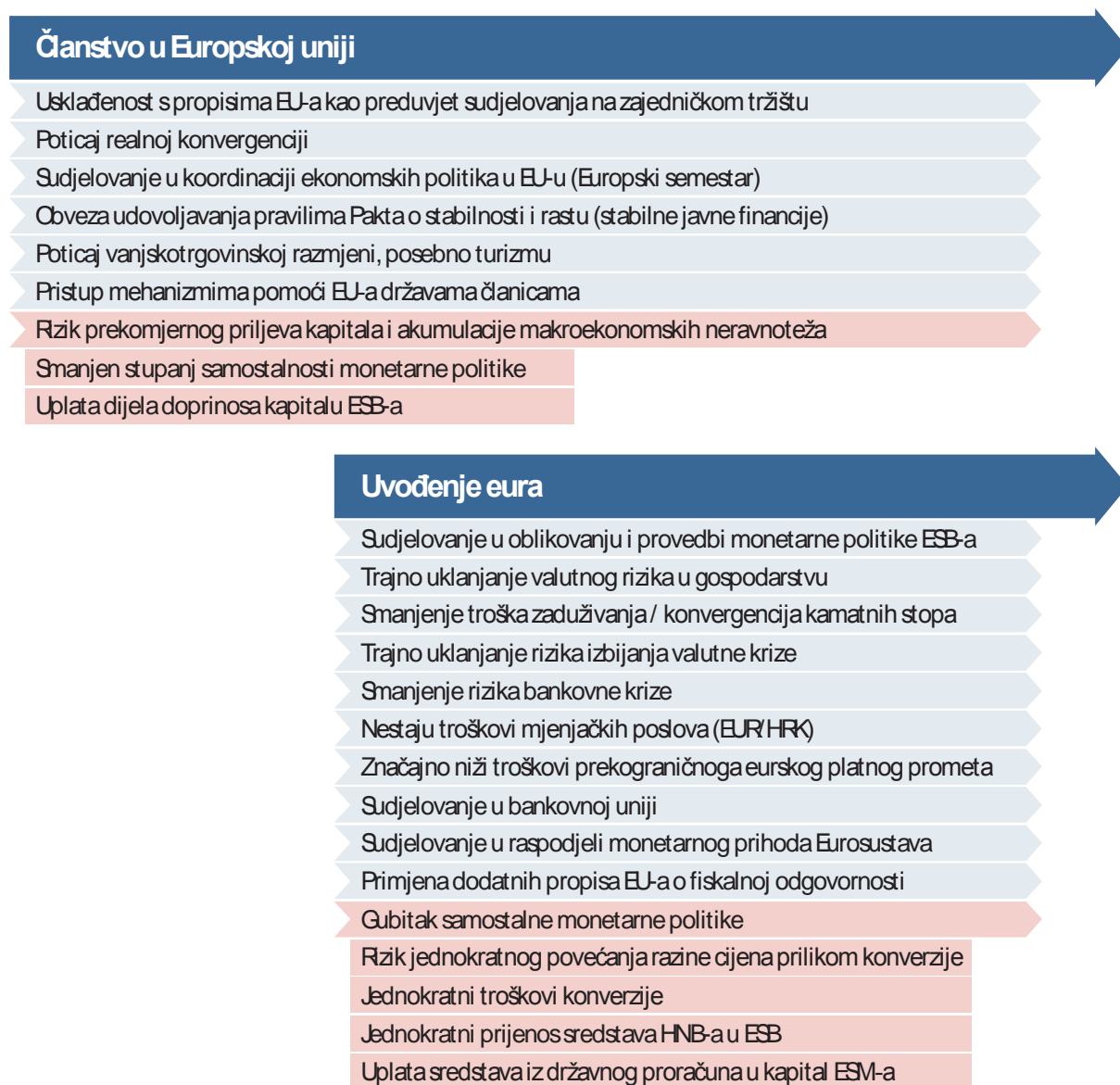
Koristi uvođenja eura			
	Važnost	Vremenski učinak	Opis
Uklanjanje valutnog rizika u gospodarstvu	Velika	Trajni	Trajno će se ukloniti valutni rizik u gospodarstvu pa će nestati negativni učinak deprecijacije tečaja za sve subjekte koji imaju obveze u eurima. Naime, valuta prihoda (plaća) uskladit će se s valutom u kojoj se izvršavaju obveze, stoga će trajno prestati briga građana i poduzeća o zaštiti od promjene tečaja. Uklanjanje valutnog (tečajnog) rizika trajno će povećati otpornost gospodarstva i atraktivnost Hrvatske za ulaganja te će otkloniti potrebu za posebnim mjerama kojima je cilj jačanje otpornosti na valutni rizik.
Smanjenje troška zaduživanja svih domaćih sektora	Srednja	Trajni	Razina kamatnih stopa u Hrvatskoj približit će se razini kamatnih stopa država članica jezgre europodručja. Građani i poduzeća imat će manje troškove financiranja nego u slučaju da Hrvatska ostane izvan europodručja. Snižavanje kamatnih stopa poboljšat će relativni položaj hrvatskih poduzeća u odnosu na njihove konkurente iz europodručja. Smanjenje kamatnih stopa pozitivno će utjecati na gospodarski rast, investicije i zapošljavanje.
Otklanjanje rizika valutne i smanjenje rizika bankovne i platnobilančne krize	Srednja	Trajni	Uvođenjem eura Hrvatska se trajno rješava rizika valutne krize kojem su svi domaći sektori već desetljećima izloženi. Pristup banaka izvorima likvidnosti središnje banke u eurima, koji je sada ograničen raspoloživom visinom deviznih pričuva, trajno će smanjiti rizik bankovne i platnobilančne krize.
Niži transakcijski troškovi	Mala	Trajni	Trajno će se otkloniti trošak konverzije kao razlika između kupovnog i prodajnog tečaja eura i kune. Procjenjuje se da će na toj razlici godišnja ušteda za nefinancijski sektor iznositi od 0,1 do 0,3% BDP-a. Troškovi eurskog platnog prometa smanjit će se na razinu onih u europodručju. Ukidanjem troškova povezanih s mjenjačkim i transakcijskim poslovima povećat će se konkurentnost Hrvatske.
Poticaj međunarodnoj razmjeni i ulaganjima	Srednja	Trajni	Upotreba zajedničke valute trajno pridonosi jačanju međunarodne razmjene i konkurentnosti. Hrvatska je već članstvom u EU-u ostvarila značajne pozitivne učinke na izvoz robe i usluga, koji će

			se dodatno intenzivirati uvođenjem eura. Potpuno nestajanje valutnog rizika povećat će atraktivnost Hrvatske kod međunarodnih ulagača i tako pridonijeti rastu inozemnih izravnih ulaganja.
Sudjelovanje u raspodjeli monetarnog prihoda Eurosustava	Mala	Trajni	Iznos koji će HNB-u biti alociran u godišnjoj raspodjeli monetarnog prihoda Eurosustava mogao bi biti osjetno veći od doprinosa HNB-a ukupnome udruženom monetarnom prihodu. Prema iskustvu usporedivih članica europodručja godišnji iznos alociran HNB-u mogao bi u prosjeku iznositi oko 40 milijuna eura. HNB će zadržati glavninu svojih međunarodnih pričuva u obliku investicijskog portfelja, na kojima će ostvarivati prihode koje će uplatiti u hrvatski državni proračun.
Pristup mehanizmima financijske pomoći europodručja	Mala	Trajni	Hrvatska će imati potpuni pristup Europskom mehanizmu za stabilnost (ESM) – mehanizmu financijske pomoći EU-a namijenjenom isključivo državama članicama europodručja. ESM omogućuje financijsku podršku članicama europodručja bez izravnog opterećenja poreznih obveznika. Ovaj zajednički zaštitni mehanizam, osim što izravno pomaže državama koje su pogođene šokom, pozitivno utječe na povjerenje financijskih tržišta prema svim članicama koje su uvele zajedničku valutu. Hrvatska danas u slučaju potrebe može pristupiti samo instrumentu pomoći EU-a namijenjenom za države članice izvan europodručja.
Troškovi uvođenja eura			
	Važnost	Vremenski učinak	Opis
Gubitak samostalne monetarne politike	Mala	Trajni	Gubitak samostalne monetarne politike mali je trošak jer je prostor za aktivno korištenje monetarne i tečajne politike i danas sužen, i to zbog velike raširenosti eura u hrvatskoj ekonomiji i činjenice da je Hrvatska mala i otvorena zemlja sa snažnom prisutnošću bankovnih grupacija iz europodručja. Osim toga, ulaskom u Europsku uniju Hrvatska se obvezala da će tečajnu politiku smatrati pitanjem od zajedničkog interesa, a stupanj samostalnosti monetarne politike zbog preuzetih obveza djelomično je smanjen. Nakon uvođenja eura stječe se trajno pravo na izravno sudjelovanje u oblikovanju i provedbi zajedničke monetarne politike na razini ESB-a i Eurosustava. Zajednička monetarna politika za Hrvatsku bi trebala biti primjerena zbog usklađenosti poslovnih ciklusa Hrvatske i europodručja.
Rizik povećanja razine cijena pri konverziji	Mala	Jednokratni	Neopravdano povećanje cijena (nepošteno zaokruživanje cijena pri konverziji) spriječit će se primjerenim mehanizmima praćenja postupka konverzije, među čijim će glavnim mjerama biti dvojno iskazivanje cijena. Moguće je jednokratno povećanje prosječne razine potrošačkih cijena za 0,2 – 0,4 postotna boda, i to uglavnom u uslužnom sektoru.
Rizik prekomjernog priljeva kapitala i akumulacije makroekonomskih neravnoteža	Mala	Trajni	Snažniji priljevi kapitala mogu dovesti do akumulacije makroekonomskih neravnoteža nakon uvođenja eura. Međutim, iskustvo HNB-a u ublažavanju prekomjernih priljeva kapitala, novi mehanizmi koordinacije ekonomskih politika u EU-u te očekivana primjerenost zajedničke monetarne politike umanjuju vjerojatnost nastanka štetnih makroekonomskih neravnoteža.
Troškovi konverzije	Mala	Jednokratni	Jednokratni tehnički troškovi konverzije, koji se odnose na prilagodbe u platnom prometu, uključujući izradu i nabavu novčanica i kovanica eura, te troškove povezane s informatičkim

			prilagodbama i tiskanjem dokumenata s iznosima u eurima, mogli bi biti niži nego u drugim državama članicama zbog visoke euroiziranosti hrvatskoga gospodarstva.
Prijenos sredstava Europskoj središnjoj banci	Mala	Jednokratni	HNB će uplatiti preostali iznos svog udjela u kapitalu Europske središnje banke u iznosu od oko 62,5 milijuna eura. Dodatno će HNB trebati uplatiti oko 300 milijuna eura u zaštitne slojeve ESB-a te prenijeti oko 350 milijuna eura međunarodnih pričuva u pričuve ESB-a. Uplatom cjelokupnog iznosa u kapital Europske središnje banke Hrvatska će steći pravo na sudjelovanje u raspodjeli zajedničkoga monetarnog prihoda.
Sudjelovanje u pružanju financijske pomoći drugim državama članicama	Srednja	Jednokratni	Hrvatska će postati dioničar Europskog mehanizma za stabilnost, što omogućuje pristup instrumentima pomoći u slučaju krize. To također znači obvezu postupne uplate procijenjenih oko 690 milijuna eura u kapital ESM-a, od čega će se oko 425 milijuna eura uplatiti u prvih pet godina. Hrvatska danas implicitno sudjeluje u pružanju financijske pomoći državama članicama EU-a, i to putem zajedničkog proračuna EU-a kojim se jamči za instrumente pomoći EU-a.

Napomena: Ocijenjena važnost koristi i troškova uvođenja eura subjektivna je procjena. Pojednim koristima i troškovima dodijeljene su sljedeće ocjene važnosti: velika, srednja ili mala.

Slika 13. Učinci integracije Hrvatske u ekonomsku i monetarnu uniju



Izvor: HNB

4. Postupak uvođenja eura

Uvođenje eura, osim o sposobnosti države članice da zadovolji propisane kriterije, ovisi i o podršci država članica europodručja. Ta podrška posebice je važna na samom početku procesa, pri ulasku u tečajni mehanizam (ERM II), iako službeno ne postoje uvjeti koje bi država članica trebala zadovoljiti kako bi mogla pristupiti tečajnom mehanizmu. Nakon ulaska u tečajni mehanizam nastupa drugi korak, u kojem su pravila jasno određena. Uvjeti koje država članica EU-a mora ispuniti za uvođenje eura propisani su Ugovorom o funkcioniranju Europske unije. Prije uvođenja eura država mora dokazati da je dosegla visok stupanj nominalne i pravne konvergencije. Ocjena dosegnute nominalne konvergencije ovisi o ostvarenoj stabilnosti cijena i stabilnosti deviznog tečaja u odnosu na euro, održivosti javnih financija te konvergenciji dugoročnih kamatnih stopa. Pravna konvergencija vrednuje se prema tome je li država uskladila zakonodavni okvir koji regulira djelovanje središnje banke. Ostvareni napredak prema monetarnoj uniji, uključujući ocjenu nominalne i pravne konvergencije, zasebno ocjenjuju Europska komisija i Europska središnja banka najmanje jednom u dvije godine ili na zahtjev države članice s odstupanjem⁶².

4.1. Pristupanje tečajnom mehanizmu ERM II

Prije uvođenja eura država članica dužna je najmanje dvije godine provesti u tečajnom mehanizmu, pri čemu devizni tečaj nacionalne valute ne smije znatnije fluktuirati u odnosu na euro. Međutim, neovisno o svom putu prema zajedničkoj valuti i ispunjavanju kriterija konvergencije, sve države članice EU-a trebaju težiti očuvanju stabilnosti tečajeva svojih nacionalnih valuta. Naime, svaka država članica dužna je tretirati svoju tečajnu politiku kao pitanje od zajedničkog interesa EU-a.⁶³ To u praksi znači da je potrebno voditi računa o tome da realni tečaj ne odstupa značajno od ravnotežnog, kao i izbjegavati prekomjerno fluktuiranje nominalnog tečaja, kako se ne bi ugrozilo funkcioniranje jedinstvenog tržišta.

4.1.1. Podrška za pristupanje tečajnom mehanizmu

Uvjeti za ulazak u tečajni mehanizam nisu određeni, no za pristupanje tečajnom mehanizmu potrebna je podrška drugih država članica europodručja i institucija EU-a. Ta podrška može ovisiti o njihovoj ocjeni gospodarskog stanja države kandidatkinje, a prije svega o stupnju konvergencije i makroekonomske stabilnosti. Podrška drugih država ovisi i o političkoj volji za daljnje širenje monetarne unije. Ako politička volja za proširenje ne postoji, državi kandidatkinji može se odgoditi ulazak u tečajni mehanizam, što bi usporilo njezin napredak prema uvođenju eura.

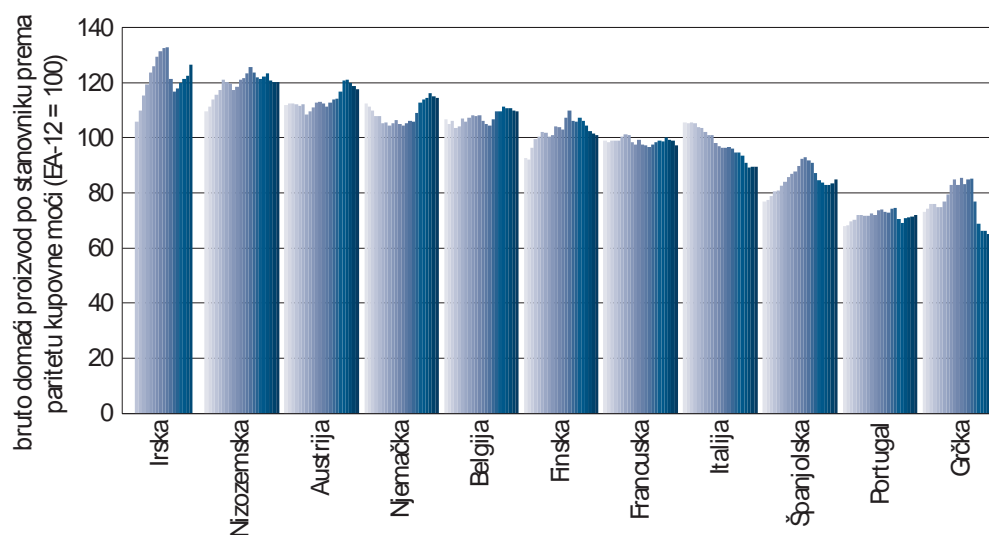
⁶² Svaka država članica koja još ne sudjeluje u trećoj fazi ekonomske i monetarne unije, drugim riječima koja još nije uvela euro, ima status države članice s odstupanjem. Sve države članice, osim Danske i Ujedinjene Kraljevine, koje imaju trajno izuzeće, dužne su uvesti euro čim za to ispune uvjete.

⁶³ Ugovor o Europskoj uniji, članak 142.

4.1.1.1. Konvergencija dohotka (realna konvergencija)

Pri razmatranju zahtjeva za pristupanje tečajnom mehanizmu države članice i institucije EU-a uzimaju u obzir ostvareni stupanj realne konvergencije. Tvorci europske ekonomske i monetarne unije smatrali su da će ispunjavanje kriterija nominalne konvergencije osigurati dovoljan stupanj gospodarske integracije i podudarnosti poslovnih ciklusa država članica i time olakšati vođenje zajedničke monetarne politike. Očekivalo se da će se razlike u realnom dohotku po stanovniku između država članica postupno smanjivati, odnosno da će nastupiti realna konvergencija. Međutim, ostvarena realna konvergencija nije bila održiva. Gospodarska ekspanzija rubnih država članica prije izbijanja svjetske financijske krize temeljila se na inozemnom zaduživanju i snažnom rastu domaće potražnje, što je stvorilo znatne makroekonomske neravnoteže. Nakon izbijanja svjetske financijske krize rubne države ušle su u duboku recesiju te su njihova gospodarstva divergirala u odnosu na države jezgre (Slika 14.). Pri razmatranju budućih zahtjeva za pristupanje tečajnom mehanizmu moglo bi se voditi računa o tome je li realna konvergencija država kandidatkinja zasnovana na zdravim temeljima (povećanju produktivnosti i konkurentnosti).

Slika 14. Realna konvergencija 11 izvornih članica europodručja između 1995. i 2016.

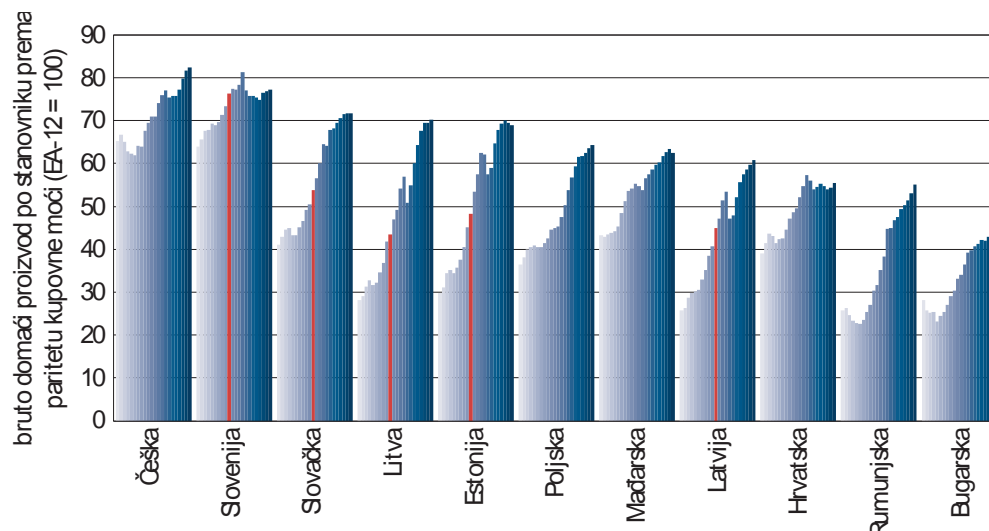


Napomena: Podaci za Irsku ne uključuju podatke od 2015. jer je tada došlo do neuobičajeno snažnog porasta BDP-a pod utjecajem registracije nekoliko velikih stranih kompanija.

Izvor: Eurostat

Sadašnja razina BDP-a po stanovniku Hrvatske usporediva je s razinama dohotka novih članica europodručja u trenutku njihova pristupanja tečajnom mehanizmu, pa se može zaključiti da je dosegnuta realna konvergencija dostatna za pristupanje tečajnom mehanizmu. Kako bi se usporedio stupanj dosegnute realne konvergencije, prikazan je odnos BDP-a po stanovniku odabranih novih država članica EU-a i ponderiranog prosjeka BDP-a po stanovniku 12 izvornih članica europodručja (EA-12), iskazano prema paritetu kupovne moći. Nove države članice pristupale su tečajnom mehanizmu pri različitim razinama relativnog dohotka, pri čemu je BDP po stanovniku iznosio između 43% i 90% prosjeka EA-12. Najnižu relativnu razinu dohotka po stanovniku u godini pristupanja tečajnom mehanizmu imale su Litva, Latvija i Estonija (redom 43,5%, 45% i 48,2% BDP-a po stanovniku europodručja), dok su najvišu razinu dohotka imale Malta (72,1%), Slovenija (76,3%) i Cipar (90,1%). Za usporedbu, u 2016. BDP po stanovniku Hrvatske iznosio je 55,4% ponderiranog prosjeka za EA-12, što je približno jednako istom pokazatelju za Slovačku u godini njezina pristupanja tečajnom mehanizmu (Slika 15.).

Slika 15. Realna konvergencija država Srednje i Istočne Europe između 1995. i 2016.

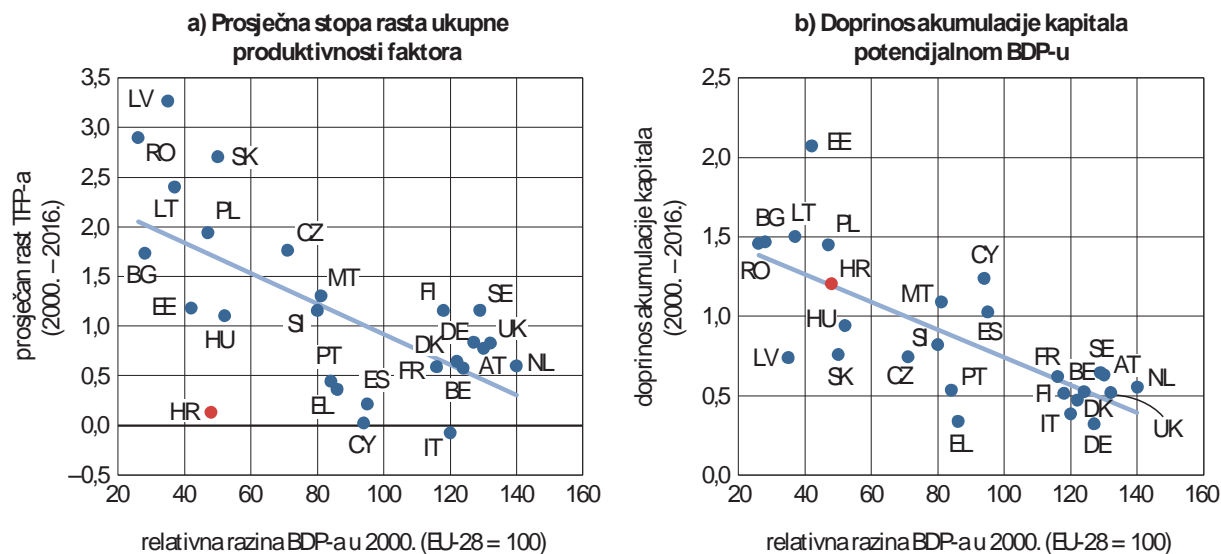


Napomena: Podaci za Hrvatsku za razdoblje od 1995. do 2000. procjena su HNB-a. Crvenom bojom označena je godina u kojoj je država članica pristupila tečajnom mehanizmu.

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

Postoji prostor za ubrzanje realne konvergencije provedbom strukturnih reformi, s obzirom na to da Hrvatska zaostaje u kretanju ukupne faktorske produktivnosti. U razdoblju od 2000. do 2016. hrvatski BDP po stanovniku povećan je s 47% na 60% ponderiranog prosjeka za EU-28, iskazano prema paritetu kupovne moći. Međutim, taj se rast temeljio na akumulaciji kapitala, velikim dijelom u niskoproduktivnim sektorima poput trgovine, građevinarstva i ulaganja u nekretnine, a ne na rastu produktivnosti (slike 16.a i 16.b). Prema stopi rasta ukupne produktivnosti faktora u razdoblju od 2000. do 2016. Hrvatska zaostaje za državama članicama iz Srednje i Istočne Europe i nalazi se u skupini država poput Italije, Španjolske i Grčke, koje se među članicama europodručja ističu najslabijim rastom produktivnosti (Slika 16.a). To upućuje na strukturne slabosti hrvatskoga gospodarstva. Vlada je pripremila niz mjera za povećanje produktivnosti (*vidi 5.1.1. Provedba ekonomske politike s ciljem smanjivanja ranjivosti gospodarstva*). Reforme u području uvjeta poslovanja i investicija te povećanje učinkovitosti javnog sektora trebale bi omogućiti rast produktivnosti i investicija u kratkom i srednjem roku, dok će reforme u području obrazovanja utjecati na dugoročni rast.

Slika 16. Rast produktivnosti i doprinos akumulacije kapitala potencijalnom BDP-u



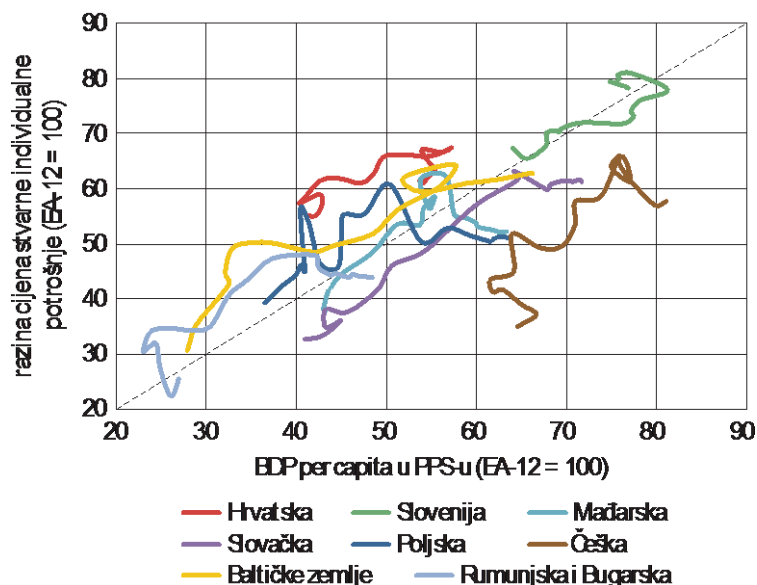
Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

4.1.1.2. Konvergencija cijena

Razina cijena u znatnoj je mjeri određena stupnjem ekonomskog razvoja, a u Hrvatskoj je ona povijesno gledano relativno visoka u usporedbi s državama sa sličnom razinom dohotka. Države s nižim razinama dohotka obično imaju relativno niže razine cijena, a ekonomski rast i razvoj, koji smanjuju razlike među državama, utječu na rast relativne razine cijena odnosno na konvergenciju cijena (Slika 17.). Hrvatska je već 1995. imala relativno visoku razinu cijena, oko 55% prosjeka prvih članica europodručja (EA-12), dok je među novim članicama EU-a jedino Slovenija imala višu razinu cijena (67%). Istodobno je u Hrvatskoj BDP po stanovniku iznosio oko 40% prosječne vrijednosti EA-12, slično kao u Mađarskoj i Slovačkoj, koje su imale zamjetno nižu razinu cijena od Hrvatske, oko 38% odnosno 33% prosjeka EA-12. Izuzevši Sloveniju, nove države članice tečajnom su mehanizmu pristupile pri relativno niskoj razini cijena, koju je Hrvatska premašila još 1995. godine (Slika 18.).

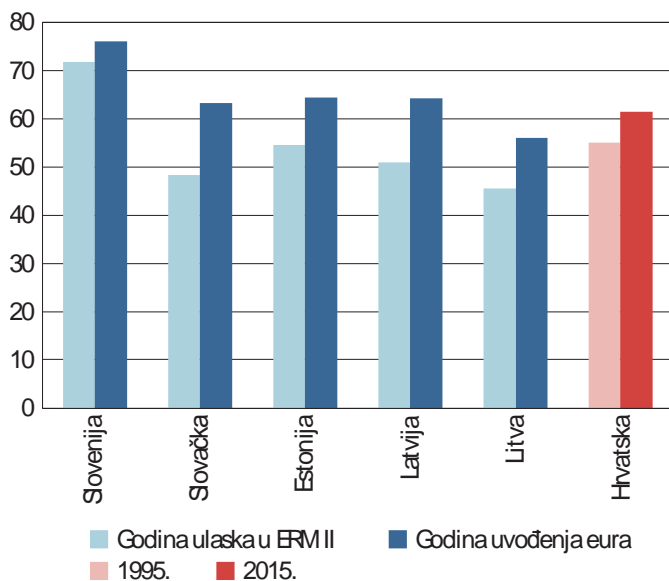
Tijekom proteklih dvadesetak godina rast dohotka po stanovniku bio je popraćen konvergencijom razine cijena, koja je bila izraženija u državama s nižom početnom razinom cijena. Cjenovni jaz najviše se smanjio u baltičkim državama, Slovačkoj i Češkoj, a najmanje u Hrvatskoj i Sloveniji, zbog visoke početne razine cijena (Slika 17.). Od 1995. do 2015. cjenovni jaz s europodručjem u baltičkim se državama smanjio za 32, u Slovačkoj za 29, a u Češkoj za 23 postotna boda. Istodobno je u Sloveniji i Hrvatskoj cjenovni jaz smanjen za znatno manjih 11 odnosno 6 postotnih bodova. Od izbijanja krize realna se konvergencija usporila u većini novih država članica, a cjenovni se jaz počeo povećavati. Divergencija cijena nakon izbijanja krize bila je slabija u državama koje su uvele euro ili imale fiksni ili upravljano fluktuirajući devizni tečaj nego u onima sa slobodno fluktuirajućim tečajem.

Slika 17. Konvergencija razine cijena novih članica EU-a određena stupnjem ekonomskog razvoja, između 1995. i 2015.



Napomena: Podaci za Hrvatsku od 1995. do 1999. procjena su na temelju podataka MMF-a. Podaci za baltičke države jednostavni su prosjek Estonije, Litve i Latvije. PPS označuje paritet kupovne moći (engl. *Purchasing Power Standard*).
Izvori: Eurostat; MMF

Slika 18. Razina cijena u novim članicama EU-a (EA-12 = 100)



Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

U uvjetima realne konvergencije više stope inflacije u državama Srednje i Istočne Europe (SIE)⁶⁴ često se povezuju s Balassa-Samuelsonovim (BS) učinkom⁶⁵, koji u Hrvatskoj nije bio

⁶⁴ Nove države članice EU-a koje geografski pripadaju Srednjoj i Istočnoj Europi jesu Češka, Mađarska, Poljska, Slovenija, Slovačka, Bugarska, Rumunjska, Latvija, Litva, Estonija i Hrvatska.

⁶⁵ Prema domaćoj verziji BS učinka brži rast produktivnosti u sektoru razmjenjivih nego u sektoru nerazmjenjivih dobara dovodi do bržeg rasta relativnih cijena nerazmjenjivih dobara, a posljedično i do rasta ukupne razine cijena odnosno inflacije. Prema međunarodnoj verziji BS učinka brži rast produktivnosti u sektoru razmjenjivih naprama sektoru nerazmjenjivih doba-

vidljiv.⁶⁶ Hrvatska nije imala bitno višu stopu ukupne inflacije potrošačkih cijena od europodručja, a imala je i jednu od najnižih prosječnih stopa inflacije u skupini država SIE-a.⁶⁷ Nadalje, dvije temeljne pretpostavke BS modela u Hrvatskoj nisu zadovoljene. Prvo, u razdoblju od 2001. do 2016. rast produktivnosti u sektoru razmjenjivih dobara (industrija) nije bio sistematski veći u odnosu na rast produktivnosti u sektoru nerazmjenjivih dobara, u koji se standardno svrstavaju sve ostale djelatnosti osim poljoprivrede i javne uprave (Slika 19.a).⁶⁸ Inozemna ulaganja bila su u velikoj mjeri usmjerena u sektor nerazmjenjivih dobara, što je pridonijelo rastu produktivnosti u tom sektoru. Drugo, rast realnih plaća bio je znatno veći u sektoru razmjenjivih dobara, dok BS model pretpostavlja izjednačavanje rasta plaća među sektorima zbog mobilnosti rada (Slika 19.c). Pritom je rast realnih plaća u sektoru razmjenjivih dobara u prosjeku bio veći od rasta produktivnosti (Slika 19.b). Za razliku od razdoblja prije izbijanja krize, kada su cijene nerazmjenjivih dobara rasle brže od cijena razmjenjivih dobara, u skladu s domaćom verzijom BS učinka, u razdoblju nakon 2009. ostvarena su suprotna kretanja. U Hrvatskoj dakle ne postoji ustrajan jaz između rasta cijena u sektoru nerazmjenjivih u odnosu na rast cijena u sektoru razmjenjivih dobara koji bi upućivao na postojanje Balassa-Samuelsonova učinka (Slika 19.d).

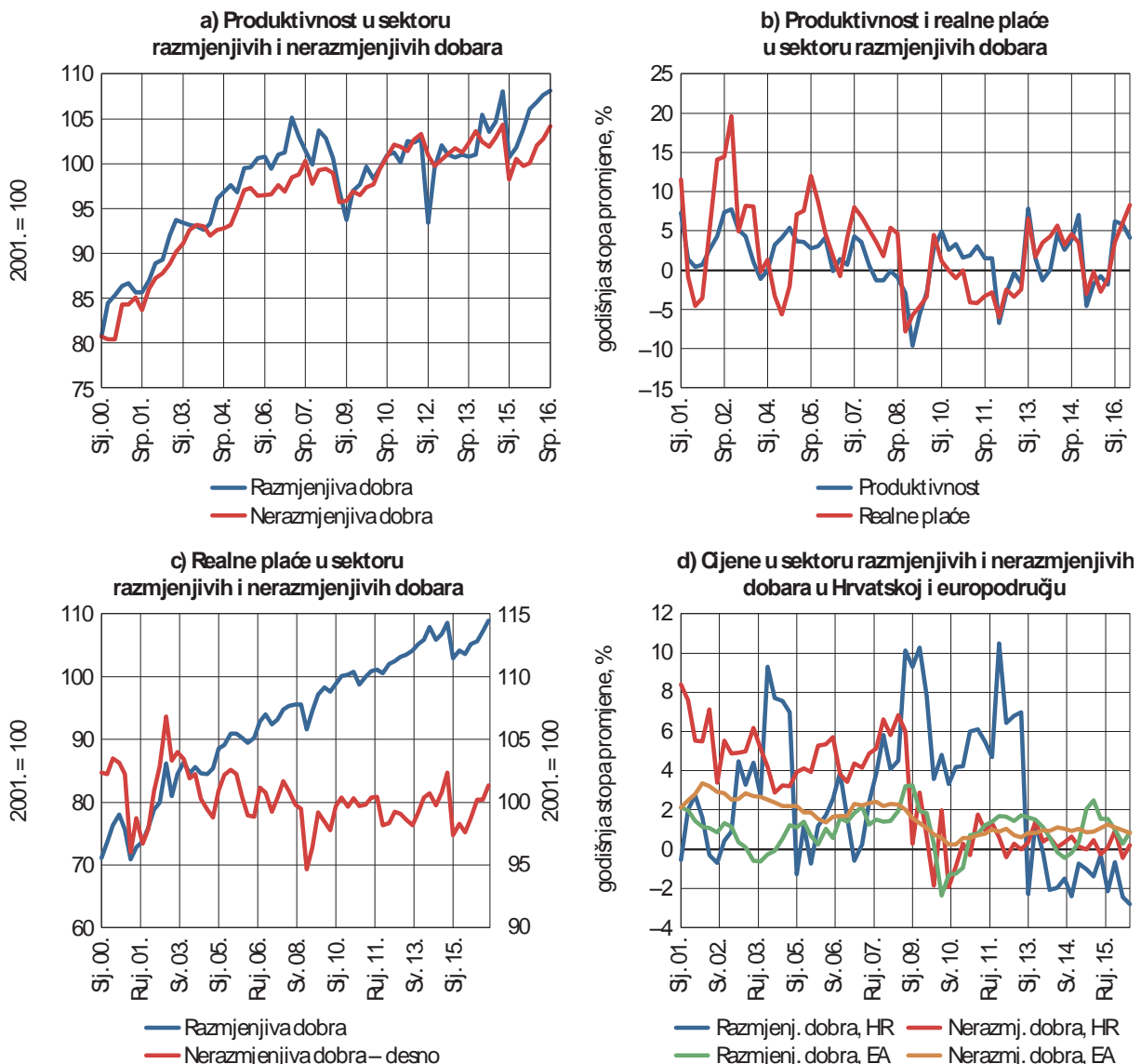
ra u zemlji u odnosu na inozemstvo dovodi do bržeg rasta relativnih cijena nerazmjenjivih dobara i posljedično ukupne razine cijena u odnosu na inozemstvo, odnosno realne aprecijacije tečaja.

⁶⁶ Funda, Lukinić i Ljubaj (2007.)

⁶⁷ Prosječna godišnja stopa ukupne inflacije potrošačkih cijena u Hrvatskoj iznosila je u razdoblju od 1999. do 2016. relativno niskih 2,4% te nije bitno odstupala od 1,7% u europodručju, a ujedno su samo Češka (2,1%) i Litva (2,3%) među novim članicama EU-a imale nižu inflaciju od Hrvatske.

⁶⁸ Zbog specifične strukture hrvatskoga gospodarstva Balassa-Samuelsonov učinak nije sasvim relevantan za Hrvatsku. Naime, uobičajeno je da se pri izračunu BS učinka kao sektor međunarodno razmjenjivih dobara promatra samo industrija, dok se za ostale sektore pretpostavlja da ne sudjeluju značajno u izvozu. Takva je pretpostavka u slučaju Hrvatske problematična zbog visokog udjela turizma (izvoz usluga) u BDP-u.

Slika 19. Produktivnost, plaće i cijene

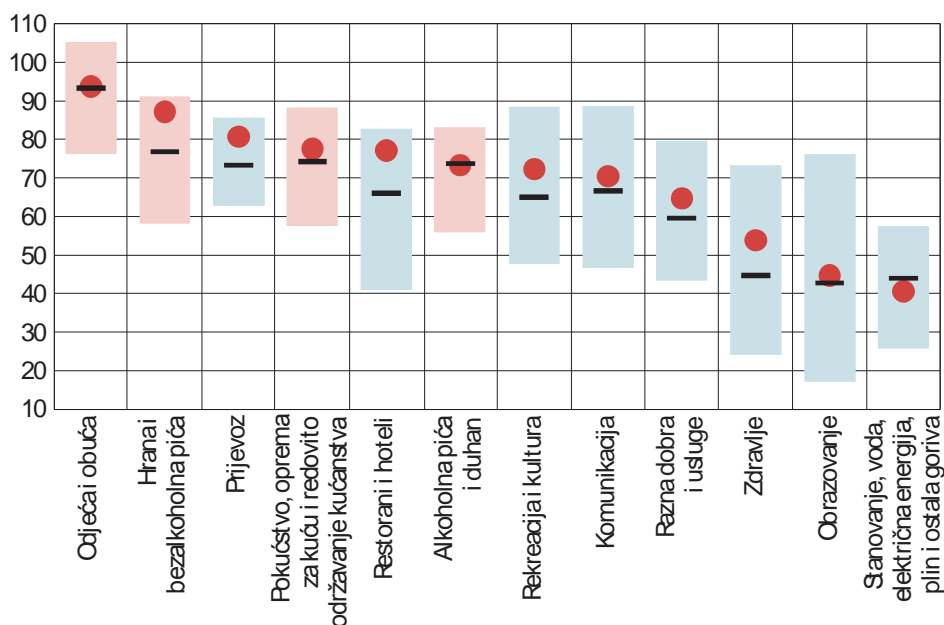


Napomena: Podaci o cijenama u sektoru razmjenjivih dobara odnose se na deflator za industriju, dok se podaci o cijenama u sektoru nerazmjenjivih dobara odnose na prosječan deflator za ostale djelatnosti.
Izvori: DZS; Eurostat; izračun HNB-a

Relativno visoka razina cijena i niska inflacija upućuju na to da proces konvergencije cijena ne bi trebao značajnije utjecati na rast cijena u budućnosti. U Hrvatskoj je razina cijena u 2015. bila viša nego u većini novih članica EU-a (Slika 20.). Cijene povezane s turizmom (restorani i hoteli) te cijene hrane i pića relativno su najviše odstupale (bile veće) od prosjeka novih država članica. Osim toga, razina cijena međunarodno razmjenjivih dobara u Hrvatskoj bila je bliža razini europodručja nego kod nerazmjenjivih dobara. Međutim, dok se cjenovni jaz kod razmjenjivih dobara između Hrvatske i europodručja u posljednjih desetak godina smanjio, kod nerazmjenjivih dobara on se blago povećao zbog divergencije tih cijena nakon izbijanja krize, a posebice kod skupine dobara i usluga koja uključuje stanovanje, vodu, električnu energiju, plin i ostala goriva, čija je relativna razina cijena prema europodručju trenutačno najniža u usporedbi s ostalim skupinama iz potrošačke košarice. Iz toga proizlazi da nastavak procesa konvergencije razine cijena, osim o intenzitetu realne konvergencije, može ovisiti i o drugim činiteljima, poput liberalizacije cijena dobara i usluga koje su trenutačno djelomično ili u potpunosti administrativno regulirane

(plin, električna energija, voda, stanovanje i sl.).

Slika 20. Razina cijena 12 glavnih kategorija u potrošačkoj košarici u Hrvatskoj i ostalim državama SIE-a, 2015. (EA-12 = 100)



Napomena: Crveni krug označuje Hrvatsku, stupci označuju maksimum i minimum država SIE-a, a crna crta neponderirani prosjek država SIE-a. Stupci osjenčani crvenom bojom prikazuju pretežno razmjernjive proizvode, a stupci osjenčani plavom bojom pretežno nerazmjernjive proizvode.

Izvori: Eurostat; izračun HNB-a

4.1.1.3. Prisutnost makroekonomskih neravnoteža

Prisutnost prekomjernih makroekonomskih neravnoteža u državi koja želi uvesti euro može usporiti njezin napredak prema monetarnoj uniji. Naime, ako se nekoj državi članici u okviru Europskog semestra, kao godišnjeg ciklusa koordinacije ekonomskih politika, utvrde prekomjerne neravnoteže, nije izgledno da će ona dobiti pozitivnu ocjenu o postignutom stupnju održive konvergencije, a time ni podršku za sudjelovanje u tečajnom mehanizmu.⁶⁹

Hrvatska je posljednjih godina smanjila makroekonomske neravnoteže. Na temelju ostvarene, snažne fiskalne konsolidacije sredinom 2017. ukinut je postupak u slučaju prekomjernog manjka za Hrvatsku koji je pokrenut 2014. godine. U postupku u slučaju makroekonomskih neravnoteža za 2017. utvrđeno je da su referentne vrijednosti pokazatelja makroekonomskih neravnoteža premašene kod neto stanja međunarodnih ulaganja, duga opće države i stope nezaposlenosti. Godinu prije referentne vrijednosti bile su premašene i kod drugih pokazatelja: kretanja udjela u svjetskom izvozu, stope dugotrajne nezaposlenosti i stope nezaposlenosti mladih. Navedeno smanjenje broja i intenziteta makroekonomskih neravnoteža u Hrvatskoj najvećim je dijelom rezultat gospodarskog oporavka.

Unatoč smanjenju dijela neravnoteža Europska komisija zaključila je u ožujku 2018. da su one u Hrvatskoj i dalje prekomjerne. Iako je ostvaren napredak glede pojedinih neravnoteža,

⁶⁹ U svom Izvješću o konvergenciji ESB (2016.) navodi da država članica s odstupanjem za koju je pokrenut postupak u slučaju prekomjernih makroekonomskih neravnoteža pri ocjeni spremnosti za uvođenje eura vjerojatno neće moći dobiti pozitivnu ocjenu o postignutom stupnju održive konvergencije.

Europska komisija Hrvatsku i dalje svrstava u skupinu država koje imaju prekomjerne neravnoteže.⁷⁰ Kada je riječ o politikama kojima se navedene neravnoteže mogu ublažiti, Europska komisija istaknula je da postoji potreba za boljim upravljanjem javnim financijama, modernizacijom javne uprave, poboljšanjem poslovnog okružja i reformama na tržištu rada, posebno u smislu povećanja stope aktivnosti radne snage.

Hrvatska treba nastaviti provoditi mjere s ciljem ublažavanja makroekonomskih neravnoteža kako bi ostvarila podršku za pristupanje tečajnom mehanizmu. Potpuno uklanjanje strukturnih makroekonomskih neravnoteža kao što su visok inozemni i javni dug ne može se ostvariti u kratkom roku, ali je moguće poduzimati trajne napore kako bi se intenzitet neravnoteža nastavio smanjivati. S tim će ciljem Vlada i nadalje provoditi razboritu fiskalnu politiku i strukturne reforme (*vidi 5.1. Provedba ekonomske politike s ciljem smanjivanja ranjivosti gospodarstva*).

4.1.2. Postupci i glavna obilježja sudjelovanja u tečajnom mehanizmu

Tečajni mehanizam ERM II definiran je Rezolucijom Europskog vijeća o uspostavljanju tečajnog mehanizma u trećem stadiju ekonomske i monetarne unije iz 1997. godine.⁷¹

Sporazum između ESB-a i nacionalnih središnjih banaka država članica izvan europodručja uređuje sve operativne elemente tečajnog mehanizma.⁷² Uspješnim sudjelovanjem u tečajnom mehanizmu država dokazuje da je sposobna funkcionirati u uvjetima stabilnog tečaja prema euru. Naime, tijekom boravka u tečajnom mehanizmu devizni tečaj nacionalne valute mora biti stabilan u odnosu na središnji paritet prema euru, pri čemu devalvacija središnjeg pariteta nije dopuštena.

Pripreme za pristupanje tečajnom mehanizmu započinju konzultacijama s državama članicama europodručja i institucijama EU-a, a potom i s radnom skupinom Euroskupine, pri čemu država članica obznanjuje svoje ciljeve glede sudjelovanja u tečajnom mehanizmu. Ako u tim razgovorima dobije podršku partnera iz EU-a, država članica može podnijeti zahtjev za sudjelovanje u mehanizmu, što je prvi korak službene procedure. Drugi je korak sastanak Gospodarskog i financijskog odbora u formatu ERM II⁷³, na kojem se razmatra je li makroekonomski okvir države podnositeljice zahtjeva prikladan za ulazak u ERM II te se raspravlja o primjerenom središnjem paritetu i granicama fluktuacija. Treći se korak obavlja u okviru sastanka na kojem se odlučuje o središnjem paritetu i granicama fluktuacije. Odluka o središnjem paritetu u odnosu na euro i granicama fluktuacija donosi se zajedničkim dogovorom ministara država članica europodručja, ESB-a te ministara i guvernera država članica koje nisu u europodručju, ali čije valute sudjeluju u tečajnom mehanizmu. Posljednji korak u postupku uključuje objavu priopćenja u kojemu se navode datum ulaska u tečajni mehanizam, središnji paritet, granice fluktuacija te dogovorene obveze pri vođenju ekonomske politike. Državama članicama preporučuje se da pripreme razgovore i same pregovore o ulasku u ERM II obavljaju u tajnosti kako ne bi utjecali na financijska tržišta.

⁷⁰ Prekomjerne makroekonomske neravnoteže prisutne su u Italiji, Cipru i Hrvatskoj.

⁷¹ *Resolution of the European Council on the Establishment of an Exchange-rate Mechanism in the Third Stage of Economic and Monetary Union (97/C 236/03)*

⁷² Sporazum između Europske središnje banke i nacionalnih središnjih banaka država članica izvan europodručja kojim se utvrđuju operativni postupci za tečajni mehanizam u trećoj fazi ekonomske i monetarne unije (2006/C 73/08)

⁷³ Radi se o sastanku Gospodarskog i financijskog odbora posvećenom kandidaturi države članice da započne sa sudjelovanjem u ERM-u II na kojem sudjeluju predstavnici ministarstava financija i središnjih banaka država članica europodručja, država čije valute sudjeluju u ERM-u II, ESB-a i Europske komisije.

Pregovori o pristupanju države tečajnom mehanizmu nisu vremenski ograničeni. Trajanje procesa ovisi o postupku usuglašavanja. Iskustva država koje su do sada pristupile tečajnom mehanizmu međusobno se znatno razlikuju. Neke su države pregovore dovršile u samo nekoliko dana, druge su pregovarale nekoliko mjeseci, a jedna država u neformalnim razgovorima nije dobila podršku za ulazak u tečajni mehanizam.

Određivanje središnjeg pariteta nacionalne valute prema euru i granica fluktuacija ključan je dio pregovora o sudjelovanju u tečajnom mehanizmu. Prije početka pregovora Vlada i HNB utvrdit će ciljanu razinu središnjeg pariteta nacionalne valute prema euru, kao i ciljane granice fluktuacija deviznog tečaja u odnosu na središnji paritet. Kako bi se izbjegle špekulacije na deviznom tržištu, središnji paritet i granice fluktuacije objavit će se tek nakon što Hrvatska postigne dogovor s ostalim članicama europodručja i institucijama EU-a.

Pri utvrđivanju ciljanoga središnjeg pariteta vodit će se računa o utjecaju tečaja na makroekonomsku stabilnost. Središnji paritet deviznog tečaja može značajno utjecati na makroekonomska kretanja nakon pristupanja tečajnom mehanizmu. Važnost središnjeg pariteta proizlazi iz toga što u većini slučajeva središnji paritet koji se primjenjivao tijekom sudjelovanja u mehanizmu poslije postaje fiksna stopa konverzije po kojoj se izvršava zamjena valute. Kako bi se mogao odrediti ciljani središnji paritet nominalnog tečaja, potrebno je utvrditi je li trenutačna razina tečaja nacionalne valute u skladu s ciljem očuvanja makroekonomske stabilnosti.

Osim prijedloga središnjeg pariteta Vlada i HNB prije početka pregovora o pristupanju tečajnom mehanizmu utvrdit će i ciljane granice fluktuacija deviznog tečaja. Standardni raspon fluktuacija oko središnjeg pariteta iznosi $\pm 15\%$, no država koja pristupa mehanizmu može se jednostrano obvezati da će devizni tečaj održavati unutar nekih užih granica.⁷⁴ Neovisno o dogovorenom rasponu fluktuacija nominalni tečaj kune prema euru tijekom boravka u tečajnom mehanizmu neće smjeti znatnije oscilirati u odnosu na središnji paritet. Granice fluktuacija važne su zato što na tim granicama nacionalna središnja banka i ESB provode neograničene devizne intervencije za koje si međusobno odobravaju kratkoročno financiranje.

4.2. Ispunjavanje kriterija nominalne konvergencije

Ugovorom iz Maastrichta čelnici država članica EU-a utvrdili su kriterije nominalne konvergencije za ulazak u monetarnu uniju. Propisana su četiri kriterija: stabilnost cijena, održivost javnih financija koja obuhvaća dva pokazatelja (proračunski manjak i javni dug), stabilnost tečaja i konvergencija dugoročnih kamatnih stopa.

⁷⁴ Do sada su samo u slučaju Danske zajedničkim dogovorom utvrđene uže granice fluktuacija ($\pm 2,25\%$). Nove države članice čije su se valute priključile tečajnom mehanizmu nakon 2004. obvezale su se na primjenu standardnih granica fluktuacija. Međutim, nekoliko njih (Estonija, Litva, Latvija i Malta) jednostrano se obvezalo da će devizne tečajeve svojih valuta održavati unutar užih granica fluktuacija (bez obveza za ESB da intervenira na užim granicama). To je bilo i prikladno s obzirom na to da su te države prije pristupanja tečajnom mehanizmu ili koristile režim valutnog odbora prema euru ili su njihove valute fluktuirale u vrlo uskom rasponu prema euru. Ostale su načelno prihvatile standardne granice fluktuacija, no unatoč tome njihovi tečajevi fluktuirali su vrlo blizu središnjeg pariteta. Slovenija je tako održavala tečaj u rasponu od $-0,1\%$ do $+0,3\%$, a Cipar u rasponu od središnjeg pariteta do $+2,1\%$. Iznimka je Slovačka, koja je tijekom sudjelovanja slovačke krune u tečajnom mehanizmu ERM II dva puta revalvirala središnji paritet. Takav razvoj nije utjecao na ispunjenje kriterija stabilnosti tečaja.

4.2.1. Definiranje kriterija

Prema kriteriju stabilnosti cijena stopa inflacije u državi članici ne smije premašivati prosjek stopa inflacije triju članica EU-a koje bilježe najbolja ostvarenja stabilnosti cijena uvećan za 1,5 postotnih bodova. Sposobnost održavanja niske inflacije ključna je za uspješno sudjelovanje države u monetarnoj uniji jer bi se u slučaju ustrajno visokih stopa inflacije njezina konkurentnost u odnosu na ostale države članice smanjivala. Ipak, glavna motivacija za uvrštavanje stabilnosti cijena među kriterije nominalne konvergencije bila je potaknuti države članice da dokažu svoju usredotočenost na nisku inflaciju prije sudjelovanja u vođenju zajedničke monetarne politike.⁷⁵ Pravila EU-a ne određuju treba li kao najbolja ostvarenja stabilnosti cijena uzimati samo najniže pozitivne stope inflacije ili je u izračun potrebno uključiti i negativne stope inflacije ako se dogodi pad cijena. S obzirom na nepreciznu definiciju referentne vrijednosti Europska komisija i Europska središnja banka imaju određenu diskreciju pri odlučivanju o tome koje države članice imaju najbolja ostvarenja stabilnosti cijena, što izravno utječe i na odluku o tome koje države zadovoljavaju ovaj kriterij. Također, nije utvrđena minimalna razina referentne vrijednosti, primjerice u visini srednjoročnoga inflacijskog cilja Europske središnje banke, koji je definiran na razini nižoj od, ali blizu 2%.

Prema kriteriju održivosti javnih financija omjer manjka opće države i BDP-a ne smije prelaziti 3%, dok omjer duga opće države i BDP-a mora biti niži od 60% ili, ako premašuje tu vrijednost, mora se snižavati zadovoljavajućom dinamikom. Drugim riječima, da bi država članica mogla zadovoljiti kriterij javnih financija, ne smije biti u postupku u slučaju prekomjernog manjka. Smisao je kriterija proračunskog manjka i duga u tome što u nedostatku fiskalnih transfera unutar EMU-a, nacionalna fiskalna politika čini ključan instrument za očuvanje makroekonomske stabilnosti. Pravni okvir EU-a propisuje da država članica može zadovoljiti fiskalni kriterij čak i ako dug premašuje razinu od 60% BDP-a, ali uz uvjet da se taj dug smanjuje zadovoljavajućom dinamikom.⁷⁶

Da bi zadovoljila kriterij stabilnosti tečaja, država članica dužna je najmanje dvije godine provesti u tečajnom mehanizmu, a tijekom tog razdoblja ne smije doći do devalvacije središnjeg pariteta niti do velikih oscilacija tečaja oko središnjeg pariteta. Uspješnim sudjelovanjem u tečajnom mehanizmu država potvrđuje da je sposobna funkcionirati u uvjetima stabilnoga deviznog tečaja prema euru. Da bi sudjelovanje u tečajnom mehanizmu bilo ocijenjeno uspješnim, država mora nominalni tečaj nacionalne valute održavati unutar standardnog raspona fluktuacija od $\pm 15\%$ oko središnjeg pariteta prema euru. Države sudionice mehanizma u pravilu bi devizne tečajeve trebale održavati vrlo blizu središnjeg pariteta unatoč širokim granicama fluktuacija. U praksi je postojala određena asimetričnost pri vrednovanju devijacija nominalnog tečaja u odnosu na središnji paritet. Fluktuiranje tečaja blizu gornje granice raspona (deprecijacija) smatralo se problematičnim, dok se fluktuiranje blizu donje granice raspona (aprecijacija) toleriralo. Nadalje, države članice tijekom sudjelovanja u mehanizmu ne bi smjele provoditi konkurentske devalvacije središnjeg pariteta prema euru. Ako neka država ipak provede devalvaciju valute, vremenski se tijek u mehanizmu prekida i započinje novo dvogodišnje razdoblje. Revalvacija središnjeg pariteta u dogovoru s ostalim državama članicama europodručja, sudionicama ERM-a II i

⁷⁵ Kako navodi Bukowski (2006.), na uključivanju stabilnosti cijena u kriterije konvergencije osobito je inzistirala Njemačka koja je strahovala od toga da će buduća Europska središnja banka tolerirati povišenu inflaciju pod utjecajem nekoliko članica koje su u prošlosti bile sklone relativno visokim stopama inflacije.

⁷⁶ Zadovoljavajućom dinamikom smatra se ako se razlika između početne razine duga i referentne vrijednosti od 60% BDP-a smanjuje u prosjeku za jednu dvadesetinu godišnje u razdoblju od tri godine.

institucijama EU-a dopuštena je i ne dovodi do produljenja boravka u tečajnom mehanizmu.

Kriterij dugoročnih kamatnih stopa propisuje da prinos na dugoročne državne obveznice izdane u nacionalnoj valuti ne smije premašivati referentnu vrijednost koja je jednaka prosjeku prinosa na obveznice triju država članica koje bilježe najbolja ostvarenja stabilnosti cijena uvećanom za 2 postotna boda. Ovaj je kriterij određen zato što kamatna stopa koju država plaća na javni dug pokazuje kako financijska tržišta ocjenjuju njezine makroekonomske fundamente i ostvareni stupanj nominalne konvergencije.

Institucije EU-a ocjenjuju i održivost postignute konvergencije. Tako Europska komisija i Europska središnja banka pri ocjeni kriterija konvergencije nisu usredotočene samo na referentno razdoblje (koje iznosi dvije godine za kriterij stabilnosti tečaja, a 12 mjeseci za sve ostale kriterije), nego iste kriterije promatraju i u duljoj perspektivi (uglavnom deset godina). Pritom razmatraju i druge važne činitelje koji su relevantni za ekonomsku integraciju i konvergenciju. Na temelju takve analize zaključuju je li postignuta konvergencija rezultat strukturnog napretka ili privremenih cikličkih činitelja.

4.2.2. Dosadašnja ostvarenja Hrvatske prema kriterijima nominalne konvergencije

U razdoblju prije krize (do 2008. godine) Hrvatska je uglavnom ispunjavala kriterije nominalne konvergencije, uz manje premašaje referentnih vrijednosti za kriterij stabilnosti cijena i kriterij proračunskog manjka. U razdoblju do izbijanja svjetske financijske krize Hrvatska je bilježila nešto više stope inflacije u odnosu na stare države članice EU-a, te je zbog toga u pojedinim godinama premašivala referentnu vrijednost za kriterij stabilnosti cijena (Tablica 5.). Viša stopa inflacije bila je ponajprije posljedica snažnog rasta administrativnih cijena u Hrvatskoj te kretanja cijena energije i hrane na svjetskom tržištu, čiji je udio u košarici za izračun indeksa potrošačkih cijena u Hrvatskoj viši nego u razvijenim državama članicama. U pojedinim godinama Hrvatska je bilježila prekomjeren proračunski manjak, a kada i nije, proračunski je manjak bio blizu granice od 3% BDP-a. To upućuje na procikličnost fiskalne politike u pretkriznom razdoblju. Stoga nakon izbijanja krize nije postojao adekvatan fiskalni prostor s kojim bi fiskalna politika mogla ublažiti recesiju. Pokazatelji za ostale kriterije nominalne konvergencije u pretkriznom su se razdoblju kretali unutar referentnih vrijednosti. Dug opće države iskazan kao postotak BDP-a smanjivao se do druge polovine 2008. u uvjetima rasta nominalnog BDP-a. Dugoročne kamatne stope bile su niže od referentnih vrijednosti, što je odražavalo optimizam investitora zbog snažnoga gospodarskog rasta u Hrvatskoj, iako je taj ciklički uzlet bio praćen gomilanjem makroekonomskih neravnoteža. Naposljetku, zahvaljujući režimu upravljanog deviznog tečaja koji provodi HNB, a koji je kompatibilan s tečajnim mehanizmom ERM II, devizni tečaj fluktuirao je u vrlo uskim granicama.

Tablica 5. Dosadašnja ostvarenja Hrvatske prema referentnim vrijednostima kriterija konvergencije

	Stabilnost cijena, inflacija, %	Dugoročne kamatne stope, %	Stabilnost tečaja, raspon fluktuacija**, %	Proračunski saldo, % BDP-a	Javni dug, % BDP-a
	Procijenjena* referentna vrijednost u zagradi	Procijenjena referentna vrijednost u zagradi	Referentna vrijednost: ± 15%	Referentna vrijednost: -3% BDP-a	Referentna vrijednost: 60% BDP-a
2005.	● 3,0 (2,5)	● 4,4 (5,4)	● 2,9	● -3,9	● 41,1
2006.	● 3,3 (2,9)	● 4,4 (6,2)	● 2,6	● -3,4	● 38,6
2007.	● 2,7 (2,8)	● 4,9 (6,4)	● 1,3	● -2,4	● 37,3
2008.	● 5,8 (4,1)	● 6,0 (6,2)	● 2,2	● -2,8	● 39,0
2009.	● 2,2 (1,1)	● 7,8 (6,0)	● 2,7	● -6,0	● 48,3
2010.	● 1,1 (1,6)	● 6,3 (7,7)	● 2,2	● -6,5	● 57,3
2011.	● 2,2 (3,1)	● 6,5 (7,7)	● 2,4	● -7,8	● 63,8
2012.	● 3,4 (3,1)	● 6,1 (5,1)	● 1,6	● -5,2	● 69,4
2013.	● 2,3 (1,8)	● 4,7 (6,0)	● 1,7	● -5,3	● 80,5
2014.	● 0,2 (1,3)	● 4,1 (4,8)	● 1,6	● -5,1	● 84,0
2015.	● -0,3 (0,8)	● 3,6 (3,9)	● 1,3	● -3,4	● 83,8
2016.	● -0,6 (1,0)	● 3,5 (3,8)	● 1,7	● -0,9	● 80,6
2017.	● 1,3 (2,1)	● 2,5 (2,9)	● 1,9	● 0,8	● 78,0

* U skladu s praksom Europske komisije pri izračunu referentne vrijednosti izuzete su države članice u kojima je deflacija bila znatno izraženija nego u ostalim državama.

** Fluktuacija nominalnoga deviznog tečaja kune prema euru u odnosu na prosječnu vrijednost u dvogodišnjem razdoblju.

Izvori: Eurostat; HNB

U razdoblju nakon krize najveći su problem fiskalni kriteriji. Dugotrajna recesija koja je započela nakon intenziviranja svjetske krize rezultirala je znatnim pogoršanjem proračunskog salda. Šestogodišnja recesija s prosječnim godišnjim proračunskim manjkom od 6% BDP-a dovela je do ubrzanog rasta javnog duga (Tablica 5.). Rastu javnog duga dodatno je pridonijelo restrukturiranje brodogradilišta i preuzimanje njihovih dugova od strane države, kao i metodološke promjene zbog kojih su obveze nekih visokozaduženih javnih poduzeća klasificirane u dug opće države.⁷⁷ Zbog nepovoljnih fiskalnih pokazatelja u siječnju 2014. za Hrvatsku je pokrenut postupak u slučaju prekomjernog manjka.⁷⁸ Duboka recesija i povećanje fiskalnih neravnoteža u Hrvatskoj, ali i opća nesklonost međunarodnih investitora preuzimanju rizika, rezultirali su znatnim povećanjem prinosa na dugoročne državne obveznice. U takvim uvjetima Hrvatska je u 2009. i 2012. godini premašila procijenjenu referentnu vrijednost za kriterij dugoročnih kamatnih stopa. Ipak, smirivanje financijske krize u europodručju od sredine 2012. godine i provedba izrazito ekspanzivnih politika ključnih svjetskih središnjih banaka pozitivno su se odrazili na uvjete financiranja, pa Hrvatska od 2013. zadovoljava kriterij dugoročnih kamatnih stopa. Međutim, kako je pad prinosa ponajprije rezultat povoljnih globalnih likvidnosnih uvjeta i vrlo niske inflacije, postoji rizik da će se kamatne stope na hrvatski javni dug ponovo povećati kada se globalni uvjeti financiranja pogoršaju, a deflatorski pritisci popuste. Vlada će stoga nastaviti s provedbom mjera fiskalne konsolidacije kako bi Hrvatska zadobila povjerenje investitora, što će Hrvatskoj omogućiti povoljne uvjete zaduživanja

⁷⁷ Detaljnije o učinku metodoloških izmjena vidi u Biltenu 209. (HNB, 2014.).

⁷⁸ Postupak u slučaju prekomjernog manjka pokrenut je i zbog kriterija proračunskog manjka i zbog kriterija javnog duga. Prema Preporuci Vijeća EU-a Hrvatska je bila dužna do 2016. ispraviti prekomjerni proračunski manjak.

i nakon što cijena kapitala na globalnim financijskim tržištima poraste.

Ostvareni napredak u konsolidaciji javnih financija povećava izgleda da Hrvatska u bližoj budućnosti u potpunosti zadovolji kriterije konvergencije. Gospodarski oporavak koji se bilježi od kraja 2014. i mjere fiskalne konsolidacije pridonijeli su smanjenju proračunskog manjka i stabilizaciji javnog duga. Nakon što je šest godina zaredom bilježila kontrakciju gospodarske aktivnosti, Hrvatska od posljednjeg tromjesečja 2014. kontinuirano ostvaruje pozitivne stope realnog rasta. Jačanje gospodarske aktivnosti pozitivno se odražava na proračunske prihode i saldo proračuna, ali i rezultira povećanjem nominalnog BDP-a. Oporavak rasta i konsolidacijske mjere fiskalne politike doveli su do znatnog smanjenja fiskalnih neravnoteža i ispunjenja Preporuka za smanjenje prekomjernog proračunskog manjka, pa je u lipnju 2017. ukinut postupak u slučaju prekomjernog manjka. Uz pretpostavku da će se gospodarski oporavak nastaviti, te uz trajno opredjeljenje Vlade za vođenje fiskalne politike u skladu s fiskalnim pravilima, Hrvatska bi u idućem razdoblju trebala zadovoljiti kriterij održivosti javnih financija. Kako je prije pojašnjeno, ovaj kriterij propisuje da dug opće države treba biti niži od 60% BDP-a, a ako nije, razlika između početne razine duga i 60% BDP-a mora se smanjivati u prosjeku za jednu dvadesetinu godišnje u razdoblju od tri godine. Uzimajući u obzir to da je dug opće države krajem 2015. iznosio 83,8% BDP-a, u sljedeće tri godine dug bi se trebao smanjivati za prosječno 1,19% BDP-a godišnje kako bi dinamika duga bila ocijenjena zadovoljavajućom. U 2016. dug opće države smanjio se za 3,2 postotna boda BDP-a, a u 2017. godini za dodatnih 2,7 postotnih bodova, što ukazuje da se dug opće države smanjuje ubrzanom dinamikom. Vladine projekcije predviđaju nastavak smanjenja ovakvom dinamikom.

4.3. Pravna konvergencija

Uvjet je za punopravno članstvo u ekonomskoj i monetarnoj uniji i usklađenost nacionalnog zakonodavstva države članice, uključujući statut njezine središnje banke, s Ugovorom o Europskoj uniji i Ugovorom o funkcioniranju Europske unije te Statutom ESSB-a i ESB-a. Ispitivanje usklađenosti zakonodavstva odnosi se ponajprije na pitanja neovisnosti nacionalne središnje banke, zabrane monetarnog financiranja i povlaštenog pristupa javnog sektora financijskim institucijama, kao i na pravnu integraciju nacionalnih središnjih banaka u Eurosustav.

Neovisnost središnje banke ključan je preduvjet za uspješno i vjerodostojno provođenje monetarne politike, a time i za ostvarivanje osnovnog cilja središnje banke – stabilnosti cijena. Neovisnost središnje banke obuhvaća više aspekata: funkcijsku, institucionalnu, osobnu i financijsku neovisnost. Pritom funkcijska neovisnost podrazumijeva jasno definiran cilj središnje banke i samostalnost u odabiru mjera i instrumenata za njegovo ostvarivanje. Institucionalna neovisnost znači da središnja banka donosi odluke neovisno o utjecaju drugih institucija. Konkretno, člankom 130. Ugovora o funkcioniranju Europske unije (UFEU) zabranjuje se središnjim bankama i članovima njihovih tijela da traže i primaju napatke od institucija i tijela Unije, vlada država članica ili bilo kojeg drugog tijela. Isto tako, te se institucije, vlade i tijela, kao i središnje i druge razine vlasti država članica, obvezuju da neće nastojati utjecati na članove tijela središnjih banaka u obavljanju njihovih zadaća. Nadalje, osobna se neovisnost odnosi na zaštitu dužnosnika središnje banke od vanjskih pritisaka, precizno definiranje uvjeta za izbor i razrješenje guvernera i ostalih članova tijela nadležnih za odlučivanje i sprječavanje sukoba interesa. Naposljetku, financijska neovisnost središnje banke implicira mogućnost autonomnog raspolaganja financijskim sredstvima dostatnim za potrebe ostvarivanja njezina cilja i izvršavanja njezinih zadataka.

U svrhu ocjene pravne konvergencije ocjenjuje se i implementacija pravila EU-a koja se odnose na zabranu monetarnog financiranja, zabranu povlaštenog pristupa javnog sektora financijskim institucijama i pravnu integraciju nacionalne središnje banke u Eurosustav.

Člankom 123. UFEU-a zabranjuje se nacionalnim središnjim bankama odobravanje prekoračenja po računu i svih drugih vrsta kredita državama i njihovim tijelima ili institucijama i tijelima EU-a, kao i neposredna kupnja njihovih dužničkih instrumenata. Člankom 124. UFEU-a zabranjuje se svaka mjera koja se ne temelji na načelima stabilnoga i sigurnog poslovanja, kojom se javnom sektoru omogućuje povlaštenu pristup financijskim institucijama. Na kraju, obveza pravne integracije nacionalne središnje banke u Eurosustav tumači se na način da nacionalno zakonodavstvo i statut središnje banke moraju biti usklađeni s Ugovorima i sa Statutom ESSB-a i ESB-a, kako bi se osiguralo da ciljevi i zadaci nacionalne središnje banke budu u skladu s ciljevima i zadacima ESSB-a.

Tijekom pregovora i priprema za pristupanje Europskoj uniji Hrvatska je 2008. donijela novi Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci⁷⁹ te je 2010. izmijenila ustavnu odredbu koja govori o statusu i položaju HNB-a. Tim su izmjenama u hrvatsko zakonodavstvo preneseni, među ostalim, pravni standardi EU-a glede neovisnosti središnje banke, njezinih ciljeva te zabrane monetarnog financiranja. Povlaštenu pristup javnog sektora financijskim institucijama onemogućen je izmjenama odredaba više zakona. Izmenama i dopunama Zakona o HNB-u 2013. godine⁸⁰ provedeno je daljnje usklađivanje s pravnom stečevinom EU-a. Svim navedenim izmjenama pravni okvir djelovanja hrvatske središnje banke usklađen je s Ugovorima i Statutom ESSB-a i ESB-a, čime su ostvareni preduvjeti za nesmetano funkcioniranje HNB-a u okviru ESSB-a. Zakonom o HNB-u uređeni su također zadaci i nadležnosti HNB-a nakon uvođenja eura kao službene novčane jedinice u Hrvatskoj.

Važeći pravni okvir u skladu je sa zahtjevima pravne konvergencije. Naime, u posljednjim izvješćima o konvergenciji, objavljenima u lipnju 2016., Europska komisija⁸¹ ocijenila je da je zakonodavstvo u Hrvatskoj u potpunosti usklađeno s Ugovorima i Statutom ESSB-a i ESB-a, dok Europska središnja banka smatra da je za punu usklađenost potrebno unijeti dvije manje izmjene u Zakon o HNB-u⁸².

4.4. Dobivanje potvrde institucija EU-a o ispunjavanju svih uvjeta za uvođenje eura

Postupak uvođenja eura zaključuje se odlukama Vijeća EU-a o ispunjavanju kriterija te neopozivom fiksiranju stope zamjene valuta. Europska komisija u izvješću o konvergenciji ocjenjuje jesu li ispunjeni svi kriteriji konvergencije. Potpunim ispunjavanjem kriterija konvergencije država članica dokazuje da je sposobna postići i održavati makroekonomsku stabilnost koja je nužna za efikasno funkcioniranje unutar monetarne unije. Ako ocijeni da je država

⁷⁹ Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci (NN, br. 75/2008.)

⁸⁰ Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o Hrvatskoj narodnoj banci (NN, br. 54/2013.)

⁸¹ Europska komisija (2016.)

⁸² Europska središnja banka (2016.) smatra da bi u Zakonu o Hrvatskoj narodnoj banci trebalo izrijekom navesti da institucije i tijela EU-a te vlade država članica EU-a ne smiju nastojati utjecati na članove tijela HNB-a, kao i da ovlast Savjeta HNB-a da odlučuje o članstvu HNB-a u međunarodnim institucijama i organizacijama ne dovodi u pitanje ovlasti ESB-a da odlučuje o načinu zastupljenosti ESSB-a u području međunarodne suradnje.

u potpunosti zadovoljila kriterije, Europska komisija upućuje prijedlog Vijeću EU-a za ukidanje odstupanja toj državi članici. Vijeće EU-a dužno je u razdoblju od šest mjeseci od dana kada je prijedlog zaprimljen, a nakon savjetovanja s Europskim parlamentom i nakon rasprave u Europskom vijeću, kvalificiranom većinom donijeti odluku o tome ispunjava li država članica uvjete za uvođenje eura. Ako je odlučeno da su uvjeti ispunjeni, Vijeće će na prijedlog Europske komisije i nakon konzultiranja ESB-a jednoglasno⁸³ donijeti odluku o neopozivom fiksiranju stope po kojoj će se nacionalna valuta zamijeniti eurom.

⁸³ U odlučivanju sudjeluju članovi Vijeća EU-a iz država članica europodručja i države članice koja uvodi euro.

5. Aktivnosti Vlade Republike Hrvatske i HNB-a u razdoblju do uvođenja eura

Razdoblje nakon ulaska u tečajni mehanizam obilježit će pripreme za što brže uvođenje eura.

U prvom redu bit će potrebno voditi ekonomsku politiku s ciljem smanjivanja ranjivosti gospodarstva i ispunjavanja kriterija konvergencije. Također će se provesti sve pripremne radnje radi prelaska na korištenje eura kao nacionalne valute.

5.1. Provedba ekonomske politike s ciljem smanjivanja ranjivosti gospodarstva i ispunjavanja kriterija konvergencije

5.1.1. Provedba ekonomske politike s ciljem smanjivanja ranjivosti gospodarstva

Fiskalna politika i strukturne reforme imat će ključnu ulogu u održavanju makroekonomske stabilnosti u nadolazećem razdoblju. Hrvatska je u 2015. izašla iz šestogodišnje recesije i uz rast robnog izvoza, povećanu osobnu potrošnju, snažne prihode od turizma i povlačenje sredstava iz fondova EU-a bilježi pozitivne stope rasta. Očekuje se nastavak ekonomskog rasta temeljenog na navedenim činiteljima i povećanju investicija, čemu će pridonijeti i infrastrukturni projekti financirani iz europskih fondova. Naglasak ekonomske politike bit će na razboritom i odgovornom vođenju fiskalne politike s ciljem uravnoteženja proračuna i smanjenja javnog duga, a time i stvaranja fiskalnog prostora za protucikličko djelovanje. Takva će politika ujedno omogućiti ispunjavanje kriterija konvergencije koji se odnose na javne financije. Fiskalna politika podržavat će nisku inflaciju te amortizirati unutarnje i vanjske šokove s ciljem stabilizacije poslovnog ciklusa. Također, Vlada će fiskalnom i strukturnom politikom nastojati poticajno djelovati na konkurentnost gospodarstva tako što će dodatno smanjivati porezno i administrativno opterećenje stanovništva i poduzeća. Vlada će jačati neovisnost fiskalnog nadzora i u potpunosti uskladiti fiskalna pravila s Paktom o stabilnosti i rastu.

Vlada je posvećena ostvarivanju dugoročne održivosti fiskalne politike, što podrazumijeva daljnje smanjivanje javnog duga te održavanje uravnoteženog proračuna opće države. U narednom razdoblju planira se nastavak reformskih napora usmjerenih na jačanje konkurentnosti gospodarstva, povezivanje obrazovanja s tržištem rada te na osiguranje održivosti javnih financija. Vlada će biti usmjerena na oblikovanje takve fiskalne politike koja će za cilj imati jačanje konkurentnosti gospodarstva, povećanje učinkovitosti javnog sektora te poboljšanje kvalitete upravljanja javnim financijama, i na prihodnoj i na rashodnoj strani proračuna. Pritom će se posebna pozornost posvetiti osiguranju uvjeta za dugoročnu održivost zdravstvenog i mirovinskog sustava.

Ubrzanje fiskalne konsolidacije moguće je u uvjetima bržega ekonomskog rasta. U tom je slučaju važno držati proračunske rashode pod nadzorom i pridržavati se fiskalnih pravila kako ne bi došlo do pogoršanja strukturnoga proračunskog manjka. Svi ostvareni prihodi veći od planiranih koristit će se za daljnje smanjenje javnog duga i porezno rasterećenje stanovništva i poduzeća. Prioritet je Vlade smanjiti omjer javnog duga i BDP-a za više od 10 postotnih bodova do 2020. te je

namjera u razdoblju u kojem nema negativnih ekonomskih šokova smanjivati javni dug i brže od plana.

Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2017. – 2019.⁸⁴ predviđa povećavanje novih izdanja u domaćoj valuti. Javni dug uglavnom se izdaje na domaćem tržištu, ali se tri četvrtine njegova ukupnog iznosa odnosi na obveze indeksirane uz euro. Izdavanjem duga u domaćoj valuti u nadolazećem razdoblju želi se smanjiti izloženost javnih financija valutnom riziku, ali i olakšati ispunjavanje kriterija dugoročnih kamatnih stopa, s obzirom na to da se u okviru toga kriterija promatraju prinosi na državne obveznice u domaćoj valuti. Kamatni rizik u javnom dugu nije znatan budući da je 86% dugoročnih obveza s fiksnom kamatnom stopom. Pri emisiji javnog duga vodi se računa o ročnosti, pa je prosječna ročnost javnog duga u Hrvatskoj dulja od pet godina, što smanjuje rizik njegova refinanciranja. Strategija upravljanja javnim dugom za trogodišnje razdoblje ažurirat će se svake godine, nakon usvajanja Programa konvergencije.

Poreznom reformom iz 2017. i 2018. godine Vlada pridonosi rastu osobne potrošnje i investicija. Reforma je usmjerena na smanjivanje ukupnoga poreznog opterećenja i poticanje konkurentnosti gospodarstva s pomoću pojednostavnjenja i pojeftinjenja porezne administracije, vodeći računa o socijalnoj pravednosti. Promjene osiguravaju stabilan, održiv i jednostavan porezni sustav (širenje porezne osnovice, suzbijanje sive ekonomije, ukidanje nekonkurentnih poreznih rashoda) te povećavaju stupanj pravne sigurnosti poreznim obveznicima.

Vlada provodi i strukturne reforme u svrhu povećanja konkurentnosti. One se provode u skladu s preporukama Vijeća EU-a u kontekstu Europskog semestra, a usmjerene su na smanjivanje makroekonomskih neravnoteža, postizanje održivoga gospodarskog rasta i stvaranje novih radnih mjesta. Strukturnim mjerama Vlada nastoji potaknuti rast produktivnosti gospodarstva kako bi osigurala održivu realnu konvergenciju. U idućem će razdoblju važan element ekonomske politike biti politika plaća koja će voditi računa o tome da rast plaća u javnom sektoru bude usklađen s rastom produktivnosti u gospodarstvu. Kako bi se povećala efikasnost državnih službenika, provest će se novi sustav nagrađivanja i unaprjeđivanja državnih službenika utemeljen na radnoj uspješnosti.

Poticaj povećanju produktivnosti rada provodi se s pomoću mjera za povećanje fleksibilnosti tržišta rada. U uvjetima kada se konkurentnost ne može povećavati tečajem, važno je osigurati fleksibilnost tržišta rada, što pretpostavlja veću mobilnost radne snage. Nezaposlenost u Hrvatskoj uglavnom je strukturne naravi, pa je nezaposlenost posebno izražena u područjima s niskom ekonomskom aktivnosti, uz visoku razinu dugotrajne nezaposlenosti koja je posljedica neadekvatnih znanja i vještina nezaposlenih osoba u odnosu na potrebe tržišta rada. S obzirom na dubinu i trajanje recesije, dio nezaposlenosti izvjesno je i cikličke prirode, dok sezonska narav turističke djelatnosti utječe na oscilacije nezaposlenosti unutar godine. S ciljem smanjivanja nezaposlenosti Vlada je u ožujku 2017. donijela paket od devet mjera aktivne politike zapošljavanja koje su, između ostalog, usmjerene na potpore za zapošljavanje, usavršavanje i samozapošljavanje, zatim na obrazovanje nezaposlenih i osposobljavanje na radnom mjestu. Nadalje, kako bi se poboljšala učinkovitost institucija tržišta rada, primarno Hrvatskog zavoda za zapošljavanje, unaprijeđen je rad s dugotrajno nezaposlenim osobama, uvedeni su novi oblici savjetovanja radi podizanja motivacije za prihvaćanje zaposlenja, unaprijeđena je kategorizacija dugotrajno nezaposlenih osoba radi prikladnijeg usmjeravanja aktivnosti koje trebaju dovesti do zapošljavanja te se provodi edukacija savjetnika. Napori će biti usmjereni i na podizanje kvalitete sustava obrazovanja odraslih, i to prije svega donošenjem novoga zakonskog rješenja kojim će se poboljšati sustav obrazovanja odraslih u području osnivanja i organizacije rada ustanova za obrazovanje odraslih. Provode se i mjere kojima

⁸⁴ Ministarstvo financija Republike Hrvatske (2017.)

se nastoji riješiti problem neusklađenosti programa obrazovanja s potrebama tržišta rada. Zahvaljujući tome, ubuduće će biti moguće ukinuti programe koji nisu relevantni za tržište rada, za što prije nije postojalo zakonsko uporište.

Recentna reforma radnog zakonodavstva pridonijela je smanjenju rigidnosti tržišta rada.

Donošenjem novog Zakona o radu 2014. godine⁸⁵ smanjena je rigidnost tržišta rada, što se smatra jednom od prepreka poslovanju u Hrvatskoj. Ciljevi su Zakona povećati zaposlenost i unutarnju mobilnost radnika, omogućiti fleksibilnije poslovanje i smanjiti troškove rada, potaknuti učinkovitije i brže restrukturiranje poslodavaca te suzbijati neprijavljeni rad. Novim zakonskim okvirom izmijenjene su odredbe o organizaciji radnog vremena, čime se potiče interna fleksibilnost organizacije rada poslodavca, potiče se zapošljavanje u nepunom radnom vremenu i općenito novo zapošljavanje, osobito mladih. Nadalje, novim zakonom stvoreni su uvjeti za rasterećenje općinskih sudova od radnih predmeta i umanjenje troškova dugotrajnih sudskih postupaka, pojednostavnjeni su i ubrzani postupci kolektivnog otpuštanja radnika kako bi se poslodavcima omogućila prilagodba izmijenjenim tržišnim i poslovnim uvjetima, a omogućeno je i pokretanje štrajka zbog neisplate plaće odmah nakon proteka dana dospijea njezine isplate. Indeks zaštite zaposlenja za Hrvatsku, prema kojemu je radno zakonodavstvo prethodno bilo vrlo rigidno, navedenom je reformom smanjen i sada je približno jednak prosjeku za ostale države članice EU-a.⁸⁶ Poboľjšat će se fiskalna i socijalna održivost mirovinskog sustava zahvaljujući poticanju duljeg zadržavanja radnika na tržištu rada te demotiviranju ranijeg umirovljenja.

Strukturne politike mogu dodatno ubrzati ekonomski rast. Vlada priprema cjelovitu reformu sustava obrazovanja kojoj je cilj uskladiti znanja i vještine radnika s potrebama tržišta rada. Time će se ujedno pridonijeti izgradnji društva znanja s naglaskom na znanost i tehnologiju.⁸⁷ Ulaganja u istraživanje i razvoj u Hrvatskoj relativno su niska (0,85% BDP-a u odnosu na prosječno 2,03% BDP-a u EU-u), a cilj je da Hrvatska dostigne ulaganja u visini od 1,4% BDP-a do 2020. Posebna pozornost posvetit će se kontinuiranom poboljšavanju poslovnog okruţja u Hrvatskoj, što uključuje i pravnu sigurnost, a to se prije svega odnosi na provedbu mjera administrativnog rasterećenja te proširenje primjene metodologije zasnovane na modelu standardnog troška (engl. *standard cost model*, SCM)⁸⁸, smanjenje neporeznih davanja, objedinjavanje inspeksijskih službi, jačanje sustava procjene učinaka propisa i sustavno poboljšavanje kvalitete propisa provedbom testa malog i srednjeg poduzetništva (MSP test)⁸⁹ kao i pojednostavnjivanje i digitalizaciju javne nabave. Nadalje, skratit će se trajanje sudskih postupaka i smanjiti broj neriješenih predmeta te provesti daljnja reorganizacija pravosudnog sustava. Vlada će također smanjivati svoje udjele u sektoru poduzeća.

⁸⁵ Zakon o radu (NN, br. 93/2014.)

⁸⁶ Ključne mjere koje su pridonijele smanjenju navedenog pokazatelja jesu: pojednostavnjivanje i ubrzavanje postupka otkazivanja, izmjene instituta prekida tjeka otkaznog roka, smanjenje broja zaštićenih kategorija radnika od otkazivanja, izmjena visine naknade štete u slučaju sudskog raskida radnog odnosa te pojednostavnjivanje i ubrzavanje postupka kolektivnog otpuštanja radnika. Detaljnije vidi u: HNB (2014.), Bilten 209, Okvir 2. Reforma Zakona o radu i fleksibilnost tržišta rada u Hrvatskoj.

⁸⁷ Engl. STEM (*science, technology, engineering, mathematics*)

⁸⁸ Odluka o proširenju primjene Standard Cost Model (SCM) za mjerenje i ciljano smanjenje administrativnog opterećenja gospodarstva (NN, br. 60/2017.)

⁸⁹ Uredba o provedbi postupka procjene učinaka propisa na malo gospodarstvo (Test malog i srednjeg poduzetništva) (NN, br. 43/2017.)

5.1.2. Poduzimanje napora za ispunjavanje kriterija nominalne konvergencije

U razdoblju nakon pristupanja tečajnom mehanizmu Vlada i HNB poduzet će napore kako bi što prije osigurali ispunjavanje kriterija konvergencije. Monetarna i fiskalna politika vodit će se u skladu s pravilima EU-a i na način koji je konzistentan s ciljem ispunjavanja kriterija nominalne konvergencije. Pritom će Vlada biti zadužena za stabilizaciju javnih financija, dok će HNB, uz doprinos Vlade, biti odgovoran za održavanje stabilnosti cijena i deviznog tečaja. Stabilizacijom javnih financija te očuvanjem stabilnosti tečaja i cijena ujedno će se stvoriti preduvjeti za ispunjavanje kriterija dugoročnih kamatnih stopa.

Vlada ima trajno opredjeljenje za pridržavanje fiskalnih pravila i smanjivanje javnog duga. Visok javni dug trenutačno je znatan izvor ranjivosti gospodarstva, a ostvarena fiskalna konsolidacija povećava izgleda da Hrvatska u bližoj budućnosti zadovolji kriterij održivosti javnih financija. Srednjoročni proračunski planovi potvrđuju namjeru Vlade da se pozitivni trendovi u fiskalnoj sferi nastave i u nadolazećem razdoblju.

HNB će i nadalje biti usredotočen na održavanje stabilnosti tečaja i cijena. Nakon pristupanja tečajnom mehanizmu središnja banka bit će zadužena za održavanje deviznog tečaja unutar utvrđenog raspona fluktuacija. Uzimajući u obzir postojeći tečajni režim koji je kompatibilan s ERM II, kao i dugu povijest stabilnosti kune, očekuje se da će HNB bez većih poteškoća održavati nominalni tečaj kune blizu središnjeg pariteta prema euru. Ostvareno poboljšanje salda tekućeg računa platne bilance i smanjivanje visokoga inozemnog duga, koje bi se trebalo nastaviti i u idućim godinama, olakšat će održavanje stabilnog tečaja. Politikom stabilnog tečaja HNB će, kao i do sada, ujedno osigurati očuvanje stabilnosti cijena.

Vlada će pridonijeti održavanju niske inflacije i stabilnog tečaja. U razdoblju nakon ulaska u tečajni mehanizam Vlada će izbjegavati povećanje neizravnih poreza i administrativnih cijena jer takve mjere izravno utječu na rast ukupne razine cijena. Provedbom fiskalne politike u skladu s fiskalnim pravilima Vlada će pridonositi uravnoteženom rastu hrvatskoga gospodarstva. Smanjenjem fiskalnih neravnoteža povećat će se vjerodostojnost države i trajno osigurati povoljan pristup inozemnom kapitalu, što će dati potporu stabilnosti tečaja, ali i sniziti trošak zaduživanja države i ostalih domaćih sektora. Konsolidacija javnih financija povećat će izgleda za ispunjavanje kriterija dugoročnih kamatnih stopa.

5.2. Primjena dodatnih pravila i sporazuma država članica europodručja

Kako bi unaprijedile i osnažile ekonomsku i monetarnu uniju, države članice koje su uvele euro produbile su svoju ekonomsku integraciju prijenosom dijela nacionalnih nadležnosti na zajedničku razinu. U ovom trenutku najznačajnije promjene odnose se na dodatna pravila i snažniju koordinaciju unutar okvira ekonomskog upravljanja te uspostavu bankovne unije. Iako su uspostavljeni radi dovršetka ekonomske i monetarne unije s primjenom na europodručje, otvoreni su za sve države članice EU-a. Države koje namjeravaju uvesti euro moraju se u te sporazume uključiti najkasnije s danom uvođenja eura, a to podrazumijeva da sve pripreme trebaju biti dovršene ranije.

5.2.1. Pravila europskog okvira za ekonomsko upravljanje koja se primjenjuju na europodručje

Nakon izbijanja svjetske financijske krize, koja je ugrozila funkcioniranje same monetarne

unije, države članice EU-a unaprijedile su mehanizme koordinacije ekonomskih politika, što bi trebalo osigurati veću otpornost gospodarstva EU-a u budućnosti. Uspostavljen je mehanizam Europskog semestra s ciljem boljeg praćenja ekonomskih kretanja i poticanja odgovornog vođenja ekonomskih politika u državama članicama. Novouvedeni postupak u slučaju makroekonomskih neravnoteža, koji je sastavni dio Europskog semestra, pomaže u praćenju razvoja unutarnjih i vanjskih neravnoteža u državama članicama te potiče nacionalne vlasti na provedbu mjera za uklanjanje uzročnika tih neravnoteža (*vidi 4.1.1.3. Prisutnost makroekonomskih neravnoteža*).⁹⁰ Ako se tijekom postupka utvrdi da su u određenoj državi članici prisutne prekomjerne neravnoteže, Vijeće EU-a izdaje preporuke za smanjenje neravnoteža, a u slučaju da država ne postupi po preporukama, može se pribjeći i novčanim sankcijama. Koordinacija ekonomskih politika dodatno je osnažena izmjenama pravila Pakta o stabilnosti i rastu, pri čemu se sada kriteriju javnog duga pridaje jednaka pozornost kao kriteriju proračunskog manjka, što ranije nije bilo slučaj.

S ciljem unaprjeđenja arhitekture ekonomske i monetarne unije te s obzirom na to da su suočene s većim makroekonomskim međuovisnostima, države članice europodručja dogovorile su dodatne procedure i pravila. Ta su pravila oblikovana u međudržavnom Ugovoru o stabilnosti, koordinaciji i upravljanju u ekonomskoj i monetarnoj uniji⁹¹. Njegove se odredbe primjenjuju na države članice koje su uvele euro, dok je i državama članicama izvan europodručja omogućeno njegovo potpisivanje i primjena svih ili dijela odredbi koje sadržava. Do sada samo dvije države članice EU-a nisu potpisale taj ugovor, Češka, i Ujedinjena Kraljevina. Ugovor sadržava tri dijela, pri čemu države potpisnice izvan europodručja odlučuju koji će dio primjenjivati. Hrvatska je prihvatila dio odredbi Ugovora predviđenog za članice europodručja, koji se odnosi na glavu V., sudjelovanje Predsjednika Vlade na sastancima država europodručja.

Dio Ugovora pod nazivom Fiskalni pakt definira fiskalne kriterije na stroži način nego Pakt o stabilnosti i rastu. Smanjen je prostor za proračunske manjkove na način da države potpisnice mogu definirati srednjoročni cilj za fiskalni manjak na razini od najviše 1% BDP-a za države s javnim dugom manjim od 60% BDP-a, odnosno 0,5% BDP-a za one s većim dugom.⁹² Nacionalna fiskalna pravila moraju se snažnije regulirati nacionalnim zakonodavstvom. Predviđene su i financijske sankcije za države potpisnice koje se ne pridržavaju preporuka povezanih s ispravljanjem prekomjernog manjka, i to u visini od 0,1% BDP-a. Naposljetku, predviđena je i veća koordinacija fiskalnih politika. To u prvom redu predviđa konzultacije o nacrtu nacionalnih proračuna s Europskom komisijom prije njihova donošenja kako bi se osiguralo da su oni usklađeni s fiskalnim pravilima. Također je propisano i obvezno obavještanje Europske komisije o planovima za izdanje javnog duga.

Ugovor također predviđa veći stupanj koordinacije makroekonomskih i strukturnih politika, posebice onih koje imaju prekogranični utjecaj. To se prije svega odnosi na koordinaciju reformi za povećanje konkurentnosti, javne financije i financijsku stabilnost. Sve države obvezuju se zajedničkim nastojanjem unaprijediti funkcioniranje ekonomske i monetarne unije te pridonositi gospodarskom rastu s pomoću pojačane konvergencije i konkurentnosti.

Prije uvođenja eura Hrvatska će morati potpisati i ratificirati Ugovor u cijelosti te snažnije

⁹⁰ Brkić i Šabić (2014.)

⁹¹ Ugovor o stabilnosti, koordinaciji i upravljanju u ekonomskoj i monetarnoj uniji (D/12/2, Europska komisija, Bruxelles)

⁹² Usporedbe radi, za Hrvatsku je određen srednjoročni cilj za fiskalni manjak od čak 1,75% BDP-a, što je najviše među državama članicama EU-a.

definirati fiskalna pravila. Odredbe Ugovora omogućuju da dodatne države članice potpisuju Ugovor bez potrebe za ratifikacijom u svim državama potpisnicama.

5.2.2. Pristupanje bankovnoj uniji

Europska unija donijela je zajednička pravila i osnovala bankovnu uniju kako bi smanjila mogućnost da se problemi u bilancama banaka negativno odražavaju na javne financije i obratno.⁹³ Bankovna unija podrazumijeva centralizirani sustav nadzora banaka (jedinствeni nadzorni mehanizam, SSM) i zajednički sustav sanacije banaka (jedinствeni sanacijski mehanizam, SRM). Također predviđa i zajednički sustav osiguranja depozita (EDIS), o čemu su pregovori i dalje u tijeku, a spor napredak u postavljanju njegovih pravnih temelja odražava nevoljkost nekih država članica da sudjeluju u takvom obliku solidarnog dijeljenja rizika. Bankovnu uniju čine države članice europodručja, a otvorena je i državama članicama koje još nisu uvele euro.⁹⁴

Hrvatska će najkasnije u trenutku uvođenja eura postati članica bankovne unije. Pristupanje bankovnoj uniji zahtijeva praktične pripreme za sudjelovanje u jedinstvenom nadzornom i sanacijskom mehanizmu. Što se tiče usklađenosti s pravnom stečevinom EU-a koja se odnosi na bankovnu uniju i primjenjuje se na sve države članice EU-a, Hrvatska je već prenijela relevantne propise u nacionalno zakonodavstvo.

Sudjelovanjem u bankovnoj uniji Hrvatska će pristupiti jedinstvenom nadzornom mehanizmu, u sklopu kojeg će ESB preuzeti izravan nadzor nad značajnim bankama u Hrvatskoj. ESB kao nadnacionalno nadzorno tijelo provodi izravan nadzor velikih, sistemski značajnih banaka, a to su minimalno tri najznačajnije banke u svakoj državi sudionici bankovne unije. Države članice, odnosno nacionalna nadležna tijela za nadzor banaka, zadržavaju izravan nadzor nad preostalim, manje značajnim bankama. Pri obavljanju nadzora nad sistemski značajnim bankama ESB se oslanja na pomoć nacionalnih nadležnih tijela kojima daje upute o obavljanju aktivnosti nadzora. Pritom ESB zadržava pravo da u svakom trenutku, na vlastitu inicijativu ili na inicijativu nadležnog tijela, odluči izravno preuzeti nadležnost nadzora nad jednom ili više banaka u državi članici.

Hrvatska može započeti sa sudjelovanjem u bankovnoj uniji i prije uvođenja eura. Pristupanje SSM-u dopušteno je i državama članicama čija valuta nije euro ako se odluče na uspostavu mehanizma bliske suradnje s ESB-om. Mehanizam bliske suradnje uspostavlja se odlukom ESB-a, a na osnovi zahtjeva koji je država članica obvezna podnijeti najmanje pet mjeseci prije ciljanog datuma pristupanja SSM-u. Prije nego što podnese zahtjev, država članica mora donijeti nacionalni propis kojim se osigurava obvezna suradnja s ESB-om u kontekstu SSM-a. Time se pravno osigurava da nacionalno nadležno tijelo za nadzor banaka i imenovano tijelo za upravljanje sustavom osiguranja depozita pravovremeno i u potpunosti provode odluke ESB-a u područjima iz njegove nadležnosti.

Nadalje, prije ulaska u bankovnu uniju Hrvatska će biti obvezna dostaviti ESB-u sve

⁹³ Bankovna unija nastala je kao odgovor na krizu s kojom se suočio financijski sektor EU-a nakon 2008. i fragmentaciju tržišta koja je, između ostalog, otežala transmisiju monetarne politike ESB-a u europodručju. Ona je, iako još uvijek u izgradnji, komplement monetarnoj uniji. Prelaskom s decentraliziranog nadzora banaka i sanacije banaka na razini država članica na zajednička pravila i mehanizme na razini europodručja pridonosi se ukupnoj otpornosti financijskog sustava i jačanju financijske stabilnosti, dok će se monetarna integracija u punom smislu ostvariti kada se, u okviru bankovne unije, postigne puna mobilnost depozita između država članica.

⁹⁴ Do sada nijedna država izvan europodručja nije pristupila bankovnoj uniji.

informacije o nadziranima subjektima koje ESB može zahtijevati u svrhu provođenja njihove sveobuhvatne procjene. Naime, ESB veliku važnost pridaje sveobuhvatnoj ocjeni kreditnih institucija, uključujući procjenu bilanci koju mora provesti prije preuzimanja svojih zadaća.⁹⁵ ESB time nastoji pravovremeno identificirati potencijalne probleme u bankarskom sektoru te primijeniti odgovarajuće korektivne mjere, zatim povećati transparentnost i kvalitetu dostupnih informacija o stanju banaka te, naposljetku, pridonijeti povećanju povjerenja u sigurnost banaka. Sveobuhvatna procjena obično se izvršava preko provjere kvalitete imovine banaka i testiranja otpornosti banaka na šokove. Može se očekivati da će ESB zahtijevati izradu sveobuhvatne ocjene banaka u Hrvatskoj prije pristupanja SSM-u, što za banke u Hrvatskoj neće biti novost. Naime, HNB je 2014. godine izvršio provjeru kvalitete imovine značajnih banaka u Hrvatskoj u skladu s preporukama ESB-a i Europskoga nadzornog tijela za bankarstvo usporedno s održavanjem sveobuhvatne provjere svih značajnih banaka u europodručju.⁹⁶

Hrvatska primjenjuje nova pravila EU-a za oporavak i sanaciju banaka, a uvođenjem eura primjenjivat će sva pravila i procedure jedinstvenoga sanacijskog mehanizma. Cilj novih pravila jest da troškove sanacije banaka više ne snosi država, već prije svega njihovi vlasnici i vjerovnici. Na razini bankovne unije uspostavljen je jedinstveni fond za sanaciju (SRF) radi financiranja troškova sanacije banaka. Uplate sredstava banaka u SRF odvijaju se postupno, tijekom prijelaznog razdoblja do 2024. godine, a njegova ciljana vrijednost odgovara najmanje 1% vrijednosti depozita svih banaka u SSM-u.⁹⁷

Pristupanjem bankovnoj uniji Hrvatska će započeti s uplatom doprinosa banaka u SRF. Pravila bankovne unije propisuju da se postupak uplate doprinosa banaka u SRF obavlja posredovanjem nacionalnog fonda. Hrvatska je, prema Zakonu o sanaciji kreditnih institucija i investicijskih društava, osnovala nacionalni sanacijski fond, kojim upravlja Državna agencija za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka (DAB). Sve banke u Hrvatskoj obvezne su uplaćivati određeni doprinos u nacionalni sanacijski fond, a prijenos sredstava u europski SRF započet će nakon ulaska Hrvatske u bankovnu uniju.

5.3. Operativne prilagodbe HNB-a povezane s pristupanjem Eurosustavu

Razdoblje uoči uvođenja eura HNB će iskoristiti kako bi se pripremio za članstvo u Eurosustavu. Osim internih prilagodbi, dio tih prilagodbi utjecat će i na ostale ekonomske subjekte u Hrvatskoj, prije svega kroz platni promet i prelazak na korištenje eura.

⁹⁵ Sveobuhvatna ocjena uobičajena je aktivnost kojom ESB u suradnji s državama članicama na redovnoj ili *ad hoc* bazi provjerava financijsko zdravlje značajnih banaka koje se nalaze u sustavu SSM-a, analizirajući njihove financijske pokazatelje, poslovne modele te upravljanje rizicima.

⁹⁶ ESB je posljednju sveobuhvatnu procjenu stanja svih značajnih banaka u europodručju izvršio 2014. godine, čime je učinjen znatan korak prema dovršetku SSM-a (ESB, 2014.). Iste godine HNB je izvršio provjeru kvalitete imovine određenih banaka u Hrvatskoj prema preporukama ESB-a i EBA-e, kada je potvrđena visoka stopa adekvatnosti kapitala obuhvaćenih banaka i sustava u cjelini (HNB, 2014.).

⁹⁷ Procjenjuje se da će SRF imati vrijednost od oko 55 milijardi eura.

5.3.1. Prilagodba instrumenata monetarne politike

Ulaskom u Eurosustav prestaju vrijediti instrumenti monetarne politike koje rabi HNB i zamjenjuju se onima Eurosustava.⁹⁸ To bi moglo dovesti do povećanja slobodnih novčanih sredstava banaka u Hrvatskoj zbog znatnog smanjenja obvezne pričuve i ukidanja minimalno potrebnih deviznih potraživanja⁹⁹, a povećat će se i mogućnost korištenja izvora likvidnosti središnje banke uz izmjenu kamatnih stopa i proširenje liste prihvatljivoga kolaterala.

Osnovni operativni okviri za provođenje monetarne politike Eurosustava i HNB-a u suštini su slični, a obuhvaćaju operacije na otvorenom tržištu i stalno raspoložive mogućnosti. S obzirom na to da u vrstama i načinu provođenja operacija na otvorenom tržištu, kao i korištenju stalno raspoloživih mogućnosti nema većih razlika, prilagodba će biti jednostavna.

Razlike između dvaju sustava postoje u dijelu koji se odnosi na prihvatljivi kolateral za kreditne operacije središnje banke. Uvođenjem eura lista prihvatljivoga kolaterala za monetarne operacije u Hrvatskoj znatno će se proširiti, pa će osim dužničkih vrijednosnih papira izdavatelja iz Hrvatske uključivati i dužničke vrijednosne papire i vrijednosne papire osigurane imovinom izdavatelja iz Europskoga gospodarskog prostora te neutrživu imovinu (kreditna potraživanja, hipotekarne dužničke instrumente) dužnika iz europodručja, na koje će se, ovisno o nizu ostalih kriterija, primjenjivati različiti korektivni faktori.

Najveće razlike između Eurosustava i HNB-a danas se odnose na sustav obveznih pričuva. Osnovica za obračun obvezne pričuve u Hrvatskoj računa se kao prosječno dnevno stanje u kalendarskom mjesecu, dok je osnovica za obračun minimalnih pričuva u europodručju jednaka stanju na posljednji dan u mjesecu. Pritom je osnovica za obračun obvezne pričuve u Hrvatskoj znatno šire definirana i trenutačno se primjenjuje viša stopa obvezne pričuve (12% u odnosu na 1% u europodručju). Osim toga, u Hrvatskoj se trenutačno primjenjuje diferencirani obračun obvezne pričuve u odnosu na valute izvora sredstava te drugačiji način izvršavanja obveze, što je posljedica drugačije uloge obvezne pričuve HNB-a u odnosu na ulogu minimalnih pričuva u Eurosustavu. Kako bi se ograničili potencijalni negativni učinci naglog povećanja likvidnosti bankovnog sustava zbog znatnog smanjenja obvezne pričuve, HNB može i prije ulaska u Eurosustav sustav obvezne pričuve postupno prilagođavati sustavu minimalnih pričuva Eurosustava ili prema potrebi aktivirati mjere makroprudencijalne politike.

Ulaskom u Eurosustav ukinut će se mjera održavanja minimalno potrebnih deviznih potraživanja. Međutim, kako su devizne obveze i potraživanja banaka u Hrvatskoj većinom u eurima, kada euro postane domaća valuta, ta će mjera ionako izgubiti svrhu.

5.3.2. Prilagodbe u gotovinskom poslovanju

Prilagodbe u gotovinskom poslovanju najveći su logistički posao pri uvođenju eura. Nacionalni plan za prelazak na euro detaljno će opisati planiranje i izradu novčanica i kovanica eura, predopskrbu kreditnih institucija i posrednu predopskrbu drugih institucija novčanicama i kovanicama eura te povlačenje kovanica i novčanica kune. Dio aktivnosti bit će propisan posebnim

⁹⁸ Smjernica (EU) 2015/510 Europske središnje banke od 19. prosinca 2014. o provedbi monetarne politike Eurosustava (ESB/2014/60) (preinaka)

⁹⁹ Bude li postojao rizik da dodatna likvidnost izazove prekomjerni kreditni rast, primijenit će se odgovarajući instrumenti kako bi se otpuštanje likvidnosti odvijalo postupno.

zakonom. Iskustvo s korištenjem eurske gotovine u Hrvatskoj i prije uvođenja eura olakšat će prelazak na euro.

Količine novčanica i kovanog novca eura potrebne za zamjenu kuna za euro potrebno je početi planirati i dvije godine prije samog uvođenja zajedničke valute. Planirane količine novčanica posuđuju se od Eurosustava, što podrazumijeva ugovorni odnos između HNB-a i jedne od nacionalnih središnjih banaka Eurosustava. Planirane inicijalne količine kovanog novca potrebnog za zamjenu potrebno je ugovoriti s kovnicom koja je osposobljena za kovanje kovanica eura. Na kovanom novcu eura svaka od država članica koja je uvela euro može na naličju optjecajnoga kovanog novca (nacionalna strana) svih apoena predstaviti nacionalna likovna rješenja.

Predopskrba kreditnih institucija novčanicama i kovanicama eura važna je aktivnost u kontekstu uvođenja eura, a provodit će ju HNB. Kreditne institucije imat će ključnu ulogu u neposrednoj zamjeni gotovog novca. Cijeli proces predopskrbe kreditnih institucija uredit će se sporazumom između kreditnih institucija i HNB-a. Danom uvođenja eura kreditne institucije pustit će u optjecaj novčanice i kovanice eura zaprimljene u predopskrbi. Bankomatska mreža u Hrvatskoj prilagodit će se na način da do samog dana uvođenja eura isplaćuje kune, a na dan uvođenja eura počinje isplaćivati eure.

Pod posrednom predopskrbom podrazumijeva se isporuka kojom kreditne institucije unaprijed opskrbljuju treće strane (trgovine i poduzeća) potrebnim količinama euronovčanica i eurokovanica.¹⁰⁰ Opskrba javnosti kovanicama eura s nacionalnom stranom započinje mjesec dana prije dana uvođenja eura, i to preko modela prodaje paketića kovanica. Paketići kovanica sadržavaju više kovanica eura po svakom apoenu s novom nacionalnom stranom.

Cijeli proces planiranja nužno obuhvaća i osiguravanje adekvatnih kapaciteta pohrane novca i u trezorima HNB-a i u trezorima poslovnih banaka. Povlačenje kune potrebno je inicirati u razdoblju neposredno pred uvođenje eura optimiziranjem zaliha kuna u gotovinskim centrima te u blagajnama kreditnih institucija. Zakonski će se urediti razdoblje dvostrukog optjecaja, razdoblje mogućnosti zamjene kuna za eure u kreditnim institucijama te razdoblje zamjene kuna za eure u Hrvatskoj narodnoj banci. U razdoblju pred uvođenje eura potrebno je i ugovorno osigurati prijevoz, sigurnost te zbrinjavanje i uništavanje povučениh kuna. Naposljetku, u razdoblju pred uvođenje eura te nakon uvođenja eura potrebno je s pomoću edukacije podići razinu informiranosti javnosti i profesionalnih rukovatelja gotovim novcem o izgledu različitih apoena te zaštitnim obilježjima novčanica i kovanog novca eura.

5.3.3. Prilagodbe u platnom prometu

Od dana uvođenja eura kao nacionalne valute u Republici Hrvatskoj sve platne transakcije preko platnih sustava izvršavat će se isključivo u eurima, a sva novčana sredstva na računima sudionika u platnom sustavu za namiru velikih plaćanja u kunama konvertirat će se u eure. Konvertirani euri prenijet će se na račune sudionika u platnom sustavu za namiru velikih plaćanja u eurima. Uvođenjem eura kao nacionalne valute platni sustavi u kunama (Hrvatski sustav velikih plaćanja, HSVP, i Nacionalni klirinški sustav, NKS) prestat će s radom, a s poslovanjem će nastaviti platni sustavi u eurima (TARGET2-HR i EuroNKS).

¹⁰⁰ SL L 207/39, 28. 7. 2006., Smjernica Europske središnje banke od 14. srpnja 2006. o određenim pripremama za prelazak na gotovinu eura te o predopskrbi i posrednoj predopskrbi euronovčanicama i eurokovanicama izvan europodručja (ESB/2006/9), Poglavlje IV. str. 28.

Uspostavom platnog sustava za namiru velikih plaćanja u eurima (TARGET2-HR), koji je započeo s radom 1. veljače 2016., potpuno su osigurani infrastrukturni preduvjeti za namiru u eurima i prije uvođenja eura kao nacionalne valute u Hrvatskoj. Trenutačno se preko navedenoga platnog sustava izvršavaju sljedeće vrste platnih transakcija: namira konačnih pozicija izravnih sudionika u platnom sustavu za obračun malih plaćanja u eurima, dio monetarnih operacija (održavanje najmanje 2% devizne obvezne pričuve banaka održavanjem prosječnih dnevnih sredstava na računima banaka) te ostale platne transakcije između sudionika. Nakon uvođenja eura na taj će platni sustav migrirati i sve ostale vrste platnih transakcija koje se trenutačno izvršavaju u kunama, a to su provođenje svih monetarnih operacija i opskrba banaka gotovim novcem.

Uspostavom platnog sustava za obračun malih plaćanja u eurima (EuroNKS), koji je započeo s radom 6. lipnja 2016., potpuno su osigurani infrastrukturni preduvjeti za obračun kreditnih transfera u eurima prema pravilima SEPA sheme. Nakon uvođenja eura preko toga platnog sustava obračunavat će se kreditni transferi koji se trenutačno obračunavaju preko platnog sustava malih plaćanja u kunama, a postojat će i mogućnost obračuna izravnih terećenja prema pravilima SEPA sheme.

5.3.4. Financijske prilagodbe zbog pristupanja Eurosustavu

Na dan uvođenja eura HNB će uplatiti preostali iznos upisanoga kapitala ESB-a. Sve nacionalne središnje banke država članica EU-a dužne su upisati dio kapitala ESB-a, pri čemu središnje banke Eurosustava uplaćuju ukupan iznos svog dijela upisanoga kapitala ESB-a, a središnje banke država članica koje ne rabe euro uplaćuju samo 3,75% svog dijela upisanoga kapitala. U skladu s tim pravilom pristupanjem Hrvatske EU-u HNB je uplatio 2,4 milijuna eura u kapital ESB-a, a uvođenjem eura prenijet će ESB-u dodatnih 62,8 milijuna eura kako bi u cijelosti uplatio svoj dio upisanoga kapitala koji iznosi 65,2 milijuna eura.

Nadalje, pristupanjem Eurosustavu nacionalna središnja banka dužna je izdvojiti sredstva na revalorizacijski račun za nerealizirane dobitke od imovine, obveza i izvanbilančnih instrumenata ESB-a te pridonijeti stavci rezervacija. Na revalorizacijski račun ne izdvajaju se sredstva iz ostvarene dobiti ESB-a, već se on formira isključivo na temelju doprinosa nacionalnih središnjih banaka Eurosustava. Pod pretpostavkom da je iznos na revalorizacijskom računu ESB-a u godini koja prethodi uvođenju eura u Hrvatskoj istovjetan onome iz 2016. godine, HNB bi bio dužan uplatiti iznos od 246,7 milijuna eura. Osim toga, HNB će uplatiti određeni iznos na račun rezervacija koji bi, prema istim pretpostavkama, mogao iznositi 65,2 milijuna eura. Stavka rezervacija koristi se za amortiziranje nerealiziranih gubitaka koji nisu pokriveni revalorizacijskim računom, a posljedica su materijalizacije tečajnoga, kamatnoga i kreditnog rizika te rizika promjene cijene zlata.

Pristupanjem Eurosustavu HNB će prenijeti dio svojih međunarodnih pričuva ESB-u prema ključu za upis kapitala. Procjenjuje se da će vrijednost međunarodnih pričuva HNB-a za prijenos ESB-u iznositi oko 350 milijuna eura, što čini samo 2,9% vrijednosti ukupnih pričuva. Na transferirani dio pričuva ESB nacionalnim središnjim bankama plaća remuneraciju u visini od 0,85% stope na glavne operacije refinanciranja. Dijelom neto međunarodnih pričuva koji neće biti prenesen ESB-u HNB će upravljati u skladu sa svojim odrednicama, kao što je slučaj i sada. Zarada od tog dijela portfelja pripadat će HNB-u, a primjena računovodstvenih standarda i smjernica ESB-a trebala bi omogućiti povoljniju distribuciju dobiti HNB-a u hrvatski državni proračun.

Osim navedenih jednokratnih financijskih obveza, HNB će nakon uvođenja eura imati trajnu obvezu prijenosa ostvarenoga monetarnog prihoda na ESB, čime će ostvariti i pravo na

sudjelovanje u njegovoj raspodjeli na razini Eurosustava. Ukupno prikupljeni monetarni prihod raspodjeljuje se nacionalnim središnjim bankama prema njihovim udjelima u uplaćenom kapitalu na razini Eurosustava, pod pretpostavkom da ESB nije ostvario gubitak koji je odlučio nadoknaditi iz ukupno prikupljenoga monetarnog prihoda (*vidi 3.1.6. Sudjelovanje u raspodjeli monetarnog prihoda Eurosustava*).

Danom uvođenja eura u Hrvatskoj temeljni regulatorni okvir za računovodstvo i financijsko izvještavanje u HNB-u postat će Smjernica ESB-a za zakonski okvir za računovodstvo i financijsko izvještavanje u ESSB-u i Statut ESSB-a i ESB-a te Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci. Smjernica ESB-a¹⁰¹ sadržava obvezna pravila, uglavnom za stavke koje se odnose na monetarnu politiku, te preporučena pravila i zahtjeve u vezi s izvještavanjem. Računovodstvena pravila obvezna su za nacionalne središnje banke Eurosustava, ali namjena im je ograničena na režim računovodstva i izvještavanja u ESSB-u. S ciljem dosljednosti i usporedivosti preporučuje se da nacionalne središnje banke u najvećoj mogućoj mjeri primjenjuju pravila navedena u Smjernici ESB-a i pri sastavljanju svojih nacionalnih izvješća i financijskih izvještaja. Funkcija kontrolinga HNB-a koristit će se zajedničkom metodologijom troška Eurosustava, a sa svrhom praćenja izvršenih troškova prema popisu funkcija Eurosustava. Tako sve središnje banke Eurosustava iskazuju svoje izvršene troškove prema istim funkcijama kako su utvrđene ovim popisom.

5.4. Ostale prilagodbe u kontekstu uvođenja eura

5.4.1. Mjere za sprječavanje rasta potrošačkih cijena zbog konverzije valute

Vlada će osigurati primjerene mehanizme praćenja procesa konverzije kako bi se moguće zlouporabe pri zaokruživanju cijena i posljedični neosnovani rast potrošačkih cijena sveli na najmanju moguću mjeru. Pri uvođenju eura svi će kunski iznosi biti preračunati u euro u skladu s preciznim pravilima za zaokruživanje, uz primjenu fiksne stope konverzije i zaokruživanja na najbliži cent. Prema istraživanju Eurobarometra najveću zabrinutost u vezi s uvođenjem eura građani iskazuju zbog mogućega neopravdanog rasta cijena u slučaju da dio poduzeća i trgovaca iskoristi uvođenje eura za povećanje cijena dobara i usluga. Stoga će Vlada veliku pozornost posvetiti zaštiti potrošača te poduzeti nužne korake kako bi spriječila moguće zlouporabe.

Dvojno iskazivanje cijena u kunama i eurima ključna je mjera kojom će se građane zaštititi od potencijalne nepoštene poslovne prakse u preračunavanju cijena. Kako bi se građanima omogućilo da prepoznaju neosnovani porast cijena u postupku konverzije, poduzeća i prodajna mjesta bit će obvezna tijekom višemjesečnog razdoblja, prije i nakon prelaska na euro, iskazivati cijene u obje valute. Kretanje cijena dodatno će se pažljivo pratiti tijekom prelaska na euro, o čemu će se javnost redovito izvještavati. Vlada će uključiti udruge za zaštitu potrošača u mehanizam praćenja kretanja cijena zajedno s nadležnim državnim tijelom. Etično ponašanje poduzeća pri preračunavanju cijena Vlada će poticati i drugim mehanizmima, primjerice izradom sporazuma kojim će poduzeća moći dobrovoljno pristupiti, čime će se ona obvezati da će korektno preračunati cijene iz kuna u eure. Poduzeća koja potpišu sporazum zauzvrat će dobiti pravo na korištenje logotipa koji će biti prepoznatljiv potrošačima. Tijela državne uprave nadzirat će provedbu propisa o

¹⁰¹ Smjernica (EU) 2016/2249 Europske središnje banke od 3. studenoga 2016. o pravnom okviru za računovodstvo i financijsko izvještavanje u Europskom sustavu središnjih banaka (ESB/2016/34) (preinaka)

zaokruživanju cijena, primjeni ispravne stope konverzije u euro i dvojnomo iskazivanju cijena, a građanima će se omogućiti da jednostavno prijave sumnje u povredu propisa. Poduzeća koja ne budu slijedila propise, suočit će se sa sankcijama u obliku javne objave njihovih imena i novčanih kazni.

Pojedinosti mjera kojima će se zaštititi građane od neopravdanog rasta cijena bit će iznesene naknadno u Nacionalnom planu za prelazak na euro. Očekuje se da će navedene mjere biti učinkovite u sprječavanju neosnovanog rasta cijena te da zahvaljujući tome uvođenje eura neće imati veći utjecaj na ukupnu razinu cijena. Iskustva država članica europodručja potvrđuju da su navedeni zaštitni mehanizmi u pravilu učinkoviti u sprječavanju rasta cijena u postupku konverzije (vidi 3.2.2. *Porast razine cijena zbog konverzije*).

5.4.2. Pravne, računovodstvene i informatičke pripreme

Hrvatski pravni okvir bit će potrebno prilagoditi novoj valuti zbog čega će Vlada predložiti donošenje Zakona o uvođenju eura. Donošenjem Zakona o uvođenju eura u nacionalno zakonodavstvo prenijet će se pravni akti i preporuke EU-a koji su osnova za korištenje eura. Krovnim zakonom koji će urediti konverziju kune u euro izbjeći će se potreba za izmjenama svih postojećih zakona u čijim se odredbama spominje kuna. Zakon o uvođenju eura također će definirati pojedine faze uvođenja eura, poput pripremnog i prijelaznog razdoblja, uključujući razdoblje dvojnog optjecaja, tijekom kojeg obje valute imaju status zakonskog sredstva plaćanja. Osim toga, definirat će se obveze javnih i privatnih subjekata pri izvršavanju prilagodbi na konverziju. Naposljetku, uključivat će odredbe o pridržavanju načela neprekidnog trajanja ugovora i drugih pravnih instrumenata te o informiranju i zaštiti potrošača.

Uvođenje eura neće utjecati na pravovaljanost postojećih pravnih instrumenata, odnosno svi ugovori, financijski instrumenti te ostali instrumenti s pravnim učinkom i nadalje će vrijediti. Naime, u procesu zamjene nacionalne valute eurom treba slijediti načelo neprekidnog trajanja ugovora¹⁰² te tako pridonijeti pravnoj sigurnosti i jasnoći. U skladu s primjenom navedenog načela u Hrvatskoj dijelovi ugovora koji se referiraju na vrijednost u kunama pravno će značiti vrijednost u eurima, izračunatu prema fiksnom tečaju konverzije. S tim u vezi, ugovori i drugi pravni instrumenti nastavit će vrijediti te ih neće biti potrebno pojedinačno mijenjati u svrhu zamjene valutnih jedinica u njihovim odredbama. Osim za ugovore koje su sklopili gospodarski subjekti, odnosno pravne i fizičke osobe koje su sklapanjem ugovora stupile u obvezni odnos, načelo neprekidnog trajanja vrijedit će i za ostale pravne instrumente poput zakonskih odredbi, upravnih akata, sudskih odluka te ostalih instrumenata s pravnim učinkom, uključujući i financijske instrumente.

Prilagodbe će biti nužne i u računovodstvenom sustavu budući da će danom uvođenja eura sva financijska izvješća morati biti iskazana u euru. Euro će time postati dio novog standarda financijskog izvještavanja koji se koristi u financijskim izvješćima, poslovnim knjigama i ostaloj računovodstvenoj dokumentaciji. Nakon uvođenja eura korigirat će se i financijska izvješća izrađena za prethodna razdoblja izvještavanja konverzijom iskazanih vrijednosti iz kuna u eure. Prilagodbe u računovodstvu javnih financija zahtijevat će da se državni proračun, kao i ostala financijska izvješća svih tijela javne vlasti, iskazuju u eurima.

¹⁰² Uredba Vijeća (EZ) br. 1103/97 od 17. lipnja 1997. o određenim odredbama koje se odnose na uvođenje eura; Uredba Vijeća (EZ) br. 974/98 od 3. svibnja 1998. o uvođenju eura; Uredba Vijeća (EZ) br. 2169/2005 od 21. prosinca 2005. o izmjeni Uredbe (EZ) br. 974/98 o uvođenju eura

Računovodstvene prilagodbe pravit će prilagodbe u području informacijske tehnologije, pa će tako svi privatni i javni subjekti biti odgovorni za organizacijske i tehničke pripreme vlastitih informatičkih sustava prije uvođenja eura. Navedeni subjekti pritom bi trebali osigurati nesmetani kontinuitet funkcioniranja informatičkih sustava. Tijela javne vlasti prije dana uvođenja eura osigurat će prilagodbe platnog prometa, poreznog sustava i sustava fiskalizacije, bankovnog poslovanja, mirovinskog i zdravstvenog osiguranja te drugih sustava čije je svakodnevno ispravno funkcioniranje od javnog interesa te pritom pravovremeno i transparentno informirati građane, poduzetnike i sve ostale subjekte o novonastalim promjenama. Prilagodbe uključuju i izmjene odgovarajućih baza podataka te obrazaca, uplatnica, računa i svih ostalih elektroničkih i materijalnih dokumenata koji se izrađuju u informatičkim sustavima.

5.4.3. Prilagodbe u području statistike

Donošenjem Zakona o uvođenju eura u nacionalno zakonodavstvo doći će do pravnih i operativnih promjena u sustavu službene statistike. Od dana uvođenja eura pri provođenju statističkih istraživanja u kojima se od obveznika istraživanja prikupljaju financijski podaci, oni će biti iskazani u eurima umjesto u kunama. Nositelji službene statistike pravodobno će izmijeniti izvještajne obrasce koji se koriste pri provođenju statističkih istraživanja.

Nužne su i prilagodbe statističko-informatičke infrastrukture koja služi za prikupljanje, kontrolu i obradu podataka te izradu statističkih izvještaja u skladu s važećim nacionalnim i međunarodnim standardima kod pojedinih nositelja službene statistike. Nositelji službene statistike konvertirat će sve povijesne serije statističkih pokazatelja iskazanih u kunama u novu izvještajnu valutu euro.

S danom uvođenja eura Hrvatska će Europskoj komisiji i ESB-u početi dostavljati statističke podatke koje im sada nije obvezna dostavljati. Naime, Europska komisija i ESB u svojim propisima iz područja statistike propisuju dodatne izvještajne zahtjeve za države članice europodručja i države članice koje žele uvesti euro. Ti se zahtjevi odnose na izradu podataka na detaljnijoj razini dezagregacije ili/i s kraćim rokovima dostave podataka, a u nekim slučajevima i na uspostavljanje potpuno novih statističkih istraživanja. Uglavnom se radi o obvezi zasebnog prikazivanja podataka za države članice europodručja i one države članice EU-a koje nisu uvele zajedničku valutu, što će zahtijevati prilagodbe u mnogim sustavima prikupljanja podataka. Potrebno je uvesti dva dodatna istraživanja: istraživanje o uvoznim cijenama proizvoda, koje traži da se prate promjene cijena svih proizvoda koji zadovoljavaju određene standardne značajke, te novo istraživanje ESB-a (tzv. *AnaCredit*) za čije se uvođenje države članice europodručja pripremaju već dulje vrijeme, a odnosi se na prikupljanje iznimno detaljnih statističkih podataka o kreditnoj zaduženosti svih pravnih osoba u EU-u (na razini pojedine obveze dužnika, iznad određenog praga zaduženosti).

6. Odrednice za vođenje ekonomske politike nakon uvođenja eura

Hrvatska će nakon uvođenja eura i gubitka samostalne monetarne politike zadržati važne poluge ekonomske politike. Tako će Vlada nastaviti voditi fiskalnu i strukturne politike, a HNB će, osim sudjelovanja u formuliranju zajedničke monetarne politike ESB-a, zadržati visok stupanj samostalnosti u provođenju makroprudencijalne politike.

6.1. Važnost razboritog vođenja fiskalne i strukturnih politika

Nakon uvođenja eura Vlada će nastaviti voditi fiskalnu i strukturne politike s ciljem povećanja potencijalnog rasta i konkurentnosti te osiguranja makroekonomske stabilnosti.

Nositelji ekonomske politike nakon uvođenja eura i dalje će biti usredotočeni na osiguranje dugoročne održivosti javnih financija te povećanje konkurentnosti domaće ekonomije.

Stabilnost javnih financija temelj je održivoga gospodarskog rasta, ali i ukupne makroekonomske stabilnosti. Jedna od ključnih odrednica ekonomske politike Vlade jest fiskalna konsolidacija temeljena na smanjenju proračunskog manjka te poticanju gospodarskog rasta, čime se, između ostalog, pridonosi smanjenju omjera javnog duga i bruto domaćeg proizvoda. Zadržat će se naglasak fiskalne politike na strogoj kontroli proračunske potrošnje te korištenju viška prihoda u odnosu na planirane za daljnje poboljšavanje proračunskog salda i smanjivanje javnog duga. Usmjerenje na fiskalna pravila, posebice na odredbe o srednjoročnom proračunskom cilju i ograničenju rasta proračunskih rashoda, pridonijet će očuvanju dugoročne održivosti javnih financija. Osim poduzimanja napora za smanjenje rizika u javnim financijama, Vlada će fiskalnom politikom nastojati poticajno djelovati na konkurentnost gospodarstva tako što će dodatno smanjivati porezno opterećenje i neporezna davanja.

Proračun opće države obavlja važnu stabilizacijsku ulogu tijekom poslovnog ciklusa, a njegova važnost dodatno će se povećati nakon uvođenja eura. Kako bi fiskalna politika djelovala stabilizirajuće na gospodarstvo, u razdoblju nepovoljnih gospodarskih kretanja porezno opterećenje trebalo bi se smanjivati, a javna potrošnja povećavati. Suprotno tome, u fazi gospodarske ekspanzije fiskalna politika trebala bi biti restriktivna ili barem neutralna kako ne bi došlo do pretjerane ekspanzije domaće potražnje i porasta makroekonomskih neravnoteža. U Hrvatskoj je fiskalna politika do sada u pravilu bila prociklička, odnosno imala je ekspanzivan karakter tijekom razdoblja gospodarskog rasta, a restriktivan tijekom recesije (*vidi Sliku 12. u dijelu 3.2.1.*). Vlada će ubuduće nastojati voditi protucikličku fiskalnu politiku koja bi trebala pridonositi uravnoteženom rastu hrvatskoga gospodarstva.

Nakon uvođenja eura bit će potrebno osigurati da se relativni troškovi ne pogoršavaju. Kod troškova rada to znači da tzv. relativni jedinični troškovi rada¹⁰³ ne bi smjeli rasti, odnosno da bi se plaće trebale mijenjati u skladu s produktivnosti. Stoga će važan element ukupne ekonomske politike biti politika plaća koja treba spriječiti da rast plaća u javnom sektoru bude snažniji od rasta

¹⁰³ Jedinični trošak rada jest omjer prosječne plaće i produktivnosti rada.

produktivnosti u gospodarstvu. Time, osim što bi se izbjegao neosnovani rast javne potrošnje, ujedno bi se smanjio rizik prelijevanja prekomjernog rasta plaća na realno gospodarstvo. Međutim, potrebno je napomenuti da u uvjetima slobodnoga kretanja radnika u EU-u na dinamiku plaća u privatnom sektoru, osim domaćih činitelja, u manjoj mjeri utječe i prekogranična mobilnost radnika koja može dovesti do manjka (viška) radne snage u određenim zanimanjima, a time i do pritisaka na rast (pad) plaća.

Osim mjera za jačanje cjenovne i troškovne konkurentnosti, važno je poduzimati i napore u području necjenovnih činitelja konkurentnosti gospodarstva. Kako bi se smanjio rizik nastanka makroekonomskih neravnoteža nakon ulaska u monetarnu uniju, potrebno je jačati necjenovnu (strukturnu) konkurentnost gospodarstva. Strukturna konkurentnost uvelike je rezultat kvalitete poslovnog okruženja, ljudskoga kapitala te ulaganja u istraživanje i razvoj, odnosno njihova utjecaja na stupanj inovativnosti u gospodarstvu.

U skladu s tim ekonomska i razvojna politika temeljit će se na unaprjeđenju poslovnog okruženja, u kojemu je privatni sektor nositelj ekonomskog razvoja. Unaprjeđenje poslovnog okruženja pridonijet će kvaliteti javnog upravljanja i javnih politika za gospodarstvo, čime će se stvoriti dugoročne pretpostavke za poboljšanje konkurentnosti hrvatskoga gospodarstva prema relevantnim svjetskim metodologijama. Objedinjavanjem inspeksijskih službi u gospodarstvu te daljnjim smanjivanjem administrativnih troškova i neporeznih davanja dodatno će se rasteretiti poduzetnici i obrtnici. Poduzimat će se i aktivnosti s ciljem povećavanja učinkovitosti institucija, a to uključuje pojednostavnjivanje pravila i ubrzavanje rada administracije i sudova. Povećanje učinkovitosti javne uprave postići će se ponajprije učinkovitim upravljanjem ljudskim resursima uz revidiranje sustava određivanja plaća koji će poticati stručnost i osigurati nagrađivanje na temelju rezultata rada svakog zaposlenika. Unaprjeđenju poslovnog okruženja pridonijet će i nastavak reformi mirovinskog i zdravstvenog sustava koje će povećati njihovu dugoročnu financijsku održivost, čime će se otvoriti prostor za rasterećenje gospodarstva, ponajprije u obliku smanjenja bruto troška rada.

6.2. Uloga makroprudencijalne politike u ublažavanju makroekonomskih i financijskih rizika

HNB će i nakon uvođenja eura imati visoku autonomiju u području makroprudencijalne politike, a to će mu omogućiti da i nadalje izravno utječe na ponašanje banaka. U postupku pristupanja EU-u Hrvatska je morala ukloniti prepreke slobodnom kretanju kapitala, čime je uklonjena mogućnost primjene instrumenata za usporavanje kapitalnih priljeva, a nakon uvođenja eura HNB više neće moći računati ni na instrumente monetarne politike. Međutim, HNB će nastaviti raspolagati instrumentima makroprudencijalne politike kojima će moći utjecati na likvidnost, kapitaliziranost i kreditnu aktivnost banaka. Nakon svjetske financijske krize na globalnoj je razini dogovoren skup novih, strožih standarda u području upravljanja kapitalom i likvidnošću financijskih institucija, koji su u EU-u stupili na snagu 1. siječnja 2014. Nacionalna nadzorna tijela dobila su nove instrumente koji bi trebali povećati otpornost banaka na šokove, ali i smanjiti nepoželjnu cikličku kolebljivost kreditne aktivnosti.

Iako se novi makroprudencijalni instrumenti razlikuju od onih kojima se HNB uspješno koristio u prošlosti, oni će pomoći u očuvanju kapitala i likvidnosti banaka, a time i ukupne financijske stabilnosti. Među instrumentima namijenjenima jačanju kapitala ključni su dodatni zaštitni slojevi kapitala (zaštitni sloj za očuvanje kapitala, protuciklički zaštitni sloj, zaštitni sloj za sistemski rizik te zaštitni slojevi za globalne i ostale sistemski važne kreditne institucije) koji

izravno povećavaju otpornost banaka na gubitke. Neke od tih zaštitnih slojeva HNB već primjenjuje.¹⁰⁴ Novi standardi upravljanja likvidnošću u EU-u (zahtjev za likvidnosnu pokrivenost i omjer neto stabilnih izvora financiranja) osigurat će nastavak visoke likvidnosti banaka i nakon uvođenja eura. Nadalje, neki instrumenti moći će se koristiti u svrhu usporavanja prekomjernoga kreditnog rasta. Primjerice, HNB može povećati stopu protucikličkoga zaštitnog sloja kapitala s ciljem usporavanja kreditnog rasta. Istodobno, HNB može ograničiti potražnju za kreditima tako da nametne najviši iznos pokrivenosti kredita kolateralom (LTV) ili pokrivenosti duga prihodima (DSTI), čime bi se smanjio maksimalan iznos kredita koji klijent može dobiti za danu vrijednost instrumenta osiguranja, odnosno dohotka. Naposljetku, HNB može propisati maksimalno dopušten iznos omjera kredita i domaćih depozita (LTD), čime bi se banke obvezalo da kreditni rast financiraju pretežno iz domaćih izvora i time usporilo njihovo inozemno zaduživanje.

S obzirom na dosadašnje iskustvo HNB-a, izgledno je da će se makroekonomski i financijski rizici i nakon uvođenja eura pravodobno prepoznati. HNB je jedan od rijetkih regulatora koji su i prije krize prepoznali rizik prekomjernog priljeva kapitala i kreditne ekspanzije te primijenili odgovarajuće instrumente da te rizike ublaže.¹⁰⁵ Kada se uzme u obzir iskustvo HNB-a u području makroprudencijalne politike, izvjesno je da će središnja banka i nakon uvođenja eura uspješno odgovarati na slične izazove.

Europski sustav koordinacije makroprudencijalne politike koji čine Europska središnja banka i Europski odbor za sistemske rizike (ESRB) dodatno je jamstvo da će se makroprudencijalna politika u Hrvatskoj i ubuduće aktivno provoditi. ESB ima obvezujuće makroprudencijalne ovlasti u području bankarstva koje proizlaze iz njegove uloge jedinstvenog supervizora u bankovnoj uniji. Pritom ESB može pooštriti makroprudencijalne mjere koje su donesene na nacionalnoj razini u državama članicama europodručja ako ocijeni da je to potrebno, ali ih nema pravo ublažiti. Ta ovlast ESB-a odnosi se samo na mjere koje su harmonizirane na razini EU-a (poput zaštitnih slojeva kapitala), pa tako ne vrijedi za mjere koje su zasnovane na nacionalnim zakonodavstvima (kao što su LTV i DSTI). Za razliku od ESB-a koji raspolaže pravno obvezujućim ovlastima, ESRB se koristi neobvezujućim upozorenjima i preporukama kojima nacionalna makroprudencijalna tijela potiče na aktivnosti s ciljem uklanjanja sistemskih rizika i ranjivosti. Osim toga, ESRB potiče suradnju između država članica, posebice kada je riječ o pridržavanju načela uzajamnosti u primjeni makroprudencijalnih instrumenata. HNB je aktivno uključen u rad upravljačkih i radnih tijela ESRB-a, pri čemu je guverner HNB-a stalni član Općeg odbora ESRB-a, a trenutno obnaša i trogodišnji mandat u Upravljačkom odboru ESRB-a. U skladu s inicijativom ESRB-a kojom se države članice poticalo na izgradnju nacionalnih okvira za provođenje makroprudencijalne politike, u Hrvatskoj je krajem 2013. osnovano Vijeće za financijsku stabilnost u koje su uključeni predstavnici HNB-a, Hanfe, Ministarstva financija i DAB-a. Najvažniji zadaci Vijeća za financijsku stabilnost jesu sudjelovanje u oblikovanju makroprudencijalne politike, prepoznavanje i vrednovanje sistemskih rizika, osiguranje koordinacije između nadležnih tijela i poduzimanje aktivnosti u skladu s upozorenjima i preporukama ESRB-a.

¹⁰⁴ HNB je od početka 2014. primijenio zaštitni sloj za očuvanje kapitala, zaštitni sloj za strukturni sistemski rizik i zaštitni sloj za ostale sistemske važne institucije. Aktiviran je i protuciklički zaštitni sloj, ali njegova stopa trenutno iznosi 0%.

¹⁰⁵ Vidi npr. Bokan i sur. (2010.), Galac (2011.), Kraft i Galac (2011.), Lim i sur. (2011.; 2013.), Vujčić i Dumičić (2016.) te Dumičić (2017.).

7. Zaključak

Provedena analiza ekonomskih koristi i troškova uvođenja eura pokazuje da je Hrvatskoj u interesu započeti proces uvođenja eura bez odgode. Hrvatska je spremna započeti proces uvođenja eura, što potvrđuje dosegnuti stupanj realne i nominalne konvergencije. Uvođenje eura ujedno je i obveza koju je Hrvatska preuzela ulaskom u Europsku uniju, a aktivnosti koje je potrebno za to poduzeti pozitivno će utjecati na hrvatsko gospodarstvo neovisno o cilju uvođenja zajedničke valute.

Hrvatska će ostvariti značajne i trajne koristi od uvođenja eura. Koristi uvođenja eura odnose se na smanjenje rizika za makroekonomsku i financijsku stabilnost, povoljnije uvjete financiranja i niže transakcijske troškove. Navedene koristi trebale bi omogućiti snažniji gospodarski rast, povećati ekonomsku učinkovitost i učiniti Hrvatsku privlačnijom za investicije. Koristi od uvođenja eura u Hrvatskoj mogle bi biti relativno veće nego u drugim državama članicama zbog visokog stupnja euroizacije.

Najveća korist uvođenja eura jest uklanjanje valutnog rizika kojem su stanovništvo, poduzeća i država izrazito izloženi. Ukupan dug u stranoj valuti, uključujući dug uz valutnu klauzulu, premašuje 500 milijardi kuna (približno 150% BDP-a), a više od 90% tog iznosa vezano je uz euro. U takvim uvjetima snažnija deprecijacija kune u odnosu na euro povećala bi zaduženost i teret otplate duga za domaće dužnike. Nakon uvođenja eura domaći će sektori svoje prihode ostvarivati u eurima, dakle u valuti uz koju je vezana glavovina njihovih obveza, pa stoga više neće biti izloženi riziku deprecijacije domaće valute i posljedičnog povećanja tereta otplate duga. Time će se smanjiti ranjivost bilanci stanovništva i poduzeća, kao i rizici za javne financije, s obzirom na to da su čak tri četvrtine ukupnoga javnog duga vezane uz euro. Posredno će to pogodovati i bankama koje su valutnom riziku neizravno izložene preko svojih klijenata.

Uvođenjem eura smanjit će se rizik bankovne i platnobilančne krize, a rizik nastanka valutne krize potpuno će nestati. Hrvatski bankovni sustav visoko je kapitaliziran i likvidan, što upućuje na nisku vjerojatnost izbijanja sistemske bankovne krize. Njegova otpornost dodatno će se povećati uvođenjem eura jer će banke tada u slučaju likvidnosnih poremećaja moći od središnje banke pozajmljivati eure, što sada nije slučaj. Time će se ujedno ukloniti rizik da poteškoće u bankovnom sustavu dovedu do iscrpljivanja međunarodnih pričuva, a time i do platnobilančne i valutne krize.

Dodatne koristi od uvođenja eura proizaći će iz smanjenja kamatnih stopa, nižih transakcijskih i mjenjačkih troškova te snažnije zaštite u slučaju gospodarskih poremećaja. Uklanjanjem dijela sistemskih rizika smanjit će se premija za rizik države i time poboljšati uvjeti zaduživanja svih sektora. Prelaskom na euro ostvarit će se uvjeti za smanjenje regulatornih zahtjeva za banke, a time i za relativno smanjenje kamatnih stopa na kredite. Nadalje, nefinancijski sektor ostvarit će uštede na mjenjačkim poslovima jer se više neće provoditi transakcije zamjene kuna u eure i obratno, a subjekti koji su uključeni u međunarodnu razmjenu uštedjet će i zbog smanjenja naknada za prekogranična eurska plaćanja. Tako će uvođenje eura povoljno djelovati na konkurentnost hrvatskih izvoznika. Među ostalim koristima prihvaćanja zajedničke valute ističu se sudjelovanje u raspodjeli monetarnog prihoda Eurosustava i pristup Europskom mehanizmu za stabilnost. Potonji mehanizam pruža jaču zaštitu u slučaju gospodarskih poremećaja u odnosu na postojeće instrumente koji Hrvatskoj stoje na raspolaganju, a time ujedno pozitivno utječe na povjerenje financijskih tržišta prema Hrvatskoj.

Uvođenje eura pozitivno će utjecati na domaće i strane investicije. Povoljniji uvjeti zaduživanja povećat će konkurentnost gospodarstva i tako stvoriti dodatan prostor za investicije i zapošljavanje. Istodobno, uklanjanjem valutnog rizika smanjit će se ukupan rizik kojemu su izloženi međunarodni investitori, što će povećati atraktivnost Hrvatske kao odredišta za inozemna izravna ulaganja.

Dok su koristi uvođenja eura značajne i trajnoga karaktera, troškovi su uglavnom niski i jednokratni. Hrvatska će morati podmiriti jednokratne troškove zamjene valute, uplatiti sredstva u kapital Europskog mehanizma za stabilnost te u kapital i rezerve Europske središnje banke. Moguć je i blagi jednokratni porast cijena u procesu konverzije. Rizici pojave prekomjernog priljeva kapitala i rasta makroekonomskih neravnoteža uvelike su potisnuti zahvaljujući očekivanoj primjerenosti zajedničke monetarne politike za Hrvatsku i mehanizmima EU-a za sprječavanje nastanka makroekonomskih neravnoteža. Osim toga, Hrvatska će i nakon uvođenja eura raspolagati fiskalnom, strukturnom i makroprudencijalnom politikom kojima će moći ispravljati eventualne nepovoljne trendove.

Gubitak samostalne monetarne i tečajne politike neće biti velik trošak uzmu li se u obzir okolnosti u kojima djeluje monetarna politika u Hrvatskoj, kao i usklađenost poslovnih ciklusa Hrvatske i europodručja. Ekonomska literatura sugerira da male države u pravilu ne mogu voditi aktivnu monetarnu politiku, odnosno da one u bitno manjoj mjeri mogu monetarnom politikom ublažavati makroekonomske šokove. Središnje banke malih država moraju svoju politiku prilagođavati globalnim financijskim kretanjima ako se žele zaštititi od prekomjernih špekulativnih kapitalnih tokova. To se odnosi i na Hrvatsku, pa je tako monetarna politika HNB-a uglavnom određena monetarnim uvjetima u europodručju, što se, među ostalim, povezuje s visokom prisutnošću bankovnih grupacija iz europodručja u hrvatskom bankovnom sustavu. Naime, banke u stranom vlasništvu mogu se izravno zaduživati kod svojih matrica u inozemstvu i time umanjiti željene učinke kamatne politike HNB-a. Isto tako, monetarnu politiku u Hrvatskoj dodatno određuje visok stupanj kreditne i depozitne euroizacije. U takvim okolnostima stabilnost tečaja kune prema euru neminovno je ključan instrument za očuvanje financijske i ukupne makroekonomske stabilnosti. U skladu s tim uvođenjem eura, tj. prihvaćanjem zajedničke monetarne politike Hrvatska neće mnogo izgubiti. U prilog tome govore i empirijska istraživanja koja pokazuju da bi monetarna politika Europske središnje banke u načelu trebala odgovarati potrebama hrvatskoga gospodarstva s obzirom na to da je poslovni ciklus u Hrvatskoj usklađen s poslovnim ciklusom u europodručju.

Početni korak na putu Hrvatske prema uvođenju eura jest ulazak u tečajni mehanizam (ERM II), a za njega je potrebno imati podršku država članica europodručja i institucija EU-a. Kako ne postoje formalni uvjeti za ulazak u tečajni mehanizam, podrška članica europodručja i institucija EU-a može ovisiti o ocjeni stupnja konvergencije i makroekonomske stabilnosti države kandidatkinje. Ona može ovisiti i o okolnostima u samom europodručju te o političkoj volji za daljnjim širenjem monetarne unije. Da bi osigurala podršku, Hrvatska će nastaviti provoditi odgovornu fiskalnu politiku te poduzimati strukturne reforme s ciljem smanjenja postojećih makroekonomskih ranjivosti, jačanja konkurentnosti i osiguranja uvjeta za održivu konvergenciju dohotka.

Hrvatska ima dobro polazište za sudjelovanje u tečajnom mehanizmu. Hrvatska je dosegla relativno visok stupanj konvergencije dohotka i cijena te bilježi dugu povijest niske i stabilne inflacije. To ponajbolje potvrđuje usporedba dosegnute razine dohodaka i cijena između Hrvatske i novih država članica europodručja u trenutku njihova pristupanja tečajnom mehanizmu. Kada je riječ o kriterijima nominalne konvergencije, Hrvatskoj je donedavno najveća prepreka bio kriterij održivosti javnih financija, odnosno javni dug. Međutim, od 2015. fiskalni pokazatelji za Hrvatsku značajno su se popravili pod utjecajem mjera fiskalne konsolidacije i gospodarskog oporavka.

Daljnja opredijeljenost fiskalne politike za postizanje uravnoteženog proračuna trebala bi osigurati nastavak smanjivanja javnog duga zadovoljavajućom dinamikom. U tom smislu Hrvatska bi ubrzo nakon pristupanja tečajnom mehanizmu mogla zadovoljiti sve formalne kriterije za uvođenje eura.

Fiskalna politika, strukturne politike te makroprudencijalna politika bit će glavne poluge ekonomske politike nakon što Hrvatska uvede euro. Provođenje razborite fiskalne politike, osim što će dugoročno djelovati na smanjenje neravnoteža u javnim financijama, stvorit će pretpostavke za smanjenje poreznog opterećenja te će proširiti manevarski prostor za protucikličko djelovanje fiskalne politike, a time i povećati otpornost gospodarstva. Takvom fiskalnom politikom u kombinaciji s odgovarajućim strukturnim politikama Vlada će poboljšavati konkurentnost i ujedno pridonositi uravnoteženom gospodarskom rastu. U okviru tih mjera naglasak će biti, između ostalog, na primjerenosti politici plaća kojom će se tijekom duljeg razdoblja osiguravati da kretanje plaća u javnom sektoru bude usklađeno s kretanjem produktivnosti u gospodarstvu. HNB će i nadalje protuciklički djelovati preko instrumenata makroprudencijalne politike kojima će moći utjecati na likvidnost, kapital i kreditnu aktivnost banaka.

Napori koji će se poduzimati u svrhu ispunjavanja kriterija za uvođenje eura pozitivno će utjecati na hrvatsko gospodarstvo i njih je potrebno poduzimati neovisno o cilju uvođenja zajedničke valute. Politike usmjerene k smanjenju fiskalnih slabosti i uklanjanju prekomjernih makroekonomskih neravnoteža jačaju otpornost hrvatskoga gospodarstva i smanjuju njegovu podložnost krizama. Istodobno one povoljno djeluju na konkurentnost, zaposlenost i rast gospodarstva. Stoga će Hrvatska nastaviti provoditi razboritu fiskalnu politiku i strukturne reforme kako bi eliminirala postojeće ranjivosti i bez odgode zadovoljila sve kriterije za uvođenje eura.

Popis literature

- Arghyrou, M. (2006.): *Monetary Policy Before and After the Euro: Evidence from Greece*, Cardiff Economics Working Papers, br. E2006/23, Cardiff University, Cardiff
- Attal-Toubert, K., De Belleville, L. i Pluyaud, B. (2002.): *The Short-term Impact on Prices of the Euro Cash Changeover*, Banque de France Bulletin Digest, br. 107, str. 55. – 80.
- Aucremanne, L. i Cornille, D. (2001.): *Attractive Prices and Euro-rounding Effects on Inflation*, Working Papers, br. 17, National Bank of Belgium, Bruxelles
- Baldwin, R., DiNino, V., Fontagné, L., De Santis, R. A. i Taglioni, D. (2008.): *Study on the Impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment*, Economic Papers 321, European Commission Directorate-General for Economic and Financial Affairs
- Banco de Espana (2003.): *The Effect of the Euro Cash Changeover on Inflation*, Annual Report 2002, str. 95.
- Bokan, N., Grgurić, L., Krznar, I. i Lang, M. (2010.): *Utjecaj financijske krize i reakcija monetarne politike u Hrvatskoj*, Istraživanja HNB-a, br. 25, Hrvatska narodna banka, Zagreb
- 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
- Brkić, M. i Šabić, A. (2017.): *Je li euro optimalna valuta za Hrvatsku: ocjena korištenjem teorije optimalnih valutnih područja*, Pregledi HNB-a, br. 36, Hrvatska narodna banka, Zagreb
- Bukovšak, M., Ćudina, A. i Pavić, N. (2017.): *Uvođenje eura u Hrvatskoj: mogući učinci na međunarodnu razmjenu i ulaganja*, Pregledi HNB-a, br. 33, Hrvatska narodna banka, Zagreb
- Bukowski, S. I. (1999.): *The Maastricht Convergence Criteria and Economic Growth in the EMU*, Working Papers, br. 24, Economics Department, University of Perugia, Perugia
- Bun, M. J. G. i Klaassen, F. (2007.): *The Euro Effect on Trade is not as Large as Commonly Thought*, Oxford Bulletin of Economics and Statistics, Department of Economics, University of Oxford, vol. 69(4), str. 473. – 496.
- Calvo, G. (1997.): *Varieties of Capital-market Crises*, u: *The debt burden and its consequences for monetary policy*, Calvo G. i King, M. (ur.), MacMillan Press, London
- Calvo, G. (2002.): *On Dollarization*, The Economics of Transition, vol. 10(2), str. 393. – 403.
- Chang, R. i Velasco, A. (1998.): *Financial Crises in Emerging Markets*, NBER Working Papers, br. 6606, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA
- Christodouloupoulou, S. i Tkačevs, O. (2014.): *Measuring the Effectiveness of Cost and Price Competitiveness in External Rebalancing of Euro Area Countries: What Do Alternative HCIS Tell Us?*, ECB Working Papers, br. 1736, Europska središnja banka, Frankfurt
- Committee for the Study of Economic and Monetary Union (1989.): *Report on Economic and Monetary Union in the European Community*, Office for Official Publications of the European

Communities, Luxembourg

Darvas, Z., Hüttl, P., Merler, S., De Sousa, C. i Walsh, T. (2013.): *Analysis of developments in EU capital flows in the global context*, Final Report, Bruegel, N° MARKT/2013/50/F

De Nardis, S., De Santis, R. i Vicarelli, C. (2008.): *The Single Currency's Effects on Eurozone Sectoral Trade: Winners and Losers?* Economics: The Open-Access, Open-Assessment E-Journal, Kiel Institute for the World Economy, vol. 2, str. 1. – 34.

Debates and Policy Alternatives, Levy Yeyati, E. i Sturzenegger, F. (ur.), MIT Press, Cambridge, MA

Deutsche Bundesbank (2004.): *The Euro and Prices Two Years On*, Monthly Report, vol. 56(1), str. 15. – 28.

di Mauro, F. i Forster, K. (2008.): *Globalisation and the Competitiveness of the Euroarea*, ECB Occasional Paper Series, br. 97, Europska središnja banka, Frankfurt

Dinga, M. i Dingová, V. (2011.): *Currency Union and Investment Flows: Estimating the Euro Effect on FDI*, IES Working Paper 25/2011, IES FSV, Charles University

Dumičić, M. (2017.): Effectiveness of Macroprudential Policies in Central and Eastern European Countries, Working Papers, br. 48, Hrvatska narodna banka, Zagreb

Dumičić, M., Ljubaj, I. i Martinis, A. (2017.): *Perzistentnost euroizacije u Hrvatskoj*, Pregledi HNB-a, br. 37, Hrvatska narodna banka, Zagreb

Europska komisija (2016.): *Convergence Report 2016*, Institutional Papers, br. 26, Europska komisija, Bruxelles

Europska središnja banka (2003.): Effects of the Introduction of the Euro Banknotes and Coins on Consumer Prices, Annual Report 2002, str. 40. – 42.

Europska središnja banka (2014.): *Aggregate Report on the Comprehensive Assessment*, Europska središnja banka, Frankfurt

Europska središnja banka (2016.): *Izvešće o konvergenciji*, Europska središnja banka, Frankfurt

Eurostat (2003.): *Euro Changeover Effects*, annex to news release dated 18 June 2003, Eurostat, Luxembourg

Eurostat (2007.): Information Note on Euro Changeover and Inflation in Slovenia, Eurostat Report, Eurostat, Luxembourg

Eurostat (2009.): *Euro Changeover and Inflation in Slovakia*, Eurostat Report, Eurostat, Luxembourg

Eurostat (2011.): *Euro Changeover and Inflation in Estonia*, Eurostat Report, Eurostat, Luxembourg

Eurostat (2014.): *Euro Changeover and Inflation in Latvia*, Eurostat Report, Eurostat, Luxembourg

Eurostat (2015.): *Euro Changeover and Inflation in Lithuania*, Eurostat Report, Eurostat, Luxembourg

Folkertsma, C. (2001.): *The Euro and Psychological Prices: Simulations of the Worst-Case*

Scenario, Staff Reports, br. 71, De Nederlandsche Bank, Amsterdam

Folkertsma, C., Van Renselaar, K. C. i Stokman, A. C. M. (2002.): *Smooth Euro Changeover, Higher Prices? Results of a Survey Among Dutch Retailers*, Research memorandum, br. 682, De Nederlandsche Bank, Amsterdam

Frankel, J. (2010.): *Monetary Policy in Emerging Markets: A Survey*, NBER Working Papers, br. 16125, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA

Frankel, J. i Rose, A. (1998.): *The Endogeneity of the Optimum Currency Area Criteria*, Economic Journal, vol. 108, str. 1009. – 1025.

Frankel, J. i Rose, A. (2000.): *Estimating the Effect of Currency Unions on Trade and Output*, NBER Working Papers, br. 7857, National Bureau of Economic Research, Cambridge, MA

Friedman, M. (1953.): *The Case for Flexible Exchange Rates*, u: *Essays in Positive Economics*, Friedman, M. (ur.), University of Chicago Press, Chicago

Funda, J., Lukinić, G. i Ljubaj, I. (2007.): *Ocjena Balassa-Samuelsonova učinka u Hrvatskoj*, Financijska teorija i praksa, vol. 31(4), str. 315. – 346.

Galac, T. (2011.): *Središnja banka kao krizni menadžer u Hrvatskoj – analiza hipotetičnih scenarija*, Istraživanja HNB-a, br. 34, Hrvatska narodna banka, Zagreb

Gil-Pareja, S., Llorca-Vivero, R. i Martinez-Serrano, J. A. (2007.): *The Effect of EMU on Tourism*, Review of International Economics, vol. 15(2), str. 302. – 312.

Hrvatska narodna banka (2014.): *Bilten 209*, Hrvatska narodna banka, Zagreb

Hrvatska narodna banka (2014.): *Provjera kvalitete imovine potvrdila visoku stopu adekvatnosti kapitala obuhvaćenih banaka i sustava u cjelini, priopćenje*, Hrvatska narodna banka, Zagreb

Hrvatska narodna banka (2015.): *Bilten 216*, Hrvatska narodna banka, Zagreb

Hrvatska narodna banka (2016.): *Bilten 226*, Hrvatska narodna banka, Zagreb

Hüfner, F. i Koske, I. (2008.): *The Euro Changeover in the Slovak Republic: Implications for Inflation and Interest Rates*, OECD Economics Department Working Papers, br. 632, OECD, Pariz

IMAD (2007.): *Euro Changeover Effect on Inflation in Slovenia*, Statistical Office of the Republic of Slovenia, Ljubljana

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*, draft ECB Occasional paper, Europska središnja banka, Frankfurt

Jagelka, T. (2013.): *Bilateral Trade and the Eurozone: Evidence from New Member Countries*, World Economy, 36(1), str. 48. – 63.

Kanada, J. (2003.): *Inside and Outside the Boundaries of the European Union: The Impacts of a Monetary Union on Tourism in Spain*, Stanford University, Stanford, CA

- 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, br. 51, Hrvatska narodna banka, Zagreb
- Kraft, E. i Galac, T. (2011.): *Macroprudential Regulation of Credit Booms and Busts – the Case of Croatia*, Policy Research Working Papers, br. 5772, Svjetska banka, Washington, DC
- Krznar, I. (2011.): *Analiza kretanja domaće stope inflacije i Philipsova krivulja*, Istraživanja HNB-a, br. 31, Hrvatska narodna banka, Zagreb
- Kunovac, D. i Pavić, N. (2017.): *Može li uvođenje eura u Hrvatskoj smanjiti trošak zaduživanja?*, Pregledi HNB-a, br. 35, Hrvatska narodna banka, Zagreb
- Kunovac, M. i Pufnik, A. (2015.): *Obilježja tržišta rada i određivanja plaća u Hrvatskoj: rezultati Anketе poduzeća*, Pregledi HNB-a, br. 27, Hrvatska narodna banka, Zagreb
- Levy Yeyati, E. i Sturzenegger, E. (2001.): *Dollarization: A Primer*, u: *Dollarization*, Lim, C., Columba, F., Costa, A., Kongsamut, P., Otani, A., Saiyid, M., Wezel, T. i Wu, X. (2011.): *Macroprudential Policy: What Instruments and How to Use Them? Lessons from Country Experiences*, IMF Working Papers, br. 11/238, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC
- Lim, C., Krznar, I., Lipinsky, F., Otani, A. i Wu, X. (2013.): *The Macroprudential Framework: Policy Responsiveness and Institutional Arrangements*, IMF Working Papers, br. 13/166, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC
- McKinnon, R. (1963.): *Optimum Currency Areas*, *American Economic Review*, vol. 52, str. 717. – 725.
- McKinnon, R. (2001.): *Optimum Currency Areas Revisited*, Stanford University, u rukopisu
- Međunarodni monetarni fond (2015.): *Central and Eastern Europe: New Member States Policy Forum 2014*, IMF Country Reports, br. 15/98, Međunarodni monetarni fond, Washington, DC
- Ministarstvo financija Republike Hrvatske (2017.): *Strategija upravljanja javnim dugom za razdoblje 2017. – 2020.*, Ministarstvo financija Republike Hrvatske, Zagreb
- Mintz, N. N. (1970.): *Monetary Union and Economic Integration*, *The Bulletin*, New York University, New York
- Mongelli, F. P. (2008.): *European Economic and Monetary Integration and the Optimum Currency Area Theory*, *Economic Papers*, br. 302, Europska komisija, Bruxelles
- Mostacci, F. i Sabbatini, R. (2008.): *Rounding and Anomalous Changes in Italian Consumer Price in 2002*, u: *The Euro, Inflation and Consumers' Perceptions. Lessons from Italy*, Del Giovane, P. i Sabbatini, R. (ur.), Springer
- Mundell, R. A. (1961.): *A Theory of Optimum Currency Areas*, *The American Economic Review*, vol. 51(4), str. 657. – 665.
- National Bank of Belgium (2002.): *The Adaptation of Prices to the Changeover to the Euro*,

Economic Review, 4th Trimester, National Bank of Belgium, Bruxelles

National Bank of Slovakia (2006.): *The Effects of Euro Adoption on the Slovak Economy*, NBS Research Department Paper, National Bank of Slovakia, Bratislava

Pufnik, A. (2017.): Učinci uvođenja eura na kretanje potrošačkih cijena i percepcije inflacije: pregled dosadašnjih iskustava i ocjena mogućih učinaka u Hrvatskoj, Pregledi HNB-a, br. 34, Hrvatska narodna banka, Zagreb

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

Rappoport, V. (2009.): *Persistence of Dollarization after Price Stabilization*, Journal of Monetary Economics, vol. 56, str. 979. – 989.

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

Rõõm, T. i Urke, K. (2014.): *The Euro Changeover in Estonia: Implications for Inflation*, Bank of Estonia Working Papers, br. 6/2014, Bank of Estonia, Tallinn

Santana-Gallego, M., Ledesma-Rodriguez, F. i Perez-Rodriguez, J. (2016.): *The Euro Effect: Tourism Creation, Tourism Diversion and Tourism Potential within the European Union*, European Union Politics, vol. 17(1), str. 46. – 68.

Santos D., Evangelista, R., Nascimento, T. i Coimbra, C. (2001.): *Conversion of Prices from Escudos into Euro: Quantitative Estimate of its Effect on the CPI*, Banco de Portugal Economic Bulletin, Banco de Portugal, Lisabon

Scheiber, T. i Stern, C. (2016.): *Currency Substitution in CESEE: Why Do Households Prefer Euro Payments?*, Focus on European Economic Integration, vol. Q4/16, OeNB, str. 73. – 98.

Schiavo, S. (2007.): *Common Currencies and FDI Flows*, Oxford Economic Papers, serial online, 59(3), str. 536. – 560.

Sturm, J.-E., Fritsche, U., Graff, M., Lamla, M., Lein, S., Nitsch, V., Liechti, D. i Triet, D. (2009.): *The Euro and Prices: Changeover-related Inflation and Price Convergence in the Euro Area*, European Economy Economic Papers, br. 381, Europska komisija, Bruxelles

Velasco, A. (1987.): Financial Crises and Balance of Payment Crises: A Simple Model of the Southern Cone Experience, Journal of Development Economics. vol. 27(1 – 2), str. 263. – 283.

Vujčić, B. i Dumičić, M. (2016.): *Managing Systemic Risks in the Croatian Economy*, BIS Papers, br. 861, Banka za međunarodne namire, Basel

Winkelried, D. i Castillo, P. (2010.): *Dollarisation Persistence and Individual Heterogeneity*, Journal of International Money and Finance, vol. 29, str. 1596. – 1618.

Pravni izvori

Odluka o proširenju primjene Standard Cost Model (SCM) metodologije za mjerenje i ciljano smanjenje administrativnog opterećenja gospodarstva (NN, br. 60/2017.)

Resolution of the European Council on the establishment of an exchange-rate mechanism in the third stage of economic and monetary union (SL, C 236, 2. kolovoza 1997.)

Smjernica Europske središnje banke od 14. srpnja 2006. o određenim pripremama za prelazak na gotovinu eura te o predopskrbi i posrednoj predopskrbi euronovčanicama i eurokovanicama izvan europodručja (ESB/2006/9)

Smjernica (EU) 2016/2249 Europske središnje banke od 3. studenoga 2016. o pravnom okviru za računovodstvo i financijsko izvještavanje u Europskom sustavu središnjih banaka (ESB/2016/34) (preinaka)

Smjernica (EU) 2015/510 Europske središnje banke od 19. prosinca 2014. o provedbi monetarne politike Eurosustava (ESB/2014/60) (preinaka)

Sporazum od 16. ožujka 2006. između Europske središnje banke i nacionalnih središnjih banaka država članica izvan europodručja kojim se utvrđuju operativni postupci za tečajni mehanizam u trećoj fazi ekonomske i monetarne unije (SL, C 73, 25. ožujka 2006.)

Ugovor o Europskoj uniji (SL, C 202, 7. lipnja 2016.)

Ugovor o funkcioniranju Europske unije (SL, C 202, 7. lipnja 2016.)

Ugovor o stabilnosti, koordinaciji i upravljanju u ekonomskoj i monetarnoj uniji (D/12/2, Europska komisija, Bruxelles)

Uredba o provedbi postupka procjene učinaka propisa na malo gospodarstvo (Test malog i srednjeg poduzetništva) (NN, br. 43/2017.)

Uredba (EZ) br. 924/2009 Europskog parlamenta i Vijeća od 16. rujna 2009. o prekograničnim plaćanjima u Zajednici i stavljanju izvan snage Uredbe (EZ) br. 2560/2001 (SL, L 266, 9. listopada 2009.)

Uredba Vijeća (EZ) br. 1103/97 od 17. lipnja 1997. o određenim odredbama koje se odnose na uvođenje eura

Uredba Vijeća (EZ) br. 974/98 od 3. svibnja 1998. o uvođenju eura

Uredba Vijeća (EZ) br. 2169/2005 od 21. prosinca 2005. o izmjeni Uredbe (EZ) br. 974/98 o uvođenju eura

Zakon o izmjenama i dopunama Zakona o Hrvatskoj narodnoj banci (NN, br. 54/2013.)

Zakon o Hrvatskoj narodnoj banci (NN, br. 75/2008.)

Zakon o radu (NN, br. 93/2014.)

Popis kratica

- BDP – bruto domaći proizvod
- BS – Balassa-Samuelsonov učinak
- CDS – premija osiguranja od kreditnog rizika (engl. *Credit Default Swap*)
- DAB – Državna agencija za osiguranje štednih uloga i sanaciju banaka
- DSTI – pokrivenost otplata duga prihodima (engl. *debt service-to-income ratio*)
- DZS – Državni zavod za statistiku
- EA-12 – europodručje (12 država članica)
- EA-19 – europodručje (19 država članica)
- EDIS – Europski sustav osiguranja depozita (engl. *European Deposit Insurance Scheme*)
- EMU – ekonomska i monetarna unija
- ERM II – tečajni mehanizam II (engl. *Exchange Rate Mechanism II*)
- ESB – Europska središnja banka
- ESM – Europski mehanizam za stabilnost (engl. *European Stability Mechanism*)
- ESRB – Europski odbor za sistemske rizike (engl. *European Systemic Risk Board*)
- ESSB – Europski sustav središnjih banaka
- EU – Europska unija
- EU-28 – Europska unija (28 država članica)
- EUR – euro
- EuroNKS – Nacionalni klirinški sustav za obračun platnih transakcija u eurima
- Hanfa – Hrvatska agencija za nadzor financijskih usluga
- HIPC – harmonizirani indeks potrošačkih cijena
- HNB – Hrvatska narodna banka
- HRK – kuna
- HSVP – Hrvatski sustav velikih plaćanja
- LTD – omjer kredita i depozita (engl. *loan-to-deposit ratio*)
- LTV – omjer plasmana i procijenjene tržišne vrijednosti kolaterala (engl. *loan-to-value ratio*)
- MMF – Međunarodni monetarni fond

MSP – malo i srednje poduzetništvo

NKS – Nacionalni klirinški sustav

SCM – model standardnog troška (engl. *Standard Cost Model*)

SIE – Srednja i Istočna Europa

SRF – jedinstveni fond za sanaciju (engl. *Single Resolution Fund*)

SRM – jedinstveni sanacijski mehanizam (engl. *Single Resolution Mechanism*)

SSM – jedinstveni nadzorni mehanizam (engl. *Single Supervisory Mechanism*)

STEM – znanost, tehnologija, inženjerstvo i matematika (engl. *Science, Technology, Engineering, and Mathematics*)

TARGET 2 – Platni sustav za namiru platnih transakcija u realnom vremenu na bruto načelu (engl. *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system 2*)

TARGET 2-HR – Platni sustav za namiru platnih transakcija u realnom vremenu na bruto načelu – hrvatska komponenta (engl. *Trans-European Automated Real-time Gross settlement Express Transfer system 2-HR*)

UEU – Ugovor o Europskoj uniji

UFEU – Ugovor o funkcioniranju Europske unije

VAR model – vektorski autoregresivni model

VIKR – valutno inducirani kreditni rizik

Kratice država članica

AT – Austrija

BE – Belgija

BG – Bugarska

CY – Cipar

CZ – Češka

DE – Njemačka

DK – Danska

EE – Estonija

EL – Grčka

ES – Španjolska

FI – Finska

FR – Francuska

HR – Hrvatska

HU – Mađarska

IE – Irska

IT – Italija

LT – Litva

LU – Luksemburg

LV – Latvija

MT – Malta

NL – Nizozemska

PL – Poljska

PT – Portugal

RO – Rumunjska

SE – Švedska

SI – Slovenija

SK – Slovačka

UK – Ujedinjena Kraljevina