

STARO VINO U NOVIM BOCAMA:

STARA DVOJBA O FIKSNOM ILI FLUKTUIRAJUĆEM TEČAJU U NOVOM VREMENU

Velimir Šonje, Arhivanalitika¹

Međunarodni ekonomski forum HGK

„Monetarna politika u procesu ulaska Republike Hrvatske u Europsku Uniju“

Zagreb, 7. srpnja 2011.

Uvod

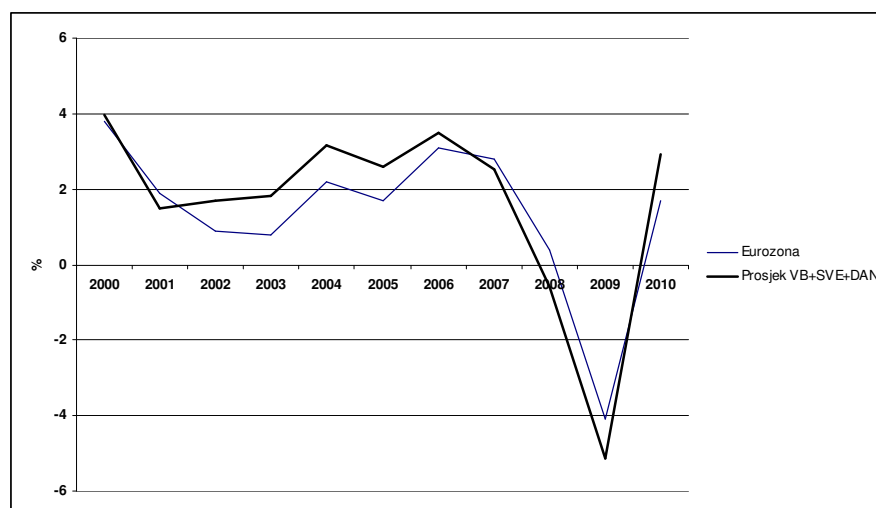
Ulazak Hrvatske u EU postavlja novi okvir za staru raspravu o monetarnoj i tečajnoj politici. Hrvatska po ulasku u EU može odabrati jednu od tri strategije: (a) ne ući u Europski tečajni mehanizam (ERM II) te pokušati voditi autonomnu monetarnu politiku kako su odlučile i Velika Britanija, Švedska, Poljska, Češka i Mađarska, (b) ući u ERM II i težiti što bržem prihvaćanju eura (Slovenija, Cipar, Malta, Slovačka, Estonija, u perspektivi Litva i Latvija), ili (c) ući u ERM II, ali ne prihvatiti euro (Danska, gdje tečaj od uvođenja eura ne odstupa više od +/- 2,25% u odnosu na euro, premda aranžman dopušta fluktuacije do +/- 15%). Postavlja se pitanje je li za Hrvatsku bolje slijediti putove malih i otvorenih zemalja koje su žurno težile prihvaćanju eura i/ili stabiliziranju tečajeva, ili treba slijediti put nekih od većih ekonomija europskoga sjevera i zapada koje plivajućim tečajevima pokušavaju voditi anti-cikličku makroekonomsku politiku? Pred Hrvatskom je barem nekoliko godina u kojima može odabrati neko od mogućih rješenja:

- nastaviti s dosadašnjom politikom „prljavog plivajućeg tečaja“ koja se svodi na de facto stabilan nominalni tečaj ali se dopuštaju oscilacije u uskom intervalu koji nije unaprijed poznat;
- dozvoliti šire fluktuacije tečaja od ovih koje su zabilježene u proteklih 18 godina, ali ipak kontrolirati promjene unutar objavljenog (ERM II) ili neobjavljenog intervala;
- još čvršće i vjerodostojnije fiksirati cijenu eura u kunama.

¹ vsonje@arhivanalitika.hr. Naslov rada predstavlja parafrazu teksta koji je Milton Friedman pod nazivom „Old Wine in New Bottles“ objavio u časopisu Economic Journal u siječnju 1991. Friedman u tekstu dokazuje da ekonomisti imaju kratko pamćenje jer im reference u radovima sežu maksimalno 20-30 godina u prošlost, tako da su ideje koje brane najčešće davno ranije raspravljene, samo što sami to ne znaju.

Površnost, odnosno nedovoljno duboka razrađenost argumenata postavlja ograničenje vođenju rasprave o ovim pitanjima. Mnogi koji govore o temi tečajne politike imaju apriorni stav i ne pokušavaju ga preispitivati i kontinuirano kritizirati i dokazivati, nego pronalaze anegdotalne dokaze zasnovane na iskustvima maloga broja zemalja. Nije rijetko i da zastupaju preporuke za koje nije jasno kako ih interpretirati, kritizirati i vrednovati.² No, to nije karakteristično samo za domaće autore. Povjesničar Niall Ferguson na predavanju održanom u Zagrebu 05. srpnja 2011.³ prikazao je podatke na slici 1. koji pokazuju da su države EU izvan Eurozone u proteklih deset godina imale veći prosječni rast BDP-a od država EU u Eurozoni. Na temelju slične slike izveo je zaključak da Hrvatska treba ući u EU, ali ne i u EMU. Naravno, prosječni dugoročni rast može biti posljedica desetaka drugih jednako važnih ili važnijih utjecaja nego što je tečajna politika, a već i letimičan pogled na sliku 1. ne daje osnovu za bilo kakvo čvrsto zaključivanje.

Slika 1. Prosječne stope rasta realnog BDP-a 2000. – 2010.



Izvor: Eurostat.

² Primjeri su brojni, pa navodim samo najnovije. Gosp. Ivica Grgurić u Banci iz srpnja 2011. u tekstu „Tri svjedoka protiv eura“ ističe primjer Švedske koja je zahvaljujući mogućnosti deprecijacije krune izvrsno prošla kroz krizu, te zatim uz bok Švedskoj stavlja i Veliku Britaniju za koju tvrdi da je pad funte „sigurno dao svoj doprinos povećanju britanske konkurentnosti i ublažavanju krize“. Pri tom ne pokazuje što znači „sigurno“. Kod Danske, čija valuta praktički ne može značajnije fluktuirati, Gregurić ističe da je imala dužu recesiju od Švedske, pa u zaključku govori o tome da su iskustva sve tri zemlje pokazala koliko je važno imati vlastitu valutu u uvjetima duboke krize, kao da su iskustva Velike Britanije i Švedske dovoljna za zaključak da bi Danskoj (ili bilo kojoj drugoj zemlji) bilo bolje da je imala širi raspon kretanja tečaja. Ne radi se o tome da je zaključak za Švedsku i Veliku Britaniju pogrešan – vjerojatno nije, nego se radi o pogrešci generalizacije. Upitno je naime koliko su iskustva Velike Britanije i Švedske relevantna za druge zemlje. Gđa Maruška Vizek u Forbesu iz srpnja 2011. kritizira HNB jer nije dovoljno učinila na planu afirmacije domaće valute. Pritom ističe da rješenje nije u administrativnom ukidanju valutne klauzule nego u dugoročnim i sistematskim mjerama. No ne piše koje su to, pa se njeni prijedlozi ne mogu kritizirati i ocijeniti, pa isto vrijedi i za njenu kritiku HNB.

³ Predavanje povodom pete godišnjice djelovanja Zaklade Andronico Lukšić Abaroa.

Cilj ovoga rada, ujedno i razlog zbog kojega sam prihvatio poziv HGK za sudjelovanje na konferenciji, jest pružiti okvir za raspravu o tečajnoj politici u nadolazećim godinama. Radi se o prevažnoj temi koja se dodatno komplicira činjenicom da loša europska politika posve nepotrebno prijeti europsku dužničku krizu pretvoriti u krizu eura. U takvim je uvjetima od presudne važnosti započeti i zadržati visoku razinu stručne rasprave o budućnosti tečajne i monetarne politike u Hrvatskoj, kako bi buduće odluke bile razborite i široko prihvaćene u javnosti.

Prvi dio rada prikazuje usporedbe kretanja realnih efektivnih tečajeva za veći broj zemalja. Pokazuje da je Hrvatska uz Sloveniju od 1995. naovamo imala najmanju realnu aprecijaciju. Drugi dio rada problematizira ideju upravljanja tečajem u kontekstu male i otvorene ekonomije. U trećem se dijelu promjene tečaja povezuju sa širim skupom makroekonomskih varijabli – izvozom, eksternom neravnotežom i rastom realnog BDP-a. Pokazuje se da veza između realnog tečaja i izvoza na izlasku iz krize ne postoji u srednjoj i istočnoj Europi. U četvrtom se dijelu pokazuje narav monetarnih politika u državama Nove Europe kroz prikaz strukture bilanci središnjih banaka. Rezultati se u petom dijelu povezuju s idejama koje su razvijene u sklopu teorije optimalnih valutnih područja. U šestom dijelu iznosim stav o tome kakvu monetarnu i tečajnu politiku voditi sljedećih godina i da li i kada ući u Eurozonu.

Što se događalo od kraja rata naovamo?

Da bismo odgovorili na pitanje što nam je činiti s tečajem nadolazećih godina, prvo moramo ocijeniti kretanja iz ranijih godina. U Hrvatskoj je rašireno mišljenje da se u tom razdoblju dogodila dramatična realna aprecijacija koja odudara od iskustva većine drugih zemalja, te da je monetarna politika zbog politike stabilnog tečaja pasivna u vremenima kriza, kada je njena uloga najpotrebnija. Usporedna analiza kretanja realnih tečajeva za veću skupinu zemalja problematizira ove duboko ukorijenjene stavove.⁴

Unatoč razlikama u kretanju nominalnih tečajeva⁵, sve su zemlje u regiji CEE u proteklih 16,5 godina zabilježile snažnu realnu aprecijaciju koja je bila najmanja u Sloveniji i Hrvatskoj, a

⁴ <http://www.bis.org/statistics/eer/index.htm>. Ovdje je link na BIS-ovu bazu podataka za 58 država. Neki zanimljiviji realni tečajevi prikazani su u prilogu na kraju rada.

⁵ 6 zemalja (Bugarska, Mađarska, Poljska, Rumunjska, Rusija i Slovenija) zabilježilo je dugoročnu deprecijaciju nominalnog efektivnog tečaja, a isto toliko zemalja (Hrvatska, Češka, Estonija, Latvija, Litva i Slovačka) zabilježilo je dugoročnu aprecijaciju, pri čemu je od tih 6 zemalja aprecijacija u Hrvatskoj bila najslabijega intenziteta.

najveća u Rusiji, Litvi, Slovačkoj i Bugarskoj (Tablica 1.). Univerzalna realna aprecijacija očekivana je posljedica bržeg rasta produktivnosti u srednjoj i istočnoj Europi nego u EU. Razlike među zemljama regije odražavaju razlike u razinama cijena na početku tranzicije, razlike u politikama koje su vođene prvih godina tranzicije, te razlike u rastu produktivnosti među tim zemljama.⁶ Treba uočiti da je realni tečaj za Hrvatsku u krizama – tim kratkotrajnim prekidima rasta produktivnosti, uvijek deprecirao, i na taj način barem u teoriji djelovao anti-ciklički. U zadnjoj je krizi snažnija realna deprecijacija zabilježena u Rumunjskoj, Mađarskoj i Poljskoj, a u krizi potkraj 90-ih samo je Rumunjska imala jaču realnu deprecijaciju od Hrvatske. Prema tome, Hrvatska je tečajna politika, komparativno gledano, polučila solidan rezultat. Nije samo osiguravala stabilnost, već je bila povezana s manjom dugoročnom realnom aprecijacijom nego u većini drugih zemalja. Omogućila je i blagu deprecijacijsku prilagodbu u krizama, koja je bila jača potkraj 90-ih nego u krizi potkraj prošloga desetljeća.

Tablica 1. Nominalni i realni efektivni tečajevi 01/1995. – 05/2011. (+ = aprecijacija)

	Nominalni, cijeli period	Realni, cijeli period	Realni u krizi 03/98 – 03/00	Realni u krizi 09/08 – 09/10
Bugarska	-93,7%	105,2%	9,5%	-0,2%
Hrvatska	2,3%	10,4%	-7,8%	-3,4%
Češka	58,3%	87,2%	23,1%	-3,0%
Estonija	22,2%	82,1%	-0,3%	-1,7%
Mađarska	-40,5%	48,6%	21,6%	-11,4%
Latvija	30,0%	50,6%	0,0%	-2,5%
Litva	102,8%	102,7%	23,8%	1,9%
Poljska	-14,5%	45,3%	0,5%	-13,1%
Rumunjska	-93,4%	61,2%	-29,0%	-7,4%
Rusija	-86,2%	117,5%	5,5%	-0,3%
Slovačka	43,3%	101,6%	35,7%	-1,1%
Slovenija	-28,4%	6,7%	0,0%	-1,0%

Izvor: v. fus. 4.

⁶ Veoma je teško razlučiti učinke triju faktora (razlike u početnoj razini cijena 1990., razlike u politikama od 1990. do 1995. te razlike u rastu produktivnosti) jer je inicijalno razdoblje tranzicije, osobito razdoblje od 1990. do 1993., posvuda bilo iznimno turbulentno. Nagle promjene relativnih cijena i visoke inflacije, zamjene valuta, osamostaljenje pojedinih država (baltičke države, Češka, Slovačka i bivša Jugoslavija) činile su svako mjerenje nepouzdanim. No, Roubini i Wachtel (1999) su, koristeći podatke MMF-a, rekonstruirali realne tečajeve od 1990. odnosno 1991. pa pomoću njihovih procjena možemo podatke iz tablice 1. „vratiti unatrag“, barem za neke zemlje (Slovenija nije obuhvaćena njihovom analizom). Hrvatska je od 1991. do 1995. imala realnu aprecijaciju od 49,1% kumulativno, što je bilo manje nego u Češkoj (58%) i Bugarskoj (140%) te više nego u Slovačkoj (2,5%) i Poljskoj (24,1%). Međutim, Mađarska i Rumunjska su u tom razdoblju zabilježile realnu deprecijaciju (-10% odnosno -21%). Dakle, razlike u tom početnom razdoblju tranzicije (kasnija „korekcija“ realnog tečaja u drugim zemljama) mogu objasniti razlike od 1995. naovamo između Hrvatske s jedne te Rumunjske i Mađarske s druge strane. Kada je riječ o Češkoj i Bugarskoj koje su imale realnu aprecijaciju veću od Hrvatske, razlika se dakle još povećava u odnosu na podatke u tablici 1. (što bi značilo da su te zemlje puno brže povećavale produktivnost od Hrvatske tijekom punih 20 godina). Kada je riječ o Poljskoj, razlika od 25 postotnih bodova objašnjava oko 2/3 razlike u tempu kasnije realne aprecijacije od 1995. nadalje, a kada je riječ o Slovačkoj, razlika u početnom periodu objašnjava manje od 1/2 kasnije razlike. Ostaje otvoreno pitanje „početne točke“ u 1990., kada se u bivšoj Jugoslaviji provodio stabilizacijski program njene zadnje vlade A. Markovića, no vrlo je teško pretpostaviti da početni efekt odnosno efekt 1990. uključuje takvu razliku u razinama cijena koja bi mogla objasniti razlike u kasnijem tempu promjene realnog tečaja kroz 21 godinu.

Je li realni tečaj „upravljiva“ veličina?

Tečaj nije uvijek egzogena varijabla koju kreatori politike mogu mijenjati po želji. Čak i tamo gdje kreatori politike odluče manipulirati nominalnim tečajem, realni se tečaj može pokazati endogenom varijablom koja se mijenja pod utjecajem mnoštva pojava, uglavnom onih koje utječu na ponudu i potražnju za devizama u kratkom roku, te na rast produktivnosti u dugom roku.

Na primjer, upitno je koliko se realna deprecijacija od 7,8% potkraj 90-ih u Hrvatskoj može tumačiti kao znak učinkovitosti protu-cikličke monetarne politike. Vjerojatnije se radilo o djelovanju krize s posebnom snagom: NATO-ova intervencija u Srbiji poremetila je turističku sezonu 1999., a potom su politička kriza u HDZ-u i nadolazeća smrt Predsjednika Tuđmana unijele političku neizvjesnost kakvu druge zemlje nisu imale. Priljev kapitala je tada znatno oslabljen – sve je (a ne samo globalna financijska kriza) djelovalo u pravcu slabljenja kune, bez obzira što je radila HNB.⁷ Tako se dogodila realna deprecijacija.

Opisani karakter promjena realnog tečaja tipičan je za relativno male zemlje koje su integrirane s međunarodnim okruženjem i u kojima vlasti pokušavaju upravljati nominalnim tečajem. Realni tečajevi uvijek reagiraju na promjene neto izvoza i neto priljeva kapitala. U takvim je uvjetima moguće da deprecijacije u razdobljima krize djeluju pro-ciklički, što znači da produbljuju krizu. Pro-cikličko djelovanje (slabijega) tečaja u maloj i otvorenoj ekonomiji može se odvijati putem nekoliko kanala:

- poskupljenje uvoznih inputa za koje nema adekvatnih domaćih supstituta,
- povećanje cijena koje su indirektno ili implicitno vezane uz nominalni tečaj,⁸
- povećanje troškova servisiranja duga denominiranog u stranoj valuti ili vezanog uz tečaj, uz prateći pad neto vrijednosti dužnika (tzv. bilančni kanal) i posljedice koje on izaziva (otežan pristup kreditima),

⁷ Prva faza privatizacije HT-a i privatizacija PBZ-a djelovale su kao blagi amortizeri priljeva kapitala, no to ne umanjuje činjenicu da su „normalni“ tokovi kapitala tih godina bili oslabljeni.

⁸ Indirektno su vezane one cijene koje u drugom, trećem itd. koraku zavise o uvoznim cijenama, jer koriste inpute čiji inputi sadrže uvozne komponente. Implicitno su vezane one cijene koje se iz ugovornih ili psiholoških razloga mijenjaju ako se promijeni tečaj. Povećanje cijena zbog poskupljenja uvoznih inputa te rast onih cijena koje indirektno ili implicitno reagiraju na tečaj ukupno određuju takozvani „prijenos“ (eng. pass-through). Svaki pokušaj ekonometrijske procjene „prijenosa“ osuđen je na neuspjeh zbog problema promjene režima: vjerodostojna ocjena na podacima iz razdoblja relativno stabilnog tečaja nije moguća.

- povećanje percepcije rizika zbog čega dolazi do odgode investicija,
- valutna supstitucija – bijeg štednje iz domaće u stranu valutu čime se generiraju konverzijski troškovi, remeti ravnoteža u bankarskim bilancama i prisiljava banke da dodatno prošire korištenje valutne klauzule.

Prema tome, za svaku je zemlju potrebno pojedinačno procijeniti je li neki od gore nabrojanih troškova promjene tečaja veći od koristi od deprecijacije, koje bi se trebale pojaviti u vidu rasta neto izvoza.⁹

Što govore podaci o izvozu

Postoje li pozitivni učinci realne deprecijacije na neto izvoz, i ako postoje, koliki su? Najjače realne deprecijacije u zadnjoj krizi zabilježene su u Poljskoj – koja je jedina kroz krizu prošla zadržavši rast u proteklim godinama, te Mađarskoj, koja pripada skupini država najjače pogođenih krizom (kolona 5 u Tablici 2. niže u tekstu). Stoga je moguće da se radi o vrlo različitim slučajevima s posve različitim uzrocima, iako im je okvir politike sličan - obje države su u EU ali nisu u ERM II i tečaj im fluktuirao.

Poljska je zemlja koja uz Rusiju i Rumunjsku ima najniži omjer izvoza i BDP-a (kolona 1, Tablica 2.). Stoga je teško pretpostaviti da realna deprecijacija u toku krize može u cijelosti objasniti poljski uspjeh u očuvanju rasta kroz krizno razdoblje. Štoviše, poljska se eksterna pozicija u toku zadnje krize uopće nije promijenila: prosječni deficit tekućeg računa u odnosu na BDP od 2003. do 2010. (-3,2%), u 2010. godini je ostao praktički nepromijenjen (-3,3%). U Poljskoj je vjerojatno važniju ulogu odigrao uspjeh u zadržavanju dinamike domaće potražnje pomoću ukupne ekonomske politike; Poljska je i ranije, zbog veličine zemlje, bila relativno manje zavisna o priljevu kapitala, a to se reflektiralo u kontinuirano manjem deficitu tekućeg računa bilance plaćanja od prosjeka za tranzicijske zemlje (što se jednim dijelom može pripisati i samoj veličini zemlje). Stoga je u Poljskoj ključnu ulogu vjerojatno odigralo zadržavanje dinamike domaće potražnje zahvaljujući nastavku ambicioznog programa privatizacije u krizi i smanjenju poreza neposredno prije nje.

⁹ Da bi se taj efekt pojavio potrebno je zadovoljiti Marshall-Lernerov uvjet, tj. zbir apsolutnih vrijednosti elastičnosti izvoza i uvoza na promjenu realnog tečaja mora biti veći od jedan.

S druge strane, Mađarska ima vrlo visok omjer izvoza i BDP-a (71,5%), a prije krize je imala relativno veliku zavisnost o priljevima kapitala. S visokim deficitom tekućeg računa bilance plaćanja (-5,6% BDP-a) zauzela je mjesto oko prosjeka među tranzicijskim zemljama. Imala je i snažnu korekciju salda tekućeg računa u krizi (+7,2 postotna boda BDP-a), tako da bi hipoteza o mogućem korisnom učinku realne deprecijacije preko izvoza prije mogla vrijediti za Mađarsku nego za Poljsku. Tu tezu ne osporava činjenica da je ukupni izvoz roba i usluga izražen u eurima u Poljskoj 2010. u odnosu na 2009. povećan 20% i bio na 1,3% višoj razini od pred-krizne 2008, dok su odgovarajući podaci za Mađarsku 16,7% i 98,8%. Stoga i ova usporedba ukazuje na to da je Mađarska, zbog važnosti izvoza i izvozne strukture koja je

Tablica 2. Indikatori odnosa s inozemstvom i snaga prilagodbi

	Prosječni omjer izvoza i BDP-a prije krize (2003.-2008.)	Prosječni omjer salda tekućeg računa BoP u % BDP (2003.-2010.)	Saldo tekućeg računa BoP (2010.)	Smanjenje vanjskog deficita u krizi	Stopa rasta realnog BDP-a 2010.
	1	2	3	4=3-2	5
Bugarska	53,3%	-13,2%	-0,8%	12,4%	0,2%
Hrvatska	42,4%	-5,9%	-1,9%	4,0%	-1,2%
Češka	73,0%	-2,9%	-2,4%	0,5%	2,3%
Estonija	74,8%	-8,3%	3,6%	11,9%	3,1%
Mađarska	71,5%	-5,6%	1,6%	7,2%	1,2%
Latvija	43,8%	-9,9%	3,6%	13,5%	-0,3%
Litva	55,7%	-6,8%	1,8%	8,6%	1,3%
Poljska	38,2%	-3,2%	-3,3%	-0,1%	3,8%
Rumunjska	32,5%	-8,3%	-4,2%	4,1%	-1,3%
Rusija	33,3%	7,5%	4,9%	2,6%	4,0%
Slovačka	80,2%	-6,1%	-3,4%	2,7%	4,0%
Slovenija	63,0%	-2,7%	-1,2%	1,5%	1,2%

Izvori: World Development Indicators, www.worldbank.org; World Economic Outlook, April 2011, IMF. www.imf.org

Tablica 3. Rast izvoza roba i usluga (EUR) 2010./2009. i izvoz 2010. u odnosu na izvoz 2008.

	Rast izvoza roba i usluga 2010./2009. u EUR	Izvoz roba i usluga u EUR 2010. u % 2008.
	1	2
Bugarska	25,6%	101,4%
Hrvatska	8,9%	88,4%
Češka	22,0%	98,0%
Estonija	34,0%	102,8%
Mađarska	16,7%	98,8%
Latvija	19,2%	99,6%
Litva	30,3%	97,5%
Poljska	20,0%	101,3%
Rumunjska	21,1%	103,0%
Rusija*	n.a.	n.a.
Slovačka	33,9%	99,4%
Slovenija	11,1%	90,7%

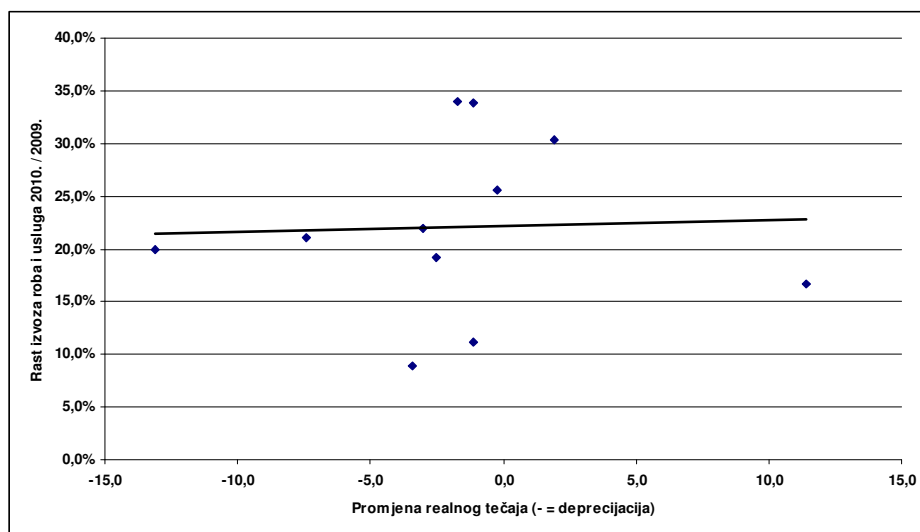
* Ne objavljuje u eurima, samo u USD

Izvori: Sekcije statistike internetskih stranica centralnih banaka

potpuno integrirana s gospodarstvom EU, vjerojatno imala veće koristi od slabljenja valute nego Poljska.

Tablica 3. i slika 2. pokazuju da izvozne uspjehe na izlasku iz zadnje krize nije moguće objasniti promjenama realnog tečaja. Mađarska i Poljska, koje su imale relativno jaku realnu deprecijaciju, stoje relativno loše u usporedbi sa zemljama koje su bile u Eurozoni ili imaju relativno stabilan tečaj. Naime, spektakularan rast izvoza roba i usluga uz približno dostizanje razine izvoza iz pred-krizne 2008. zabilježeno je u Bugarskoj, Češkoj, Rumunjskoj, Slovačkoj i u sve tri Baltičke zemlje. Među tim zemljama samo je Rumunjska zabilježila primjetniju realnu deprecijaciju malo veću od 7% za koju je teško pretpostaviti da je igrala presudnu ulogu u oporavku izvoza. Kada se taj rezultat poveže sa slikom 3. na kojoj vidimo relativno jaku pozitivnu vezu između rasta izvoza i rasta BDP-a 2010.¹⁰, zaključujemo da je **izvoz odigrao ključnu ulogu na izlasku iz recesije, međutim, ne vidimo nikakvu povezanost između promjena realnog tečaja i izvoza.**¹¹

Slika 2. Promjena realnog tečaja u krizi i rast izvoza 2010.

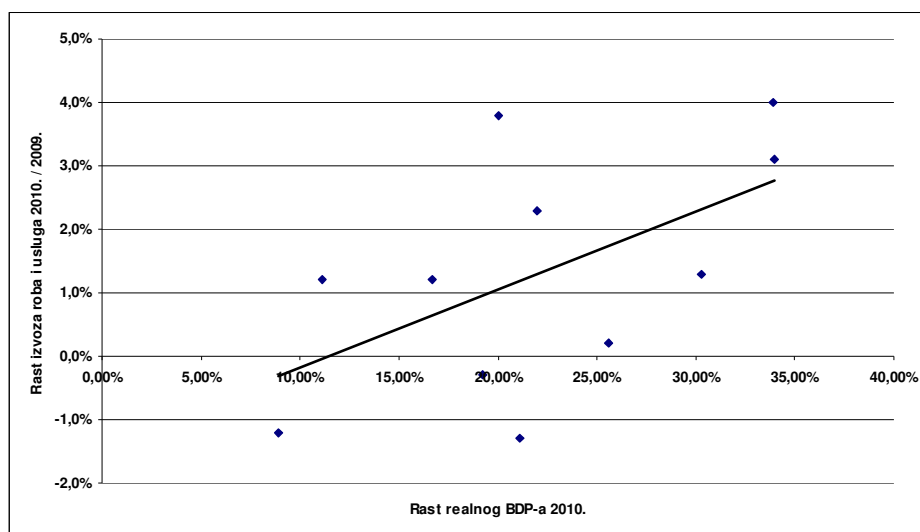


Izvor: Tablice 2. i 3.

¹⁰ Koeficijent linearne korelacije za taj odnos iznosi 0,55.

¹¹ Koeficijent linearne korelacije za odnos prikazan na slici 2. iznosi -0,04.

Slika 3. Rast izvoza i rast BDP-a 2010.

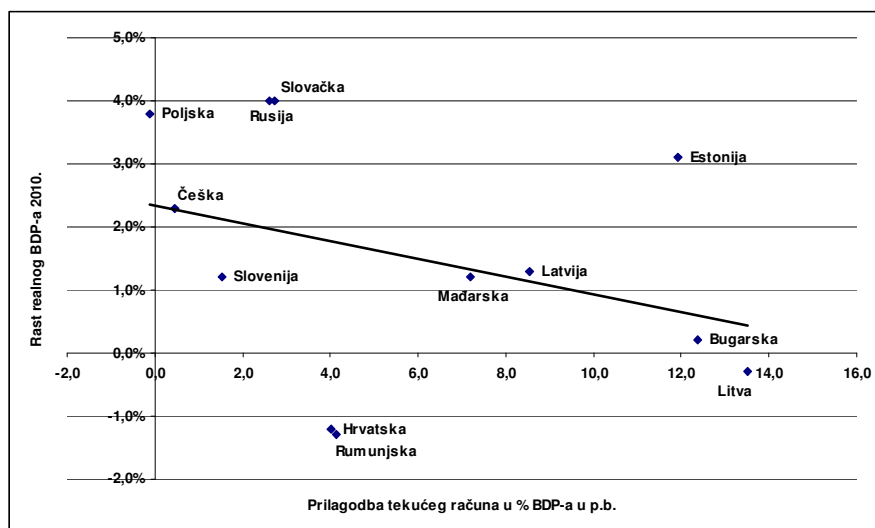


Izvor: Tablice 2. i 3.

Također je zanimljivo da Hrvatska i Slovenija – dvije zemlje s najmanjim stopama dugoročne realne aprecijacije (tablica 1.), imaju daleko najlošije izvozne performanse na izlazu iz zadnje krize. Kako iskustva drugih zemalja ne daju naznake da je problem u tečaju (jer sve su druge zemlje imale puno jače dugoročne realne aprecijacije), oba rezultata za Hrvatsku i Sloveniju treba tumačiti kao indikator mogućih strukturnih problema u izvoznim sektorima. Toj ćemo se temi vratiti na kraju rada.

Mađarska je interesantna i zbog toga što je prošla jedan od najtežih putova kroz ovu krizu. Tamo je učinak kontrakcije domaće potražnje vjerojatno snažno dominirao nad moguće pozitivnim učinkom realne deprecijacije na izvoz. Učinak kontrakcije domaće potražnje najjače se reflektira kroz prilagodbu salda tekućeg računa bilance plaćanja (više od 7 postotnih bodova BDP-a u mađarskom slučaju). Općenito postoji korelacija između smanjenja vanjske neravnoteže u krizi (kolona 4, tablica 2.) i stope rasta 2010. na izlasku iz krize (kolona 5 tablice 2. i slika 4.): koeficijent linearne korelacije iznosi -0,35. Postoji srednje jaka veza koja pokazuje da je snažnija eksterna prilagodba (tekućeg računa bilance plaćanja) povezana sa sporijim tempom izlaska iz krize među zemljama srednje i istočne Europe. Pri tome su Rumunjska i Hrvatska imale puno sporiji rast od očekivanog za dani intenzitet eksterne prilagodbe, a Estonija puno brži. To se, kako je pokazano, nikako ne može objasniti realnim tečajem, ali se može objasniti rastom izvoza na izlasku iz krize. Za pretpostaviti je da se radi o razlikama u strukturnim karakteristikama ovih ekonomija, odnosno razlikama u prilagođenosti izvoznih sektora velikom tržištu EU.

Slika 4. Smanjenje deficita tekućeg računa u krizi i stopa rasta realnog BDP-a 2010.



Izvor: Tablica 2.

Prema tome, makroekonomska je dinamika u krizi izrazito kompleksna, te se ne može svesti na problem odnosa tečaja i neto izvoza. Doprinos rastu može doći sa strane neto izvoza i/ili sa strane domaće potražnje. Moguće je da obje komponente padaju, rastu, ili se pojavi neka kombinacija: pad neto izvoza i rast domaće potražnje, ili obratno. Veza tečaja i BDP-a u tom kontekstu dodatno komplicira stvar. Naime, čak i ako vrijedi Marshall-Lernerov uvjet, tako da pad vrijednosti domaće valute pozitivno utječe na odnos izvoza i uvoza, pitanje je kako funkcionira ranije spomenutih pet kanala preko kojih slabiji tečaj može djelovati pro-ciklički kroz utjecaj na domaću potražnju. Zbog složene dinamike, iskustva prikazanih zemalja mogu biti vrlo različita. Na primjer, u Hrvatskoj je pad domaće potražnje i osobito investicija djelovao snažnije od pozitivnog učinka rasta neto izvoza koji se pojavio jer je uvoz dohodovno izrazito elastičan. U Mađarskoj je također došlo do snažne kontrakcije domaće potražnje, a pad vrijednosti valute imao je pro-recesijsko djelovanje kroz povećanje tereta otplate dugova prezadužene države i privatnog sektora. Time se ne isključuje da je moglo doći do pozitivnog utjecaja tečaja na izvoz, no moguće je da su negativni učinci deprecijacije na druge makroekonomske agregate poput potrošnje i investicija imali još i jače djelovanje. Na posljetku, i sam doprinos realne deprecijacije izvozu treba staviti pod znak pitanja u Mađarskoj, jer smo vidjeli da je ponašanje mađarskog izvoza na izlasku iz krize bilo slabije od većine zemalja sa stabilnim tečajem.

Prema tome, **zalaganje za širu fluktuaciju tečaja radi pozitivnog učinka na neto izvoz mora biti praćeno odgovorom na pitanje kako se namjeravaju neutralizirati negativni pro-ciklički učinci koji djeluju putem ranije opisanih pet kanala. Također je važno razlučiti dugoročne strukturne od kratkoročnih cjenovnih pitanja kada je u pitanju izvoz.**

Monetarna politika – bilance središnjih banaka

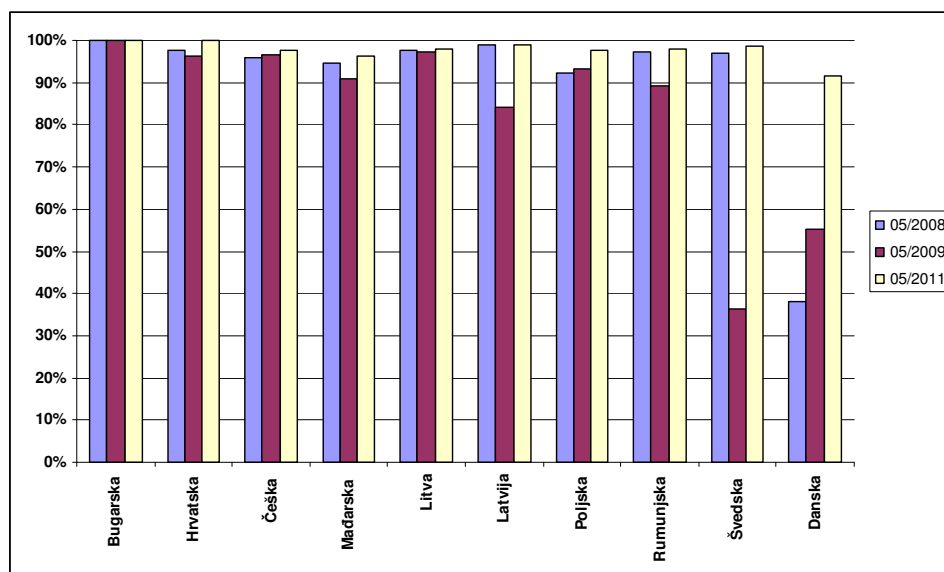
Uobičajeni način poimanja monetarne i tečajne politike ignorira pet pro-recesijskih kanala i pretpostavlja da vrijedi Marshall-Lernerov uvjet tako da je učinak na neto izvoz pozitivan prema pretpostavci. U takvim uvjetima, koji su nalik prezentacijama u većini udžbenika i iskustvu velikih ekonomija, monetarna ekspanzija i pad vrijednosti domaće valute uvijek imaju ublažavajući kratkoročni učinak u uvjetima recesije ako su cijene i nadnice rigidne. Pritom treba uočiti da su SAD velika i zatvorena ekonomija, pa je tamo učinak neto izvoza sekundaran. Primaran je učinak monetarne politike na domaću potražnju. Stoga ćemo potražiti odgovor na pitanje postoje li u našem uzorku zemalja tragovi monetarne politike koja u krizi privremeno zanemaruje pitanje tečaja i monetarnom ekspanzijom potiče domaću potražnju?

Odgovor na to pitanje daju bilance središnjih banaka. Promatramo udjel inozemne u ukupnoj aktivi središnjih banaka. Što je udjel inozemne aktive veći, to je monetarna politika uže vezana uz tokove kapitala jer novac kreira kupujući i prodajući devize. Različita dinamika ukupne i inozemne aktive ukazala bi na to da zemlja ima mogućnost vođenja autonomne monetarne politike neovisno o neravnoteži na deviznom tržištu, što znači da može „pustiti“ tečaj i prvenstveno se fokusirati na domaće instrumente kreiranja primarnoga novca.

Zanimljivo je da niti jedna zemlja u regiji, pa niti „velika“ i relativno zatvorena Poljska, ne odgovara obrascu koji je tipičan za SAD. Sve centralne banke (u koje iz jasnih razloga nisu uključene članice Eurozone) u svojim bilancama imaju izrazito visok udjel inozemne aktive koji je kroz krizu u bitnome ostao nepromijenjen. Štoviše, u Poljskoj i Mađarskoj je u svibnju 2011. taj udjel bio veći nego u svibnju 2008. Iako su te zemlje zabilježile značajne deprecijacije valuta, struktura bilanci njihovih središnjih banaka pokazuje da se deprecijacija nije pojavila zbog pojačane uporabe domaćih instrumenata monetarne politike kao što su kreditiranje banaka i/ili otkup imovine od njih.

Na slici 5. tražimo klasični obrazac djelovanja ekspanzivne monetarne politike kroz U-oblik pokazatelja koji mjeri udjel inozemne u ukupnoj aktivi središnje banke. U-oblik znači da se udjel inozemne aktive u krizi smanjuje, a domaće povećava. Ako je U-oblik praćen deprecijacijom domaće valute, imamo klasični udžbenički obrazac: monetarna ekspanzija pomoću domaćih instrumenata i deprecijacija tečaja u krizi dovode do rasta neto izvoza, slijedi makroekonomska stabilizacija, rast vođen korekcijom neto izvoza, i potom središnja banka otkupljuje viškove deviza te naknadno ponovo normalizira mehanizam kreiranja primarnog novca. Zbog toga se po izlasku iz krize važnost domaće aktive smanjuje, a inozemne ponovo raste. Sukladno tome, realni tečaj prvo deprecira, pa potom postupno aprecira pod pritiskom „korigiranog“ neto izvoza. Obrazac je najuočljiviji u Švedskoj gdje udjel inozemne aktive varira od gotovo 100% do ispod 40% (u krizi), što sugerira da su u mehanizmi kreiranja primarnog novca razdoblju deprecijacije bili fundamentalno promijenjeni. Graf realnog tečaja u Švedskoj (vidjeti dodatak) potvrđuje ovu priču.

Slika 5.: Udjeli inozemne u ukupnoj aktivi središnjih banaka 2008., 2009. i 2011. (svibanj)



Izvor: Autorovi izračuni na temelju podataka s internetskih stranica središnjih banaka. Detaljnije: tablica u prilogu na kraju rada.

Međutim, sličan obrazac ne vidimo u drugim zemljama. Vrlo blage U-oblike možemo primijetiti u Mađarskoj i Rumunjskoj, a jedva je primjetan isti takav oblik u Hrvatskoj. Donekle paradoksalno, najizrazitiji U-oblik vidimo u Latviji koja je imala stabilan tečaj. To je posljedica iznuđene intervencije u bankovnom sustavu koji je bio ozbiljno potresen potkraj

2008. i početkom 2009. zbog problema u najvećoj domaćoj Parex banci. Prema tome, i u uvjetima fiksnog tečaja moguće je voditi autonomnu monetarnu politiku u kratkom roku.

Podaci pokazuju da **niti jedna država u srednjoj i istočnoj Europi ne vodi autonomnu monetarnu politiku kakvu može voditi švedska Riksbank (najstarija središnja banka na svijetu) – sve središnje banke u strukturi aktive drže dominantan udjel međunarodnih pričuva, što znači da je situacija u Hrvatskoj tipična za širi skup zemalja.** U tom je pogledu ilustrativno dansko iskustvo. Kako tamošnja središnja banka na početku krize nije imala dovoljnu količinu eurskih rezervi, morala ih je u toku krize povećavati, a to je mogla učiniti djelomično uz pomoć vlade koja je držanjem sve većih iznosa deviznih depozita kod središnje banke pomogla obnovi bruto međunarodnih pričuva u bilanci središnje banke. Uistinu, rijetke su središnje banke – samo ih je nekoliko na svijetu, koje mogu reagirati na način kako je to činila švedska središnja banka.

Ne radi se ni o kakvoj posebnosti novoga vremena ili ovoga skupa zemalja. Mnoge su se velike i moćne zemlje u povijesti odricale autonomne monetarne politike zbog nedostatka kredibiliteta i evidentne koristi od vezivanja vrijednosti valuta uz valutu nekoga jačeg gospodarstva. U zadnjoj četvrtini XX stoljeća takav je bio slučaj i s velikim i snažnim ekonomijama kao što su Austrija, Nizozemska i Francuska koje su vezale svoje valute uz njemačku marku. Stoga su u strukturi aktive njihovih središnjih banaka glavnu ulogu igrale međunarodne pričuve.

Kratko o vezi s teorijom optimalnih valutnih područja

To nas dovodi do pitanja što je optimalno valutno područje. Ako Nizozemska i Francuska 80-ih i 90-ih godina prošlog stoljeća nisu bile optimalna valutna područja u odnosu na Njemačku, zašto bi to danas bila Hrvatska u odnosu na EU?

U traženju odgovora važno je razlikovati kontekst kratkog i dugog roka. U kratkom roku u kojem nema seljenja faktora između proizvodnji (samo se nezaposleni mogu seliti u zaposlene i obratno), izgleda da bi monetarna politika mogla igrati ulogu protu-recesijskog alata, jer stiješnjena domaća potražnja neće dopustiti (ili će jako ublažiti) reakciju cijena na monetarnu ekspanziju i nominalnu deprecijaciju domaće valute. Međutim, preostali pro-recesijski kanali djelovanja slabije valute prisiljavaju kreatore politike u stvarnome svijetu da budu vrlo

oprezni s tečajem. Potrebno je pažljivo izračunati negativne učinke koji se prenose preko vanjskog privatnog duga, vanjskog javnog duga i domaćeg javnog duga denominiranog u stranoj valuti, te domaćeg privatnog duga denominiranog u stranoj valuti.¹²

Pojava toga pro-recesijskog djelovanja slabije valute predstavlja jedan od najboljih indikatora da država nije ujedno i optimalno valutno područje. U kontekstu gore prikazanih brojki, jedino je Švedska optimalno valutno područje jer je u stanju domaćom monetarnom politikom proizvesti protu-cikličke učinke među kojima je i realna deprecijacija. Nekoliko stotina godina tradicije vođenja autonomne monetarne politike i građenja vjerodostojnosti pomaže u toj sposobnosti. Za sve druge zemlje, priključenje monetarnoj uniji s kojom imaju koordinirani poslovni ciklus može dovesti do eliminacije negativnih učinaka deprecijacije, uz zadržavanje pozitivnih učinaka anti-cikličke monetarne politike. Naime, prihvaćanjem valute monetarne unije eliminiramo negativne troškovne učinke i ECB-u delegiramo vođenje politike koje će za nas biti korisno uz uvjet da su europski i hrvatski poslovni ciklus koordinirani. Ako je slučaj takav, a jest, to znači da će ECB poduzeti monetarnu ekspanziju kada će to i nama biti najpotrebnije. Naravno, ono što se pritom nepovratno gubi je opcija promjene tečaja u odnosu na druge članice monetarne unije.

Umjesto zaključka

Hrvatska nije optimalno valutno područje i zbog toga treba prihvatiti euro. Niti za druge srednjoeuropske države koje zbog nižeg stupnja eurizacije imaju bolje predispozicije za kombiniranje protu-cikličke monetarne politike i deprecijacije, ne postoje dokazi o važnim pozitivnim učincima realne deprecijacije. Naprotiv, iz zadnje su krize pomoću rasta izvoza najbrže izlazile zemlje sa stabilnim valutama i članice Eurozone (s izuzetkom Slovenije).

Sve su te zemlje već sedam godina članice EU. Njihovi su izvozni sektori uglavnom prilagođeni, restrukturirani i duboko integrirani u gospodarsku strukturu EU. U tom su pogledu najslabije prošle Slovenija i Hrvatska. Slovenija je do ulaska u Eurozonu

¹² Pri tom je iznimno važno pomno procijeniti svih pet kanala prijenosa pro-recesijskog impulsa. Posebno je važno kod povećanja troškova servisiranja procijeniti i bilančni efekt, jer postoji opasnost da bi s nominalnom deprecijacijom pala neto vrijednost poduzeća koja su zadužena jer investiraju. Čak i za takva poduzeća u izvoznom sektoru postoji opasnost ako im je omjer prihoda od prodaje na stranom tržištu i duga u stranoj valuti nizak.

deprecijacijom tečaja i konzervativnom politikom prema stranim ulaganjima nastojala štititi svoj izvozni sektor čime ga je možda petrificirala¹³. Hrvatska je pak platila danak dramatičnom zaostajanju u integracijskim procesima i pogrešnoj politici zasnovanoj na fiskalnoj ekspanziji, državnim ulaganjima i odgodama restrukturiranja i privatizacija u prvom desetljeću XX stoljeća. Hrvatska i Slovenija se ne mogu uspoređivati prema važnosti izvoznih sektora – izvoz čini puno veći dio slovenskog BDP-a (tablica 2.). No, zajednička im je najslabija realna aprecijacija u razdoblju prije krize, te najsporiji rast izvoza na izlasku iz krize i povratak prema pred-kriznim razinama. To su indikacije strukturnih problema.

Na načelnoj razini, strukturni se problemi rješavaju strukturnim mjerama tako da instrument tečaja ne treba smatrati konačnim rješenjem strukturnog problema izvoza (iako je nesporno da bi mu realna deprecijacija kratkoročno pomogla). Jedino je pitanje koja je cijena i krajnji učinak takve „pomoći“. Ne postoji monetarna i tečajna politika koja može nadomjestiti konkurentske pritiske sa Istoka kada je riječ o tekstilnoj industriji, ili nedostatak inovativnosti i iskustva kada je riječ o industriji poluvodiča ili auto-industriji. Strukturne mjere podrazumijevaju povećanje prostora za rast produktivnosti kroz fiskalnu konsolidaciju, smanjenje poreznog i ne-poreznog opterećenja, mjere poticanja ulaganja i druge mjere čiji je krajnji cilj tehnološki napredak.

Međutim, Hrvatska je zemlja čije su elite na početku XX stoljeća dokazale da robuju pogrešnim ekonomskim doktrinama (naglasak na državne infrastrukturne investicije uz benevolentan odnos prema zaduživanju, fiskalnoj i financijskoj disciplini), a političke su elite pokazale i demokratsku nezrelost, koruptivnost te nesposobnost za vođenje strukturnih politika. Stoga je razumno postaviti pitanje: što će se dogoditi ako hrvatske vlasti ubrzo ne provedu mjere fiskalnih i strukturnih prilagodbi? *Što ako produktivnost u odnosu na druge zemlje više neće rasti, ili će možda – u najcrnjem scenariju, kontinuirano padati?*

Ovom pitanju treba dodati i problem loših politika u samoj EMU. Europa je ušla u fazu kronične fiskalne krize. Grčka je tek prvi ozbiljniji signal. Kriza neće proći preko noći i obilježiti će dobar dio drugog desetljeća XXI. stoljeća, jer u njezinoj podlozi leže dublji političko-ekonomski problemi s kojima se suočava cijela Zapadna Civilizacija u novom

¹³ Riječ možda ovdje stoji samo zato da ukaže da je riječ o hipotezi koju bi tek trebalo testirati. Slovenski izvoz zavisi o nekoliko većih kompanija pa bi razlozi mogli biti specifično kompanijski, vezani uz tržišne niše na kojima posluju.

globalnom okviru u kojem svjedočimo strelovitom usponu Azije, a uskoro je moguć početak uspona Afrike. Premda ne postoji niti jedan razlog zbog kojega bi dužnička kriza trebala prerasti u krizu eura, kumuliranje loših političkih poteza u upravljanju dužničkom krizom u Europi poziva na oprez. Dokle god ECB ima bilancu koja je kontaminirana državnim obveznicama fiskalno nesolventnih zemalja i dok nije jasno kako će se rasporediti dio toga duga koji će biti „socijaliziran“, Eurozona može ući u duboku institucionalnu krizu. Ovo se pitanje ne može ignorirati u kontekstu rasprava o pristupanju Eurozoni.

Sumnje u pogledu hrvatske sposobnosti za fiskalne prilagodbe i reforme, kao i u pogledu europske sposobnosti za rješavanje dužničke krize (što će još neko vrijeme ograničavati značajnije priljeve kapitala), ne bi smjele motivirati odgode pri postavljanju strateškoga cilja – ulaska u ERM II po ulasku u EU i ulaska u EMU 2016./2107. Okvir koji se na taj način postavlja iznimno je važan za Hrvatsku. Kroz taj će se okvir postaviti imperativ poštivanja kriterija iz Maastrichta i kriterija konkurentnosti iz Pakta za Euro Plus. Poštivanjem tih kriterija nameće se fiskalna disciplina te konvergencija kamatnih stopa i inflacije kao i kriteriji međunarodne konkurentnosti, što je u interesu cjelokupnoga hrvatskoga gospodarstva. Naravno, ako se institucionalna kriza Eurozone u međuvremenu nastavi produbljivati, ili ako u interakciji s ECB-om dođe do prijedora oko utvrđivanja centralnog pariteta pri ulasku u ERM II, Hrvatska će sukladno tome modificirati svoje procjene i ciljeve. No, za sada treba težiti strateškom cilju što bržega ulaska u ERM II, na temelju pretpostavke da će se institucionalna kriza eura razriješiti do trenutka našeg prihvaćanja te valute.

Što činiti u međuvremenu?

- nastaviti s dosadašnjom politikom „prljavog plivajućeg tečaja“ koja se svodi na de facto stabilan nominalni tečaj ali se dopuštaju oscilacije u uskom intervalu koji nije unaprijed poznat;
- dozvoliti šire fluktuacije tečaja od ovih koje su zabilježene u proteklih 18 godina, ali ipak kontrolirati promjene unutar objavljenog (ERM II) ili neobjavljenog intervala;
- još čvršće i vjerodostojnije fiksirati cijenu eura u kunama.

S obzirom da se tečajem ne mogu rješavati strukturni problemi, razuman bi zaključak bio da je za Hrvatsku najbolje čvrsto i vjerodostojno fiksirati cijenu eura u kunama kao što su učinile

male europske zemlje - Bugarska, Estonija, Litva, Latvija i Danska. Međutim, kako postoji objektivna mogućnost da Hrvatska zbog vlastitih slabosti neće uspjeti s fiskalnim i strukturnim prilagodbama te da će ju zbog toga u budućnosti zadesiti ozbiljna kriza, postavlja se pitanje što je optimalno činiti s tečajem u kontekstu moguće buduće krize?

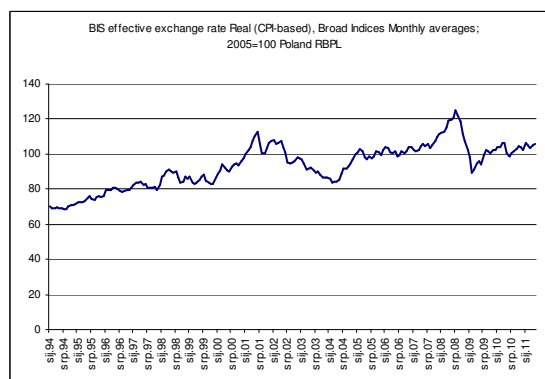
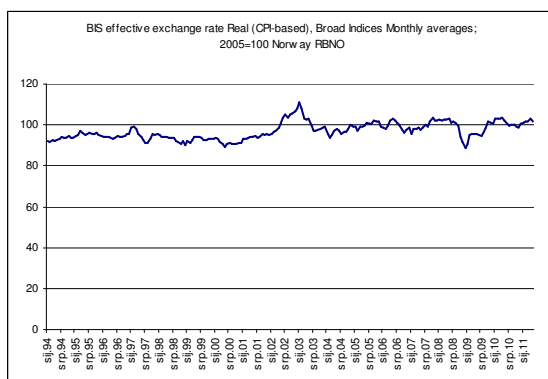
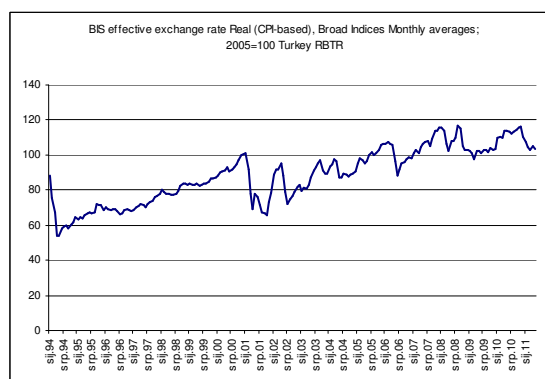
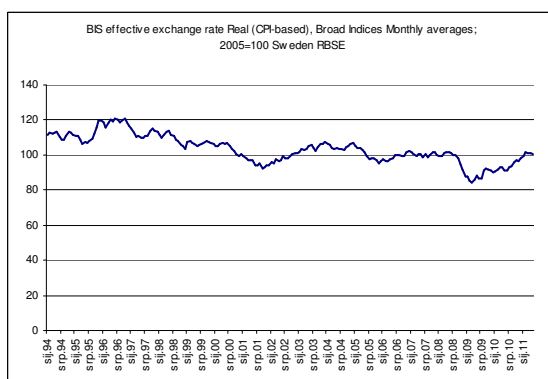
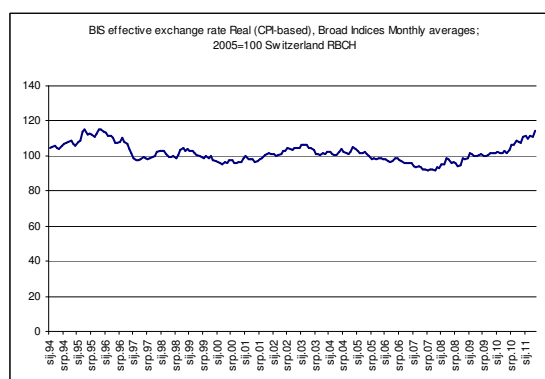
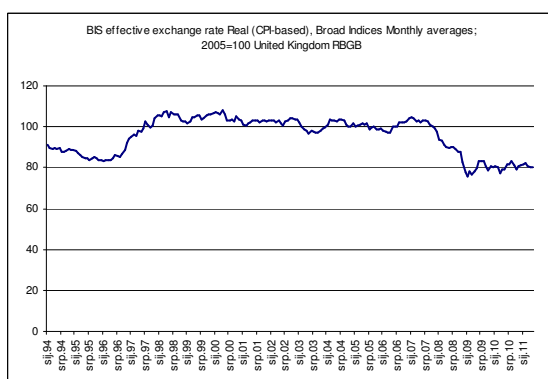
Kriza je nasilni supstitut za uredne političke i ekonomske procese. Ako ne postoje institucionalni mehanizmi koji osiguravaju uredno odvijanje tih procesa, nastupa kriza. Na primjer, ako se nakupi kritičan broj godina u kojima se kumuliraju deficiti jer zemlja nije u stanju provoditi fiskalne i strukturne prilagodbe, onda prije ili kasnije nastupa kriza kao katalizator društvene i ekonomske promjene. Kriza se očituje kao prekid priljeva kapitala odnosno nagli preokret u neto odljev kapitala kojega neto izvoz ne može kompenzirati zbog strukturnih problema u takozvanom „tradables“ sektoru. Zadržavanje mogućnosti fluktuiranja tečaja u takvim je uvjetima logično jer deprecijacija kratkoročno može umanjiti gubitak deviznih rezervi središnje banke, no s druge strane, na taj se način otvara opasnost od valutne krize – nagle i razorne promjene tečaja koja dovodi do velike preraspodjele i bankrota mnogih gospodarskih subjekata. Međutim, ako se proces može donekle kontrolirati – na primjer, zadržavanjem tempa deprecijacije ispod 1% mjesečno, što iskustveno ne potiče daljnju valutnu supstituciju i inflaciju, tada bi se u kriznom razdoblju u godinu do dvije dana mogla izvesti znatna prilagodba realnog tečaja kao što je bio slučaj potkraj 90-ih (prisjetite se podataka iz tablice 1.). Upitno je, međutim, koliko bi takva ili neka druga kontrolirana putanja tečaja bila „glatka“, odnosno, bi li ju središnja banka mogla izvesti bez povremenih monetarnih kočenja i izazivanja šokova u sustavu, čiju bi cijenu HNB procijenila manjom od troškova naglih tečajnih oscilacija. Također treba podsjetiti na to da se valutna supstitucija štednje ponovo počela događati potkraj 2008. i to tek što je tečaj skliznuo s 7,1 na 7,4, a što je vrlo mala promjena. Što bi tek bilo da je deprecijacija jača? Dakle, treba voditi računa o tome da bi tehnička provedba takve operacije mogla biti vrlo zahtjevna i prepuna zamki nepovezanih s tzv. problemom prijenosa (tečaja na cijene).

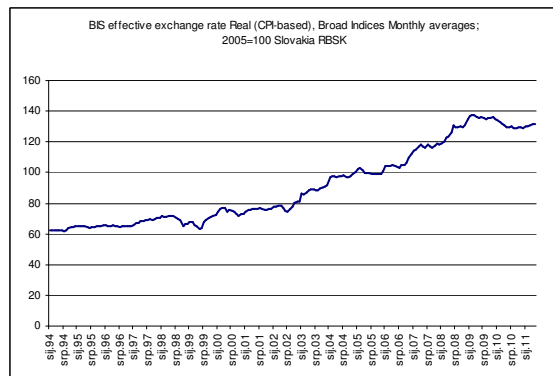
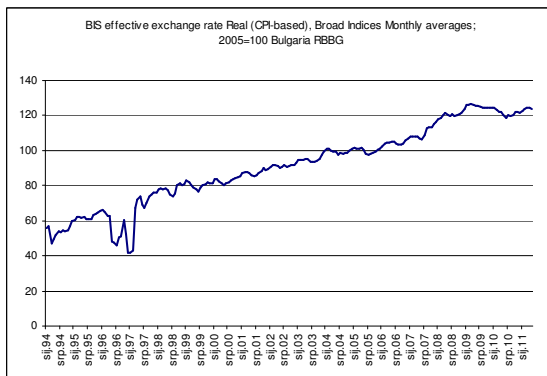
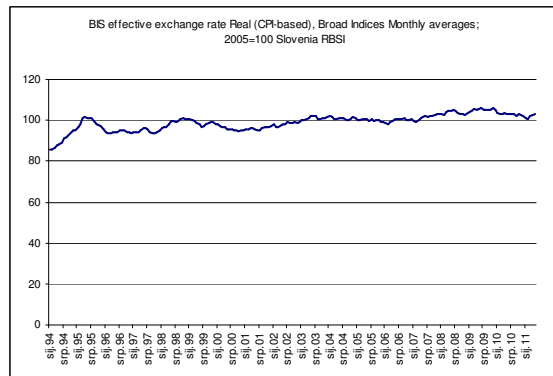
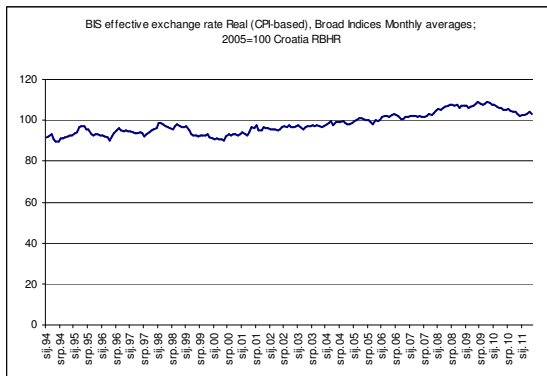
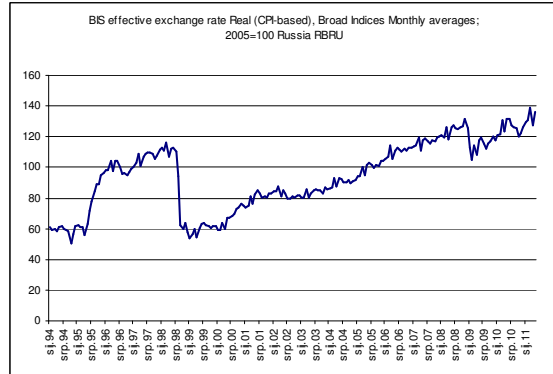
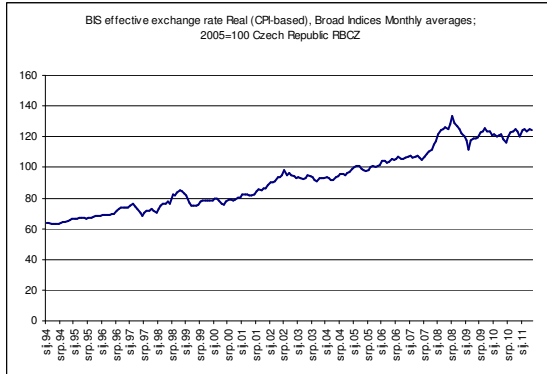
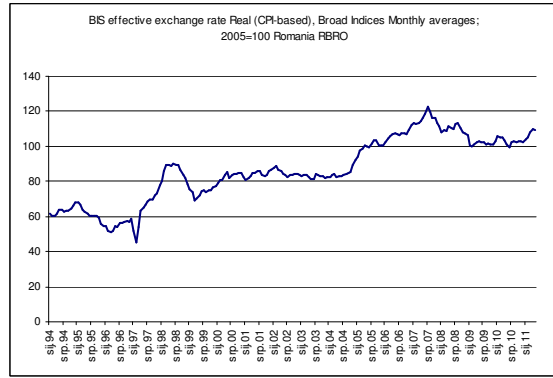
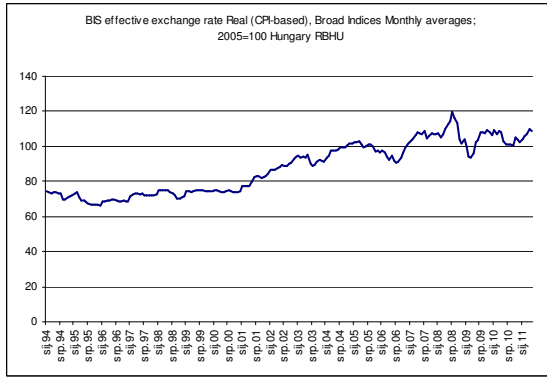
Zbog toga na deprecijaciju u krizi treba gledati fatalistički: ona će se dogoditi što god mi radili s monetarnom i tečajnom politikom. Deprecijacija je katalizator, ex post prilagodba činjenici da zemlja zaostaje u rastu produktivnosti. Čak i ako je tečaj fiksiran, u uvjetima zaostajanja u jednom će trenutku postati neodrživ i cijena će morati biti plaćena kroz „puštanje tečaja“ i prepuštanje djelovanju pro-recesijskih kanala deprecijacije. Potom će proći godine prije nego što „tradables“ sektor kroz seljenja faktora proizvodnje naraste do razine koja će imati toliko

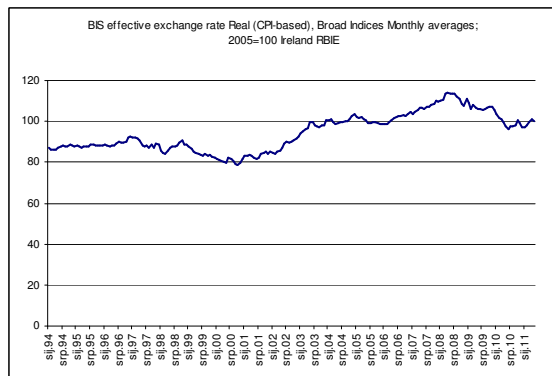
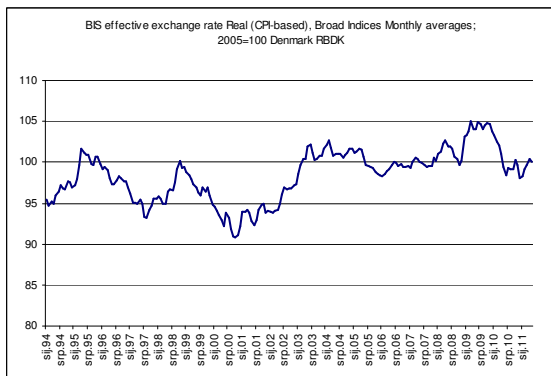
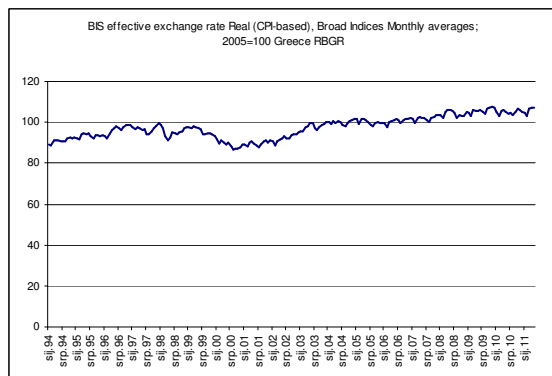
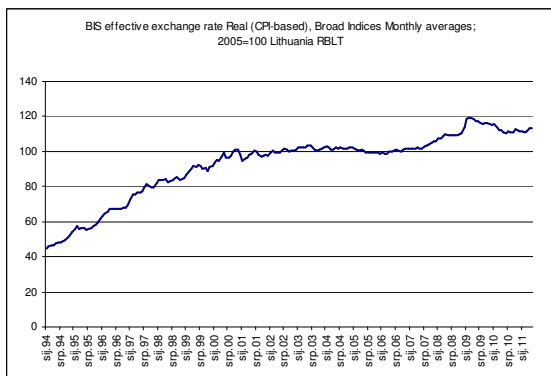
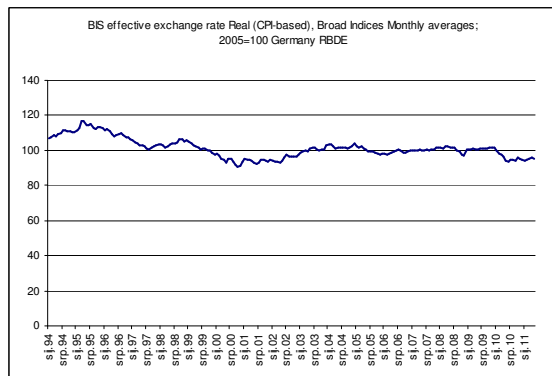
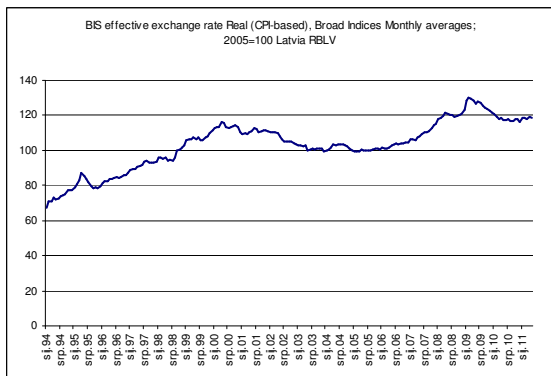
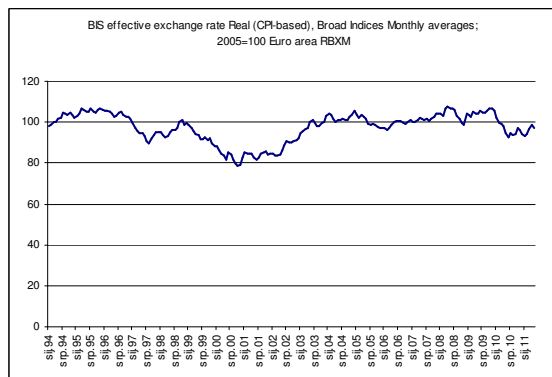
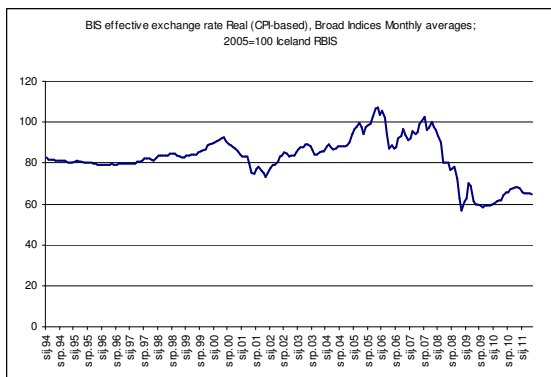
jak utjecaj na rast da kompenzira slabost domaćeg sektora. To je put koji je u osnovi još bolniji od puta fiskalne prilagodbe, strukturnih reformi i poticanja ulaganja, put koji ne moramo prijeći, osim ako odlučimo nastaviti poslovati i živjeti kao i do sad.

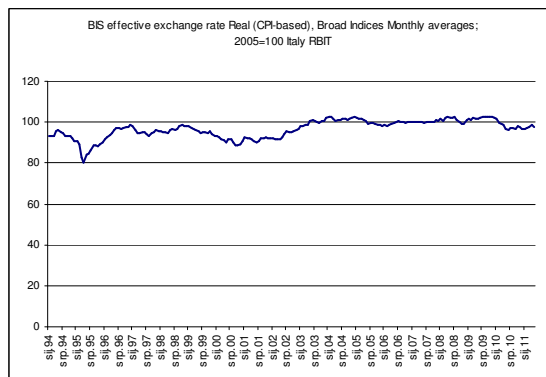
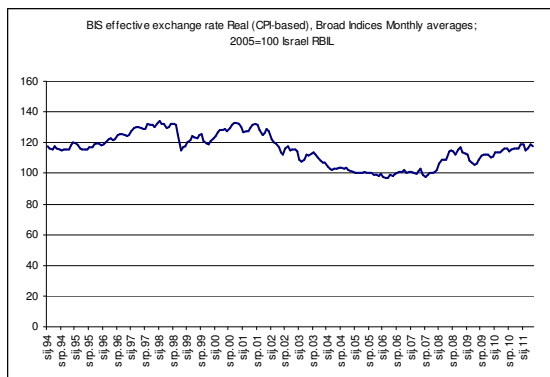
DODATAK:

NEKI INTERESANTNIJI REALNI EFEKTIVNI TEČAJEVI









Monetarni indikatori korišteni za konstrukciju slike 5.

lokalne valute	Svibanj 2008.					Svibanj 2009.					Svibanj 2011.					Stope rasta 2011./2010. (svibanj)	
	Inozemna aktiva	Ukupna aktiva	Primarni novac	Gotov novac	Inozemna / ukupna aktiva u %*	Inozemna aktiva	Ukupna aktiva	Primarni novac	Gotov novac	Inozemna / ukupna aktiva u %*	Inozemna aktiva	Ukupna aktiva	Primarni novac	Gotov novac	Inozemna / ukupna aktiva u %	Primarni novac	Gotov novac
Bugarska	25.089.753	17.290.810	13.815.380	8.013.469	100,0%	23.072.876	16.576.267	12.000.470	7.760.332	100,0%	22.533.371	18.571.432	13.354.202	7.689.963	100,0%	-3,3%	-4,0%
Hrvatska	72.876	74.569	51.170	16.197	97,7%	64.389	66.937	53.900	16.703	96,2%	84.682	84.704	61.310	15.776	100,0%	19,8%	-2,6%
Češka	670.526	699.530	787.632	352.794	95,9%	737.429	763.148	781.920	386.158	96,6%	741.735	760.482	806.766	388.851	97,5%	2,4%	10,2%
Mađarska	4.267	4.513	3.011	2.177	94,5%	7.725	8.495	2.816	2.272	90,9%	10.232	10.643	2.881	2.313	96,1%	-4,3%	6,2%
Litva	15.062	15.409	11.663	8.852	97,7%	14.332	14.708	10.756	8.072	97,4%	16.419	16.763	11.196	8.857	97,9%	-4,0%	0,1%
Latvija	3.069	3.106	2.384	988	99,1%	2.115	2.517	1.661	825	84,0%	3.711	3.743	1.884	936	99,1%	-21,0%	-5,3%
Poljska	177.142	191.835	106.617	88.102	92,3%	222.183	238.361	124.549	100.848	93,2%	300.864	308.636	103.187	127.609,6	97,5%	-3,2%	44,8%
Rumunjska	100.822.183	103.568.108	99.586.916	26.348.116	97,3%	125.907.921	141.224.576	97.351.644	27.250.819	89,2%	153.421.606	156.628.587	94.780.981	29.659.677	98,0%	-4,8%	12,6%
Švedska	193.048	198.780	106.549	106.493	97,1%	220.719	609.740	232.907	106.041	36,2%	311.735	316.110	116.514	98.543	98,6%	9,4%	-7,5%
Danska	162.066	425.385	255.117	60.494	38,1%	326.201	592.143	305.564	59.889	55,1%	454.207	495.045	158.614	62.000	91,8%	-37,8%	2,5%