

*Dubravko Radošević**

YOJI KOYAMA (ED.):
THE EUROZONE ENLARGEMENT:
PROSPECT OF NEW EU MEMBER STATES
FOR EURO ADOPTION
Nova Publishers, New York; 2016

Profesor emeritus sa japanskog Sveučilišta Niigata okupio je skupinu ekonomista iz Japana i Europe na projektu istraživanja mogućnosti ulaska novih članica EU u Europsku monetarnu uniju (EMU). Knjiga sadrži radove koji analiziraju trenutačno stanje u ekonomijama novih članica EU (NMS – New Member States)), te se detaljnije sagledavaju uvjeti i dinamika ulaska ovih članica EU u eurozonu (Poljska, Češka, Mađarska, Hrvatska, Rumunjska i Bugarska), ali se također analiziraju iskustva onih zemalja koje su pristupile EMU (Latvija, Slovenija i Slovačka). Za nas je ova znanstvena monografija izuzetno zanimljiva, obzirom na to da je Hrvatska odlučila postati članicom eurozone (opt-in klauzula), ali ne zadovoljava uvjete nominalne i realne konvergencije, te se nalazi u EDP (Excessive Deficit Procedure, hrv. Procedura prekomjernog fiskalnog deficita) i MIP (Macroeconomic Imbalances Procedure, hrv. Procedura za ispravljanje prekomjernih makroekonomskih neravnoteža) procedurama za ispravljanje prevelikih makroekonomskih neravnoteža u sklopu Europskog semestra, pa se ovaj cilj može smatrati dugoročnim ciljem ekonomske politike. Iskustva drugih članica EU ovdje se mogu promatrati kao mogućnost „učenja na tuđim pogreškama“, te mogu značajno doprinijeti realnom sagledavanju okvira za osmišljavanje srednjoročne strategije formalne eurizacije, odnosno oficijelnog ulaska Hrvatske u EMU¹.

* D. Radošević, viši znanstveni suradnik, Ekonomski institut, Zagreb

¹ Želimo istaknuti da se proces „regularne eurizacije“, odnosno ulaska Hrvatske u EMU, prema pravilima Europske unije i Europske centralne banke (ECB), znatno razlikuje od strategije

U prvom poglavlju, Yusuke Matsuzawa analizira stanje ekonomija u NMS i evoluciju eurozone, u kontekstu dužničke krize EMU, koja je bila potaknuta financijskom krizom u Grčkoj. Matsuzawa analizira osnovne teoretske pretpostavke za optimalno valutno područje, te konstatira strukturne slabosti monetarne unije (dobar pregled teorija optimalnog valutnog područja, može se naći u Sanchis i Marco, 2012.). Autor iznosi postavku da Europska unija nije imala krizne mehanizme za slučaj financijske krize u eurozoni, da je postojao nedostatak mehanizma za preventivno djelovanje koji bi spriječio kumuliranje velikih makroekonomskih neravnoteža na relaciji „jezgra EU – periferija EU“, koje karakterizira nastanak velikih platnobilančnih deficita kod ekonomski slabije razvijenih članica EU, te posljedično kumuliranje vanjskog zaduživanja kod ovih članica, koje su svoj ekonomski rast zasnivale na domaćoj potražnji i uvozu, financiranim zaduživanjem u inozemstvu, kod ekonomski razvijenijih članica EU². Autor ističe da Lisabonski

implicitne „neformalne eurizacije“, koja se od 2000. godine provodila u nas od strane centralne banke (HNB) bez uvažavanja makroekonomskih i sistemskih pretpostavki za ulazak u eurozonu. Naime, svaka nova članica EU mora zadovoljiti uvjete nominalne konvergencije, tzv. kriterije iz Maastrichta, što u nas nije slučaj, već je zabilježena divergencija u odnosu na ove kriterije (posebice u dijelu snažnog rasta javnog duga). Uz to, prevelike makroekonomske neravnoteže, što je još važnije, koje su indicirane od strane Europske komisije u „dubinskim analizama“ Hrvatske, pokazuju visoku razinu internih neravnoteža (visoka nezaposlenost, deflacija, zaduženost privatnog sektora, posebice sektora kućanstava, etc.), dok su vanjske neravnoteže još značajnije za (ne)stabilnost hrvatske ekonomije (preveliki vanjski dug, odnosno previsoka razina tzv. NIIP indikatora (neto međunarodna investicijska pozicija, u osnovi neto obaveze države prema inozemstvu); opadajuća međunarodna konkurentnost, aprecijacija tečaja, etc.). Ukratko, Hrvatska je vrlo daleko od ulaska u eurozonu, odnosno EU i ECB nisu spremni prihvatiti našu eventualnu aplikaciju za ulazak Hrvatske u EMU po nekom ubrzanom scenariju, u kojem bi Hrvatska prvo trebala aplicirati za ulazak u ERM-2 prijelazni monetarni sustav.

² Ovdje se radi o analizi uzroka financijske krize u eurozoni. Naime, sve financijske krize imaju slične uzroke. Primjerice, Frenkel (2013) daje komparativnu analizu uzroka financijskih kriza u brzorastućim ekonomijama i ekonomijama sa periferije EU, te nalazi tri ključne zajedničke karakteristike: (1) fiksni tečajni režim; (2) liberalizaciju kapitalnog računa, te, (3) deregulaciju financijskog sustava. Slične uzroke iznosi, iako manje eksplicitno i Matsuzawa, sukladno prevladavajućoj japanskoj ekonomskoj doktrini „merkantilističkog“ modela ekonomskog razvoja. Uostalom, Koyama (2015.) u svojem ranijem istraživanju navodi važnost discipline u vođenju platnobilančne politike, gdje konkretno navodi istraživanje japanskog znanstvenika Eiji Yamashite, što je sasvim konzistentno sa modernom ekonomskom teorijom, ali i nalazima tzv. „dubinske analize“ NMS-a od strane Europske komisije o makroekonomskim neravnotežama. Ovaj specifičan aspekt analize ekonomskog modela u NMS članicama EU (pogrešna platnobilančna politika, te neadekvatno upravljanje kapitalnim računom, što dovodi do gospodarske ekspanzije na osnovi kreditne aktivnosti cross – border EU banaka na temelju snažnih priljeva jeftinog kapitala, te rasta NIIP, kao ključnog indikatora vanjske neravnoteže u okviru MIP procedura Europskog semestra i inherentne financijske nestabilnosti, zbog valutnog rizika, uslijed neformalne eurizacije, kojeg centralne banke nisu kontrolirale, te procesa dezinflacije i razduživanja nakon rasprskavanja asset bubbles u Hrvatskoj), može se smatrati izuzetno važnim doprinosom ove monografije u raspravama o uzrocima krize u zemljama periferije EU, te modalitetima regularne eurizacije nakon uspješne konvergencije.

sporazum sadrži tzv. „no bail – out“ klauzulu, odnosno ne osigurava solidarnu garanciju za dugove svih članica EU i EMU. Dakle, nedostatak klauzule o uzajamnoj garanciji/financijskoj pomoći i nedostatak kriznih mehanizama u EU/EMU početkom 2010. Naime, EFSF/ESM (European Financial Stability Fund, hrv. Fond za financijsku stabilnost EU/ European Stability Mechanism, hrv. Mehanizam za monetarnu stabilnost EU) je tek kasnije osnovan, dok je Europski semestar osmišljen kasnije, tek 2012. i 2013. godine), uzrokom su nestabilnosti eurozone i Europske unije. Ovo je uobičajena argumentacija u radovima akademskih istraživača dužničke krize eurozone. Ali, da bi ovakav pristup analizi upravljanja dužničkom krizom u EU/EMU bio potpun, treba uzeti u obzir dva ključna krizna mehanizma, koja su sačuvala stabilnost eurozone, to su: (a) snažne monetarne intervencije ECB-a i (b) korištenje pozajmica u sklopu Target-2 sustava (vidjeti opširnije u Bibow, 2015.). Nesporno je da bi bez snažnih monetarnih intervencija Europske centralne banke i pozajmica iz Target-2 sustava, u nedostatku institucionaliziranih kriznih mehanizama EU, došlo do ozbiljnijih problema u eurozoni. Za Hrvatsku je važna činjenica da se ovi mehanizmi, u slučaju potrebe za bail – out aranžmanom, ne mogu koristiti, jer se primjenjuju isključivo na članice EMU. Ukratko, članice EU koje nisu u EMU, nemaju pristupa ključnim kriznim mehanizmima EU/EMU. Pod određenim uvjetima i uz primjenu mehanizma „EU conditionality“, odnosno tzv. „uvjetovanosti Europske unije“ (opširnije vidjeti u Radošević, 2014.), ove članice EU mogu koristiti posebne pozajmice za vanjsku likvidnost, tzv. BoPFF (Balance-of-Payments Financing Facility), što su koristile Poljska, Bugarska i Rumunjska. Matsuzawa u svojem poglavlju, dakle, daje pregled situacije u eurozoni, te ukazuje na potencijalnu nestabilnost eurozone, koja nije uklonjena, jer postoji mogućnost izlaska neke članice EMU, te narušavanja kredibiliteta monetarne unije, koja se već sada može smatrati „nekompletnom monetarnom unijom“. Osnovni problem Matsuzawa vidi u divergentnim kretanjima unutar EU, zbog globalne financijske krize, trenutačne recesije i dužničke krize u eurozoni, što otežava proces realne konvergencije novih članica EU (NMS), te njihovo uklapanje u eurozonu. U ostalih devet poglavlja monografije, analiziraju se konkretna iskustva pojedinih članica EU, iz skupine tzv. NMS, članica EU koje nisu članice EMU, sa izuzetkom Latvije, Slovenije i Slovačke. U poglavlju o Sloveniji, Jože Mencinger kritički analizira proces ulaska Slovenije u EMU, te kasnije posljedice eurizacije u sklopu jedinstvenog monetarnog područja. Izuzetno je važna cost – benefit analiza ulaska Slovenije u eurozonu, gdje autor vrlo detaljno analizira povezanost eurizacije sa nastankom bankovne krize u Sloveniji (liberalizacija kapitalnih priljeva, nedostatak transfernog i tečajnog rizika, te moralni hazard bankara, prema Mencingeru, uzroci su bankovne krize u Sloveniji), zbog čega je Slovenija morala pristupiti specifičnoj vrsti bail – out aranžmana sa EU/ECB, dok je također prvi puta primjenjen bail – in mehanizam, te su testirani specifični modeli stres testova poslovnih banaka (asset quality review & stress test, po metodama botton – up & top – down)

i novi modeli njihove sanacije (primjenom bail – in mehanizma, odnosno otpisa kontaminirane aktive banaka na teret Tier 1 kapitala, uključujući hibridne instrumente temeljnog kapitala banaka). Mencinger je svoju analizu uglavnom usmjerio na razdoblje *poslije* eurizacije, odnosno na negativne posljedice ulaska u EMU, te sasvim pravilno uočava prevladavajuću tendenciju u Europskoj uniji da se bail – out mehanizmi u što većoj mjeri supstituiraju sa bail – in mehanizmima³. Bail – in mehanizam predstavlja stanoviti oblik povećavanja odgovornosti kreatora ekonomske politike i monetarne vlasti (nacionalne centralne banke) u svakoj članici EU za stabilnost financijskog sustava, te uzrokuje značajne promjene u poslovanju komercijalnih banaka (Mikosek and Schildbach, 2016).

U ostalim poglavljima analiziraju se pozitivna iskustva Latvije (koja je ušla u euro uglavnom na osnovi geopolitičkih prosudbi, kao specifičan slučaj eurizacije, autor poglavlja je Hiroshi Tanaka), Slovačke (njeno je iskustvo više posljedica snažnog priljeva FDI u automobilsku industriju i povoljnih uvjeta za strana ulaganja, posebice kroz poreznu reformu, autor poglavlja je Yusuke Matsuzawa), opisuju se problemi uvođenja eura u Poljskoj (koja je ostvarila dobre rezultate u realnoj konvergenciji, ali ne i u nominalnoj konvergenciji, pa je odgodila datum ulaska u eurozonu, autor poglavlja je Ryszard Rapacki), razmatra se situacija u Češkoj (koja je ostvarila relativno dobre rezultate u fiskalnoj konsolidaciji, odnosno u nominalnoj konvergenciji, ali zbog demografskih problema (starenje stanovništva) smatra potrebnim dodatno sagledati dugoročnu održivost javnih financija, te je odgodila ulazak u ERM-2 i eurozonu, autor poglavlja je Michal Mejstrik), Mađarskoj (koja je napredovala u nominalnoj i realnoj konvergenciji, te strukturnim reformama, dok istovremeno vodi politiku jačanja monetarnog suvereniteta, putem promjene zakona o centralnoj banci, uklanjanju rizika sistemske bankovne krize zbog problema sa „Švicarcima“ i neformalne eurizacije, te se usmjerila na pripremu temeljnih pretpostavki za kasnije uvođenje eura, po modelu postupne eurizacije, nakon rješavanja krize u eurozoni i EU, autor poglavlja je Hiroshi Tanaka), Bugarskoj (gdje je osnovna dilema treba li nastaviti sa „valutnim odborom“ (currency board), strategijom monetarne politike koja je deflatorska i uzrokom je realne aprecijacije tečaja leva, ili ovaj monetarni režim treba zamijeniti sa fleksibilnijim tečajnim režimom i samostalnom monetarnom politikom nezavisne centralne banke, sve do ulaska u

³ Bail – in mehanizam će se primjenjivati na sve članice EU (mehanizam otpisa nenaplative aktive banaka, ne samo na teret kapitala, već i na teret depozita banaka), ne samo na članice EMU, dok se članicama EU sa opt – in klauzulom ostavlja na volju hoće li ući u drugi krizni mehanizam EU, tzv. EU bankovnu uniju, posebice u model supervizije nacionalnih banaka od strane SSM mehanizma u sklopu ECB. Hrvatska će uskoro morati u svoje zakonodavstvo uklopiti bail – in mehanizam, što predstavlja stanoviti rizik uslijed vrlo lošeg stanja talijanskih banaka (Merler, 2016), koje imaju svoje podružnice u Hrvatskoj. Zbog toga, spill – over efekti talijanske financijske krize mogu biti uzrokom tzv. sistemskog bankovnog rizika u Hrvatskoj (radi se o tzv. „contagion risk“ fenomenu, kada se financijska kriza može prelijevati iz „jezgre EU“ na „periferiju EU“.

eurozonu. Bugarska je zadovoljila sve kriterije nominalne konvergencije, ali nije kriterij za ulazak u ERM-2 sustav, te ima izrazite vanjske makroekonomske neravnoteže, zbog čega je u MIP proceduri Europskog semestra, te ima probleme u bankarskom sektoru – bankrot CCB banke. To znači da je ostvarivanje kriterija realne konvergencije još uvijek daleki cilj, pa ulazak u ERM-2 nije izgledan u skorom roku, autor poglavlja je Vanya Ivanova) i Rumunjskoj (koja pokušava zadovoljiti kriterije nominalne konvergencije, ali se nalazi u mehanizmu MIP procedure, što usporava realnu konvergenciju, te ulazak u euro nije izvjestan u srednjem roku, već znatno kasnije, tako da je usvojena „wait-and-see strategija“ eurizacije, autor poglavlja je Gabriela Dragan), te Hrvatskoj (koja još uvijek nije zadovoljila kriterije nominalne i realne konvergencije, te je u izrazitim makroekonomskim neravnotežama i EDP i MIP procedurama Europskog semestra).

U poglavlju o Hrvatskoj strategiji eurizacije, Koyama navodi uzroke hrvatske krize, te analizira pogrešan ekonomski model Hrvatske, koji se zasniva na tzv. Washingtonskom konsenzusu⁴. Autor ukratko analizira EDP i MIP procedure koje je EU uvela Hrvatskoj odmah po ulasku u EU 2013. godine, koje su prepreka bržoj realnoj konvergenciji. Autor se zalaže za „wait-and-see strategiju“ eurizacije u slučaju Hrvatske, odnosno za tzv. „gradualistički pristup“ ulasku u eurozonu. Neformalna eurizacija (u literaturi se naziva tzv. „dolarizacijom“) nije olakšala oficijelni ulazak Hrvatske u Europsku monetarnu uniju, kako su to njezini kreatori prvotno planirali, već je izazvalo sasvim suprotne efekte: prevelike makroekonomske neravnoteže i inherentnu nestabilnost financijskog sustava (primjerice, o dugoročnim strukturnim promjenama hrvatske ekonomije, koje je izazvala strategija neformalne eurizacije, opširnije vidjeti u: Radošević and Vidaković, 2015). Koyama sasvim ispravno konstatira da Hrvatska nikako neće moći u kratkom ili srednjem roku zadovoljiti kriterije realne konvergencije, ali niti kriterije nominalne konvergencije, te da prvo mora ispraviti prevelike makroekonomske neravnoteže u sklopu MIP i EDP procedura Europskog semestra. Po našem mišljenju, ovdje se nameće zaključak da postoji potreba da hrvatska vlada i centralna banka izrade srednjoročnu strategiju samostalne ekonomske/monetarne politike koju će primje-

⁴ Washingtonski konsenzus je model neoliberalne ekonomije, odnosno neoliberalne ekonomske i razvojne politike, koju je od 1990-tih primjenjivao MMF (i Svjetska banka) kroz svoje financijske aranžmane. Autor ovog ekonomskog modela bio je dr. John Williamson, iz Instituta za međunarodnu ekonomiku (SAD). Ovaj model pokazao je značajne nedostatke, na što su ukazivali brojni teoretičari „nove razvojne ekonomike“ (Joseph Stiglitz, Dani Rodrik, Paul Krugman, Ha Joon Chang, i drugi), ali i MMF je nedavno objavio svoj kritički prikaz takve prakse, te je dao nova tumačenja MMF-ovih pogleda na održivi ekonomski model, kojeg bi se bilo dobro pridržavati (Ostry, Loungani and Furceri, 2016.). Prije toga, John Williamson dao je kritičke nadopune vlastitog modela (Williamson and Kuczynski, 2003.). Ključne primjedbe odnose se na liberalizaciju kapitalnih tokova, prevenciju nastanka bubble ekonomije, te alternativne modele za dezinflaciju (ciljanje inflacije, ali uz kontrolu asset - price inflacije) i plivajuće, a ne fiksne tečajne režime, kao instrumente adjustment procesa nacionalne ekonomije.

njivati sve do ulaska u ERM-2 sustav i eurozonu⁵. Zaključci koje možemo iznaći u ovoj monografiji zasigurno će nam koristiti u sagledavanju najvažnijih aspekata strategije eurizacije Hrvatske. U završnom dijelu, koji sumira sve radove, Koyama ističe gledište da je od nominalne konvergencije važnija realna konvergencija, dok se najvećim nedostatkom ulaska u eurozonu može smatrati gubitak monetarnog suvereniteta, odnosno gubitak samostalnog korištenja monetarne i tečajne politike u adjustment procesu, u slučaju vanjskih šokova i nestabilnosti EMU, zbog još uvijek neriješenog problema sa Grčkom, te razlika u pogledima na monetarnu politiku eurozone između ECB-a i Njemačke (o sukobu oko monetarne politike eurozone između Njemačke i ECB-a, vidjeti opširnije u: Spiegel staff, 2016). Uz monetarni suverenitet, Koyama navodi važnost industrijske politike i stabilizirajuće fiskalne politike, koja nije austeriteta strategija fiskalne konsolidacije, već fiskalna politika koja potiče razvoj i investicije.

Naposljetku, može se konstatirati da je ova znanstvena monografija japanskog ekonomista Yoji Koyame i njegovih suradnika vrijedan znanstveni doprinos ekonomskoj literaturi koja se bavi analizom eurizacije. Knjiga sadrži originalne poglede iskusnih analitičara na probleme strategije eurizacije u NMS ekonomijama, te daje okvirne smjernice za osmišljavanje novih strategija eurizacije za one članice EU koje planiraju postati punopravnom članicom eurozone. Ova znanstvena monografija, uvjereni smo, bit će predmet analize makroekonomskih stručnjaka, stranih investitora, te risk managera u bankama i rejting agencijama, multilateralnih financijskih institucija, ali i predmet interesa kreatora ekonomskih politika (političara i centralnih bankara) u pojedinim zemljama iz skupine NMS zemalja.

Izvori:

Bibow, Joerg, (2015): *The euro's savior? Assessing the ECB's crisis management performance and potential for crisis resolution*; IMK Working Paper 25; IMK Institute; Dusseldorf; June 2015

Koyama, Yoji, (2015): *The EU's Eastward Enlargement: Central and Eastern Europe's Strategies for Development*; World Scientific Publishing Co. Pte Ltd.; Singapore

⁵ Strategija eurizacije svakako će morati sagledati cost – benefit analizu ulaska u EMU, iako je sada evidentno da bi troškovi ulaska Hrvatske u eurozonu bili veći od koristi. Uostalom, ECB i EK nam ne bi dali suglasnost za ulazak u eurozonu, nakon iskustva sa Grčkom, tako da je sasvim razvidno da nam predstoji dulje razdoblje konvergencije, pri čemu, posebice moramo zadovoljiti kriterije realne konvergencije. Po našem mišljenju, zabrinjava nedostatak takve strategije, tako da se ekonomska politika vodi po principima inercije strategije neformalne eurizacije i daljnjeg produživanja makroekonomskih neravnoteža, odnosno Hrvatska divergira od gospodarstava Europske unije, umjesto da konvergira prema prosjeku EU ekonomija.

- Frenkel, Roberto, (2013): *Lessons from a Comparative Analysis of Financial Crises*; Comparative Economic Studies; Vol. 55, Issue 3; September 2013, <http://www.unich.it/docenti/bagnai/euro/Frenkel.pdf>
- Higgins, Mathew and Klitgaard, Thomas, (2014): *The Balance of Payments Crisis in the Euro Area Periphery*; Current Issues in Economics and Finance; Volume 20; Number 2; Federal Reserve Bank of New York; New York
- Merler, Silvia, (2016): *Bad banks and rude awakenings: Italian banks at a crossroads*; Bruegel Institute; Brussels; January 26, 2016; <http://bruegel.org/2016/01/bad-banks-and-rude-awakenings-italian-banks-at-a-crossroads/>
- Mikosek, Matthias and Schildbach, Jan (2016): *Free Market is Dead? Europe's New Bail – in Regime and Its Impact on Bank Funding*; Deutsche bank EU Monitor – Global Financial Markets; Deutsche Bank Research; Frankfurt/Main; April 29., 2016
- Ostry, Jonathan, Prakash Loungani and Davide Furceri, (2016): *Neoliberalism: Over-sold?*; Finance & Development; IMF, Washington DC, June 2016
- Radošević, Dubravko, (2014): *Conditionality and Financial Assistance for non – EMU Members of the European Union: Managing macroeconomic crises in non – euro area countries*; objavljeno u znanstvenoj monografiji pod nazivom “Contemporary trends and prospects of economic recovery”, urednici: Angelova, Biljana; Jurlina Alibegović, Dubravka; Redžepagić, Srdan; Centre d’ Etudes en Macroeconomie et Finance Internationale (CEMAFI); Nice; December 2014
- Radosevic, Dubravko and Vidakovic, Neven, (2015): *Monetary Policy versus Structural Reforms: The Case of Croatia*; Bančni Vestnik (Monthly Journal of Slovenian Bankers’ Association/Zdruzenje Bank Slovenije); Ljubljana; December 2015
- Sanchis i Marco, Manuel, (2012): *The Economics of the Monetary Union and the Euro zone Crisis*; Springer Briefs in Economics, Springer; Heidelberg
- SPIEGEL Staff, (2016): *Mario Bothers: Germany Takes Aim at the European Central Bank*; Der Spiegel; Hamburg; April 8, 2016; www.spiegel.de
- Williamson, John and Pedro – Pablo, Kuczynski, (2003): *After the Washington Consensus*; Institute for International Economics, Washington DC; March 2003