UTJECAJ INSTITUCIJSKOGA OKRUŽENJA EUROPODRUČJA NA POSLJEDICE FINANCIJSKE KRIZE

Žugčić, Dean

Doctoral thesis / Disertacija

2020

Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj: **University of Zagreb, Faculty of Economics and Business / Sveučilište u Zagrebu, Ekonomski fakultet**

Permanent link / Trajna poveznica: https://urn.nsk.hr/urn:nbn:hr:148:652037

Rights / Prava: Attribution-NonCommercial-ShareAlike 3.0 Unported/Imenovanje-Nekomercijalno-Dijeli pod istim uvjetima 3.0

Download date / Datum preuzimanja: **2024-04-25**

Repository / Repozitorij:

REPEFZG - Digital Repository - Faculty of Economcs & Business Zagreb

Sveučilište u Zagrebu
Ekonomski fakultet Zagreb

Dean Žugčić

UTJECAJ INSTITUCIJSKOGA OKRUŽENJA EUROPODRUČJA NA POSLJEDICE FINANCIJSKE KRIZE

DOKTORSKI RAD

Zagreb, 2020.

Sveučilište u Zagrebu

Faculty of Economics and Business Zagreb

Dean Žugčić

THE IMPACT OF THE INSTITUTIONAL FRAMEWORK OF THE EUROZONE ON THE CONSEQUENCES OF THE FINANCIAL CRISIS

DOCTORAL THESIS

Zagreb, 2020.

Sveučilište u Zagrebu

Ekonomski fakultet Zagreb

Dean Žugčić

UTJECAJ INSTITUCIJSKOGA OKRUŽENJA EUROPODRUČJA NA POSLJEDICE FINANCIJSKE KRIZE

DOKTORSKI RAD

Mentor: prof. dr. sc. Boris Cota

Zagreb, 2020.

Sveučilište u Zagrebu

Faculty of Economics and Business Zagreb

Dean Žugčić

THE IMPACT OF THE INSTITUTIONAL FRAMEWORK OF THE EUROZONE ON THE CONSEQUENCES OF THE FINANCIAL CRISIS

DOCTORAL THESIS

Supervisor: Boris Cota, PhD

Zagreb, 2020.

DEAN ŽUGČIĆ
Ime i prezime studenta/ice

IZJAVA O AKADEMSKOJ ČESTITOSTI

Izjavljujem i svojim potpisom potvrđujem da je DOKTORSKI RAD (vrsta rada) isključivo rezultat mog vlastitog rada koji se temelji na mojim istraživanjima i oslanja se na objavljenu literaturu, a što pokazuju korištene bilješke i bibliografija. Izjavljujem da nijedan dio rada nije napisan na nedozvoljen način, odnosno da je prepisan iz necitiranog rada, te da nijedan dio rada ne krši bilo čija autorska prava. Izjavljujem, također, da nijedan dio rada nije iskorišten za bilo koji drugi rad u bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj ili obrazovnoj ustanovi.

Student/ica:

U Zagrebu, 21.01.2020.

Dean Žugčić
(potpis)

ŽIVOTOPIS MENTORA

Rođen je 25.12.1961. godine u Kninu. Diplomirao je na bivšem Fakultetu za vanjsku trgovinu Sveučilišta u Zagrebu 1986. u razdoblju 1987.-1989. Bio je zaposlen u Centru za ekonomski razvoj grada Zagreba - Zavod za plan, kao stručni suradnik - planer za komparativno i operativno istraživanje. Od veljače 1989. godine radi na Ekonomskom fakultetu u Zagrebu. Pohađao je poslijediplomski studij Ekonomska analiza i planiranje i magistrirao na temu "Empirijska analiza privrednih ciklusa". Doktorsku disertaciju pod naslovom "Privredni ciklusi u Hrvatskoj" obranio je na Ekonomskom fakultetu u Zagrebu 1997. godine. U redovitog profesora izabran je 2007. godine. Na Ekonomskom fakultetu Sveučilišta u Zagrebu izvodi nastavu iz kolegija Makroekonomija i Ekonomska politika na preddiplomskom studiju, te iz kolegija Makroekonomija financijskih tržišta na diplomskom studiju. Na doktorskom studiju Ekonomskog fakulteta u Zagrebu nositelj je i izvođač nastave iz kolegija Modeli ekonomske politike. Voditelj je specijalističkog poslijediplomskog studija Međunarodna ekonomija i financije na Ekonomskom fakultetu u Zagrebu. Na Prirodoslovno-matematičkom fakultetu - Matematički odjel Sveučilišta u Zagrebu nositelj je i izvodi nastavu iz kolegija Makroekonomika 1 i Makroekonomika 2 kao vanjski suradnik. U akademskoj 2006./2007. godini boravio je proljetni semestar na stručnom usavršavanju u New Yorku na Graduate Center (The City University of New York). Vodio je sedam doktoranada koji su doktorirali na Sveučilištu u Zagrebu. Bio je član Upravnog vijeća Ekonomskog instituta, Zagreb od lipnja 1997. do travnja 2000. godine. Bio je Predsjednik Nadzornog vijeća Sindikata znanosti i visokog obrazovanja Republike Hrvatske od 2003. - 2006. godine. Od srpnja 2006. godine do srpnja 2013. bio je član Savjeta Hrvatske narodne banke. Od 10. ožujka 2010. godine do 1. listopada 2012. godine obavljao je dužnost Posebnog savjetnika predsjednika Republike Hrvatske za gospodarstvo, a od 26. ožujka 2010. godine do 18. veljače 2015. godine bio je Predsjednik Savjeta predsjednika Republike Hrvatske za gospodarstvo. Odlukom Vlade Republike Hrvatske od 26. siječnja 2012. godine imenovan je članom Savjeta inicijative Partnerstva za otvorenu vlast.

SAŽETAK

Financijska kriza iz 2008. godine ukazala je na nedostatke institucijskoga okruženja, odnosno strukture europodručja. Nakon krize ekonomski oporavak zemalja europodručja bio je neujednačen i spor. Jedan dio ekonomista razlog tome vidi u nedostatku strukturnih reformi u zemljama koje su prije krize imale deficit na tekućem računu. Neki drugi ekonomisti smatraju kako bi se trebala napraviti reforma institucijskoga okruženja europodručja kako bi u budućim financijskim i gospodarskim krizama europodručje bilo otpornije na negativne šokove. Iskustvo nakon krize pokazalo je kako struktura europodručja stvara ranjivosti na financijske krize zbog divergentnih politika i gospodarskog rasta. Kriza je pretvorila takve ranjivosti u nestabilnosti na tržištima kapitala koje su putem zaraze imale značajan makroekonomski učinak na promjenu bruto domaćeg proizvoda (BDP), nezaposlenosti i javnog duga u zemljama europodručja. Mjere europskih institucija nakon krize javnog duga 2010. godine povećale su negativan učinak financijske krize te trošak asimetričnog procesa prilagodbe prebacile na deficitarne zemlje. Rezultati istraživanja provedenog u radu pokazuju kako je poboljšanje institucijskoga okruženja pozitivno utjecalo na promjenu BDP-a zemalja europodručja. Rezultati također ukazuju na važnu ulogu financijske otvorenosti na gospodarski rast. Međutim, proračunski je deficit više pridonio promjeni BDP-a nego promjene u institucijskom okruženju u razdoblju nakon financijske krize. To pokazuje na bitan utjecaj proračunskih deficita na oporavak BDP-a nakon financijske krize.

Ključne riječi: institucijsko okruženje, kriza europodručja, financijska kriza, gospodarski rast

SUMMARY

The financial crisis of 2008 pointed to the shortcomings of the institutional framework of euro area. After the crisis, the economic recovery of euro area countries has been uneven and slow. Some economists see the reason for this in the lack of structural reforms in countries that had a current account deficit before the crisis. Other economists believe there needs to be a reform of the euro area's institutional framework to make the euro area more resilient to negative shocks in future financial and economic crises. Post-crisis experience has shown that the structure of the euro area creates vulnerabilities to financial crises due to divergent policies and economic growth. The crisis has turned such vulnerabilities into instability in capital markets that, through contagion, has had a significant macroeconomic effect on changes in gross domestic product (GDP), unemployment and public debt in euro area countries. The measures of the European institutions after the public debt crisis in 2010 increased the negative effect of the financial crisis and shifted the cost of the asymmetric adjustment process to deficit countries. The results of the research conducted in this paper show that the improvement of the institutional framework has had a positive impact on the change in the GDP of the euro area countries. The results also point to the important role of financial openness to economic growth. However, the budget deficit contributed more to the change in GDP than the change in the institutional framework in the post-financial crisis period. This shows the significant impact of budget deficits on GDP recovery after the financial crisis.

Keywords: institutional framework, euro area crisis, financial crisis, economic growth

SADRŽAJ

1. UVOD 1

1.1. Definiranje problema istraživanja 2

1.2. Ciljevi istraživanja 4

1.3. Hipoteze istraživanja 9

1.4. Metodologija znanstvenog istraživanja 12

1.5. Očekivan znanstveni doprinos 13

1.6. Kratak opis strukture dispozicije 14

2. UZROCI NASTANKA, TIJEK I POSLJEDICE FINANCIJSKE KRIZE IZ 2008. GODINE TE KRIZE JAVNOG DUGA U ZEMLJAMA EUROPODRUČJA 17

2.1. Uzroci nastanka financijske krize u europodručju 19

2.1.1. Odnos financijske krize u Sjedinjenim Američkim Državama i europodručju 21

2.1.2. Utjecaj promjene konkurentnosti zemalja europodručja na nastanak financijske krize…… 25

2.1.3. Utjecaj toka kapitala od sjevernih prema južnim zemljama europodručja na nastanak financijske krize 27

2.2. Tijek financijske krize u europodručju 32

2.2.1. Utjecaj stabilizacijskih politika institucija Europske unije na financijska tržišta 33

2.2.2. Utjecaj stabilizacijskih politika institucija Europske unije na gospodarski rast europodručja 34

2.2.3. Uloga institucijskoga okruženja, fleksibilnosti tržišta rada i tržišta proizvoda u europodručju 36

2.3. Utjecaj krize javnog duga na zemlje europodručja 38

2.3.1. Utjecaj budžetskog deficita i javnog duga na makroekonomsku stabilnost u zemljama europodručja 42

2.3.2. Posljedice promjena javnog duga na gospodarstva europodručja 45

2.3.3. Utjecaj fiskalnih pravila na promjenu javnog duga 47

2.4. Posljedice financijske krize i krize javnog duga u europodručju 49

3. RAZVOJ EUROPSKE UNIJE I UTJECAJ INSTITUCIJSKOGA OKRUŽENJA NA MAKROEKONOMSKU STABILNOST I RANJIVOST EUROPODRUČJA 54

3.1. Određenje pojma institucijskoga okruženja 56

3.2. Razvoj Europske unije od Europske ekonomske zajednice do ekonomske i monetarne unije 57

3.2.1. Utjecaj carinske unije na trgovinsku politiku europodručja 60

3.2.2. Učinci uvođenja eura u zemljama europodručja 62

3.2.3. Odnos heterogenosti europodručja i optimalnog valutnog područja 68
3.3. Utjecaj institucijskoga okruženja europodručja na makroekonomsku stabilnost 71
3.3.1. Utjecaj zajedničke monetarne politike na gospodarski rast 73
3.3.2. Utjecaj financijske otvorenosti zemalja europodručja na financijska tržišta 75
3.3.3. Utjecaj konkurentnosti tržišta proizvoda na gospodarski rast europodručja 78
3.3.4. Utjecaj fleksibilnosti tržišta rada na gospodarski rast europodručja 83
3.4. Utjecaj ranjivosti europodručja na financijske krize 86
3.4.1. Utjecaj asimetričnih šokova na zemlje europodručja 87
3.4.2. Utjecaj strukture europodručja na stvaranje endogenih divergencija u konkurentnosti i gospodarskom rastu 88
4. TEORETSKA RJEŠENJA ZA RAZVOJ INSTITUCIJSKOGA OKRUŽENJA EUROPODRUČJA 90
4.1. Utjecaj planiranog daljnjeg razvoja ekonomske i monetarne unije na zemlje europodručja 91
4.2. Utjecaj formiranja bankovne unije u europodručju na financijska tržišta 94
4.2.1. Utjecaj formiranja bankovne unije u europodručju na veću integraciju između zemalja članica europodručja 95
4.2.2. Utjecaj zajedničkog osiguranja depozita na financijsku stabilnost europodručja ... 97
4.3. Prijedlozi za novi dizajn institucijskoga okruženja europodručja 99
4.3.1. Odnos fleksibilnosti i stabilnosti u oblikovanju strukture europodručja 100
4.3.2. Uloga Europskog monetarnog fonda u pružanju financijske potpore zemljama članicama 102
4.3.3. Utjecaj Europske središnje banke na institucijsko okruženje europodručja 104
4.3.4. Utjecaj zajedničkih makroekonomskih stabilizatora za vrijeme ekonomske krize na promjenu ranjivosti europodručja 105
4.4. Utjecaj formiranja euroobveznica na gospodarstvo europodručja 108
4.4.1. Utjecaj zajedničkih euroobveznica na održivost javnih financija u europodručju 109
4.4.2. Prijedlozi za formiranje euroobveznica 110
4.5. Mogućnost formiranja fiskalne i političke unije u europodručju 114
4.5.1. Mogućnost uvođenja zajedničkih poreza za sve zemlje europodručja 116
4.5.2. Mogućnost formiranja funkcije europskog ministra financija 117
5. UTJECAJ INSTITUCIJSKOGA OKRUŽENJA NA RAST BRUTO DOMAĆEG PROIZVODA ZEMALJA EUROPODRUČJA NAKON FINANCIJSKE KRIZE IZ 2008. 119
5.1. Pregled literature o dosadašnjim empirijskim istraživanjima 120
5.2. Objašnjenje metodologije istraživanja 125

5.3. Analiza istraživanja i objašnjenje rezultata 130
5.4. Ograničenja istraživanja i preporuke za daljnja istraživanja 146
6. POSLJEDICE FORMIRANJA FISKALNE UNIJE NA PROMJENU INTEGRACIJE EUROPODRUČJA 148
6.1. Pregled literature o dosadašnjoj teoriji 150
6.2. Metodologija istraživanja 154
6.3. Analiza rezultata istraživanja 159
6.4. Preporuke za sljedeća istraživanja 165
7. ZAKLJUČAK 168
POPIS TABLICA 170
POPIS SLIKA 171
POPIS LITERATURE 173
PRILOZI 195
ŽIVOTOPIS STUDENTA 205
POPIS RADOVA 205

1. UVOD

Rad spada u područje ekonomije, a istražuju se ranjivost europodručja na financijske krize i institucijsko okruženje koje bi umanjilo tu ranjivost. Ova tema uvijek je aktualna jer će financijskih kriza vjerojatno biti još u budućnosti. Zato je važno razumjeti koja je bila uloga institucijskoga okruženja na posljedice utjecaja financijske krize iz 2008. u europodručju. Međutim, institucijsko se okruženje nakon krize iz 2008. nije značajno poboljšalo, barem ne dovoljno kako bi europodručje bolje funkcioniralo. Osim toga, pitanje je koliko bi bolje institucijsko okruženje pridonijelo poboljšanju europodručja.

Ekonomske koristi od europodručja poznate su u ekonomskoj literaturi. Europodručje nudi zemljama koje se nalaze u njoj jaču ekonomsku, monetarnu i financijsku suradnju. Zemlje imaju pristup jedinstvenom tržištu roba i usluga, što pomaže kod razvoja domaćih tržišta i internacionalizaciji gospodarstva zemalja europodručja. Europsko jedinstveno tržište jedno je od temelja na kojem se bazira zajednička europska valuta, euro. Iskustvo mnogih zemalja europodručja nakon financijske krize iz 2008. pokazalo je kako postoje određeni nedostaci institucijskoga okruženja europodručja.

Svrha ovoga rada nije ponoviti postojeća istraživanja, nego unaprijediti ekonomsku znanstvenu literaturu novim saznanjima. Mnoge rasprave među ekonomistima o utjecaju institucijskoga okruženja europodručja na razvoj i stabilnost europodručja još traju. Ova tema važna je za Hrvatsku zbog mogućeg prihvaćanja eura kao nacionalne valute. Hrvatska je bila jedna od zemalja Europske unije koja je imala spor gospodarski oporavak nakon krize.

1.1. Definiranje problema istraživanja

Institucijsko okruženje europodručja definira se kao skup postojećih institucija europodručja koje su zajedničke svim zemljama europodručja, ali i drugih institucija poput tržišta rada i tržišta proizvoda koji su različiti za svaku zemlju europodručja te moguće promjene tog okruženja kroz daljnju integraciju zemalja europodručja i razvoja unije.

Ranjivost europodručja na financijske krize pokazala je slabost institucijskoga okruženja europodručja na negativne financijske šokove, kao što je bilo nakon financijske krize iz 2008. Stoga se u ovome radu istražuje kako su institucije reagirale nakon te krize koja je zahvatila europodručje te bi li poboljšanje institucijskoga okruženja moglo dovesti do boljeg rezultata. Ranjivost europodručja na financijsku krizu pokazala je kako ono nema odgovarajuća institucijska rješenja.

Euro je bio politički projekt koji je trebao zbližiti zemlje. Prije samog uvođenja eura 1999. godine, ekonomisti su znali kako europodručje neće funkcionirati kao optimalno valutno područje, ali nadali su se kako će se s vremenom ti problemi otkloniti (Mundell, 1961.).

Postoje određene koristi od europodručja koje nisu samo ekonomske već mogu biti društvene i političke. Primjerice euro pomaže građanima da lakše putuju po zemljama europodručja jer ne trebaju mijenjati financijska sredstva, što im uklanja transakcijske troškove i valutni rizik od konverzije valute. Međutim, postoje i značajni nedostaci u institucijskom okruženju europodručja. Financijska kriza iz 2008. ukazala je na nedostatke institucijskoga okruženja. Financijska tržišta unutar europodručja nisu integrirana. Kretanje rada unutar europodručja nije savršeno mobilno. Ne postoje trajni mehanizmi koji bi mogli ublažiti posljedice asimetričnih šokova. S druge strane poslovni ciklusi unutar europodručja bili su usklađeni u razdoblju prije krize 2008. godine.

U pretkriznim razdobljima za vrijeme gospodarskog rasta bilo je malo interesa u Europskoj uniji za unapređenje institucijskoga okruženja. Nakon financijske krize, zemlje europodručja imale su

slab i spor oporavak gospodarskog rasta. Istovremeno su se neke zemlje brže gospodarski oporavile, a u drugima je izostao potreban gospodarski rast. Moguće je da zbog divergencije gospodarskog rasta u razdoblju nakon krize u zemljama europodručja posljedice budućih financijskih kriza budu još veće. Iako je teško predvidjeti kada će biti nova kriza, prijašnja iskustva zbog cikličnih karakteristika ekonomije i procesa nastanka cjenovnih balona nakon kojih dolazi do pada cijena pokazuju kako je pitanje vremena kada će dogoditi nova kriza. Ako se do tada ne uklone nedostaci institucijskoga okruženja europodručja i ne naprave potrebne reforme, nestabilnosti bi mogle imati dalekosežne posljedice.

Koju je ulogu odigralo institucijsko okruženje na posljedice utjecaja financijske krize u europodručju i kako se ranjivost europodručja može smanjiti, ključna su pitanja kojima se bavi ova doktorska disertacija. Pitanje je i koliko su institucije pridonijele ublažavanju negativnog utjecaja financijske krize i oporavku nakon krize. Je li uzrok tome što su se neke zemlje brže oporavile od drugih u razvijenosti njihovog institucijskoga okruženja ili postoje drugi značajniji faktori?

Doktorski rad odgovara na sljedeća pitanja:

1) Koja je bila uloga institucijskoga okruženja na posljedice utjecaja financijske krize u europodručju?
2) Kako dinamika promjene institucijskoga okruženja europodručja utječe na promjenu bruto domaćeg proizvoda nakon financijske krize?
3) U kojem smjeru bi se institucijsko okruženje europodručja trebalo razvijati?
4) Kako bi formiranje bankovne unije i uvođenje euroobveznica osnažilo funkcioniranje europodručja?
5) Koliko bi se institucijsko okruženje europodručja poboljšalo nakon formiranja fiskalne unije te koliko bi zapravo koristi fiskalna unija europodručju donijela?

Pomoću navedenih pitanja, teorijskim i empirijskim istraživanjem dat će se zaključci i preporuke za nositelje monetarne i ekonomske politike, investitore i znanstvenu zajednicu.

1.2. Ciljevi istraživanja

U ovom doktorskome radu cilj istraživanja je pridonijeti postojećem teorijskom i empirijskom znanju. Glavni je cilj istražiti kakva je uloga institucijskoga okruženja u europodručju u posljedicama financijske krize te kako se institucijsko okruženje može poboljšati. Kako bi se glavna svrha rada mogla što jasnije istražiti, postavljeni su sljedeći ciljevi:

1. Kroz teorijske doprinose prikazati uzroke, tijek i posljedice financijske krize nakon 2008. godine u europodručju te utvrditi kako je uloga institucijskoga okruženja utjecala na ranjivost europodručja.

Ekonomisti zastupaju različita mišljenja o uzrocima financijske krize iz 2008. godine i krize javnog duga koja je uslijedila. Krugman (2010.) smatra kako je uzrok financijske krize precijenjenost tržišta nekretnina u određenim zemljama europodručja koja su djelomično uzrokovana tokom kapitala od sjevernih prema južnim zemljama europodručja. Međutim, Sinn (2010.) smatra kako uzrok krize u europodručju leži u nedovoljnoj fiskalnoj disciplini. Zato je jedan od ciljeva istraživanja prikazati i sistematizirati uzroke financijske krize te tijek i posljedice financijskih kriza nakon 2008. godine u europodručju. De Grauwe (2011a) napominje kako u europodručju postoje ranjivosti zbog kojih su financijske krize bile snažnije izražene. Stoga u ovom cilju istraživanja sistematizirat će se razlozi iz kojih institucijsko okruženje može utjecati na ranjivost europodručja.

2. Istražiti utjecaj promjene institucijskoga okruženja europodručja na rast bruto domaćeg proizvoda nakon financijske krize 2008. godine.

Nakon financijske krize iz 2008. godine došlo je do opadanja rasta bruto domaćeg proizvoda zemalja europodručja u odnosu na rast prije krize, pri čemu je rast bruto domaćeg proizvoda bio neujednačen među zemaljama europodručja. Jedan od argumenata ekonomista i donositelja odluka (Europska središnja banka, 2015.) za poticanje gospodarskog rasta u zemljama europodručja bio je provođenje strukturalnih reformi (na tržištu proizvoda, tržištu rada i financijskom tržištu), odnosno poboljšanje institucijskoga okruženja. Oni su se nadali kako će poboljšanje institucijskoga okruženja povećati rast bruto domaćeg proizvoda u srednjem roku. Neke zemlje europodručja više su promijenile svoje institucijsko okruženje nego druge. Međutim, u ekonomskoj literaturi postoji više različitih mišljenja o utjecaju promjene institucijskoga okruženja na gospodarski rast nakon značajnih financijskih kriza. Zbog toga nije poznato koliko su zemlje europodručja imale koristi od promjene institucijskoga okruženja. Ovaj cilj istraživanja testirat će se empirijski ekonometrijskim istraživanja te kroz pregled literature o institucijskom okruženju.

3. Istražiti odnos promjene institucijskoga okruženja i deficita na promjenu bruto domaćeg proizvoda nakon financijske krize 2008. godine.

U ekonomskoj literaturi postoji značajan broj radova o utjecaju reformi tržišta proizvoda, tržišta rada i poboljšanja financijske otvorenosti, odnosno poboljšanja institucijskoga okruženja. Međutim, manji je broj radova koji su proučavali utjecaj reformi nakon financijske krize. Rezultati radova razlikuju se po stupnju utjecaja provedbe reformi. Zbog toga postoji nesuglasje između autora oko toga koje reforme imaju veći utjecaj na promjenu bruto domaćeg proizvoda nakon financijske krize. McQuinn i Whelan (2015.) naglašavaju važnost provedbe reforme tržišta rada u zemljama europodručja na koje je najviše utjecala financijska kriza. Blanchard i Giavazzi (2001.) predlažu kako bi zemlje europodručja prvo trebale napraviti reformu tržišta proizvoda, a

tek nakon što tržište proizvoda postane konkurentnije, trebaju napraviti reformu tržišta rada. Međutim, njihovo istraživanje uključuje europske zemlje u razdoblju prije nastanka europodručja, zbog čega njihovi rezultati ne trebaju nužno odgovarati preporučenoj ekonomskoj politici. Njihovo je istraživanje također provedeno u razdoblju koje nije slijedilo nakon značajne financijske krize poput one iz 2008. godine, kada su se zemlje europodručja našle u recesiji i zamci likvidnosti. Radi toga jedan je od ciljeva istraživanja u ovome radu utvrditi koje reforme u svrhu poboljšanja institucijskoga okruženja najviše pridonose rastu bruto domaćeg proizvoda nakon financijske krize. Naime, određeni ekonomisti (Alesina, Ardagna i Galasso, 2008.) zagovaraju provođenje strukturnih reformi, odnosno poboljšanje institucijskoga okruženja kako bi zemlje europodručja ubrzale rast bruto domaćeg proizvoda nakon financijske krize 2008. godine. Međutim, Krugman (2012.) smatra kako su zemlje europodručja imale sporiji rast bruto domaćeg proizvoda zbog mjera štednje. Predlagao je ekspanzivnu fiskalnu politiku kako bi se ubrzao gospodarski rast. Zato je jedan od ciljeva istraživanja u ovome radu istražiti je li utjecaj promjene institucijskoga okruženja veći nego utjecaj promjene deficita kao mjere agregatne potražnje.

4. Istražiti ulogu dinamike promjene institucijskoga okruženja na promjenu bruto domaćeg proizvoda nakon financijske krize.

Određene reforme institucijskoga okuženja mogu dati koristi tek nakon protoka vremena. Zato je bitno istražiti koliko bi reforme s ciljem promjene institucijskoga okruženja utjecale na promjenu bruto domaćeg proizvoda. U ekonomskoj literaturi postoje različita tumačenja utjecaja reformi. Anderson, Barkbu, Lusinyan i Muir (2016.) navode kako je kratkoročan utjecaj reformi tržišta rada pozitivan za zapošljavanje i rast bruto domaćeg proizvoda. Međutim, Adascalitei i Pignatti Morano (2015.) smatraju kako učinak liberalizacije tržišta rada povećava stopu nezaposlenosti u kratkom roku. Duval i Furceri (2018.) naglašavaju kako se utjecaj reformi tržišta rada i tržišta proizvoda mogu vidjeti tek nakon određenog vremena. Zato se u radu istražuje uloga dinamike promjene institucijskoga okruženja u razdoblju nakon financijske krize.

5. Istražiti koliko bi zemlje europodručja trebale izdvajati financijskih sredstava kao postotak bruto domaćeg proizvoda u zajednički proračun kako bi se ojačala otpornost europodručja na buduće financijske krize.

Jedno od rješenja kako bi europodručje moglo umanjiti negativne posljedice budućih financijskih kriza moglo bi biti u povećanju izdavanja financijskih sredstava iz nacionalnih proračuna. To bi moglo pridonijeti formiranju stabilizacijskog mehanizma koji bi služio u smanjenju ranjivosti europodručja na asimetrične šokove i negativna kretanja poslovnoga ciklusa. Arnold, Barkbu, Ture, Wang i Yao (2018.) zalažu se za formiranje stabilizacijskog mehanizma povećanjem izdvajanja financijskih sredstava izraženih kao postotak bruto domaćeg proizvoda. Prema Europskoj komisiji (2016.), zemlje Europske unije godišnje uplaćuju oko 1% svojeg bruto nacionalnog dohotka u zajednički proračun Europske unije (EU). Europski bi proračun prema pravilima trebao biti uravnotežen. Iako u proračun EU ide 0,3% iz harmonizirane osnovice PDV-a svake države (Europska komisija, 2016.), Europska unija nema zajedničke poreze te ovisi o doprinosima pojedinih članica. Međutim, proračun Europske unije uključuje i zemlje koje se ne nalaze u europodručju. Povećanje izdvajanja financijskih sredstava iz nacionalnih proračuna zemalja europodručja moglo bi imati pozitivne stabilizacijske učinke na zemlje europodručja u budućim financijskim krizama.

6. Prikazati rješenja za razvoj institucijskoga okruženja europodručja kroz teorijske doprinose.

Jedan je od ciljeva rada kroz dosadašnju ekonomsku teoriju prikazati rješenja za daljnji razvoj i poboljšanje institucijskoga okruženja europodručja. Europska komisija (2015a) predložila je u svome izvješću kako vidi daljnji razvoj institucijskoga okruženja europodručja te ponudila više mogućnosti razvoja. Europska komisija (2015c) također sugerira kako bi integracija europodručja trebala ići u smjeru dovršetka bankovne unije. Međutim, ekonomisti nemaju jedinstveno rješenje kako bi se institucijsko okruženje europodručja moglo poboljšati s ciljem smanjivanja ranjivosti u europodručju. Neki autori (De Grauwe i Moesen, 2009. te Delpla i Weizsäcker, 2010.) predlažu

formiranje euroobveznica kako bi se smanjile ranjivosti europodručja na koje je ukazala kriza javnog duga. Zato će se kroz teorijske doprinose prikazati prijedlozi za formiranje euroobveznica u europodručju.

Institucijsko okruženje europodručja može biti ranjivo na financijsku nestabilnost. Za formiranje odgovarajućih ekonomskih politika i poticaja za smanjenje nestabilnosti potrebni su koraci prema dijeljenju rizika između zemalja europodručja. Zbog različitih političkih preferencija daljnja integracija europodručja ne treba nužno uključivati euroobveznice ili formiranje fiskalne unije. Međutim, postepeni koraci prema većoj ulozi tržišne discipline i dijeljenja rizika mogli bi biti potrebni kako bi se unaprijedilo institucijsko okruženje europodručja. Skupina francuskih i njemačkih ekonomista u radu Bénassy-Quéré et al. (2018.) predlažu skup mjera koje uključuju dodatne kapitalne zahtjeve za banke koje u imovini imaju visok udio državnih obveznica zemalja europodručja. Autori također predlažu zajedničko osiguranje depozita na razini europodručja, uvođenje mogućnosti urednog restrukturiranja javnog duga nesolventnih zemalja, ali i promjenu sadašnjih fiskalnih pravila. Njihovi prijedlozi usredotočeni su na jačanje stabilizacijskih mehanizama. Bénassy-Quéré et al. žele formiranje zajedničkog fonda europodručja koji bi bio financiran nacionalnim doprinosima zemalja te formiranje sigurne imovine koja bi poslužila ulagačima kao alternativa za državne obveznice.

De Grauwe (2013.) se zalaže za formiranje fiskalne unije jer smatra kako samo fiskalna unija može dovesti do održivosti europodručja u dugom roku. S njegovim argumentima slažu se i Berger, Dell'Ariccia i Obstfeld (2018.). Pod pojmom fiskalne unije podrazumijeva se transferna unija i određena integracija fiskalnih politika zemalja europodručja na razini federalne vlasti europodručja. Međutim, Dolls, Fuest, Heinemann i Peichl (2016.) smatraju kako nije nužno formiranje fiskalne unije i euroobveznica s ciljem postizanja održivosti europodručja, već je dovoljno uspostaviti stabilizacijski mehanizam koji bi ublažio razlike u gospodarskom rastu između zemalja nakon financijske krize pomoću privremenih transfera. Ideja kako bi uvođenje fiskalne unije pomoglo ublažiti posljedice budućih financijskih kriza postala je češća u ekonomskoj literaturi nakon financijske krize iz 2008. godine. Radi toga predloženo je kako bi trebao postojati zajednički mehanizam kojim bi europodručje moglo djelovati s ciljem umanjenja negativnih utjecaja asimetričkih šokova i kretanja poslovnog ciklusa. Kroz teorijske doprinose

prikazat će se dosadašnji teorijski prijedlozi za novi dizajn institucijskoga okruženja europodručja.

1.3. Hipoteze istraživanja

U ovom su poglavlju predstavljene hipoteze istraživanja koje su postavljenje kako bi odgovorile na ciljeve istraživanja:

H1: Promjena institucijskoga okruženja zemalja europodručja pozitivno je utjecala na promjenu bruto domaćeg proizvoda nakon financijske krize 2008. godine.

U ekonomskoj literaturi mogu se pronaći radovi koji istražuju utjecaj institucijskoga okruženja na gospodarski rast u dugom roku ili u razdobljima koja nisu slijedila nakon značajne financijske krize (Blanchard i Giavazzi, 2001., Alesina et al., 2003., Alesina, Ardagna i Galasso, 2008.). Međutim, promjene institucijskoga okruženja, odnosno promjene tržišta proizvoda, tržišta rada i financijske otvorenosti za vrijeme gospodarskog rasta ne trebaju nužno imati isti učinak na rast bruto domaćeg proizvoda kao promjene institucijskoga okruženja nakon značajne financijske krize. Posljedice financijske krize 2008. godine u europodručju mogle su utjecati na promjenu institucijskoga okruženja. Ako se utvrdi kako poboljšanje institucijskoga okruženja utječe na gospodarski rast nakon financijske krize, taj će argument ići u prilog tezi kako bi slabije članice europodručja imale koristi od veće integracije europodručja.

H2: Utjecaj institucijskoga okruženja zemalja europodručja na rast bruto domaćeg proizvoda ovisi o dinamici promjene institucijskoga okruženja.

U ekonomskoj literaturi ne postoji jedinstveni zaključak o utjecaju promjene institucijskoga okruženja na rast bruto domaćeg proizvoda. Bekaert, Harvey i Lundblad (2001) smatraju kako utjecaj poboljšanja financijske otvorenosti na rast bruto domaćeg proizvoda može biti samo u kratkom roku i srednjem roku. Njihove rezultate odbacuju Kose, Prasad i Terrones (2008) koji navode kako se isti utjecaj može izmjeriti samo u dugom roku. Kod utjecaja promjene tržišta rada

na gospodarski rast također postoji različitost mišljenja. Međunarodna organizacija rada (2015.) pronalazi kako povećanje zaštite radnika ne utječe negativno na stvaranje novih radnih mjesta i time na gospodarski rast. Međutim, s njihovim zaključkom ne slažu se Banerji et al. (2017.), te smatraju kako povećanje zaštite radnika negativno utječe na gospodarski rast, osim za vrijeme recesije.

U empirijskom istraživanju proučava se kako promjena tržišta proizvoda, tržišta rada i financijske otvorenosti utječe na promjenu bruto domaćeg proizvoda u kratkom i dugom razdoblju.

H3: Promjena institucijskoga okruženja zemalja europodručja ima veći utjecaj na rast bruto domaćeg proizvoda nakon financijske krize 2008. godine nego rast deficita.

Nakon financijske krize, u ekonomskoj literaturi neki su autori zagovarali promjenu institucijskoga okruženja, odnosno strukturalne reforme, kako bi zemlje europodručja brže izašle iz krize i ubrzale rast bruto domaćeg proizvoda. Ova podjela ekonomista mogla je imati značajan utjecaj na donošenje odluka o ekonomskoj politici za vrijeme financijske krize te u razdoblju oporavka od krize. Fatás (2016.) zagovara tezu kako se s promjenama institucijskoga okruženja mogu ne samo umanjiti već i potpuno nadoknaditi negativni učinci financijske krize. Krugman (2012.) zagovara tezu o korištenju ekspanzivne fiskalne politike, odnosno povećanja deficita kako bi se povećao rast bruto domaćeg proizvoda u zemljama europodručja. De Grauwe i Ji (2016.) nastoje riješiti ovu debatu prijedlogom kako odgovarajuća ekonomska politika ovisi o vrsti šoka. Naime, De Grauwe i Ji predlažu korištenje stabilizacijskih politika povećanjem deficita ako je pad gospodarstva uzrokovan kretanjima poslovnog ciklusa, odnosno privremenim šokom, a poboljšanje institucijskoga okruženja kada šokovi imaju trajan učinak.

U empirijskome istraživanju nastoji se utvrditi je li utjecaj promjene institucijskoga okruženja zemalja europodručja veći od promjene deficita na promjenu bruto domaćeg proizvoda nakon financijske krize 2008. godine. Rezultati će ići u prilog određenoj tezi.

H4: Veće izdvajanje proračunskih prihoda zemalja europodručja u zajednički europski proračun smanjilo bi pad bruto domaćeg proizvoda zemalja nakon budućih financijskih kriza.

Ideja o povećanju zajedničkog europskog proračuna dobila je na snazi nakon financijske krize 2008. godine. Ako bi zemlje izdvajale više financijskih sredstava u zajednički europski proračun, financijska sredstva mogla bi se koristiti za pomoć onim gospodarstvima koja bi bila pogođena asimetričnim šokovima ili financijskom krizom. Slična situacija već postoji u Sjedinjenim Američkim Državama. Prihodi federalne vlade mogu se koristiti kao automatski stabilizatori (naknade za nezaposlene i druga transferna davanja) za savezne države koje su pogođene asimetričnim šokom.

Kada bi se utvrdilo kako povećanje zajedničkog europskog proračuna može imati stabilizacijsku ulogu, to bi išlo u prilog tezi o koristima veće integracije europodručja. De Grauwe (2016.) smatra kako je formiranje snažnijeg središnjeg proračuna ključno u postizanju transfera između zemalja kojima bi se smanjili negativni ekonomski šokovi. Neki autori sugeriraju kako je potreban stabilizacijski mehanizam koji ne treba nužno imati oblik zajedničkog europskog proračuna. Furceri i Zdzienicka (2013.) zagovaraju stabilizacijski mehanizam koji bi se financirao od strane zemalja europodručja, a imao bi ulogu u smanjivanju negativnih šokova u europodručju.

1.4. Metodologija znanstvenog istraživanja

U doktorskom radu korištene su različite znanstvene metode. U objašnjenju ciljeva istraživanja te dosadašnjeg teorijskog doprinosa korištene su metoda kompilacije i metoda deskripcije. Kod istraživanja teoretskih doprinosa iz ekonomske literature još su korištene metoda konkretizacije i metoda generalizacije. Kod proučavanja uzroka nastanka financijske krize, uloge institucijskoga okruženja na ranjivost europodručja i teoretskih rješenja za razvoj institucijskoga okruženja korištene su komparativna metoda te metoda klasifikacije kako bi se opći pojmovi podijelili na posebne. U empirijskim istraživanjima korištene su statističke metode. Za donošenje odluka o prihvaćanju ili odbijanju hipoteza korištene su metoda dokazivanja i metoda opovrgavanja. U doktorskom radu korišteni su sekundarni izvori podataka iz baza podataka Europske središnje banke, Eurostata, Svjetskog ekonomskog foruma te drugi izvori pouzdanih podataka.

Hipoteze *H1*, *H2* i *H3* testiraju se pomoću panel VAR (PVAR) modela zato što se u modelu može ispitati međuovisnost varijabli u modelu bez podjele varijabli na endogene i egzogene. Naime, sve varijable u VAR model ulaze kao endogene varijable, i promatra se njihova međuzavisnost u dinamičnom i statičnom smislu. Panel VAR modeli imaju istu strukturu kao VAR modeli, ali dodaje se nova dimenzija poprečnog presjeka slično kao u panel modelima s linearnim regresijama.

Zaključci za hipoteze *H1*, *H2* i *H3* donose se na temelju funkcija impulsnog odaziva i dekompozicije varijabli iz PVAR modela kako bi se utvrdio utjecaj određene varijable na cijeli sustav. Koristi se metoda komparacije kako bi se istražilo koja promjena, ona institucijskoga okruženja zemalja europodručja ili ona deficita, ima veći utjecaj na promjenu bruto domaćeg proizvoda nakon financijske krize iz 2008. godine te kako bi se istražila dinamika promjene institucijskoga okruženja.

Hipoteza *H4* ispitat će se pomoću Monte Carlo simulacija. Ova metoda daje širok raspon svih mogućih ishoda, što donositeljima politika daje mogućnost da bolje razumiju prirodu rizika kod promatranog događaja. Za svaki odabrani izbor postoji određeni skup mogućih rezultata, od

ekstremnih slučajeva do najsigurnijih ishoda. Metoda se sastoji od izgradnje modela u kojemu je svaki faktor s određenom neizvjesnosti prikazan kao distribucija vjerojatnosti. Tako će se dobiti realističniji prikaz nesigurnosti ishoda varijabli u modelu. Rezultat će se dobiti kroz veliki broj ponavljanja simulacija svaki put s različitom vrijednosti iz distribucije. Rezultat je simulacije distribucija mogućih ishoda.

1.5. Očekivan znanstveni doprinos

Dosadašnja istraživanja proučavala su utjecaj promjene institucijskoga okruženja za vrijeme gospodarskoga rasta u dugom roku na podacima od razvijenih zemalja. Slična su istraživanja za europodručje rijetka i nekonzistentna. U ekonomskoj teoriji i empiriji nije određen utjecaj promjene institucijskoga okruženja u razdoblju nakon financijske krize. Ova problematika održava znanstveni doprinos ovog rada. Doktorski rad pokazat će je li utjecaj institucijske promjene financijske otvorenosti, tržišta proizvoda i tržišta rada pozitivan na gospodarski rast u zemljama europodručja nakon financijske krize. Unaprijedit će se razumijevanje o dinamici utjecaja promjene institucijskoga okruženja na promjenu bruto domaćeg proizvoda, inflacije i stope nezaposlenosti. Istraživanje će u odnos staviti utjecaj promjene proračunskog deficita i promjene institucijskoga okruženja, te će odrediti koji je utjecaj na gospodarski rast veći. Utvrdit će se kako povećanje proračunskog deficita u razdoblju nakon financijske krize više utječe na kretanje stope BDP-a nego pozitivna promjena institucijskoga okruženja. To je u suprotnosti s konvencionalnim razmišljanjem u ekonomskoj teoriji koja naglašava reforme na tržištu rada i tržištu proizvoda s ciljem povećanja fleksibilnosti za lakšu prilagodbu ekonomije nakon šoka. Drugim riječima, povećanje proračunskog deficita više povećava prilagodbu ekonomije nakon značajnog šoka nego reforme na tržištu rada i tržištu proizvoda. Implikacija ovog doprinosa je kako nije nužno da se nakon financijske krize pomoću reformi na tržištu rada i tržištu proizvoda može nadoknaditi negativan utjecaj smanjenja deficita.

Definirat će se uvjet koliko bi zemlje europodručja trebale izdvajati proračunskih prihoda u zajednički proračun kako bi se povećala fiskalna stabilizacija. Očekivani znanstveni doprinos

pokazat će bolje razumijevanje utjecaja promjene institucijskoga okruženja europodručja na smanjivanje njegove ranjivosti i dovesti do rješenja za unapređenje institucijskoga okruženja europodručja. Zato je znanstvena komponenta u ovome radu doprinijeti shvaćanju kako se ranjivosti europodručja mogu smanjiti pomoću veće integracije u europodručju.

1.6. Kratak opis strukture dispozicije

U uvodu se definira problem istraživanja, koji se razrađuje dalje u radu kroz teoretske i empirijske spoznaje. U ovom se poglavlju predstavljaju i ciljevi i hipoteze istraživanja, odnosno što se želi istražiti ili dokazati. Kako će se to napraviti, objašnjava se pomoću metoda znanstvenog istraživanja. Uvod završava očekivanim znanstvenim doprinosom te kratkim opisom strukture dispozicije.

U drugome poglavlju raspravlja se o financijskoj krizi iz 2008. godine te njenim makroekonomskim posljedicama u zemljama europodručja. Riječ je o uzrocima financijske krize u europodručju, ali i o ulozi promjene konkurentnosti zemalja europodručja prije krize. Govori se također o ulozi koju je odigrao tok kapitala iz sjevernih zemalja europodručja prema južnim zemljama europodručja. Promatra se odnos financijske krize u Sjedinjenim Američkim Državama i u europodručju. Nadalje govori se o tijeku financijske krize u europodručju, pri čemu su bile ključne stabilizacijske politike koje su imale institucije Europske unije na financijska tržišta te na gospodarski rast. U razmatranje se uzima i reakcija Međunarodnog monetarnog fonda. Dispozicija nastavlja s ulogom institucijskoga okruženja, fleksibilnosti tržišta proizvoda i tržišta rada u europodručju. Objašnjenje financijske krize u europodručju bilo bi nepotpuno bez raspravljanja o visokom javnom dugu u zemljama europodručja. Važna je bila uloga budžetskog deficita i javnog duga na makroekonomsku stabilnost u zemljama europodručja. Promjena javnog duga imala je posljedice na gospodarstva europodručja te se u ovom poglavlju raspravlja o tim posljedicama, kao i o ulozi fiskalnih pravila na promjenu javnog duga. Poglavlje završava posljedicama koje je financijska kriza ostavila u europodručju.

Treće poglavlje opisuje ulogu koju je imalo institucijsko okruženje europodručja na makroekonomsku i financijsku stabilnost europodručja. Poglavlje započinje određenjem pojma institucijskoga okruženja kako se ono definira u ekonomskoj teoriji. Ovdje se također govori i o razvoju Europske unije, od vremena postojanja Europske ekonomske zajednice do ekonomske i monetarne unije. Nadalje raspravlja se o ulozi carinske unije na trgovinsku politiku europodručja. Isto tako razmatraju se argumenti o koristima i nedostacima eura, odnosno o učincima uvođenja eura na gospodarstva europodručja. Međutim, rasprava o euru ne bi bila potpuna bez odnosa heterogenosti europodručja i optimalnog valutnog područja. Objašnjava se teorija optimalnog valutnog područja te može li se europodručje smatrati takvim područjem. Zatim se govori o makroekonomskoj stabilnosti te ulozi institucijskoga okruženja europodručja na tu stabilnost. Rasprava o tome uključuje ulogu monetarne politike Europske središnje banke na gospodarski rast, ali i financijske otvorenosti europodručja na financijska tržišta. Nadalje opisuje se i uloga fleksibilnosti tržišta rada i tržišta proizvoda na gospodarski rast. Na kraju poglavlja opisuje se utjecaj ranjivosti europodručja na financijske krize. Ovdje se postavljaju dva pitanja. Prvo, pitanje utjecaja asimetričnih šokova na zemlje u europodručju i politika koje mogu ublažiti te šokove; drugo, pitanje uloge strukture europodručja na stvaranje endogenih divergencija u konkurentnosti, kao i u gospodarskom rastu. U ovom poglavlju nude se mogući odgovori na ta pitanja.

U četvrtom poglavlju nudi se teorijska podloga za daljnju integraciju europodručja. Drugim riječima, razlažu se moguća rješenja za jačanje institucijskoga okruženja europodručja. Prvo, razmatra se utjecaj budućeg razvoja ekonomske i monetarne unije u europodručju; drugo, opisuje se uloga formiranja bankovne unije u europodručju na financijska tržišta te koliko bi utjecalo na promjenu integracije između zemalja. Potom se daju prijedlozi za formiranje novog dizajna institucijskoga okruženja, pri čemu je bitan odnos fleksibilnosti i stabilnosti u stvaranju strukture europodručja. Jedno od mogućih unapređenja je i uvođenje zajedničkog osiguranja depozita, te se takva aktivnost razmatra na financijsku stabilnost europodručja. Dizajn europodručja može uključivati i formiranje Europskog monetarnog fonda koji bi djelovao na sličan način kao Međunarodni monetarni fond, ali prvenstveno za zemlje europodručja. Raspravlja se i o ulozi zajedničkih makroekonomskih stabilizatora koji bi se koristili za vrijeme krize. Nude se prijedlozi za formiranje euroobveznica te propitivanje njihovog funkcioniranja u praksi. U ovom

poglavlju odgovara se na pitanje koliko bi zajedničke euroobveznice utjecale na održivost javnih financija u europodručju. Poglavlje završava s mogućim utjecajem formiranja fiskalne i političke unije u europodručju, ulozi zajedničkih europskih poreza te europskog ministra financija.

U petom poglavlju daje se istraživanje koje govori o učincima institucija nakon financijske krize na gospodarski rast svih zemalja europodručja, ali i pregled dosadašnjih empirijskih istraživanja te kako su ona povezana s istraživanjem u ovom radu. Zatim se obrazlaže detaljna metodologija istraživanja, navode se matematički izrazi te se opisuju korištene varijable. Nakon toga slijedi analiza empirijskog istraživanja i prikaz dobivenih rezultata koji je povezan s drugim teoretskim i empirijskim radovima na ovu temu. Opisuju se i ograničenja istraživanja te se nude savjeti za buduća istraživanja.

U šestom poglavlju daje se istraživanje o mogućim posljedicama formiranja fiskalne unije na promjenu integracije europodručja. Za razliku od prethodnog poglavlja gdje se opisuju dosadašnja empirijska istraživanja i njihova povezanost s istraživanjem u ovom radu, ovdje to nije moguće s obzirom na činjenicu nepostojanja fiskalne unije u europodručju. Zato se daje pregled dosadašnje teorije o iskustvima postojećih fiskalnih unija te o uvjetima formiranja unija. Opisuje se metodologija istraživanja u kojoj je napravljen model u kojem se koriste Monte Carlo simulacije. Osim prikaza dobivenih rezultata, analiza rezultata istraživanja obuhvaća raspravu o tome kako dobivene spoznaje mogu unaprijediti integraciju europodručja. Na kraju poglavlja daju se preporuke za sljedeća istraživanja.

Rad završava zaključkom, popisom tablica i slika, kao i popisom literature koja se koristila u radu, a na samom kraju nalaze se prilozi, životopis studenta te popis objavljenih radova.

2. UZROCI NASTANKA, TIJEK I POSLJEDICE FINANCIJSKE KRIZE IZ 2008. GODINE TE KRIZE JAVNOG DUGA U ZEMLJAMA EUROPODRUČJA

Globalna financijska kriza započela je nesolventnošću investicijske banke Lehman Brothers u rujnu 2008. godine. Nakon recesije 2009. godine, svjetska ekonomija zabilježila je period oporavka gospodarskog rasta 2010. prvenstveno zbog rasta ekonomija u razvoju. Financijska kriza imala je značajan negativan utjecaj na bruto domaći proizvod (BDP) zemalja europodručja. Kriza je dovela do najdublje recesije u europskim zemljama još od Velike depresije 1930-ih godina. Svaka zemlja Europske unije ušla je u recesiju. Nestabilnost na financijskim tržištima dodatno je pridonijela produbljivanju krize. Bankama je prijetila kriza likvidnosti i solventnosti zbog poremećaja na međunarodnim međubankovnim tržištima, pada cijena dionica na tržištima kapitala te pogoršavanja makroekonomske ravnoteže. Naime, financijski je stres transmisijskim kanalom negativno utjecao na realnu ekonomiju. Rastuća nesigurnost smanjila je investicije poduzeća i potražnju kućanstava.

Države i središnje banke nastojale su ne ponoviti pogreške iz Velike depresije. Nije došlo do značajnijeg rasta protekcionizma, kao što je bio slučaj tijekom Velike depresije. Koordiniranim djelovanjem država Europske unije stvorili su se uvjeti za stabilizaciju makroekonomske ravnoteže te se izbjegao najlošiji scenarij. Države su na krizu reagirale značajnom ekspanzivnom fiskalnom politikom. Državnim intervencijama stabilizirao se i dokapitalizirao bankarski sektor. Zahvaljujući tome izbjegnut je juriš na neke velike banke u europodručju. To je najviše bilo izraženo u zemljama koje su bile najviše izložene negativnim šokovima na financijskim tržištima. Države članice zbog koordiniranih stabilizacijskih ekonomskih politika uspjele su kratkotrajno vratiti povjerenje u financijski sustav, čime su pridonijele ekonomskom oporavku u kratkom roku. Ključna je bila uloga europskih institucija poput Europske središnje banke koja je provela agresivnu ekspanzivnu monetarnu politiku. Europska središnja banka smanjila je službeni kamatnjak na rekordno niske razine. Europska komisija na krizu je reagirala donošenjem Europskog plana gospodarskog oporavka (engl. *European Economic Recovery Plan*) u prosincu 2008. u visini od 5% BDP-a EU (Europska komisija, 2009.) putem javnih investicija i

automatskih stabilizatora (naknade za nezaposlene i dr.) pojedinih država radi jačanja domaće potražnje i vraćanja povjerenja u financijska tržišta.

U narednim godinama ekonomski oporavak bio je spor i neujednačen. Značajnim razlikama u ekonomskom oporavku pridonijela je divergencija fiskalnih politika zemalja Europske unije. Vlasti nekih zemalja odgovorile su ekspanzivnom fiskalnom politikom. Neke države članice europodručja implementirale su ekonomske politike koje su se usredotočile na kratkotrajnu potporu gospodarstvu investicijama u javnu infrastrukturu te povećanjem naknada za nezaposlene. Druge zemlje uvele su politiku štednje smanjivanjem državne potrošnje s ciljem smanjenja omjera javnog duga i BDP-a te vraćanja fiskalne pozicije države na održivu putanju. Na ekonomsku situaciju negativno se odrazio i jaz konkurentnosti između zemalja u europodručju. Prije nego što se gospodarstvo europodručja u potpunosti oporavilo od financijske krize iz 2008. godine, u određenim zemljama na periferiji europodručja nastala je dugovna kriza. To je dovelo do toga da kamatne stope na državne obveznice porastu na razine koje ne zadovoljavaju održivost javnih financija. Postojala je opasnost da se kriza likvidnosti pretvori u krizu solventnosti te da neke države članice više ne mogu otplaćivati kamate na javni dug. Taj se rizik i ostvario. Te su zemlje zbog visokih kamata i nepovjerenja ulagača izgubile pristup tržištu kapitala. Dugovna kriza u europodručju predstavljala je prijetnju financijskoj stabilnosti te oporavku svjetske ekonomije. Fiskalna situacija država nastavila se pogoršavati zbog cikličkih razloga kako se porezna baza nastavila smanjivati. Osim cikličkih razloga, dodatni uzrok nestabilnosti bili su i strukturni problemi nastali zbog obveza spašavanja bankovnog sektora, rasta javnog duga te nedostatka strukturnih reformi. Visoka razina duga kućanstava dodatno je usporila rast osobne potrošnje koji je bio pod pritiskom i zbog snažnog pada cijena nekretnina nakon financijske krize.

Dugotrajna recesija u mnogim zemljama europodručja dovela je do dugoročnih negativnih ekonomskih i društvenih posljedica. Premda je razina BDP-a tih zemalja nakon dugovne krize bila viša nego 2008. godine, stopa nezaposlenosti ostala je na višim razinama nego prije krize. Neke države iskoristile su situaciju za provođenje ekonomskih politika koje su se usredotočile na rješavanje strukturnih problema u gospodarstvu. Iako je prošlo više od desetljeća od posljednje financijske krize, još uvijek postoje nesuglasice među ekonomistima oko toga što je dovelo do

krize u europodručju te kako su države i europske institucije trebale reagirati na krizu. Kako bi se što bolje razumjela problematika, potrebno je razjasniti svaki od mogućih uzroka i koliko su bili utjecajni u stvaranju financijske krize te njezinim posljedicama.

2.1. Uzroci nastanka financijske krize u europodručju

Ekonomisti nude različita tumačenja kako je financijska kriza nastala. Jedni smatraju da uzrok leži u previsokim cijenama na tržištu nekretnina koje su se zatim korigirale, a drugi naglašavaju previsoku financijsku polugu kao jedan od glavnih čimbenika koji su doveli do krize te značajna odstupanja u konkurentnosti tržišta rada i tržišta proizvoda između zemalja i nemogućnost externe devalvacije zbog nestanka vlastite valute. Ostali ekonomisti ističu eksterne neravnoteže, naglo zaustavljanje (engl. *sudden stop*) toka kapitala i negativne posljedice toga na likvidnost, slabu fiskalnu disciplinu prije krize te niske kamatne stope zbog politika središnjih banaka.

Neki autori (Taylor, 2007.) smatraju da su za financijsku krizu odgovorni središnji bankari jer su, prema njihovom mišljenju, provodili ekspanzivnu monetarnu politiku duže nego što je trebalo, odnosno predugo su držali kamatne stope niskima. Prema ovom mišljenju, središnja banka SAD-a držala je kamatne stope prenisko u razdoblju između 2002. i 2005. godine, zbog čega je došlo do pojave cjenovnih balona. S druge strane Europska središnja banka provodila je politiku niskih realnih kamatnih stopa, što je zbog heterogenosti europodručja dovelo do snažnog rasta kredita te cijena nekretnina u zemljama periferije.

Nakon što je stvorena Ekonomska i monetarna unija (EMU), među ekonomistima se nametnulo pitanje koliko je jedinstvena monetarna politika poželjna za područje europodručja. Argument za tezu protiv zajedničke monetarne politike bio je taj da ona može dovesti do restriktivne monetarne politike u zemljama koje su ostvarivale sporiji gospodarski rast od prosjeka europodručja te ekspanzivne monetarne politike u zemljama s visokim stopama rasta. Zbog toga bi došlo do pojačanja ekonomskih ciklusa i divergencije gospodarskog rasta unutar europodručja.

Uvođenjem eura došlo je do smanjivanja barijera u kretanju toka kapitala između zemalja europodručja zone. Posljedica toga bilo je snižavanje dugoročnih kamatnih stopa u zemljama na periferiji europodručja. Zbog toga je posuđivanje financijskih sredstava postalo jeftinije, što je dovelo do rasta deficita na tekućem računu. Prema Reinhart i Rogoff (2009.), prestanak toka kapitala doveo je do financijske zaraze, odnosno do situacije u kojoj su se prije našle neke zemlje u razvoju koje nisu imale fleksibilan tečajni režim. S takvim stajalištem slažu se i drugi autori. De Grauwe (2011.) objašnjava uzrok financijske krize na primjeru Španjolske, za koju kaže da ga podsjeća na događaje u ekonomijama u razvoju koje posuđuju financijska sredstva u valuti koju ne kontroliraju. Zbog toga je došlo do naglog zaustavljanja toka kapitala, što je uzrokovalo krizu likvidnosti.

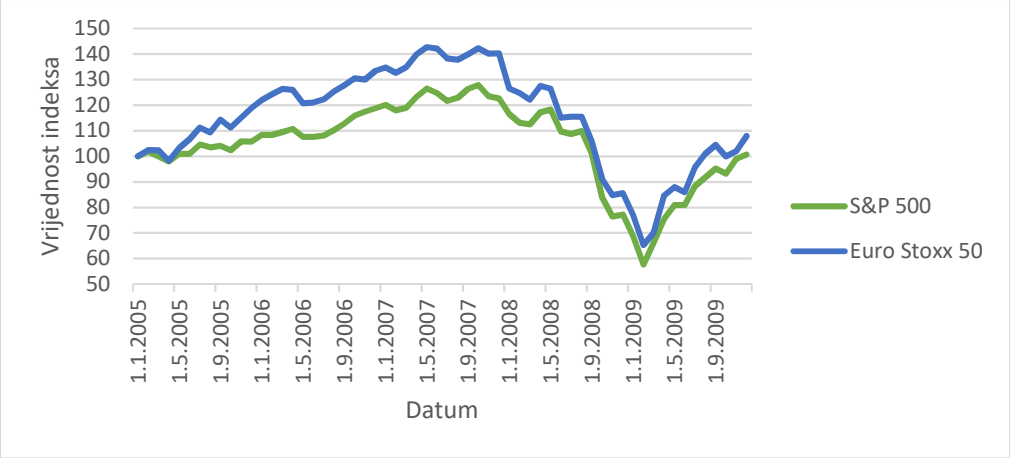
Bernanke (2010.) zagovara tezu kako su za globalnu financijsku krizu odgovorne globalne neravnoteže na tekućem računu. Zemlje koje su imale suficit na tekućem računu (azijske zemlje i dr.) financirale su zemlje s deficitom na tekućem računu (SAD i periferne zemlje europodručja). Prema toj tezi, tok kapitala doveo je do pada dugoročnih kamatnih stopa na državne obveznice deficitarnih zemalja, što je dovelo do kreditne ekspanzije i rasta cijena imovina. U prilog ovoj tezi ide istraživanje koje su proveli Nier i Merrouche (2010.). Prema njihovom istraživanju, neto priljev kapitala imao je značajniju ulogu u rastu financijskih neravnoteža u OECD zemljama u periodu prije financijske krize nego monetarna politika središnjih banaka.

Osim naglog prestanka kreditiranja, nastanku financijske krize u europodručju pridonijela je financijska zaraza koja se iz SAD-a proširila po svijetu. Negativni financijski šok u svjetskoj ekonomiji uzrokovao je nagli pad trgovinske aktivnosti, zbog čega su posljedice imale i zemlje u razvoju koje su financirale svoj rast izvozom. Gubitak pouzdanja investitora kroz averziju prema riziku negativno je utjecao na cijene imovina (dionica, nekretnina), što je dodatno povećalo financijski stres.

2.1.1. Odnos financijske krize u Sjedinjenim Američkim Državama i europodručju

Financijska kriza započela je 2008. godine u Sjedinjenim Američkim Državama. Najviše je bila zahvaćena financijska industrija. Kriza se zbog efekta prelijevanja, trgovinskim i kapitalnim tokovima i promjenama u cijenama sirovina, proširila na zemlje europodručja, ali i diljem svijeta. Prijašnje financijske krize uglavnom su bile ograničene na određenu zemlju. Zbog utjecaja globalizacije, financijska kriza obuhvatila je cijeli svijet, pa je kriza nazvana još i globalnom financijskom krizom. Pad ekonomske aktivnosti bio je usporediv s Velikom depresijom 1930-ih godina. Eichengreen i O'Rourke (2010.) navode kako je u SAD-u pad industrijske proizvodnje u devet mjeseci nakon početka krize bio jednako velik kao u devet mjeseci nakon Velike depresije. Autori također navode kako je u Sjedinjenim Američkim Državama pad cijena dionica od 50% nakon financijske krize iz 2008. bio veći nego nakon Velike depresije. Slična je situacija bila i u europodručju. Međutim, vlade zemalja europodručja ipak su djelovale snažnijom ekspanzivnom fiskalnom politikom nego nakon Velike depresije, što je pomoglo u bržem oporavku ekonomskog rasta. Europska središnja banka također je snizila ključnu kamatnu stopu na povijesno niske razine. The Council on Foreign Relations (2018.) navodi kako se 2007. godine kriza na hipotekarnom tržištu rizičnih kredita u Sjedinjenim Američkim Državama prelila u globalnu ekonomiju i zahvatila europske banke.

Financijska kriza u Sjedinjenim Američkim Državama slična je financijskoj krizi u europodručju po načinu na koji je nastala. Snažna kreditna ekspanzija dovela je do rasta cijena imovina, a posebice cijena nekretnina i dionica. U SAD-u i u europodručju rast cijena bio je toliko izražen da je doveo do balona na tržištu nekretnina. Investicije u stambene nekretnine u europodručju snažno su rasle do 2007. godine, međutim nakon što je došlo do nagle korekcije u cijenama imovine, privatni nefinancijski sektor prilagodio se novonastaloj situaciji smanjivanjem osobne potrošnje, povećanjem štednje i smanjivanjem osobnoga duga. Smanjena ekonomska aktivnost i privremena ekspanzivna fiskalna politika dovele su do rasta javnog duga u zemljama europodručja i Sjedinjenim Američkim Državama. U europodručju postojale su regionalne neravnoteže u tokovima kapitala i bilance na tekućem računu koje su dodatno pridonijele razvoju financijske krize.



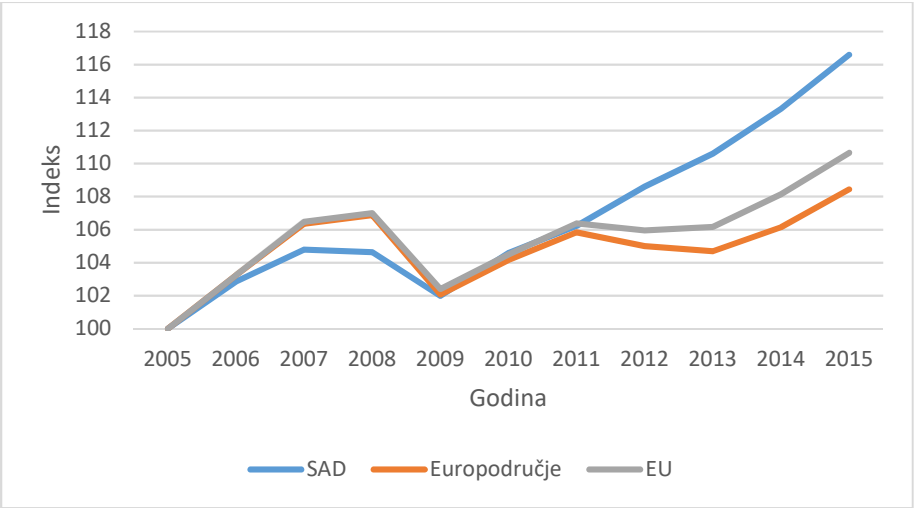
Slika 1: Usporedba kretanja cijena dionica na indeksima S&P 500 i EURO STOXX 50 između 2005. i 2010. godine (2005.=100)

Izvor: Investing.com i Yahoo Finance.

Napomene: Indeks predstavlja postotnu promjenu cijena dionica indeksima S&P 500 i EURO STOXX 50 (2005.=100). Indeks S&P 500 mjeri kretanje cijena dionica 500 velikih kompanija koje trguju na burzama dionica u SAD-u. Njegova vrijednost izražena je u američkim dolarima. Indeks EURO STOXX 50 mjeri kretanje cijena dionica 50 vodećih kompanija u 11 zemalja europodručja: Austrije, Belgije, Finske, Francuske, Njemačke, Irske, Italije, Luksemburga, Nizozemske, Portugala i Španjolske. Vrijednost indeksa izražena je u eurima.

Financijska kriza dovela je do snažnog pada vrijednosti cijena dionica na svjetskim burzama. Kako su se kretale cijene dionica u SAD-u i europodručju mjereno indeksima S&P 500 i EURO STOXX 50 na mjesečnim podacima, prikazano je na slici 1. Iako je trend kretanja cijena dionica u zemljama europodručja i Sjedinjenim Američkim Državama bio isti, amplitude su se razlikovale[1]. Vodeće kompanije u europodručju imale su malo veći rast cijena dionica nego američke kompanije. Najviša razina cijena dionica prije krize dogodila se tijekom 2007. godine. Cijene dionica u oba indeksa najviše su pale u trećem i četvrtkom kvartalu 2008. godine. Najnižu vrijednost oba su indeksa imala u prvom kvartalu 2009. Nakon toga uslijedio je brzi oporavak cijena dionica, koji je djelomično bio i rezultat akcija središnjih banaka, povećanje proračunskih deficita i financijskih paketa pomoći financijskim institucijama s obiju strana Atlantskog oceana.

[1] Kako je vrijednost indeksa S&P 500 izražena u američkim dolarima, a vrijednost indeksa EURO STOXX 50 u eurima, moguće je kako se razlike u amplitudi mogu objasniti pomoću kretanja tečaja euro/dolar.

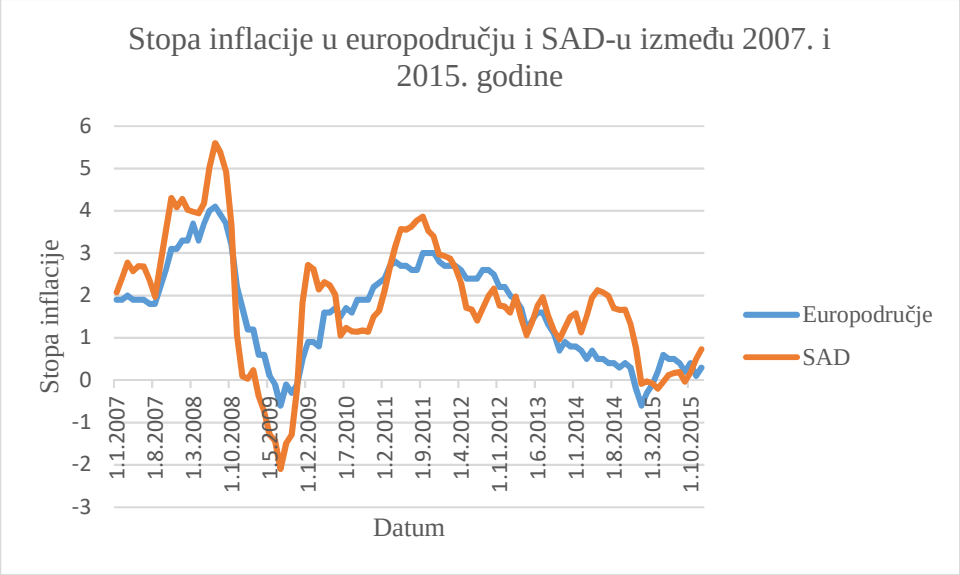


Slika 2: Usporedba realnog BDP-a u Europskoj uniji, europodručju i SAD-u između 2005. i 2015. godine

Izvor: Eurostat, baza podataka FRED od Federal Reserve Bank of St. Louis.

Napomene: Indeks predstavlja postotnu promjenu realnog BDP-a (2005.=100).

U razdoblju prije financijske krize iz 2008. godine zemlje europodručja imale su veće stope rasta realnog bruto domaćeg proizvoda nego Sjedinjene američke države (slika 2). Međutim, nakon krize rast realnog bruto domaćeg proizvoda bio je ujednačen do krize javnog duga 2011. godine u zemljama europodručja. Na slici je također prikazana divergencija rasta između zemalja europodručja, Europske unije te Sjedinjenih Američkih Država. Divergencija dinamike ekonomskog rasta započinje 2011. godine, kada se putanja bruto domaćeg proizvoda (BDP) Europske unije i europodručja razdvojila od putanje bruto domaćeg proizvoda SAD-a. Kriza javnog duga u zemljama europodručja nije značajno utjecala na kretanje BDP-a SAD-a. Kriza javnog duga najviše je utjecala na bruto domaći proizvod zemalja europodručja. Kako u izračun bruto domaćeg proizvoda zemalja Europske unije ulazi BDP zemalja europodručja, kriza javnog duga odrazila se i na Europsku uniju. Međutim, gospodarski rast u EU bio je veći nakon krize javnog duga nego u zemljama europodručja. Iz toga proizlazi kako je euro imao ulogu u promjenama gospodarskog rasta nakon krize. Sporijem opravku BDP-a u europodručju dodatno je pridonijela politika štednje, dok je SAD imao značajan deficit proračuna.



Slika 3: Stopa inflacije u europodručju i SAD-u između 2007. i 2015. godine

Izvor: Eurostat, baza podataka FRED od Federal Reserve Bank of St. Louis

Na slici 3 prikazana je usporedba kretanja stope inflacije u europodručju i Sjedinjenim Američkim Državama između 2007. i 2015. godine. SAD je imao veće oscilacije u stopi inflacije u promatranom razdoblju nego što je iznosila prosječna vrijednost stope inflacije u europodručju. Međutim, stope inflacije imale su isti trend.

Moro i Beker (2016.) navode kako uzrok u modernim financijskim krizama poput financijske krize iz 2008. godine leži u umjetno niskim kamatnim stopama od strane središnjih banaka koje vode prema krizi likvidnosti nakon što se kamatne stope podignu na više razine.

2.1.2. Utjecaj promjene konkurentnosti zemalja europodručja na nastanak financijske krize

Međunarodna se konkurentnost zemlje može mjeriti pomoću stanja na tekućem računu u odnosu na tekući račun zemalja trgovinskih partnera. Promjena konkurentnosti zemlje u europodručju može imati važnu ulogu u promjeni makroekonomske stabilnosti, kao i posljedica za cijelo europodručje. Za povećanje konkurentnosti na međunarodnom tržištu neka zemlja može koristiti kanal realnog tečaja, međutim u europodručju to nije moguće. Zemlje europodručja imaju zajedničku valutu, euro, zbog čega ne mogu devalvacijom ili deprecijacijom svoje valute postati konkurentnije. Ako neka zemlja europodručja ima veći gospodarski rast od drugih, radnici će tražiti veće plaće. Nakon određenog vremena veće plaće dovest će do povećanja cijena proizvoda i usluga u toj zemlji, odnosno do povećanja inflacije. Zbog povećanja inflacije u odnosu na druge zemlje europodručja, toj će se zemlji smanjiti konkurentnost na međunarodnom tržištu. Tekući će se račun pogoršati jer će pasti izvoz, a porast će uvoz. Zbog pogoršanja tekućeg računa smanjuje se gospodarski rast. Nakon određenog vremena prilagodbe pada stopa inflacije, i zemlja je ponovno konkurentna. Međutim, taj je proces prilagodbe unutarnjom devalvacijom veoma spor u odnosu na prilagodbu putem tečaja. Potrebno je značajno vrijeme kako bi se promijenila očekivanja inflacije u zemlji te uravnotežile cijene u odnosu na ostale zemlje europodručja. Zato značajna neravnoteža na tekućem računu može dovesti do krize platne bilance. Dugoročna neravnoteža na tekućem računu može sugerirati kako postoji strukturalna neravnoteža u ekonomiji zemlje.

Ulaskom novih zemalja u Europsku uniju došlo je do promjena u konkurentnosti i bilance tekućeg računa tih zemalja. Nove zemlje imale su različiti tečajni režim što je drugačije utjecalo na promjene u tekućem računu. Bogdan, Cota, i Erjavec (2017.) pronalaze kako su nove zemlje Europske unije s fleksibilnim tečajem imale bolji izvoz i bilancu na tekućem računu u razdoblju prije financijske krize. Autori navode kako su kretanja u bilanci tekućeg računa pretežito određena domaćim varijablama, a ne vanjskim utjecajem. Bogdan, Cota, i Erjavec pojašnjavaju kako u zemljama s fleksibilnim tečajem realna i nominalna deprecijacija utječu na povećanje izvoza, ali je stupanj tog utjecaja ograničen za vrijeme krize.

De Grauwe i Schnabl (2004.) navode kako je stabilnost tečaja povezana s višim realnim ekonomskim rastom u zemljama srednje i istočne Europe, iz čega proizlazi kako bi europska monetarna unija imala pozitivan utjecaj na stope rasta tih zemalja. Cota, Erjavec i Bogdan (2017.) pronalaze kako realni tečaj ima negativan utjecaj na bilancu tekućeg računa u zemljama u razvoju i razvijenim zemljama Europske unije, ali taj je utjecaj značajniji u zemljama u razvoju. Autori navode kako budžetska bilanca, ekonomski rast i proizvodni jaz pozitivno utječu na bilancu tekućega računa u razvijenim zemljama, a negativno u zemljama u razvoju.

Postoje dva glavna načina kako se može analizirati promjena konkurentnosti mjerena stanjem na tekućem računu. Jedan je način promatranje promjena u izvozu i uvozu, a drugi u promjeni štednje i investicija[2]. Za donošenje ispravnih odluka o djelovanju ekonomske politike potrebno je promatrati promjene u investicijama, štednji te produktivnosti u odnosu na jedinične troškove rada. Zemlje europodručja uglavnom imaju problem starenja stanovništva. Zbog loše demografske slike za očekivati je kako zemlje europodručja više štede nego investiraju. Iz toga proizlazi zaključak kako bi zemlje trebale imati suficit na tekućem računu. Ako suficiti ne proizlaze samo od trgovinskih tokova i kretanja poslovnog ciklusa, tada mogu postojati i strukturni faktori zbog kojih dolazi do nedostatka potrebnih investicija, posebice javnih investicija u infrastrukturu.

Prije financijske krize postojale su neravnoteže na tekućem računu među zemljama europodručja. Jedan od razloga postojanja neravnoteža bile su različite stope rasta jediničnih troškova rada u odnosu na rast produktivnosti. Jaz konkurentnosti mogao je utjecati na stvaranje preduvjeta za nastanak krize. Franks, Barkbu, Blavy, Oman i Schoelermann (2018.) smatraju kako je zbog rastućeg jaza konkurentnosti došlo do stvaranja neravnoteža u europodručju. Prema autorima, u mnogim zemljama europodručja plaće su rasle brže od produktivnosti, zbog čega je došlo do značajnih razlika u stopama inflacije i formiranja jaza konkurentnosti. Autori navode kako su konkurentnije ekonomije imale rast suficita na tekućem računu, a manje konkurentne zemlje rast deficita na tekućem računu.

[2]Odnos tih varijabli je u ekonomskoj teoriji označen sljedećom jednadžbom u reduciranom obliku:X-M=S-I, gdje je X izvoz, M uvoz, S označava sumu privatne i državne štednje, a I sumu privatnih i državnih investicija.

2.1.3. Utjecaj toka kapitala od sjevernih prema južnim zemljama europodručja na nastanak financijske krize

Sjeverne i centralne europske zemlje prije financijske krize imale su visoke stope štednje i nisku inflaciju, kao i ekonomsku kulturu koja naglašava dugoročne investicije, a ne neposrednu potrošnju. U perifernim zemljama prevladavale su negativne stope štednje i višak potrošnje. Tok kapitala značajno se povećao među zemljama europodručja (posebice od sjevernih prema južnim zemljama) u godinama prije financijske krize. Franks, Barkbu, Blavy, Oman i Schoelermann (2018.) navode kako je došlo do povećanja kapitalnih tokova, ali su financirali investicije u niskoproduktivnim sektorima i doveli do neodrživih cjenovnih balona. Autori tvrde kako je do takvih kapitalnih tokova došlo zbog eliminacije valutnog rizika i smanjenja kamatnih stopa u europodručju. Ekonomska konvergencija zbog zajedničkog valutnog područja europodručja povećava tokove izravnih stranih ulaganja među nacionalnim granicama (Warin, Wunnava i Janicki, 2008.).

Pasimeni (2014.) navodi kako u prvom desetljeću od osnutka europodručje nije imalo kriza jer je rastuća financijska integracija smanjila potrebu za fiskalnim transferima, odnosno višak štednje kretao se od centralnih zemalja europodručja prema perifernima. Autor navodi kako je zbog toga došlo do visoke privatne zaduženosti u perifernim zemljama, znatnog rasta cijena imovine i prevelike izloženosti banaka u centralnim zemljama, što je učinilo cijeli sustav ranjivijim.

Jaccard i Smets (2017.) navode kako je uzrok u formiranju toka kapitala od sjevernih i središnjih zemalja europodručja prema perifernim zemljama razlika u institucijskom okruženju. Naime, autori smatraju kako razlike u nacionalnom okruženju ponude kredita mogu objasniti procikličnost neto kapitalnih kretanja u južnoj Europi, odnosno asimetrije u institucijskom okruženju stvaraju asimetrični transmisijski mehanizam za formiranje šokova.

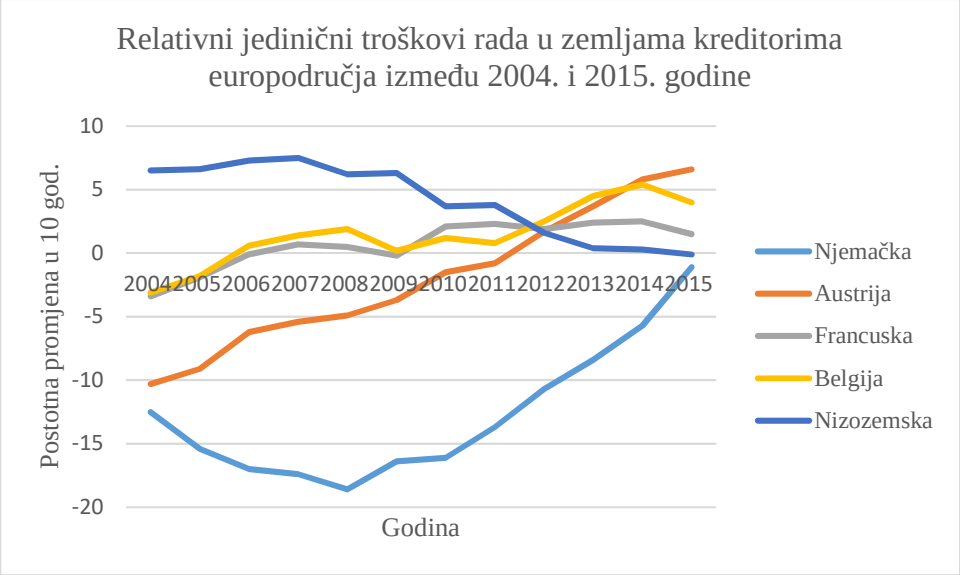
Za stvaranje preduvjeta za formiranje financijske krize određeni autori krive formiranje eura. Lin i Treichel (2012.) navode kako je formiranje europodručja dovelo do povećanja kapitalnih tokova prema perifernim zemljama europodručja, formiranja balona na tržištu nekretnina u tim zemljama, kao i do većeg ekonomskog rasta, povećanih prihoda državnih proračuna i potrošnje.

Kao rezultat takve ekonomske aktivnosti došlo je do porasta nekonkurentnosti u zemljama periferije, što je negativno utjecalo na izvoz i stvaralo neravnoteže na tekućem računu. Autori navode kako je situacija bila održiva prije krize zbog rastućih poreznih prihoda, a nakon financijske krize 2008. godine došlo je do „puknuća“ balona na tržištu nekretnina i krize u financijskom sektoru. Prema autorima, povećanje proračunskih deficita dovelo je do krize javnog duga u perifernim zemljama europodručja.

Iako je financijska pozicija perifernih zemalja europodručja bila ugrožena, centralne su zemlje zadržale konkurentnost pomoću sporijeg rasta plaća, a njihove su banke zadržale profite kroz zajmove koje su dale zemljama periferije.

De Grauwe (2013.) navodi kako se u trenutku kada je formirao europodručje nije znalo kako će nedostatak garancija od strane država europodručja dovesti do krize likvidnosti koja će se pretvoriti u krizu solventnosti.

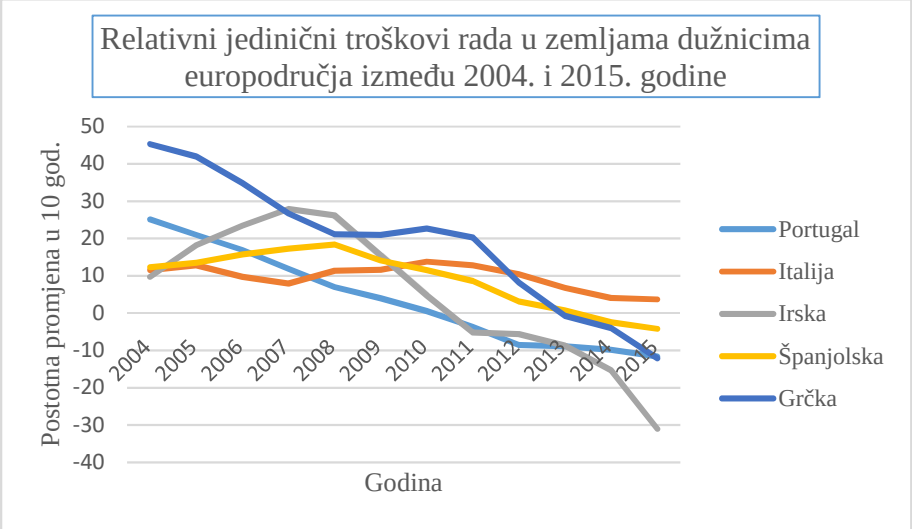
Južne zemlje europodručja (Španjolska, Italija, Portugal, Grčka) imale su značajan balon na tržištu nekretnina prije financijske krize iz 2008. godine. Krugman (2010.) smatra kako je do financiranja balona na tržištu nekretnina došlo tokom kapitala od ostalih europskih zemalja, što je uzrokovalo brzi gospodarski rast te rast inflacije. Naime, inflacija je u Španjolskoj porasla za oko 30% u odnosu na Njemačku (slika 4). Zbog rasta cijena proizvoda i usluga, Španjolska i druge južne zemlje europodručja postale su nekonkurentne u odnosu na ostale zemlje europodručja. Prema Krugmanu, španjolska vlada nema dobre alate kako bi poboljšala ekonomsku sliku zemlje. Autor pojašnjava kako bi Španjolska u slučaju da ima staru valutu, pezetu, mogla riješiti problem devalvacijom, odnosno smanjenjem vrijednosti pezete u odnosu na druge valute europskih zemalja. Međutim, Krugman navodi kako zbog eura Španjolska nema mogućnost devalvacije pa joj preostaje dugoročni proces postizanja konkurentnosti pomoću deflacije.



Slika 4: Relativni jedinični troškovi rada u zemljama kreditorima europodručja između 2004. i 2015. godine

Izvor: Eurostat

Kada se usporede relativni jedinični troškovi rada u zemljama dužnicima europodručja sa zemljama kreditorima, primijete se značajne razlike. Viši troškovi rada i cijene učinili su južne europske zemlje manje konkurentnima i tako više podložnima kreditnom riziku. Sjeverne i centralne zemlje europodručja subvencionirale su potrošnju perifernim zemljama europodručja.

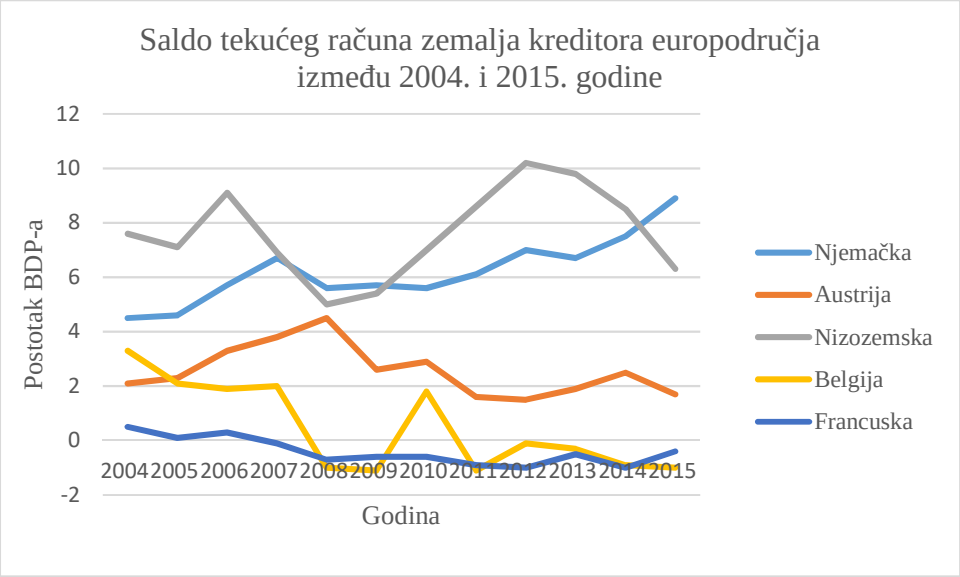


Slika 5: Relativni jedinični troškovi rada u zemljama dužnicima europodručja između 2004. i 2015. godine

Izvor: Eurostat

Od formiranja europodručja jedinični troškovi rada rasli su brže u perifernim zemljama nego u centralnim zemljama europodručja. Nakon 2004. godine dolazi do usporavanja jaza konkurentnosti. Glavni trend zaustavio se tek nakon financijske krize 2008. godine. Od tada dolazi do stabilizacije razine cijena u centralnim i perifernim zemljama europodručja. Najviše su porasli jedinični troškovi rada u Grčkoj (slika 5), i to za skoro 50% 2004. godine u odnosu na isto razdoblje 10 godina ranije. Portugal, Irska, Italija i Španjolska također su imale značajan rast jediničnih troškova rada. Nakon 2014. godine jedinični troškovi rada u perifernim zemljama postaju negativni u odnosu na isto razdoblje 10 godina ranije.

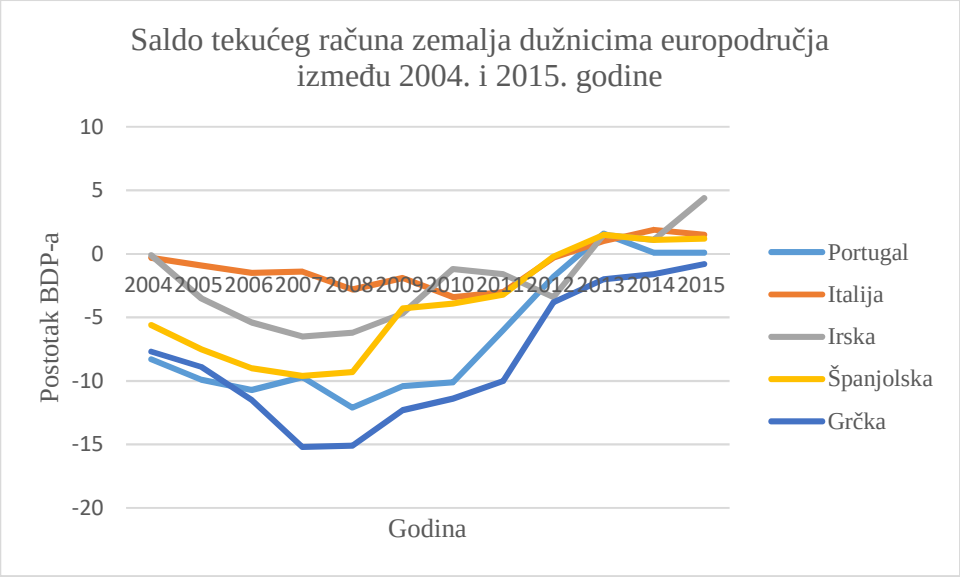
Rasprava u sjevernoj i centralnoj Europi gotovo se isključivo odnosila na izdašnost zemalja periferije u kojima su, prema sjevernoj percepciji, građani živjeli znatno iznad svojih mogućnosti, a njihove vlade nisu napravile potrebne strukturne reforme. S druge strane, vlade zemalja periferije su prilikom objašnjavanja uzroka za krizu, uglavnom zanemarujući domaće probleme, naglašavale sustavne slabosti eurozone, ulogu trgovinskih neravnoteža u eurozoni i utjecaj globalne financijske krize na njihova nacionalna gospodarstva.



Slika 6: Saldo tekućeg računa zemalja kreditora europodručja između 2004. i 2015. godine

Izvor: Eurostat

Na slici 6 prikazan je saldo tekućeg računa koji pokazuje kako su Njemačka i Nizozemska imale najviše suficite na tekućem računu u odnosu na ostale zemlje kreditore. Nakon financijske krize 2008. godine i kasnije krize javnog duga 2012. godine, njemački suficit na tekućem računu znatno je porastao sa 6% 2008. godine do 9% bruto domaćeg proizvoda 2015. godine. Drugačija je situacija bila u zemljama periferije europodručja koje su imale značajne deficite u razdoblju prije krize javnog duga (slika 7). Najznačajnije deficite imale su Grčka, Španjolska i Portugal. Tek nakon krize javnog duga, zemlje periferije europodručja popravile su neravnotežu na tekućem računu.



Slika 7: Saldo tekućeg računa zemalja dužnika europodručja između 2004. i 2015. godine

Izvor: Eurostat

2.2. Tijek financijske krize u europodručju

Financijska kriza iz 2008. godine nije bila slična u amplitudi prijašnjim financijskim krizama u svijetu nakon Drugog svjetskog rata. Iako je svojom veličinom i razmjerom veća od prijašnjih kriza, financijska kriza iz 2008. ima mnogo zajedničkih značajki sa sličnim financijskim krizama u prošlosti. Naime, kriza je prethodila dugom razdoblju brzog rasta kredita, niskih kamatnih stopa, obilnoj dostupnosti likvidnosti, kao i snažnom rastu cijena imovine te razvoju balona na tržištu nekretnina. Prekomjerna financijska poluga institucija značajno je utjecala na korekcije na tržištima imovine. Slične su se situacije događale i prije u ekonomskoj povijesti (npr. Japan i Nordijske zemlje početkom devedesetih te azijska kriza u kasnim 1990-ima). Međutim, zbog velike amplitude u negativnim kretanjima bruto domaćeg proizvoda, financijska kriza iz 2008. godine bila je drugačija. Zapravo, kriza je bila slična Velikoj Depresiji 1930-ih godina.

Financijska kriza iz 2008. godine počela je kao kriza likvidnosti u financijskom sektoru. Zatim je došlo do povećanja neizvjesnosti kod ulagača zbog solventnosti financijskih institucija, ali u to vrijeme sistemski se kolaps smatrao malo vjerojatnim. Ova percepcija dramatično se promijenila kad je američka investicijska banka Lehman Brothers otišla u stečaj u rujnu 2008. godine. Povjerenje ulagača znatno je palo, a oni su masovno likvidirali svoje financijske položaje, zbog čega su dionice na tržištima izgubile na vrijednosti. Gospodarstvo Europske unije, pa tako i europodručja, ušlo je u najbrži pad u povijesti od 1930-ih. Kako je svjetska ekonomija bila značajno povezana u međunarodnim lancima nabave, brzina kojom se odvijala kriza bila je bez presedana. Calvo (2016.) smatra kako je financijska kriza iz 2008. godine imala značajne negativne posljedice zbog naglog smanjenja količine likvidnosti i toka kredita prema realnome sektoru. Reinhart i Rogoff (2010.) navode kako postoje tri zajedničke karakteristike kod velikih financijskih kriza. Prva, privatni dugovi značajno narastu i vode prema bankarskoj krizi, a države povećaju zaduživanje, druga, bankarske krize često dolaze prije krize javnog duga, i treća, javno zaduživanje značajno se poveća neposredno prije krize javnog duga.

Sinn i Wollmershäuser (2012.) smatraju kako je kriza u europodručju može promatrati kao kriza bilance plaćanja. De Grauwe (2010b) smatra kako je financijska kriza u europodručju uzrokovana

„animalističkim porivima“ na nacionalnoj razini, odnosno valovima optimizma i pesimizma, koji su uzrokovali kreditnu ekspanziju i kontrakciju.

2.2.1. Utjecaj stabilizacijskih politika institucija Europske unije na financijska tržišta

Iako se financijska kriza odvijala značajnom brzinom, odgovor Europske središnje banke i drugih donositelja odluka je bio brz. Osim što su donositelji odluka intervenirali u financijskom sektoru s paketom novčane pomoći za posrnule banke, donesen je i Europski plan za oporavak gospodarstva (EERP), koji je pokrenut u prosincu 2008. godine. Cilj EERP-a bio je vratiti povjerenje ulagača i potrošača te povećati potražnju koordiniranim povećanjem kupovne moći u gospodarstvu.

Financijska kriza očitovala se na tvrtke u smanjenju dostupnosti zajmova. Uzrok tome bila su negativna ekonomska očekivanja, ali i smanjena mogućnost banaka da nude novčana sredstva. Kako su poduzeća i potrošači bili prisiljeni smanjiti svoje investicijske i potrošačke planove, došlo je do smanjenja povjerenja ulagača, pada cijena dionica na tržištima te znatne neizvjesnosti oko budućega ekonomskog razvoja.

De Grauwe i Ji (2013b) pronalaze kako su ranjivosti u Europskom monetarnom sustavu nastale zbog nedostatka zajmodavca u krajnjoj nuždi na deviznom tržištu, a u europodručju zbog nedostatka zajmodavca u krajnjoj nuždi na tržištu dugoročnih državnih obveznica. Autori smatraju kako su u Europskome monetarnom sustavu nacionalne središnje banke nisu imale dovoljno snažne alate ekonomske politike, a države su bile izolirane od te ranjivosti jer su imale svoju nacionalnu valutu. Prema autorima, u europodručju se dogodilo suprotno, odnosno nacionalne središnje banke postale su snažnije nakon što su postale dio Eurosustava, a države su postale ranjivije.

Kako bi se odredio utjecaj koje su institucije Europske unije imale na financijska tržišta, potrebno je usporediti njihov učinak u odnosu na institucije zemalja izvan Europske unije. Hausken i

Ncube (2013.) navode kako je kvantitativno popuštanje koje su provele američka središnja banka Federalne Rezerve i Bank of England, a koje se oslanjalo na kupovinu državnih obveznica, imalo veći utjecaj na smanjenje kamatnih stopa nego politika Europske središnje banke i Bank of Japan, koja se više oslanjala na davanje zajmova financijskim institucijama. The Directorate-General for Internal Policies of the Union (2016.) navodi kako je konvencionalna i nekonvencionalna monetarna politika Europske središnje banke nakon krize javnog duga u europodručju imala veći utjecaj na smanjenje kamatnih stopa u zemljama periferije nego u središnjim zemljama europodručja. De Grauwe (2011c) smatra kako samo aktivnija ekspanzivna monetarna politika može riješiti krizu u europodručju.

2.2.2. Utjecaj stabilizacijskih politika institucija Europske unije na gospodarski rast europodručja

Europska središnja banka reagirala je prije financijske krize iz 2008. godine monetarnom politikom na prijetnje velikih pozitivnih i negativnih proizvodnih jazova, ali jače prema inflacijskim pritiscima nego deflacijskim (Mayes i Viren, 2004.).

Institucije Europske unije nastojale su spriječiti značajan pad ekonomske aktivnosti. Međutim, problem nije bio samo pad realnog bruto domaćeg proizvoda već i pad potencijalnog BDP-a, koji se mogao dogoditi zbog nekoliko čimbenika. Prvi, dugotrajni učinci od povećanja nezaposlenosti radne snage vode prema trajnom gubitku vještina, drugi, zalihe kapitalne opreme smanjit će se i deprecirati, ali i zastarjeti zbog manjih ulaganja, i treći, inovacije mogu biti smanjenje jer su troškovi istraživanja i razvoja jedan od prvih troškova koji tvrtke smanjuju tijekom recesije. Države članice provele su niz mjera za pružanje privremene potpore na tržište rada, potaknule ulaganja u javnu infrastrukturu i tvrtke za podršku. Kako bi se osiguralo da se oporavak održi i da bi se dugoročno održao potencijalni rast zemalja europodručja, politika se usredotočila s kratkoročnog upravljanja potražnjom na strukturne mjere na strani ponude. Iz toga su proizašle preporuke Europske komisije za provođenje strukturnih reformi u zemljama koje su najviše bile pogođene financijskom krizom.

Financijska kriza pokazala je kako vanjske i unutarnje neravnoteže u jednoj zemlji mogu negativno utjecati na drugu zemlju u Europskoj uniji. Stoga je odgovornost za praćenje makroekonomskih neravnoteža 2011. godine stavljena na raspolaganje Europskoj komisiji. Europska komisija (2019c) definira ulogu postupka makroekonomske neravnoteže (engl. *macroeconomic imbalance procedure, MIP*) kao identifikaciju, sprječavanje i rješavanje pojava mogućih štetnih makroekonomskih neravnoteža koje bi mogle negativno utjecati na ekonomsku stabilnost u određenoj zemlji Europske unije, europodručju ili Europskoj uniji kao cjelini. Makroekonomske neravnoteže prate se kao dio Europskoga semestra (engl. *the European Semester*), odnosno šestomjesečnog ciklusa praćenja i koordinacije politike zemalja Europske unije. Ako zemlja unutar MIP programa ima prekomjernu neravnotežu, ona može dobiti preporuke za promjenu politike te može ući u postupak prekomjerne neravnoteže (engl. *excessive imbalance procedure, EIP*). Cilj mehanizma EIP je osigurati provođenje plana smanjenja unutarnjih i vanjskih neravnoteža od strane vlada zemalja unutar MIP programa u suradnji s Europskom komisijom.

De Grauwe i Ji (2013a) smatraju kako Europska središnja banka ima značajan utjecaj u oblikovanju očekivanja na financijskim tržištima za vrijeme panike. Autori navode kako su financijska tržišta nakon stvaranja krize javnog duga davala lažne signale jer su ulagači bili vođeni panikom i strahom. Prema autorima, to je dovelo do umjetno visokih razlika u kamatnim stopama na državne obveznice između zemalja europodručja, zbog čega su donositelji odluka u institucijama Europske unije reagirali politikom štednje i time negativno utjecali na gospodarski rast.

Caporaso i Rhodes (2016.) smatraju kako Europska unija ne može povećati državnu potrošnju u istom stupnju kao Sjedinjene Američke Države s ciljem borbe protiv recesije zbog njezine podijeljene prirode institucijskoga okuženja, odnosno ne može voditi uspješnu protucikličnu fiskalnu politiku.

Caselli, Centeno i Tavares (2016.) navode kako u obzir treba uzeti efekte prelijevanja od politika jedne zemlje članice europodručja na drugu, ali i promovirati centralnu koordinaciju politika zemalja europodručja.

2.2.3. Uloga institucijskoga okruženja, fleksibilnosti tržišta rada i tržišta proizvoda u europodručju

Zemlje u europodručju imaju različito nacionalno institucijsko okruženje jer postoji različit stupanj razvijenosti tržišta rada i tržišta proizvoda. Različiti sustavi nacionalnog institucijskoga okruženja imali su ulogu u razdoblju nakon financijske krize. Prilagodba gospodarstva zemalja europodručja nakon financijske krize ovisila je o konkurentnosti tržišta proizvoda i fleksibilnosti tržišta rada.

Prema ekonomskoj teoriji, unutarnja devalvacija uzrokuje pad plaća i cijena te može imati ekspanzivan učinak jer dolazi do smanjenja sadašnjih cijena u odnosu na buduće cijene. To povećava očekivanu inflaciju. S druge strane, zbog visoke zaduženosti ekonomskih subjekata može se dogoditi suprotan efekt u kratkom roku. Zbog pada plaća i cijena može doći do teže otplate dugova, što ima kontrakcijski učinak. Proces bi trajao sve dok ne dođe do dovoljno velikog pada plaća zbog kojih bi tržište rada došlo u punu zaposlenost. Pomak prema novoj ravnoteži može uzrokovati mnoge društvene i ekonomske probleme za velik broj ljudi.

Unutarnja devalvacija ima manji trošak kada zemlje koje imaju suficit na tekućem računu naprave unutarnju revalvaciju, odnosno dopuste višu stopu inflacije i rast plaća. Međutim, nakon financijske krize teret unutarnje devalvacije bio je isključivo na deficitarnim zemljama. Suficitarne zemlje nisu poduzele mjere kako bi preuzele dio tereta u rješavanja eksternih neravnoteža. Europska komisija predložila je zemljama koje su se nosile s unutarnjom devalvacijom da naprave strukturne reforme. Prema njihovim preporukama, zemlje su trebale napraviti reformu tržišta proizvoda i reformu tržišta rada tako da se oba tržišta liberaliziraju i učine više fleksibilnima. Prema Europskoj komisiji, više fleksibilno tržište rada dovelo bi do jednostavnije i brže prilagodbe novoj ravnoteži.

S druge strane, jedno je govoriti i predlagati savršeno fleksibilno tržište rada, a drugo da se tržište rada učini više fleksibilnim nego što je bilo. Zapravo, više fleksibilno tržište rada povećalo bi pad plaća i problemi s dugom postali bi veći. Iz toga proizlazi zaključak da provođenje strukturne reforme za fleksibilizaciju tržišta rada tijekom krize nije dobro rješenje i da su zagovornici, koji

tvrde kako su zemlje koje su bile pogođene krizom trebale napraviti strukturne reforme za veću fleksibilnost plaća, zagovarali ekonomsku politiku koja bi pogoršala situaciju.

Europska komisija ne spominje kako će se zemlje s deficitom na tekućem računu ili s proračunskim deficitom tretirati drugačije nego suficitarne zemlje. Međutim, De Grauwe i Ji (2012.) napravili su analizu koja pokazuje kako u prošlosti Europska komisija nije htjela donositi simetrične odluke u procesu prilagodbe. De Grauwe i Ji kritiziraju Europsku komisiju kako je stavila pritisak na deficitarne zemlje, a ne i na suficitarne, zbog čega su se povećali deflacijski pritisci u europodručju nakon krize. Autori smatraju kako će u budućim krizama zemlje kreditori također imati više moći od zemalja dužnika jer ne postoji zajmodavac u krajnjoj nuždi na tržištima državnih obveznica[3].

Nakon što zemlje uđu u europodručje i prihvate euro kao nacionalnu valutu, takve zemlje više nemaju kontrolu nad svojom valutom. Europska središnja banka vodi monetarnu politiku koja je zajednička svim zemljama europodručja. Zbog toga zemlje izdaju dug u valuti koju ne kontroliraju. Eichengreen, Hausmann i Panizza (2003.) takvu situaciju, koja opisuje nemogućnost zemlje da posuđuje financijska sredstva u inozemstvu u vlastitoj valuti, definiraju kao iskonski grijeh (engl. *original sin*)[4]. To predstavlja problem ako dođe do krize likvidnosti. Naime, nakon što se pogorša fiskalna pozicija zemlje, ulagači smanje svoja očekivanja o mogućnosti zemlje da otplati svoje dugove. To dovodi do situacije da za novo zaduživanje države trebaju plaćati znatno više kamate. U nedostatku zajmodavca u krajnjoj nuždi, financijska tržišta mogu vršiti pritisak na države.

[3]De Grauwe i Ji (2012.) smatraju kako će bez zajmodavca u krajnjoj nuždi deficitarne zemlje ostati u strukturno slabim pozicijama u odnosu na suficitarne zemlje nakon što se tržište okrene protiv njih. Autori smatraju kako će zbog toga Europska komisija nametnuti strože uvjete prilagodbe deficitarnim zemljama i tako postati agent koji zastupa interese kreditora. Više o razlozima takvog stava u De Grauwe i Ji (2012.).

[4] Kako je objašnjeno u Eichengreen, Hausmann i Panizza (2003.), treba razlikovati tri različita pojma: iskonski grijeh, netolerantnost duga (engl. *debt intolerance*) te valutnu neusklađenost (engl. *currency mismatch*). Literatura o iskonskom grijehu svoje polazište temelji na međunarodnom tržištu kapitala i globalni portfeljima, dok se literatura o netolerantnosti duga temelji na problemu slabosti institucija zemalja u razvoju te slabih politika u razvoju. Teorija o valutnoj neusklađenosti bavi se posljedicama tih problema i kako s njima upravljaju financijske i makroekonomske vlasti.

2.3. Utjecaj krize javnog duga na zemlje europodručja

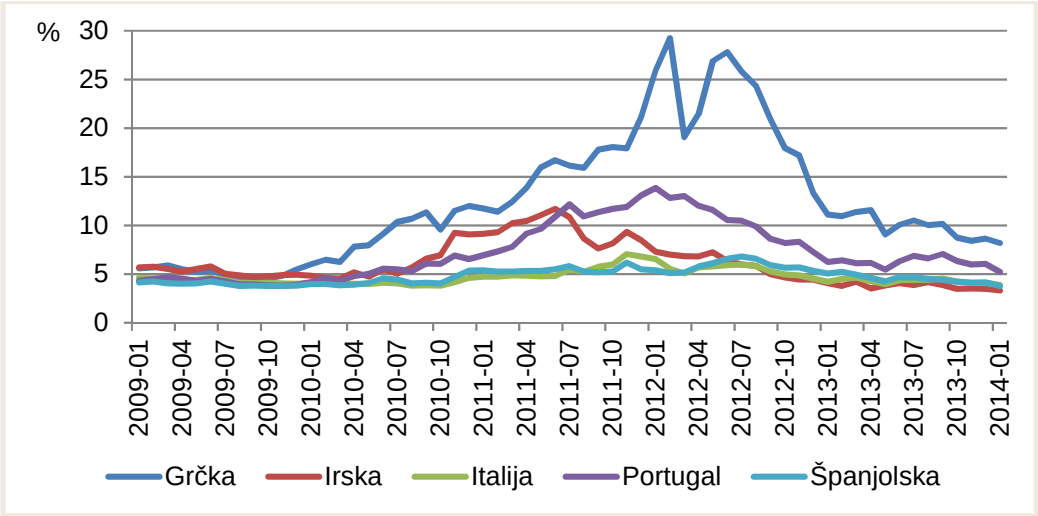
Kriza javnog duga javila se kao posljedica neriješenih problema koji su nastali nakon financijske krize iz 20008. godine. Naime, financijska kriza razotkrila je neodrživu fiskalnu politiku i visoku razinu javnog duga zemalja u europodručju. Zemlje periferije bile su manje uspješne u provođenju strukturnih reformi u poboljšanju institucijskoga okruženja. Krizu javnog duga najviše je osjetila Grčka, koja nije uspjela poduzeti fiskalne i strukturne reforme. Kako je došlo do negativnih trendova u ekonomskom rastu, smanjili su se i porezni prihodi. To je dovelo do neodržive fiskalne situacije u zemljama periferije. Nova grčka vlada krajem 2009. godine bila je prisiljena objaviti kako prethodne vlade nisu bile iskrene o veličini nacionalnoga deficita i javnog duga. Javni dug Grčke premašio je bruto domaći proizvod (BDP) zemlje. Investitori su na nove informacije o stanju javnog duga u Grčkoj odgovorili tražeći veće prinose na grčke obveznice, što je povećalo trošak dužničkoga opterećenja i zahtijevalo niz jamstava Europske unije i Europske središnje banke (ECB). Tržišta su također počela povećavati kamate obveznica u ostalim zaduženim zemljama regije koje su imale visoki udio javnog duga u BDP-u, predviđajući probleme slične onima u Grčkoj. Razlog povećanja prinosa obveznica bio je jednostavan: Ako ulagači smatraju kako postoji veći rizik za ulaganje u obveznice neke zemlje, zahtijevat će veći povrat na ulaganje kako bi nadoknadili taj rizik. Time započinje začarani krug iz kojega se zemlja koja posuđuje novčana sredstva u valuti koju direktno ne kontrolira teško može izvući bez vanjske intervencije. Potražnja za većim prinosima dovodi do viših troškova zaduživanja za zemlju u krizi, što pak dovodi do daljnjeg fiskalnoga pritiska, zbog čega investitori zahtijevaju još veće prinose. Gubitak povjerenja ulagača obično uzrokuje da prodavanje obveznica ne utječe samo na dotičnu zemlju već i na druge zemlje sa sličnim slabim javnim financijama. Tada se može govoriti o „financijskoj zarazi“.

Donositelji odluka u Europskoj uniji (EU) polako su odgovorili na krizu javnog duga jer su u početku smatrali kako je problem ograničen samo na periferne zemlje, od kojih se posebno isticala Grčka s najvišom razinom javnog duga. Kada je Grčka prihvatila euro 2001. godine, imala je visoki udio duga u BDP-u. Ulaskom u europodručje kamatne su stope na dugoročne obveznice pale. Razlog je tome što se investitori na tržištu obveznice više nisu brinuli oko visoke

inflacije ili devalvacije valute. Niske kamatne stope dovele su do višeg ekonomskog rasta, a grčka država iskoristila ih je za dodatno zaduživanje. Kako EU zahtijeva suglasnost svih nacija u Uniji, zemlje na koje u početku nije utjecala kriza javnog duga nisu bile spremne na spašavanje fiskalnih pozicija perifernih zemalja. Osim toga, do tada je primarni način djelovanja bio niz spašavanja za problematična gospodarstva kriznim paketima pomoći koji su bili usredotočeni na saniranje financijskoga sustava u europodručju. Međutim, to se promijenilo 2010. godine kada su Europska unija i Međunarodni monetarni fond Grčkoj odlučili isplatiti financijsku pomoć. Grčka i njezini vjerovnici kasnije su se dogovorili oko restrukturiranja duga, koje je postavilo temelj za još jedan krug novčane pomoći.

Zemlje članice europodručja zatim su stvorile Europski fond za financijsku stabilnost (EFSF) kako bi osigurale hitno kreditiranje zemalja u financijskim teškoćama. Uključila se i Europska središnja banka, koja je 2011. najavila plan za kupnju državnih obveznica kako se prinosi ne bi zadržali na razini koju zemlje poput Italije i Španjolske više nisu mogle priuštiti. Kasnije u 2011. godini Europska je središnja banka bankama u europodručju omogućila kredite po izuzetno niskim stopama. Naziv ovog programa bio je Operacija za dugoročno refinanciranje (LTRO). Sporiji rast zajmova uzrokovao je pogoršanje krize. Kao rezultat toga, Europska središnja banka nastojala je poboljšati bilance banaka. Iako su akcije europskih donositelja odluka pomogle stabilizaciji financijskih tržišta u kratkome roku, one su često kritizirane kao odgađanje istinskoga rješenja za kasniji datum. Pored toga, pojavio se veći problem. Iako su manje zemlje europodručja, poput Grčke, dovoljno male da ih može spasiti Europska središnja banka, velike zemlje, poput Italije i Španjolske, smatrale su se prevelikima za spas novčanim sredstavima. Smanjenje kreditnog rejtinga države (engl. *sovereign rating downgrade*) stvorilo je financijsku nestabilnost i dovelo je do efekta prelijevanja među zemljama europodručja i njihovih financijskih tržišta (Arezki, Cielon i Sy, 2011.). Efekti prelijevanja financijske krize s perifernih zemalja na druge zemlje europodručja bili su između 2008. i 2012. godine jače izraženi za Španjolsku i Italiju prema sržnim zemljama, dok su efekti prelijevanja od Portugala, Grčke i Irske manje bitni (Galariotis, Makrichoriti i Spyrou, 2015.). De Grauwe i Ji (2012.) pronalaze kako je na značajno povećanje kamatnih stopa u Portugalu, Irskoj, Grčkoj i Španjolskoj utjecalo negativno raspoloženje ulagača na financijskim tržištima.

Kriza je 2012. dosegla prekretnicu kada je predsjednik Europske središnje banke Mario Draghi najavio da će ECB učiniti "sve što je potrebno" za održavanje eurozone zajedno. Na svjetskim tržištima pojavio se optimizam, a prinosi u problematičnim europskim zemljama naglo su pali. Iako Draghijeva izjava nije direktno riješila problem, ulagačima je olakšala kupovinu obveznica manjih zemalja regije.



Slika 8: Kamatne stope u postocima na desetogodišnje državne obveznice izabranih perifernih zemalja europodručja od siječnja 2009. do siječnja 2014.

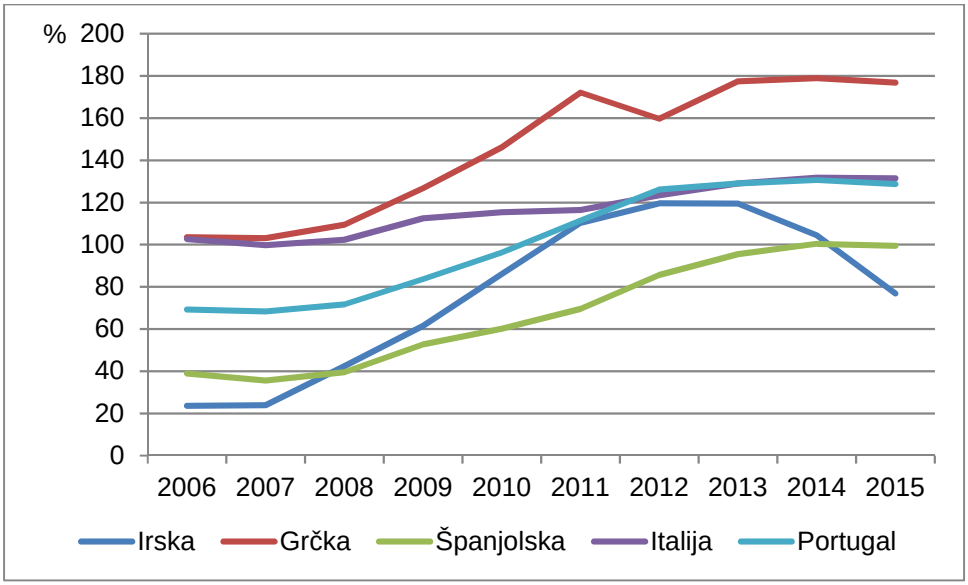
Izvor: Organisation for Economic Co-operation and Development (2018).

Glavno obrazloženje grčke krize odnosilo se na probleme s financiranjem javnog duga, a kao rješenje za to nametala se politika fiskalne konsolidacije. S druge strane, grčki su problemi i bili uzrokovani zbog trgovinske neravnoteže prije krize. Problem nedostatka konkurentnosti također je pridonio krizi uz realnu aprecijaciju tečaja i deficita na tekućem računu.

Jedan od čestih argumenata koji se spominje je da se kriza u Grčkoj mogla izbjeći da je bilo budžetske discipline. Sinn (2010.) argumentira „da se iz krize treba naučiti lekcija da valutna unija treba oklopljenu budžetsku disciplinu“ kako bi se izbjeglo stvaranje neodrživih poslovnih ciklusa. Dugoročne kamatne stope na državne obveznice zemalja europodručja koje su imale lošije javne financije značajno su narasle u odnosu na njemačke državne obveznice. Prema De Santis (2012.), to se povećanje može objasniti pomoću agregatnog regionalnog faktora rizika,

kreditnog rizika zemlje te učinkom prelijevanja grčke krize. Tijekom krize u europodručju, financijski problemi u Grčkoj prelili su se na druge zemlje europodručja. Prema Missio i Watzka (2011.), razlike u kamatnim stopama državnih obveznica među španjolskim, talijanskim i belgijskim obveznicama u odnosu na njemačke narasle su s grčkim.

De Grauwe (2013.) smatra kako je monetarna unija u europodručju pojačala kretanja u poslovnome ciklusu. Autor navodi kako su automatski stabilizatori koji su postojali na nacionalnoj razini uklonjeni, a nisu uvedeni na zajedničku razinu monetarne unije, zbog čega su zemlje članice monetarne unije postale ranjive na financijske krize.



Slika 9: Omjer bruto duga opće države i bruto domaćeg proizvoda izabranih perifernih zemalja europodručja u razdoblju od 2006. do 2015. godine

Izvor: Eurostat

Na slici 9 prikazan je omjer bruto duga opće države i bruto domaćeg proizvoda izabranih perifernih zemalja europodručja. Najzaduženija zemlja u razdoblju između 2006. i 2015. godine bila je Grčka. Njezin je udio duga opće države narastao sa 100% 2006. godine do oko 180% 2013. godine. Opći dug narastao je kod svih izabranih zemalja u razdoblju do 2012. godine. Jedino je Irska uspjela smanjiti udio duga u bruto domaćem proizvodu, i to prvenstveno višim ekonomskim rastom.

2.3.1. Utjecaj budžetskoga deficita i javnog duga na makroekonomsku stabilnost u zemljama europodručja

Prema kejnzijanskoj teoriji, kada su potrošači ograničeni s dugom i ne može se očekivati od privatnoga sektora da značajno poveća potrošnju, postoji uloga države u održavanju makroekonomske stabilnosti. Država može potaknuti ekonomski rast pomoću povećanja deficita proračuna tijekom ekonomske krize. Država bi se također trebala ponašati simetrično za vrijeme snažnog ekonomskog rasta, odnosno trebala bi imati suficit proračuna. Međutim, u praksi to nije uvijek tako. Postoje druge okolnosti, od kojih su neke političke prirode, pomoću kojih se može objasniti zašto države ignoriraju procikličnu fiskalnu politiku i formiraju proračun kako bi bio cikličan. S vremenom budžetski deficit može dovesti do visoke razine javnog duga, što može predstavljati makroekonomsku ranjivost.

U institucijskome okruženju europodručja formirana su pravila kako bi se pokušala izbjeći mogućnost da visoka razina javnog duga predstavlja problem za makroekonomsku stabilnost. Europske institucije su za vrijeme krize javnog duga u europodručju naglašavala kako bi zemlje trebale fokusirati javne financije prema cilju dugoročne održivosti. Tako bi održiva fiskalna politika zemljama uz zajedničku monetarnu politiku usmjerenu prema stabilnosti cijena pridonijela makroekonomskoj stabilnosti u zemljama europodručja. Nedostatak fiskalne discipline može dovesti do nedostatka povjerenja u održivost javnih financija. Financijska tržišta mogu zbog gubitka povjerenja tražiti više kamatne stope na javni dug, što će otežati smanjenje javnog duga. Visoke kamatne stope također mogu utjecati na smanjenje javnih i privatnih investicija, a to se može negativno odraziti na ekonomski rast. Sporiji ekonomski rast negativno utječe na održivost javnih financija zbog upitnosti o makroekonomskoj stabilnosti. Ako situacija postane kritična, može doći do negativne povratne veze između rasta kamatnih stopa na državne obveznice i javnog duga. U takvoj će situaciji izdavanje novog javnog duga dovesti do rasta kamatnih stopa što će učiniti buduća izdavanja javnog duga još skupljima. U ekstremnim situacijama, zemlja može izgubiti pristup financijskim tržištima. Tada restriktivna fiskalna politika može biti jedino preostalo rješenje kako bi se vratilo povjerenje ulagača na financijskom tržištu. Ovaj proces dodatno je zakompliciran u europodručju jer zemlje posuđuju u valuti nad

kojom nemaju kontrolu, a ne postoji eksterni fiskalni mehanizam koji bi mogao vrati i povjerenje u održivost javnih financija.

Iako dugoročna održivost fiskalne politike može biti bitna za makroekonomsku stabilnost, bitno je i kako se politika ponaša ovisno o kretanju poslovnoga ciklusa. Nedostatak fiskalne discipline može ograničiti upotrebu automatskih stabilizatora zbog pritiska na provođenje mjera štednje. Posljedica toga može biti smanjenje ekonomske aktivnosti.

De Grauwe i Ji (2015.) pronalaze kako za vrijeme financijske krize financijska tržišta mogu prisiliti vlade na provođenje politike štednje. Prema autorima, politika štednje izazvana panikom za vrijeme recesije smanjuje snagu automatskih stabilizatora i time pogoršava recesiju, što se dogodilo i u zemljama europodručja. Njihov je zaključak kako promjene u institucijskome okruženju koje su uvedene nakon krize javnog duga nisu dovoljne kako bi europodručje postalo otporno na buduće krize. Ova situacija posebno je problematična ako vlade zemalja pogođenih panikom u financijskim tržištima smatraju kako je jedini izlazak iz situacije provođenje politike štednje. Naime, politika štednje može dodatno ugroziti makroekonomsku stabilnost zbog pogoršanja recesije i smanjenja očekivanoga ekonomskog rasta u budućnosti. Makroekonomska stabilnost također se može pogoršati ako dođe do pojave društvenih nemira i političke nestabilnosti u zemlji.

Dinamika krize javnog duga u europodručju utjecala je na kretanje udjela javnog duga u bruto domaćem proizvodu zemalja koje je zahvatila kriza. Vlade tih zemalja odlučile su se na provođenje politike štednje kako bi vratile pouzdanje u održivost javnih financija. Međutim, zbog recesije, politika štednje može imati neželjeni učinak. Krugman (2012.) smatra kako je politika štednje, odnosno restriktivna fiskalna politika, u zemljama najviše pogođenima krizom javnog duga, pojačala negativna kretanja u poslovnom ciklusu u tim zemljama. Naime, autor navodi kako ulagači uzimaju u obzir stanje gospodarstva kada formiraju svoje mišljenje hoće li zemlja moći otplatiti svoj javni dug, a zbog toga politika štednje ne uspijeva smanjiti kamatne stope na državne obveznice. Prema ovoj tezi, politika štednje ima suprotan učinak u odnosu na željeni učinak. Osim što politika štednje vodi prema dubljoj krizi, ona nije uspješna niti kao sredstvo povećanja povjerenja ulagača kako će se zemlja u budućnosti moći lakše otplaćivati svoj javni

dug. Iz toga proizlazi zaključak kako politika štednje u vrijeme ekonomske krize povećava makroekonomsku nestabilnost.

Kako u europodručju postoji zajednička monetarna politika, postoji dodatan pritisak na koordinaciju fiskalnih politika nacionalnih vlada. Koordinirana fiskalna politika može doprinijeti sinkronizaciji poslovnoga ciklusa. Koordinacija politika može biti bitna za zemlje koje se nalaze u Europskoj uniji, ali izvan europodručja, te njihove vlade razmišljaju o uvođenju eura. Međutim, Fatas i Mihov (2009.) pronalaze kako uvođenje eura nije utjecalo na promjene u fiskalnoj politici koja je bila blago prociklična u europodručju. Njihovi rezultati pokazuju kako su se mjere štednje provodile za vrijeme recesije ili slabog ekonomskog rasta. Iako je fiskalna politika bila prociklična, moguće je kako dijelovi proračuna imaju protucikličnu komponentu koja je poboljšala makroekonomsku stabilnost u zemljama europodručja. Naime, autori navode kako automatski stabilizatori najviše pridonose protucikličnoj fiskalnoj politici u europodručju, a oni imaju veći utjecaj nego u Sjedinjenim Američkim Državama.

Alberto Alesina i Silvia Ardagna (2009.) smatraju kako ekspanzivna fiskalna politika bazirana na smanjenju poreza ima veći utjecaj nego povećanje državne potrošnje na rast bruto domaćeg proizvoda, a fiskalna politika kojom se smanjuje državna potrošnja bez povećanja poreza ima veći utjecaj na smanjenje proračunskog deficita i manje utječe na stvaranje recesije.

2.3.2. Posljedice promjena javnog duga na gospodarstva europodručja

Za razumijevanje kako promjena javnog duga utječe na gospodarstva europodručja, potrebno je uzeti i kontekst u kojem je došlo do promjene javnog duga. Naime, na javni jug u zemljama europodručja utjecala je financijska kriza iz 2008. godine i kriza javnog duga koja je uslijedila. Rezultat dugotrajne recesije i kratkotrajne fiskalne politike nakon financijske krize iz 2008. bilo je povećanje javnog duga. Međutim, nakon što su se poboljšali izgledi za oporavak ekonomskog rasta, donositelji odluka odlučili su kako više nije potrebna ekspanzivna fiskalna politika. Dapače, oni su smatrali kako će pomoću politike štednje uspjeti vratiti pouzdanje u održivost javnih financija te će to imati ekspanzivni rezultat na ekonomski rast.

Franks, Barkbu, Blavy, Oman i Schoelermann (2018.) navode kako je fiskalna politika u europodručju pojačala kretanja poslovnoga ciklusa. Autori smatraju kako je Pakt o stabilnosti i rastu trebao spriječiti da nacionalne fiskalne politike stvaraju negativne eksternalije na ostale zemlje u europodručju i na provođenje monetarne politike. Autori smatraju kako je prije financijske krize iz 2008. godine nadzor nad provedbom Pakta o stabilnosti i rastu bio slab, zbog čega zemlje tijekom dobrih ekonomskih vremena nisu stvorile dovoljno fiskalnog kapaciteta, pa su bile prisiljene na fiskalnu konsolidaciju za vrijeme recesije. Međutim, provođenje fiskalne konsolidacije dodatno je pojačalo negativan utjecaj recesije i amplitude u kretanjima poslovnoga ciklusa u europodručju.

Kako bi se bolje razumjele posljedice promjene javnog duga na gospodarstva europodručja, potrebno je uzeti u obzir i ekonomske prilike u kojima se nalazilo gospodarstvo europodručja nakon financijske krize. Naime, za vrijeme ekonomskog rasta monetarna politika može poništiti djelovanje fiskalne politike. Ako bi vlada odlučila voditi procikličnu fiskalnu politiku za vrijeme ekonomskog rasta, tada bi monetarna politika podizanjem ključne kamatne stope mogla ukloniti učinak ekspanzivne fiskalne politike. Ista logika vrijedi i za protucikličnu fiskalnu politiku za vrijeme ekonomskog rasta. U tom slučaju monetarna politika može smanjivanjem ključne kamatne stope djelovati ekspanzivno na ekonomski rast, zaposlenost i inflaciju te tako poništiti djelovanje politike štednje. Međutim, zemlje europodručja odlučile su provoditi cikličnu fiskalnu politiku za vrijeme recesije i dok su ključne kamatne stope bile blizu nuli. U zamci likvidnosti

pravilo da monetarna politika može poništiti utjecaj fiskalne politike više ne vrijedi. Razlog tome je što je u zamci likvidnosti konvencionalna monetarna politika ograničena jer nominalne kamatne stope ne mogu ići ispod nule[5]. U tom slučaju fiskalna politika može više utjecati na makroekonomske varijable nego u normalnim vremenima. DeLong i Summers (2012.) navode kako u zamci likvidnosti privremena ekspanzivna fiskalna politika može smanjiti dugoročne troškove otplaćivanja javnog duga. Njihovi rezultati pokazuju kako u slučaju da vlada provodi politiku s ciljem održivosti javnih financija u dugom roku, u obzir treba uzeti i dinamiku fiskalne konsolidacije za vrijeme recesije, kada se ključne kamatne stope nalaze blizu nule.

Batini, Eyraud, Forni i Weber (2014.) u pregledu literature o utjecaju fiskalne politike na ekonomski rast pronalaze kako su fiskalni multiplikatori za vrijeme zamke likvidnosti znatno viši nego u normalnim vremenima. Naime, u normalnim vremenima fiskalni multiplikator ovisi o strukturi ekspanzivne politike, odnosno radi li se o utjecaju smanjivanja poreza ili povećanja državne potrošnje na ekonomski rast. Prema autorima, u normalnim vremenima nakon tri godine fiskalni multiplikatori mogu doseći vrijednosti 2, a za vrijeme zamke likvidnosti fiskalni multiplikatori mogu u istom razdoblju postići vrijednost i do 4.

Krugman (2012.) smatra kako je potrebna ekspanzivna fiskalna politika u europodručju u zemljama koje imaju dovoljno fiskalnog kapaciteta da provedu takve politike, poput Njemačke, a takva bi politika mogla umanjiti negativan utjecaj politike štednje u zemljama najviše pogođenima krizom. Prema njegovoj ideji, to bi dovelo do poboljšanja izgleda za gospodarski oporavak u europodručju.

Krugman i Eggertsson (2011.) navode kako je jedini recept za sprječavanje recesije u slučaju naglog smanjenja duga povećana potrošnja onih agenata koji nisu opterećeni visokom razinom duga. Naime, autori navode kako država treba povećati svoju potrošnju, a čak ni nominalne kamatne stope blizu nule ne trebaju biti dovoljne za poticanje potrošnje. Zato autori predlažu kako privremeni porast državne potrošnje neće smanjiti privatne investicije, nego će dovesti do

[5] Iako u ekonomskoj literaturi postoje radovi koji razmatraju utjecaj negativnih ključnih kamatnih stopa na provođenje monetarne politike, ne postoji konsenzus o tom utjecaju. Kada su se neke ekonomije našle u zamci likvidnosti nakon financijske krize, središnje banke radije su se odlučile na provođenje nekonvencionalnih monetarnih politika, poput kvantitativnog labljenja.

povećanja potrošnje od strane dužnika. Njihovo je razmišljanje konzistentno s Fisherovom idejom o deflaciji uzrokovanoj dugom, a proces oporavka, koji ovisi o mogućnosti dužnika da otplate svoje dugove, sličan je Koovoj ideji o recesiji uzrokovanoj lošim stanjem bilanca.

2.3.3. Utjecaj fiskalnih pravila na promjenu javnog duga

Fiskalna pravila određuju ograničenja na fiskalnu politiku. Njihov je cilj usmjeriti fiskalnu politiku na dugoročnu održivost, kao i promovirati fiskalnu disciplinu. Bez fiskalnih pravila vlada neke zemlje može imati poticaj prekoračiti održiv strukturni deficit proračuna kako bi povećala izglede na idućim izborima. Međutim, fiskalna pravila sprječavaju preveliku državnu potrošnju vlada kako bi javni dug dugoročno bio održiv. Ova uloga pravila izražena je u dobrim ekonomskim vremenima, kada se vlade potiču na niske deficite ili uravnotežen proračun s ciljem povećanja fiskalnog kapaciteta u lošim ekonomskim vremenima. Fiskalna pravila u Europskoj uniji određena su Ugovorom iz Maastrichta. Prema Ugovoru, udio javnog duga u bruto domaćem proizvodu (BDP) ne smije prijeći 60%.

Fiskalna pravila standardni su koncept u ekonomskoj teoriji o monetarnoj uniji. Ako bi zemlje u monetarnoj uniji mogle imati visoki udjel javnog duga u bruto domaćem proizvodu i visoki proračunski deficit, to bi moglo narušiti financijsku stabilnost monetarne unije. U tom bi slučaju održivost funkcioniranja monetarne unije postala upitna. Međutim, kao što je to slučaj u Sjedinjenim Američkim Državama, gdje su savezne države također dužne držati se strogih fiskalnih pravila, postoji fiskalna unija koja može korigirati nedostatke rigidnih fiskalnih pravila.

De Grauwe i Foresti (2015.) pronalaze kako postoje dva različita režima u monetarnoj uniji. Autori navode kako u slučaju kada postoji povjerenje u stabilnost europodručja, asimetrični šokovi vode prema stabilizirajućim kapitalnim tokovima, a tada nema potrebe za upotrebom fiskalne politike protiv asimetričnih šokova, te fleksibilnost fiskalne politike nije važna. Međutim, autori navode kako je u drugom slučaju, kada ne postoji povjerenje u optimalnost monetarne unije te financijska tržišta izgube povjerenje u održivost unije, potrebna fleksibilnost fiskalne politike s ciljem održavanja financijske stabilnosti. De Grauwe i Foresti zaključuju kako

su fiskalna pravila, koja su uvedena u europodručju nakon krize javnog duga u europodručju, smanjila sposobnost vlada da uspješno riješe probleme nastale asimetričkim šokovima, a ne podupiru financijsku stabilnost i slobodno kretanje kapitala u europodručju.

Zbog kretanja poslovnoga ciklusa samo je pitanje vremena kada će doći sljedeća recesija. U tom bi slučaju rigidna fiskalna pravila mogla donijeti više štete nego koristi. Krugman (2019.) smatra kako su fiskalna pravila loša ideja jer je opsesija deficitom nakon financijske krize iz 2008. godine bila destruktivna te je dovela do politike štednje, koja je usporila ekonomski oporavak. Prema Krugmanu, državna potrošnja na infrastrukturu, obrazovni i zdravstveni sustav dugoročno je isplativa, čak i kada se uzme u obzir čista monetarna vrijednost. Ovo posebno vrijedi kada se kamatne stope na državne obveznice nalaze na niskim razinama, kao što je slučaj u određenim zemljama europodručja. U tim bi zemljama država mogla doprinijeti ekonomskom rastu te uložiti u dugoročno isplative projekte koji imaju visok povrat na ulaganje. Međutim, zemlje su ograničene fiskalnim pravilima koja mogu ograničiti državne investicije. Čak i ako određena zemlja ima dovoljno fiskalnog kapaciteta da nije ograničena pravilima iz Ugovora iz Maastrichta, neke vlade zemalja odlučile su formirati dodatna fiskalna pravila kojih se trebaju pridržavati.

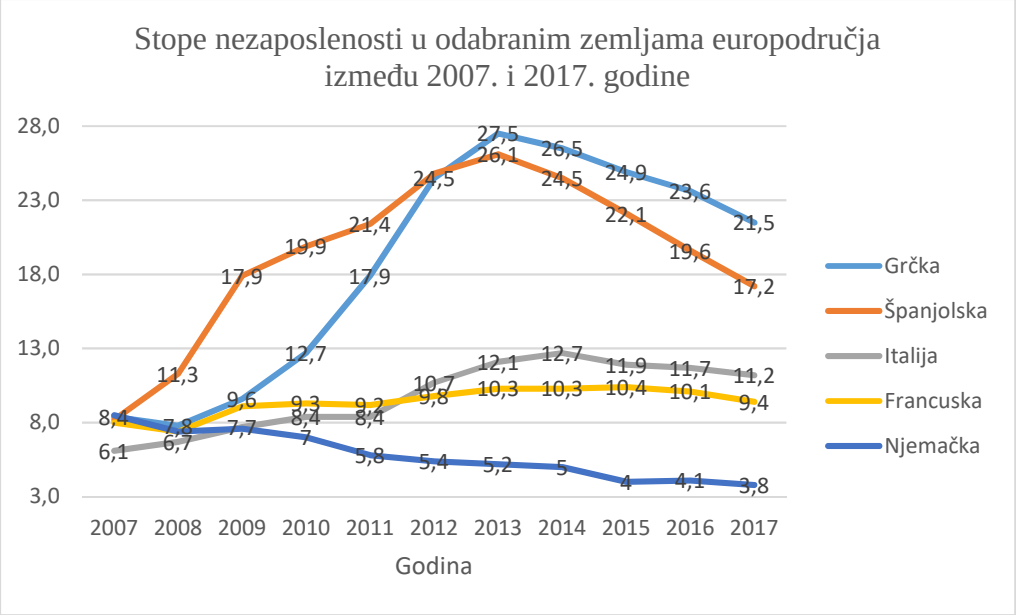
Njemačka vlada 2009. godine u njemački je ustav uvela amandman o uravnoteženom proračunu (njem. *Schuldenbremse*). Prema amandmanu, federalna vlast Njemačke ne smije imati veći strukturni deficit proračuna od 0.35% BDP-a nakon 2016. godine. Njemačke savezne pokrajine (njem. *Länder*) moraju eliminirati strukturni deficit do 2020. godine. Iznimka za ovo pravilo su prirodne katastrofe i snažne recesije. Amandman je postigao određeni uspjeh. Njemačka država uspjela je značajno smanjiti udio javnog duga u BDP-u i održavati blagi suficit proračuna. Austrija, Španjolska i Poljska uvele su sličan zakon prema kojem javni dug ne smije prijeći razinu iznad 60% BDP-a.

Iako fiskalna pravila mogu pridonijeti fiskalnoj disciplini, takva pravila također mogu imati neželjene posljedice. Ključni problem je što fiskalna pravila mogu za vrijeme krize otežati provođenje ekspanzivne fiskalne politike. Ako je fiskalna potpora ograničena, može izostati potreban fiskalni poticaj agregatnoj potražnji. Rezultat takve politike može dovesti do sporijeg ekonomskog rasta nakon krize i sporijeg pada nezaposlenosti nakon ekonomske krize.

2.4. Posljedice financijske krize i krize javnog duga u europodručju

Financijska kriza iz 2008. godine uzrokovala je dugoročne posljedice za zemlje europodručja. Mnoge od tih posljedica i danas se osjete u određenim zemljama europodručja. Došlo je do značajnog gubitka radnih mjesta, pada plaća i porasta financijske nesigurnosti za mnoge ljude u europodručju. Iako se gospodarski rast oporavio, krajem 2018. godine u Grčkoj, Italiji, Portugalu i Španjolskoj realni bruto domaći proizvod još nije dosegao razinu koju je imao 2008. godine. Te su zemlje iskusile „izgubljeno desetljeće“.

Stope nezaposlenosti u europodručju naglo su porasle nakon financijske krize iz 2008. godine (slika 10). Najvišu stopu nezaposlenosti zabilježila je Grčka, 27.5% 2013. godine. Slika pokazuje kako su periferne zemlje Grčka i Španjolska imale najveći rast nezaposlenosti, dok je stopa nezaposlenosti manje porasla u zemljama središnje Europe. Izuzetak je Njemačka, u kojoj je unatoč financijskoj krizi i krizi javnog duga stopa nezaposlenosti značajno pala. Krajem 2017. godine stopa nezaposlenosti u Njemačkoj iznosila je 3.8%. Iako je stopa nezaposlenosti pala s najviših razina u Grčkoj i Španjolskoj, ona se i dalje nalazi na visokim razinama.



Slika 10: Stope nezaposlenosti u odabranim zemljama europodručja između 2007. i 2017. godine

Izvor: Autor prema podacima iz baze podataka Eurostat

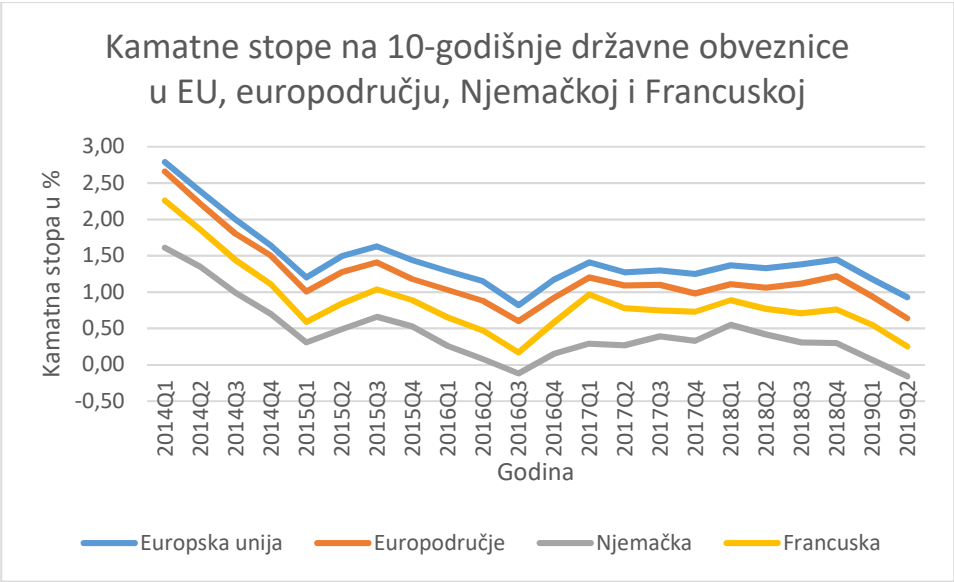
Financijska kriza iz 2008. godine dovela je do značajnog usporavanja stope rasta potencijalnog bruto domaćeg proizvoda (BDP-a) u zemljama europodručja. Snažan pad proizvodnje u odnosu na trend prije krize doveo je do smanjenja udjela radno aktivnog stanovništva u ukupnom stanovništvu. Zbog visoke nezaposlenosti u europodručju u godinama nakon krize dio radnika odlučio je izaći iz radne snage. To je smanjilo produktivni kapacitet zemalja europodručja. Ball (2014.) navodi kako je potencijalni BDP smanjen za više od 30% u Grčkoj i Irskoj, odnosno u zemljama koje su snažnije bile pogođene financijskom krizom. Budući da određene zemlje poput Grčke još uvijek nisu nadoknadile BDP koji su imale 2008. godine te su njihove stope potencijalnog rasta smanjene, izgledno je da će se gubitak proizvodnje tijekom vremena povećati.

Financijska kriza oslabila je bilance banaka u zemljama europodručja. Ostavština krize je značajan udio loših kredita u bankama zemalja južne Europe, premda je taj udio pao u odnosu na krizna vremena. Razlog pada loših kredita je djelovanje Europske središnje banke te gospodarski rast. Zbog većeg udjela loših kredita europske banke smanjile su kreditnu aktivnost koja je dodatno usporila ekonomski rast.

Kriza javnog duga uzrokovala je značajan rast udjela javnog duga u BDP-u u europodručju. Kako se razina javnog duga u mnogim zemljama nakon krize nalazila iznad 60% BDP-a, zbog fiskalnih pravila zemlje europodručja morale su imati restriktivnu fiskalnu politiku. Smanjenje državne potrošnje dodatno je otežalo oporavak gospodarstva. Politika štednje u određenim je zemljama bila toliko nepopularna da je dovela do političke nestabilnosti. Frieden (2016.) navodi kako je kriza u zemljama dužnicima dovela do rasta nezadovoljstva nacionalnim političkim institucijama i institucijama Europske unije. Iako su institucije Europske unije svojim djelovanjem postigle određen stupanj uspjeha u suzbijanju negativnih posljedica krize, u mnogim zemljama prevladava mišljenje kako taj odgovor nije bio dovoljan. Otvorilo se pitanje o ulozi europskih institucija u ekonomiji. Kriza je također dovela do pitanja je li ekonomska integracija u europodručju održiva. Budućnost uspješne Europske unije i europodručja ovisi o daljnjoj političkoj i ekonomskoj integraciji. Ako izostane potrebna integracija, europski projekt postaje upitan.

De Grauwe (2016.) smatra kako je kriza u europodručju dovela do neodrživih razina javnog duga u zemljama europodručja, što stvara deflacijske pritiske na gospodarstvo europodručja. Autor smatra kako promjena institucijskoga okruženja europodručja nakon krize javnog duga nije uspjela riješiti probleme u dizajnu europodručja.

U godinama nakon krize odgovor donositelja odluka bio je oslanjanje na ekspanzivnu monetarnu politiku kako bi se potaknuo ekonomski rast. Fokus je fiskalne politike bio na politikoj štednji s ciljem smanjenja javnog duga u europodručju. Za očekivati je kako će se takva koordinacija monetarne i fiskalne politike nastaviti i u narednim godinama. Međutim, monetarna politika ne mora nužno biti dovoljna za poticanje ekonomskog rasta zbog zamke likvidnosti i činjenice kako se ključna kamatna stopa Europske središnje banke nalazi blizu nule.



Slika 11: Kamatne stope na 10-godišnje državne obveznice u EU, europodručju, Njemačkoj i Francuskoj

Izvor: Autor prema podacima iz baze podataka Eurostat.

Napomena: Kamatne stope u kategoriji „Europska unija“ predstavljaju prosječne kamatne stope za sve zemlje Europske unije. Kamatne stope u kategoriji „Europodručje“ predstavljaju prosječne kamatne stope za sve zemlje europodručja.

Dugoročne kamatne stope na državne obveznice u zemljama europodručja nalaze se na povijesno niskim razinama (slika 11). Nakon krize javnog duga prisutan je trend smanjenja kamatnih stopa. Prosječne kamatne stope na 10-godišnje državne obveznice u Europskoj uniji i europodručju nalaze se u drugom kvartalu 2019. godine ispod 1%. U Njemačkoj su u istom kvartalu kamatne stope na državne obveznice bile negativne.

Zbog sporog ekonomskog rasta i niskih stopa inflacije u zemljama europodručja vjerojatno je kako će i dalje biti prisutne niske kamatne stope na državne obveznice. Niske stope rasta BDP-a u europodručju također su utjecale na promjenu apetita investitora za rizičnim ulaganjima. Porasla je potražnja za sigurnijim ulaganjima, što utječe na smanjenje kamatnih stopa na državne obveznice. Nakon značajnih financijskih kriza obično dolazi do sporog oporavka privatnih investicija na razine prije krize. Isto se dogodilo u europodručju nakon financijske krize iz 2008. i krize javnog duga koja je zatim uslijedila.

Blanchard, Furceri i Pescatori (2014.) navode kako došlo je do pada prirodne kamatne stope nakon krize, što ima posljedice za monetarnu i fiskalnu politiku. Autori smatraju kako su niske kamatne stope loše za monetarnu politiku jer raste vjerojatnost kako će zemlje doći u zamku likvidnosti, a tada monetarna politika postaje manje učinkovita. Međutim, prema autorima, niske kamatne stope dobre su za fiskalnu politiku jer omogućuju lakše smanjenje javnog duga i zahtijevaju smanjenu fiskalnu konsolidaciju.

U europodručju prevladavaju niske kamatne stope, stope inflacije i blagi ekonomski rast. Ovi uvjeti preduvjet su za sekularnu stagnaciju, za koju Eggertsson, Mehrotra i Summers (2016.) smatraju kako je prisutna u europodručju, ali i u mnogim drugim razvijenim zemljama. Eggertsson, Mehrotra i Summers navode kako tokovi kapitala prenose recesije u zemljama s niskim kamatnim stopama. Iz njihovog zaključka proizlazi kako monetarna politika ne može ukloniti sekularnu stagnaciju, nego samo dovoljno snažna ekspanzivna fiskalna politika. Ako je teza autora o postojanju sekularne stagnacije u europodručju točna, to bi značilo kako će gospodarski rast ostati usporen bez snažnije ekspanzivne fiskalne politike. Zbog fiskalnih pravila u europodručju i politike smanjenja javnog duga, vjerojatno je kako će izostati potreban fiskalni odgovor.

Iako je tijekom krize javnog duga bilo promišljanja o kraju projekta europodručja, takav se scenarij nije dogodio, a euro je ostao zajednička valuta (Booth et al., 2013.).

3. RAZVOJ EUROPSKE UNIJE I UTJECAJ INSTITUCIJSKOGA OKRUŽENJA NA MAKROEKONOMSKU STABILNOST I RANJIVOST EUROPODRUČJA

Europodručje je monetarna unija u kojoj je odgovornost za zajedničku monetarnu politiku prepuštena Europskoj središnjoj banci, a zemlje članice imaju odgovornost za svoju fiskalnu politiku. Zbog takvog ustroja institucijskoga okruženja postoji potreba za fiskalnom odgovornošću članica kako bi se fiskalna politika mogla koristiti u kriznim vremenima. Uz fiskalnu odgovornost smanjuje se mogućnost da fiskalna politika postane izvor ranjivosti za članicu. Ako zemlja vodi odgovornu fiskalnu politiku s niskom stopom deficita proračuna i niskim udjelom javnog duga u bruto domaćem proizvodu, onda može biti u boljoj poziciji te stimulirati svoje gospodarstvo koristeći ekspanzivnu fiskalnu politiku. Ako zemlja u krizno vrijeme uđe s visokim deficitom i javnim dugom, onda pozitivan utjecaj fiskalne politike na gospodarski rast može biti ograničen. Štoviše, fiskalni položaj može postati izvor ranjivosti prije nastanka krize.

Kako bi Europska unija bolje funkcionirala kao cjelina, donesene su odluke za unapređenje institucijskoga okruženja u Ugovoru iz Lisabona. Na razini Europske unije prihvaćene su određene fiskalne politike kojih se trebaju držati zemlje članice. Njihova uloga je poboljšanje fiskalne održivosti. Prema Europskoj središnjoj banci (2018.), to su zabrana monetarnog financiranja proračuna od strane središnje banke, zabrana privilegiranog pristupa financijskim institucijama, klauzula koja zabranjuje financijsko spašavanje država članica, mjere za izbjegavanje prekomjernih proračunskih deficita te Pakt o stabilnosti i rastu. Monetarno financiranje znači kako Europska središnja banka neće spašavati članice europodručja „tiskanjem primarnog novca“. Takav ustroj omogućava održavanje stabilnosti cijena u europodručju. Zabrana privilegiranoga pristupa odnosi se na jednakost pristupa financijskim institucijama. Drugim riječima, niti jedna nacionalna, regionalna ili lokalna vlada, nacionalne ili nadnacionalne institucije, javna poduzeća te druga tijela ne smiju imati privilegirani pristup financijskim institucijama. Klauzula o zabrani financijskog spašavanja država članica znači kako se onemogućava jednoj državi članici da preuzme dugove druge članice. Mjere za izbjegavanje prekomjernih proračunskih deficita odnose se na pravilo kako deficit proračuna ne smije prelaziti

3% proračuna te javni dug ne smije biti veći od 60% bruto domaćeg proizvoda[6]. Europska središnja banka navodi kako odluku treba li država članica ući u proceduru prekomjernog deficita donosi Vijeće za ekonomske i financijske poslove (Ecofin), koje se sastoji od ministara financija i gospodarstva iz zemalja članica Europske unije. Ako Vijeće donese odluku kako jedna ili više zemalja članica imaju prekomjerne deficite, onda one ulaze u proceduru prekomjernog deficita. To podrazumijeva praćenje od strane Vijeća, a moguće su i financijske kazne za zemlje članice koje se ne pridržavaju preporuka Vijeća. Pakt o stabilnosti i rastu jedan je od ključnih makroekonomskih pravila Europske unije. Pakt zahtijeva od zemalja članica određivanje i koordinaciju fiskalne politike kako zemlje ne bi ušle u proceduru prekomjernog deficita. Određivanje proračunskog deficita ispod 3% bruto domaćeg proizvoda moglo bi pomoći zemljama članicama osigurati održivu fiskalnu putanju proračuna i javnog duga. Cilj je Pakta održavanje makroekonomske stabilnosti u zemljama članicama.

Zemlje europodručja imaju zajedničku monetarnu politiku, a samostalnu fiskalnu politiku, koja je ograničena poštivanjem pravila iz Pakta o stabilnosti i rastu i procedurom prekomjernog deficita. Zajednička monetarna politika znači kako zemlje izgube svoju nezavisnu monetarnu politiku. Članice su ulaskom u monetarnu uniju izgubile svoju tečajnu politiku, a time i mehanizam prilagodbe na asimetrične šokove. Osim ovog problema, De Grauwe (2014.) navodi kako postoji još jedan značajan problem. Naime, De Grauwe pojašnjava kako zemlje europodručja izdaju javni dug u valuti koju ne kontroliraju, zbog čega financijska tržišta mogu onemogućiti zemljama da financiraju javni dug, dok se takav problem ne može pojaviti u zemljama koje nisu dio monetarne unije.

Još je jedna specifičnost europodručja što zemlje imaju različit stupanj financijske otvorenosti, konkurentnosti tržišta proizvoda i fleksibilnosti tržišta rada. Iz toga mogu nastati ranjivosti u europodručju koje mogu otežati prilagodbu zemalja na asimetrične šokove ili ublažavanje značajnih amplituda u kretanju poslovnoga ciklusa.

[6] Dopušteno je privremeno nepridržavanje ovog pravila u kriznim vremenima. Međutim, čak i tada putanja kretanja očekivanog javnoga duga i deficita treba težiti relevantnim stopama postavljenim u ovom pravilu.

3.1. Određenje pojma institucijskoga okruženja

Pojam institucijsko okruženje koji se koristi u ovome radu definirano je u uvodnom potpoglavlju "Definiranje problema istraživanja". Međutim, u ekonomskoj literaturi različiti autori na drugačiji način definiraju institucijsko okruženje. Schwab i Sala-i-Martin (2016.) definiraju institucijsko okruženje kao zakonodavni i administrativni okvir u kojem poduzeća, pojedinci i države međusobnim djelovanjem određuju kvalitetu javnih institucija, a institucijsko okruženje zemlje ovisi o efikasnosti i ponašanju javnih i privatnih dionika. Hodgson (2006.) definira institucije kao sustave postavljenih i prevladavajućih društvenih pravila društvenih interakcija poput jezika, financijskih sredstava i zakona. Prema Scullyju (1988.), institucijsko okruženje utječe na efikasnost i gospodarski rast, a politički otvorene ekonomije koje poštuju vladavinu prava, privatno vlasništvo i tržišnu ekonomiju imaju tri puta veći gospodarski rast od zemalja u kojima su slobode ograničene. Polazišna točka u određivanju definicije institucijskoga okruženja bilo je određenje pojma institucija prema North (1991.), koji definira institucije kao „ljudski osmišljena ograničenja koja oblikuju političke, ekonomske i društvene interakcije". Ovakva definicija podrazumijeva dvije ključne stavke. Prvo, institucije su pravila koja su postavili ljudi i ne proizlaze nužno iz prirodnih zakonitosti, i drugo, institucije imaju učinak na ponašanje.

Institucijsko okruženje može se u općenitom smislu odrediti kao zakonodavna okolina u kojoj djeluju privatne i javne institucije zemlje, odnosno kao skup formalnih zakona, pravila i regulacija te neformalnih običaja i normi koje utječu na gospodarsku aktivnost te ponašanje pojedinaca i kompanija. Međutim, takva definicija nije dovoljno uska za potrebe ovoga rada niti uzima u obzir posebnosti europodručja.

U Europskoj uniji postoji pojam „jedinstveno institucijsko okruženje". Ugovor iz Maastrichta (Commission of the European Communities, 1992.) u članku 3 definira jedinstveno institucijsko okruženje kao postojanje skupa zajedničkih europskih institucija kroz koje države surađuju, a one članice koje ne sudjeluju u takvom okruženju prihvaćaju ga iako u njega nisu uključene. To podrazumijeva kako Europska unija djeluje kroz zajedničke institucije s ciljem postizanja konzistentnosti i kontinuiteta politika.

3.2. Razvoj Europske unije od Europske ekonomske zajednice do ekonomske i monetarne unije

Nakon Drugog svjetskog rata vlade europskih zemalja shvatile su da je potrebna veća kooperacija kako bi se izbjeglo ponavljanje katastrofe. Ključno je bilo izbjeći nove vojne sukobe među europskim zemljama. Sjedinjene Američke Države pomoću Marshallovog plana potaknule su ekonomsku suradnju u europskim zemljama i nastojale zaustaviti širenje komunizma. Belgija, Luksemburg i Nizozemska 1948. godine uvele su zajedničku carinsku uniju. Iduće godine osnovano je Vijeće Europe s ciljem poticanja demokracije i vladavine prava u europskim zemljama.

Značajnija ekonomska integracija započela je osnivanjem Europske zajednice za ugljen i čelik 1952. godine od strane Njemačke, Francuske, Italije, Belgije, Luksemburga i Nizozemske (Europa, 2019.). Suradnja među europskim zemljama nastavljena je 1957. godine potpisivanjem Rimskog ugovora. Time je stvorena Europska ekonomska zajednica (engl. *European Economic Community, EEC*) te zajedničko tržište (engl. *Common Market*). Europska ekonomska zajednica uspostavila je zajedničke institucije kao što su Sud pravde i Europska skupština (engl. *European Assembly*), koja je kasnije promijenila ime u Europski parlament. Rimski ugovor tražio je razvijanje unutarnjeg tržišta Europske unije bez prepreka trgovini i jačanja konkurencije. Na zajedničkom su tržištu zemlje članice odlučile postepeno ukinuti sve carine u međusobnoj trgovini, te je stvorena carinska unija. Zemlje su kasnije odlučile imati zajedničku kontrolu nad proizvodnjom hrane. Prema Europskoj komisiji (2019d), 1962. stvorena je zajednička poljoprivredna politika (engl. *Common agricultural* policy, *CAP*), koja je osigurala pristojan život za europske farmere, pristupačnu cijenu hrane za građane te je dovela do suficita u proizvodnji hrane.

Pojavio se politički problem nedostatka Ujedinjenog Kraljevstva u zajednici. Međutim, zbog političkih i ekonomskih veza sa svojim kolonijama koje su bile dio Commonwealtha te nedostatka političke volje, Ujedinjeno Kraljevstvo nije željelo postati član Europske ekonomske zajednice kada je ona osnovana.

Tijekom 1970-ih i 1980-ih Europska ekonomska zajednica povećala je broj svojih članova. Kako navodi Gabel (2019.), Ujedinjeno Kraljevstvo, Danska i Irska su ušle u zajednicu 1973. godine, Grčka 1981. godine, a Portugal i Španjolska 1986. godine (Ujedinjeno Kraljevstvo prijavilo se za ulazak i ranije, ali francuski je predsjednik Charles de Gaulle dva puta stavio veto te blokirao ulazak UK u zajednicu). Nakon prvog proširenja počela se razvijati daljnja suradnja među zemljama u područjima regionalnog razvoja. Regionalna politika bavila se transferom financijskih sredstava za stvaranje radnih mjesta i infrastrukture u siromašnijim dijelovima, a Europski je parlament povećao svoj utjecaj, te su članovi parlamenta 1979. počeli biti birani direktno od strane građana (Europa, 2019). U 1970-ima formirana je još jedna važna institucija. Točnije, 1974. godine formirano je Europsko vijeće (engl. *European Council*), koje se sastaje dva puta godišnje kako bi odredilo dugoročne planove europskih političkih i ekonomskih integracija. Kako navodi Gabel (2019.), predsjednik Europskoga vijeća birao se među šefovima država svakih 6 mjeseci, a tek nakon prihvaćanja Lisabonskog sporazuma 2009. predsjedništvo postaje trajno na dvije i pol godine.

Tijekom 1970-ih zemlje Europske ekonomske zajednice još uvijek su imale svoje nacionalne valute. Nagle promjene tečaja na financijskim tržištima u kasnim 1960-ima i 1970-ima dovele su do ekonomskih nestabilnosti u zemljama zajednice. Europska komisija (2019d) navodi kako je 1979. formiran Europski monetarni sustav (engl. *European Monetary System*, *EMS*). Kao obračunska jedinica novog monetarnog sustava koristila se Europska valutna jedinica (engl. *European Currency Unit*, *ECU*), svojevrsna košarica valuta koja se kretala prema tečajevima nacionalnih valuta zemalja u zajednici. To je bio prvi korak prema stvaranju monetarne unije.

Kako bi došlo do poboljšanja integracije među zemljama, bilo je potrebno uvesti slobodno kretanje ljudi među zemljama. Zato su Njemačka, Francuska, kao i Belgija, Nizozemska i Luksemburg sredinom 1980-ih potpisale Schengenski sporazum, koji je postepeno ukinuo barijere kretanja ljudi. U idućim će desetljećima većina zemalja Europske unije pristupiti Schengenskom sporazumu.

Idući korak prema daljnjoj integraciji dogodio se 1986. godine, kada je potpisan Jedinstveni europski akt stvorio je temelje za šestogodišnji program usmjeren na rješavanje problema vezanih

za slobodni trgovinski promet preko granica EU-a, te tako stvara „jedinstveno tržište“ (Europa, 2019). Kasne 1980-e godine bile su politički i ekonomski turbulentne. Berlinski zid između Istočne i Zapadne Njemačke pao je 1989. godine, što je 1990. godine dovelo do ujedinjenja Njemačke (Europa, 2019.).

Prema Europskoj središnjoj banci (2008.), kao dio pregovora o daljnjoj ekonomskoj i političkoj integraciji, Europsko vijeće imenovalo je odbor stručnjaka, kojim je predsjedao Jacques Delors, s ciljem realizacije ciljeva Ekonomske monetarne unije (engl. *Economic Monetary Union*). Rezultat je bilo Delorsovo izvješće koje je osmislilo Ugovor iz Maastrichta. Taj je Ugovor postavio kriterije konvergencije koje zemlje trebaju zadovoljiti kako bi kasnije prihvatile zajedničku valutu, euro. Zemlje su ratificirale ugovor 1993. godine i tako je stvorena Europska unija.

Padom komunizma otvorio se put prema većoj ekonomskoj i političkoj integraciji između europskih zemalja. Jedinstveno europsko tržište nastalo je 1993. godine (Europa, 2019.). Prema Europskoj središnjoj banci (2008.), 1998. godine 11 je zemalja ispunilo kriterije konvergencije koji su potrebni za prihvaćanje eura. Iste je godine osnovana Europska središnja banka. Prema Europskoj komisiji (2019d), nakon desetljeća priprema, euro je formiran 1999. godine. Uspostavljena je zajednička monetarna politika za sve zemlje članice europodručja.

Nakon produbljivanja ekonomske integracije bilo je potrebno poboljšati političku integraciju. Određeni predstavnici europskih država smatrali su kako je potrebno napraviti Ustav Europske unije. Gabel (2019.) opisuje kako je 2002. Konvencijom o budućnosti Europe uspostavljen Nacrt ustava za proširenu EU. Međutim, Gabel navodi kako se postavilo pitanje uspostavljanja moći između velikih i malih zemalja članica te kako prilagoditi institucije većem broju članova. Predloženi ustav trebale su ratificirati sve zemlje članice, ali to se nije dogodilo jer su Francuska i Nizozemska odbile ustav. Ustav bi formirao funkciju europskog predsjednika, europskog ministra vanjskih poslova, javnog tužitelja te povelju o temeljnim pravima. Prema Gabelu, ustav bi proširio ovlasti Europskoga parlamenta, a EU bi dobila "pravnu osobnost" koja je podrazumijevala isključivo pravo pregovaranja većine ugovora u ime svojih članova. Lisabonski ugovor zamijenio je predloženi ustav i stupio je na snagu 2009. godine. Krajem 2018. godine

Europska unija imala je 28 članica, a zadnja zemlja koja je pristupila Uniji bila je Hrvatska 2013. godine.

3.2.1. Utjecaj carinske unije na trgovinsku politiku europodručja

Od ranih dana trgovinske politike EU fokus je bio na regionalnu integraciju zemalja EU i multilateralnu liberalizaciju trgovine. Dugoročni cilj dublje ekonomske integracije doveo je do jačanja trgovinskih veza među zemljama. Carinskom unijom uspostavljena je jedinstvena zajednička carinska politika prema trećim stranama. Članovi carinske unije ne mogu sami određivati carine prema drugim zemljama unutar carinske unije ili prema zemljama izvan unije. Umjesto toga, institucije Europske unije imaju ovlasti za određivanje zajedničke carine. Upravo su zajedničke vanjske carine u carinskoj uniji ključna razlika carinske unije i područja slobodne trgovine. Uz to, zemlje članice carinske unije ne mogu same sklapati ugovore o trgovini sa zemljama izvan unije. Međutim, prednost je carinske unije u tome što kod trgovinskih pregovora zemlje članice unije imaju veću pregovaračku moć kada djeluju zajedno kao unija nego što bi imale same prilikom pregovora sa zemljama izvan unije. Cilj je carinske unije postizanje lakše trgovine te dublja ekonomska suradnja među zemljama od ugovora o slobodnoj trgovini. Uvezeni proizvodi i usluge mogu se slobodno kretati unutar carinske unije bez dodatnih carinskih, administrativnih i financijskih provjera i barijera. Kako bi funkcioniranje unutarnjeg tržišta bilo učinkovitije, postoji određena centralizacija odluka na supranacionalnoj razini EU. Centralizacija trgovinske politike prinosi jačanju pregovaračke pozicije EU kod međunarodnih trgovinskih pregovora sa zemljama izvan EU. Multilateralni trgovinski pregovori doveli su do smanjenja carina koje naplaćuju zemlje EU. Iako još postoje značajnije carine na poljoprivredne proizvode iz zemalja izvan EU, ostale carine nalaze se na povijesno niskim razinama.

Prema Europskoj komisiji (2019a), carinske vlasti imaju zadaće štititi financijske interese carinske unije i zemalja članica, kao i štititi uniju od nepoštene i ilegalne trgovine, osiguravati sigurnost rezidenata unije te održavati ravnotežu između carinskih kontrola i legalne trgovine. Carinske su vlasti odgovorne za superviziju slobodne i otvorene trgovine, ali i implementaciju

zajedničke trgovinske politike i drugih politika povezanih s trgovinom te sigurnosti lanaca nabave.

Kako bi carinska unija bila djelotvornija, potrebno je uskladiti trgovinske procedure. Bourdet i Persson (2010.) tvrde kako EU zapravo nije prava carinska unija, nego više nalikuje području slobodne trgovine jer se trgovinske procedure razlikuju među zemljama EU[7]. Oni dolaze do zaključka kako bi harmonizacija trgovinskih procedura povećala izvoz u zemlje EU za 20%.

Funkcioniranje carinske unije upotpunjuje regulatorno okruženje jedinstvenog tržišta EU. Zemlje mogu biti izvan jedinstvenoga tržišta, ali imati pristup carinskoj uniji, poput Turske. Istraživanje od Ketenci (2017.) pokazalo je kako su smanjene vanjske zajedničke carine pridonijele rastu trgovine Turske za razliku od ukinutih carina na unutarnjem tržištu carinske unije. Ograničen učinak trgovine Turske sa zemljama EU objašnjavaju ograničenim pristupom Turske tržištu EU.

Globalizacija, rastuća uloga zemalja u razvoju u svjetskoj ekonomiji te tehnološke promjene predstavljaju izazove za funkcioniranje carinske unije EU. Zbog različitosti institucijskoga okruženja u zemljama Europske unije, učinak trgovinske politike EU na zaposlenost ima drugačije posljedice. Spora promjena institucijskoga okruženja u nekim zemljama može dovesti do smanjenja koristi od liberalizacije trgovine. Povećanje stupnja efikasnosti tržišta rada u zemljama rada može dovesti do smanjenja renti i veće koristi od trgovine. Kako liberalizacija trgovina ne stvara jednake koristi za sve uključene strane, određene grupe ljudi u nekim zemljama EU mogu snositi negativne posljedice trgovine. U tom slučaju moglo bi biti potrebno restrukturiranje tržišta rada s ciljem preraspodjele dijela koristi od slobodne trgovine prema onima koji trpe negativne posljedice (nezaposlenost i dr.). Tako bi koristi od trgovine bile više rasprostranjene.

[7] Prema Bourdet i Persson (2010.), pojam trgovinske procedure uključuje carinsku praksu i zahtjeve za dokumentacijom potrebnom kako bi proizvodi i usluge prošle nacionalne granice. Carinska praksa pokriva korištenje informacijske tehnologije i drugih tehnika poput upravljanja rizika.

3.2.2. Učinci uvođenja eura u zemljama europodručja

Zemlje EU ne trebaju biti dio europodručja kako bi imale pristup jedinstvenom europskom tržištu. Ono daje zemljama slobodno kretanje proizvoda, usluga, kapitala i rada. Iako jedinstveno europsko tržište nudi značajne slobode, još uvijek postoje barijere kretanja rada među pojedinim zemljama.

Jedan od argumenata zašto bi neka zemlja trebala uvesti euro kao nacionalnu valutu je kako bi to prisililo njihovu vladu da unaprijedi makroekonomsku politiku i napravi strukturalne reforme, koje se mogu definirati kao liberalizacija tržišta rada i deregulacija tržišta proizvoda. Prihvaćanje eura uistinu je dovelo do ubrzanja provođenja i implementacije strukturalnih reformi na tržištu proizvoda, ali ne i na primarnome tržištu rada (Alesina, Ardagna i Galasso, 2008.)[8]. Međutim, Franks, Barkbu, Blavy, Oman i Schoelermann (2018.) pokazuju kako članstvo u europskoj monetarnoj uniji nije pridonijelo provođenju strukturnih reformi u odnosnu na reforme koje su provele ostale razvijene zemlje. Autori navode kako su osnivači europodručja očekivali da će nacionalne vlade imati poticaj za provođenje strukturnih reformi u svojim zemljama s ciljem poboljšanja produktivnosti, konkurentnosti tržišta proizvoda, ali i fleksibilnosti tržišta rada, uzevši u obzir gubitak tečaja kao alata ekonomske politike u smanjenju jaza konkurentnosti. Prema Franks, Barkbu, Blavy, Oman i Schoelermann, zemlje europodručja povećale su konkurentnost tržišta proizvoda između 1988. i 2013. godine. Mongelli i Vega (2006.) navode kako su nakon stvaranja europodručja veće zemlje bile sporije u provođenju strukturnih reformi, ali su imale više koristi od financijske integracije.

[8]U istraživanju Alesina, Ardagna i Galasso (2008.) navode tri moguća objašnjenja zašto je uvođenje eura potaknulo reforme na tržištu proizvoda. Prvo, radi se o slučajnosti. Određene zemlje su odlučile provesti reforme krajem 1990-ih, a to se vrijeme podudara s uvođenjem eura. Drugo, tvrtke su izgubile konkurentnost i tražile liberalizaciju u sektorima gospodarstva koji su proizvodili intermedijarna dobra i usluge, uključujući one s kojima se ne trguje na međunarodnom tržištu, kako bi zadržale niske troškove. Treće objašnjenje je da uvođenje eura nije bilo ekonomski bitno, nego je iskorišteno kao politički alat i opravdanje da su potrebne reforme na tržištu proizvoda.

Postoji pet makroekonomskih kriterija iz Maastrichta za članstvo u europodručju (Tablica 1). Prema kriteriju tečaja zemlja treba sudjelovati u ERM II najmanje dvije godine, što podrazumijeva da se nacionalni tečaj zemlje treba kretati u rasponu od 15% oko središnje razine u odnosu na euro. Zbog kriterija zemlja se ne može odlučiti na devalvaciju valute, a postoji i uvjet da nacionalna središnja banka bude nezavisna. Prema kriteriju inflacije godišnja stopa inflacije ne smije biti viša od 1.5% u odnosu na prosjek triju zemalja s najnižom stopom inflacije. Zatim slijede dva financijska kriterija prema kojima državne financije trebaju biti stabilne. Deficit proračuna države ne smije biti veći od 3% i dug države ne smije biti veći od 60%. Posljednji kriterij odnosi se na kriterij kamatnih stopa. Dugoročne (10-godišnje) nominalne kamatne stope na javni dug ne smiju biti veće od 2% u odnosu na prosjek triju zemalja s najnižom stopom inflacije. Europska komisija i Europska središnja banka na temelju formalne procjene odlučuju je li zemlja ispunila sve kriterije konvergencije.

Tablica 1. Pet konvergencijskih kriterija iz Maastrichta za članstvo u europodručju

Što se mjeri:	Stabilnost cijena	Zdrave javne financije	Održive javne financije	Trajnost konvergencije	Stabilnost tečaja
Kako se mjeri:	Stopa inflacije potrošačkih cijena	Državni deficit kao% BDP-a	Državni dug kao% BDP-a	Dugoročna kamatna stopa	Odstupanje od središnjeg tečaja
Kriteriji konvergencije:	Ne više od 1,5 postotnih bodova iznad stope tri najbolje države članice	Referentna vrijednost: ne više od 3% proračunskog deficita	Referentna vrijednost: ne više od 60% udjela javnog duga u BDP-u	Ne više od 2 postotna boda iznad stope tri najbolje države članice u pogledu stabilnosti cijena	Sudjelovanje u ERM II najmanje 2 godine bez ozbiljnih odstupanja

Izvor: Europska komisija (2019b)

Europski tečajni mehanizam (ERM) uvela je Europska ekonomska zajednica 1979. godine s ciljem postizanja stabilnosti tečajeva europskih zemalja. Europski tečajni mehanizam II (engl. *The Exchange Rate Mechanism*, *ERM II*) zamijenio je ERM 1999. godine. Glavna mu je svrha

smanjiti volatilnost kretanja tečaja između eura i drugih valuta kako bi se održala ekonomska i financijska stabilnost unutar jedinstvenog europskoga tržišta. Prije nego što zemlja može prihvatiti euro kao službenu valutu, mora biti u ERM II barem dvije godine kako bi se što bolje pripremila za prihvaćanje eura. Ostanak u ERM II također je jedan od kriterija konvergencije koje neka zemlja treba zadovoljiti kako bi ušla u europodručje. To vrijeme vlada države može iskoristiti za implementiranje politike s ciljem postizanja stabilnosti i brže konvergencije.

Nakon što zemlja uđe u ERM II, kretanje njihove nacionalne valute ne smije biti više od 15% od središnje razine. Zemlje imaju pravo odabrati i uži raspon kretanja tečaja kojega se onda moraju držati. Ako se tečaj pomakne više od dozvoljenog raspona, potrebna je intervencija nacionalne središnje banke zemlje s ciljem da se tečaj vrati u dozvoljeni raspon. Ulazak u ERM II donosi i određene rizike. Iako država može biti odlučna u svojim nastojanjima da održi stabilan tečaj, zbog uskog raspona kretanja tečaja može biti ranjiva na špekulativne napade. Ako središnja banaka odgovori na takve napade intervencijom na tržištu deviza, to može dodatno povećati volatilnost tečaja.

Sve zemlje Europske unije osim Danske trebaju prihvatiti euro kao svoju nacionalnu valutu. Odluka o datumu ulaska u europodručje ostavljena je vladama država Europske unije, ali pod uvjetom da je zemlja ispunila sve kriterije. Ti se kriteriji odnose na održavanje niske inflacije dugoročnih kamatnih stopa na državne obveznice ispod određene razine, poštivanje pravila Pakta o stabilnosti i rastu te ulazak u ERM II. Nacionalni zakoni također trebaju biti usklađeni regulacijama Europske središnje banke. Međutim, ulazak zemlje u ERM II može dovesti do ranjivosti zemlje na šokove. Nakon što zemlja odredi kretanje nominalnog tečaja unutar određenog raspona, zemlja izgubi alat za ublažavanje eksternih šokova.

Buiter (2005.) smatra kako zemlje koje žele ući u europodručje ne bi trebale provesti 2 godine u ERM II jer bi zbog ciljanja stope inflacije i nominalnog tečaja mogle postati ranjive na međunarodnom financijskom tržištu. Autor smatra kako bi uvjet za ulazak u europodručje trebao biti prosjek inflacije u europodručju mjereno HICP indeksom plus Balassa-Samuelson

aprecijacijska premija realnog tečaja[9]. Uvođenjem kredibilnog režima ciljane zone (engl. *target zone*) smanjuje se volatilnost tečaja jer dolazi do pada špekulantske aktivnosti, a tečaj ostaje u sredini zone značajno vrijeme (Bauer, De Grauwe i Reitz, 2007.).

Intervencije na deviznom tržištu od strane središnjih banaka zemalja koje su unutar ERM II tijekom razdoblja visoke volatilnosti na deviznom tržištu imaju implikacije i na druge zemlje koje se nalaze u sličnom položaju. To potiče njihove središnje banke na koordinirane intervencije na deviznom tržištu kako bi njihovi tečajevi ostali unutar određenog ERM II raspona kretanja (Kobor i Székely, 2004.).

Prije nastanka europodručja 1999. neki autori (Feldstein, 1997.) smatrali su kako bi zajednička valuta u najboljem slučaju dovela do malih trgovinskih i investicijskih koristi, ali bi podigla prosječnu cikličku nezaposlenost, inflaciju, pogoršala strukturnu nezaposlenost te povećala rizik od protekcionizma. Drugi autori (Wihlborg, Willett i Zhang, 2010. prema De Grauwe (1993.)) naglašavali su kako je stvaranje eura vođeno prvenstveno radi političkih interesa, te su argumentirali da europodručje ne ispunjava sve kriterije za optimalno valutno područje, što je preduvjet uspješne monetarne unije.

Prema ekonomskoj teoriji, uvođenje eura vodi prema procesu financijske konvergencije koji bi trebao povećati vezu među europskim tržištima dionica, odnosno korelaciju među tržištima dionica zemlje koja uvodi euro i drugih zemalja europodručja. Prema Billio i Pelizzon (2002.), uvođenje eura donijelo je neto korist zbog smanjenja volatilnosti za zemlje s povijesno nestabilnim tržištem dionica. Autori tu pojavu objašnjavaju pomoću veće discipline „ekonomski jakih europskih zemalja na ekonomski slabije zemlje, posebno na Italiju“.

Iako je obaveza ulaska u europodručje nametnuta državama nakon što su ušle u Europsku uniju, vlade država mogu odgoditi ulazak. U tom slučaju država će imati više vremena za usvajanje politike za makroekonomsku stabilnost i usklađivanje institucijskog okruženja sa zemljama europodručja. Iz toga proizlazi pitanje kada se zemlji najviše isplati prihvatiti euro. Prednosti

[9]Buiter (2005.) predlaže kako bi tranzicijske zemlje trebale uvesti euro kao paralelnu valutu jer bi se na taj način euroizirale postepeno, što bi bilo u skladu s kriterijima konvergencije za ulazak u europodručje. Više o razlozima zašto ERM II može učiniti zemlju ranjivu na financijske šokove u Buiter (2005.).

ranijeg prihvaćanja eura kao nacionalne valute su povećanje ekonomske i financijske integracije s europodručjem te snižavanje premije rizika zemlje, što podupire ekonomski rast (Backé i dr., 2004.). Nedostatak ranijeg prihvaćanja eura je da se zemlja ranije odriče nezavisnosti monetarne politike i fleksibilnosti nacionalne valute, što smanjuje fleksibilnost politike dok s ostalim makroekonomskim politikama ne postigne okruženje koje podupire ekonomski rast. Za neke zemlje fleksibilnost tečaja važan je alat za postizanje ciklične ravnoteže nakon ulaska u Europsku uniju. Argument za zemlje koje postanu dio Europske unije da ne prihvate euro u prvoj godini članstva je kako će tijekom vremena imati više trgovinskih veza s Europskom unijom. Prema Frankel (2004.), ekonometrijska analiza pokazuje kako rastuće trgovinske veze vode prema većoj cikličkoj korelaciji, odnosno prema cikličkoj konvergenciji. Implikacija je kako se nove članice EU mogu bolje kvalificirati za kriterij optimalnog valutnog područja nekoliko godina nakon ulaska u EU. De Grauwe i Mongelli (2005.) pronalaze kako je eruopodručje imalo značajan utjecaj na promjenu cijena na tržištu proizvoda.

Obstfeld (1997.) smatra kako će euro ukinuti nominalnu devalvaciju tečaja kao mehanizam prilagodbe na makroekonomske šokove, kojim zemlje mogu vratiti izgubljenu konkurentnost smanjenjem realnih plaća za dane nominalne nadnice. Autor smatra kako će euro izvršiti pritisak na sindikate da budu fleksibilniji u svojim zahtjevima. Alesina, Barro i Tenreyro (2002.) pronalaze kako prihvaćanje strane valute povećava bilateralnu trgovinu, te dolazi do ujednačavanja cijena među zemljama. Bekaert (2012.) smatra kako je članstvo u Europskoj uniji povećalo ekonomsku i financijsku integraciju među europskim zemljama, a uvođenje eura kao službene valute nije dovelo do veće integracije. Tržišta dionica u Češkoj, Mađarskoj i Poljskoj imala su veću pozitivnu korelaciju nakon što su zemlje ušle u europodručje nego prije ulaska (Murinde i Poshakwale, 2004.). Ovi rezultati impliciraju kako ulaskom u europodručje financijska tržišta tih zemalja postaju više integrirana i korelirana. Prema Jayaraman i Verdi (2013.), zemlje europodručja imaju gotovo tri puta veće povećanje u usporedivosti računovodstva (engl. *accounting comparability*) u odnosu na zemlje koje nemaju euro kao službenu valutu.

Europska središnja banka (2008.) navodi kako je uvođenje eura bilo pozitivno za ekonomije europodručja jer se trgovina roba i usluga povećala za oko 10% poena u odnosu na BDP, a tokovi direktnih stranih investicija povećali su se za 15% među zemljama europodručja. Prema

Europskoj središnjoj banci, euro je doprinio povećanju konkurencije i konvergencije cijena u trgovini, kao i povećanju aktivnosti spajanja i preuzimanja unutar zemalja europodručja za oko 160% te između zemalja europodručja i ostalih zemalja za 80% u proizvodnom sektoru do 2008. godine. Uvođenje eura utjecalo je na međunarodni financijski sustav. Euro je prihvaćen kao rezervna valuta kod mnogih središnjih banaka i postao je druga najvažnija valuta u međunarodnim transakcijama nakon američkog dolara.

Ideja kako postoji mogućnost raspada europodručja nije se pojavila po prvi put za vrijeme financijske krize iz 2008. godine. Mogućnost napuštanja europodručja postojala je od nastanka europodručja. Međutim, značajne tehničke poteškoće otežale bi napuštanje eura i uvođenje druge nacionalne valute, a nije ni sigurno kako bi se napuštanjem eura ekonomski problemi riješili. Vlade bi mogle donijeti odluku o napuštanju eura ako smatraju da bi realna deprecijacija mogla ukloniti značajne probleme sporog ekonomskog rasta te da ne bi došlo do previsoke inflacije nakon napuštanja eura. Uvođenjem nacionalne valute javio bi se i problem denominacije javnog duga u euru, a realna deprecijacija otežala bi servisiranje duga. Ne postoji konsenzus među autorima bi li moguće ekonomske koristi prevladale troškove te koliko bi vremena trebalo proći da bi se napuštanje eura isplatilo.

Određeni autori smatraju kako glavne prepreke za napuštanje eura leže u političkoj domeni. Zemlja koja se odluči na takav potez ne bi poštovala svoje obaveze prema drugim članicama europodručja i njihovi donositelji odluka ne bi prisustvovali diskusijama o budućem smjeru europodručja i Europske unije, što bi ih stavilo u podređeni položaj u odnosu na druge zemlje. Eichengreen (2007.) smatra kako bi ih visoke zajedničke vrijednosti, koje zemlje članice daju većem europskom projektu, spriječile u izlasku iz monetarne unije, osim u ekstremnim slučajevima. Izlazak zemlje iz Europske unije vjerojatno bi predstavljao značaj gubitak BDP-a. Prema Ottaviano i dr. (2014.), Ujedinjeno Kraljevstvo izlaskom bi izgubilo 2.2% do 9.5% BDP-a. Iako se u ekonomskoj literaturi mogu pronaći radovi o koristima uvođenja eura za Ujedinjeno Kraljevstvo (Minford, 2002.), takav se scenarij nije smatrao isplativim.

3.2.3. Odnos heterogenosti europodručja i optimalnog valutnog područja

Europodručje se može promatrati kao „prirodni eksperiment“ za teoriju optimalnog valutnog područja. U ekonomici kao društvenoj znanosti nema puno prirodnih eksperimenata za razliku od prirodnih znanosti, gdje se teorije i teze mogu lakše dokazati ili osporiti eksperimenatima. Zato europodručje pruža jedinstven uvid u funkcioniranje valutnog područja. Horvath (2003.) navodi kako postoje prednosti i nedostaci tečajnog režima. Autor smatra kako je jedinstvena valuta više efikasna nego fleksibilni tečajni režim za malu otvorenu zemlju koja ima mobilnost faktora proizvodnje u određenom geografskom području te diverzificiranu strukturu proizvodnje. Bordo, Markiewicz i Jonung (2011.) smatraju kako su koristi od monetarne unije veće ako su zemlje otvorene i ako je njihova trgovina duboko povezana s ostalim zemljama u uniji. Međutim, autori navode kako su troškovi veći ako su makroekonomski šokovi više asimetrični, te su mehanizmi prilagodbe manje učinkoviti u smanjenju tih šokova[10]. Ako mehanizmi nisu dovoljno razvijeni, onda ekspanzivna fiskalna politika može umanjiti negativne utjecaje šokova.

Prema teoriji optimalnog valutnog područja zemlje koje imaju zajedničku valutu bolje su zaštićene u slučaju da šok pogodi cijelo takvo područje. Jedinstveno valutno područje omogućava dijeljenje rizika od negativnog šoka. Ključna je pretpostavka dijeljenja rizika kako među zemljama članicama valutnog područja postoji ograničena i relativno niska razina trgovine među zemljama u obveznicama koje su denominirane u nacionalnoj valuti, odnosno u valuti koja nije zajednička cijelom jedinstvenom valutnom području. Ching i Devereux (2000.) zaključuju kako jedinstveno valutno područje podržava premisu o dijeljenju rizika koja se ne bi mogla ispuniti pod fleksibilnim tečajnim režimima.

Svako valutno područje ne treba nužno zadovoljavati uvjet optimalnosti. Mongelli (2002.) navodi uvjete kako bi se valutno područje moglo smatrati optimalnim. Uvjeti uključuju slične stope inflacije, fleksibilnost plaća i cijena, migraciju faktora proizvodnje, integraciju financijskog tržišta i tržišta rada, visoku trgovinsku otvorenost, diverzifikaciju proizvodnje i potrošnje, ali i sličnost šokova i fiskalnu te političku integraciju. Europodručje nema političku i fiskalnu uniju, a

[10]Bordo, Markiewicz i Jonung (2011.) navode kako mehanizmi uključuju fleksibilnost plaća i cijena, kao i mobilnost rada i kapitala. Ovakvo je stajalište konzistentno s teorijom optimalnog valutnog područja.

ostali su uvjeti zastupljeni u određenom stupnju. Frankel (1999.) smatra kako su od svih uvjeta iz ekonomske literature najvažniji stupanj otvorenosti i korelacija dohotka. U ekonomskoj literaturi postoje dvije paradigme oko važnosti pojedinog utjecaja. Frankel spominje Eichengreen-Krugman tezu prema kojoj jedinstvena valuta potiče ekonomiju obujma i integraciju među zemljama, zbog čega proizvodnja u tim zemljama postane više specijalizirana. Prema ovoj tezi proizlazi zaključak kako će pasti korelacija dohotka među zemljama, one će postati ranjive na šokove ponude, a krajnji rezultat bit će raspad valutnog područja. Druga paradigma odnosi se na tezu endogenosti optimalnog valutnog područja. Frankel i Rose (1998.) navode kako jedinstvena valuta ne uklanja samo transakcijske troškove promjene valute već i smanjuje ostale trgovinske troškove. Autori navode kako će tijekom vremena zemlje u valutnom području imati veću trgovinsku integraciju zbog koje će koristi od integracije rasti[11]. Dakle, Frankel i Rose zaključuju kako, čak i ako zemlje ne zadovoljavaju sve uvjete za članstvo u valutnom području, tijekom vremena će ih zadovoljiti zbog veće integracije. Mongelli (2002.) se nadovezuje na diskusiju i proširuje pojam endogenosti kako bi uključivao političku integraciju. Međutim, svi navedeni autori nisu naveli jednu ključnu mogućnost. Integracija u valutnom području može se usporiti ili zaustaviti zbog nedostatka političke volje ili promjene u političkim preferencijama donositelja odluka na razini cijelog valutnog područja.

Istraživanja su pokazala kako se europodručje ne može smatrati optimalnim valutnim područjem prema nominalnim i realnim konvergencijama (Kadarmo, 2008.). Iako euro nije optimalno valutno područje, do 2007. napravljen je određen napredak prema tome od uvođenja eura, osobito što se tiče povećanja obujma trgovine među zemljama europodručja, financijske integracije te konvergencije inflacije. Međutim, kriterij mobilnosti rada, fleksibilnosti plaća te fiskalne i političke integracije još nije bio zadovoljen (Petreski, 2007.). Frankel i Rose (1998.) pronašli su jak pozitivan odnos između stupnja intenziteta bilateralne trgovine i bilateralne korelacije poslovnih ciklusa među zemljama europodručja. Europa je udaljenija od optimalnog valutnog područja nego valutne unije u Sjedinjenim Američkim Državama i Kanadi jer je mobilnost rada i brzina prilagodbe tržišta rada niža u Europi (Eichengreen, 1991.). Prema Eichengreen (1991.),

[11] Primjerice, u Europskoj uniji postoji djelomična zajednička regulacija koja se odnosi na radno zakonodavstvo, trgovinska pravila, telekomunikacijske usluge i druge direktive te smjernice. Kako su sve zemlje europodručja ujedno i članice Europske unije, zajednička regulacija odnosi se i na njih. Ovakvo institucijsko okruženje dovodi do veće integracije u europodručju.

realni tečaj, kao standardna mjera asimetričnih šokova, te realne cijene vrijednosnica, kao mjera poticaja investitorima da ulažu produktivni kapital među regijama, bile su više varijabilne u Europi nego u SAD-u ili Kanadi.

Heterogene karakteristike europodručja očituju se u divergenciji inflacije plaća. Razlog su tome zasigurno razlike u gospodarskom rastu među zemljama članicama europodručja. Međutim, to nije jedini razlog. Prema Höpner i Lutter (2018.), zbog različitih režima određivanja plaća došlo je do dodatnog učinka divergencije plaća[12]. U koordiniranim režimima povećanje nominalnih jediničnih troškova rada bilo je ispod ciljane razine inflacije od strane Europske središnje banke, a u nekoordiniranim režimima iznad ciljane razine. Osim što u europodručju postoje različiti sustavi određivanja plaća, heterogenost europodručja vidljiva je u načinu na koji poduzeća određuju cijene. Financijska kriza pokazala je kako poduzeća u financijskom sektoru imaju važnu ulogu u stvaranju preduvjeta u razdoblju prije krize. Zbog toga su financijska poduzeća imala različit utjecaj u zemljama europodručja. Negativan utjecaj financijske krize sustavno je više utjecao na zemlje koje su bile financijski ranjivije na financijsku krizu. Gilchrist, Schoenle i Zakrajšek (2017.) smatraju kako su kod negativnog financijskog šoka poduzeća u financijski slabijim zemljama nastojala zadržati novčane tokove podizanjem marži premda je to uzrokovalo smanjenje tržišnog udjela, dok su poduzeća u zemljama s većim financijskim kapacitetom smanjila marže. Prema autorima, u monetarnoj uniji s heterogenim financijskim kapacitetom to dovodi do unutrašnje devaluacije u zemljama koje su prije krize bile u financijski boljem položaju. Iz toga proizlazi zaključak kako unilateralna fiskalna devalvacija zemalja sa slabijim financijskim kapacitetom može popraviti blagostanje cijene monetarne unije. Njihovi rezultati imaju sljedeće implikacije na oblikovanje politike. U zemljama s boljim financijskim kapacitetom poduzeća su reagirala smanjivanjem cijena, što je dovelo do pritiska na unutrašnju devalvaciju. Međutim, zbog toga u zemljama kojima je potrebna unutrašnja devalvacija cijene trebaju pasti više nego u zemljama gdje je pritisak na unutrašnju devalvaciju manji. To govori kako je formiranje cijena od strane poduzeća u europodručju dovelo do suprotnog učinka koji je potreban za unutrašnju devalvaciju, što je pojačalo trošak unutrašnje devalvacije financijski slabijih zemalja.

[12] Istraživanje je provedeno na podacima od 12 zemalja europodručja između 1999. i 2008. Istraživanje ne uključuje razdoblje nakon financijske krize, što može utjecati na rezultate sličnih istraživanja.

3.3. Utjecaj institucijskoga okruženja europodručja na makroekonomsku stabilnost

Područje europodručja predstavlja jedinstveno institucijsko okruženje u svijetu u kojemu zemlje članice imaju zajedničku monetarnu politiku pod kontrolom nezavisne Europske središnje banke s mandatom održavanja stabilnosti cijena. S druge strane određivanje fiskalne politike prepušteno je zemljama članicama koje imaju kontrolu nad formiranjem vlastitog poreznog sustava i državne potrošnje, uz određena ograničenja. Pravila pod kojima države članice smiju upravljati svojom fiskalnom politikom određena su Paktom o stabilnosti i rastu te Ugovorom iz Maastrichta. Drugim riječima, zemlje su se odrekle vlastite monetarne politike te su prihvatile ograničenja na fiskalnu politiku. To predstavlja problem u slučajevima kao što je financijska kriza, kada je potrebna državna intervencija. Naime, Europska središnja banka formira monetarnu politiku na temelju kretanja inflacije i drugih ekonomskih pokazatelja u europodručju, a ne na temelju samo jedne zemlje. Ako dođe do efekta prelijevanja krize iz jedne zemlje u drugu, ovakav pristup može dovesti do ignoriranja znakova krize prije početka krize. Monetarna politika manje je efikasna kada se gleda sa stajališta zemlje u kojoj je kriza počela. Međutim, Europska središnja banka kroz makroprudencijalnu regulaciju i superviziju može bolje utjecati na održavanje makroekonomske stabilnosti cijelog europodručja nego što bi to mogle nacionalne središnje banke.

Ograničenost fiskalne politike može se negativno odraziti na učinkovitost reakcije zemlje na negativne šokove. U slučaju negativnog šoka potražnje, ekspanzivna fiskalna politika može smanjiti ili ukloniti proizvodni jaz te vratiti kretanje BDP-a na putanju prije šoka. Međutim, može se dogoditi da zbog ograničene fiskalne politike za vrijeme krize zemlje europodručja nemaju dovoljno fiskalnog prostora za optimalnu fiskalnu politiku. U nekim slučajevima može se dogoditi i da su zemlje europodručja zbog fiskalnih pravila prisiljene voditi kontrakcijsku fiskalnu politiku u vrijeme kada je potrebna ekspanzivna fiskalna politika. To vodi prema pojačanju negativnog kretanja poslovnoga ciklusa te većih negativnih posljedica na zaposlenost, plaće i proizvodnju. Ovakvo institucijsko okruženje povećava rizik od nestabilnosti prije nego se one materijaliziraju, odnosno dodatno povećava makroekonomske nestabilnosti tijekom krize. Makroekonomska stabilnost u europodručju ne ovisi samo o monetarnoj i fiskalnoj politici nego i o stanju na tržištu proizvoda i tržištu rada koja su neujednačena u europodručju. Naime, svaka

zemlja uređuje pravila na ovim dvama tržištima. Kako institucijsko okruženje nije sasvim koordinirano u svim zemljama europodručja, mogu se pojaviti ranjivosti koje negativno utječu na makroekonomsku stabilnost. Europski donositelji odluka predlagali su strukturne reforme na tržištu proizvoda i tržištu rada kako bi se zemlje lakše prilagodile na krizu. Cilj prijedloga bio je fokusiran na povećanje produktivnosti, zaposlenosti, investicija, kao i efikasniju alokaciju resursa te poboljšanje prilagodbe na šokove. Osim što bi ove reforme pomogle pojedinim zemljama, one bi također mogle imati pozitivan utjecaj na funkcioniranje monetarne unije.

Europska središnja banka (2015.) smatra kako koordinirane reforme na tržištu proizvoda i tržištu rada imaju veći makroekonomski utjecaj nego pojedine reforme. Europska središnja banka navodi kako brze reforme imaju veće koristi u kratkom i dugom roku nego postepene promjene zbog brže prilagodbe cijena i plaća, što pomaže u poboljšanju ekonomskog rasta i zaposlenosti.

Strukturne reforme na tržištu proizvoda i tržištu rada također se mogu promatrati u kontekstu dugoročnih izazova u europodručju. Izazovi su postali više istaknuti zbog sporog oporavka bruto domaćeg proizvoda nakon financijske krize iz 2008. godine. Niska stopa rasta produktivnosti, privatnoga i javnog ulaganja te spor rast populacije zbog demografskih promjena i starenja stanovništva. Demografske promjene posebice su problematične zbog smanjenja udjela radno aktivnog stanovništva u ukupnom broju stanovnika. Poboljšanje tržišta proizvoda i tržišta rada s ciljem uključivanja većeg broja radnika u radnu snagu, povećanje ukupnoga broja radnih sati, smanjenje barijera za ulazak novih poduzeća na tržište i poticanje konkurencije neka su od rješenja koja bi mogla odgovoriti na dugoročne izazove. Drugi skup rješenja odnosi se na poboljšanje strukture europodručja kako bi se uklonile ranjivosti koje mogu nastati zbog asimetričnih šokova i endogenih divergencija u konkurentnosti i gospodarskom rastu.

3.3.1. Utjecaj zajedničke monetarne politike na gospodarski rast

Europska središnja banka zadužena je za određivanje i implementaciju zajedničke monetarne politike za sve zemlje članice europodručja. Njezin je glavni mandat održavati stabilnost cijena, koja je definirana kao postotna godišnja promjena u harmoniziranom indeksu potrošačkih cijena (engl. *Harmonised Index of Consumer Prices, HICP*) ispod 2%, ali blizu 2% u srednjem roku. Za takve ciljane stope inflacije smatra se kako su dovoljno niske da se spriječe negativni utjecaji previsoke inflacije te dovoljno visoke da se spriječi pojava deflacije. Kako monetarna politika djeluje s vremenskim pomakom, cilj održavanja stabilnosti cijena postavljen je za srednji rok. Indeks HICP mjeri promjenu cijena potrošačke košarice u svim zemljama europodručja. Stoga usmjerenost Europske središnje banke na indeks HICP prikladan je način za provedbu monetarne politike za cijelo europodručje. Iz toga proizazi kako monetarna politika ne može riješiti one ekonomske probleme koji se odnose na samo jednu zemlju europodručja, a ne i na ostale.

U oblikovanju monetarne politike Europska središnja banka služi se dvama različitim pristupima: ekonomskom analizom i monetarnom analizom. Ekonomska analiza usmjerena je na istraživanje utjecaja promjena makroekonomskih varijabli tijekom poslovnoga ciklusa kako bi se unaprijed pronašli rizici za očuvanje stabilnosti cijena. Monetarna analiza služi za istraživanje kako promjene u rastu monetarnih agregata djeluju na inflacijske pritiske u srednjem i dugom roku. Prema ekonomskoj teoriji inflacija je monetarni fenomen, te stoga monetarna politika može u dugom roku djelovati samo na stabilnost cijena, ali na poboljšanje rasta bruto domaćeg proizvoda ne može. Međutim, monetarna politika može u srednjem roku utjecati na smanjenje nominalnih kamatnih stopa, što pridonosi poboljšanju stope domaćeg proizvoda i zaposlenosti.

Kako bi jednostavnije postigla svoj cilj stabilnosti cijena, Europska je središnja banka institucija nezavisna o političkim odlukama. Ekonomska teorija smatra kako je upravo nezavisnost središnje banke ključna stavka u upravljanju očekivanja buduće inflacije. Naime, kada bi odluke o monetarnoj politici bile podložne političkoj volji, mogao bi postojati kratkoročni interes političara za nižim kamatnim stopama s ciljem povećanja dohotka. Međutim, takva bi politika u dugom roku rezultirala višom razinom inflacije. Zato je kao ključni cilj monetarne politike Europske središnje banke postavljena stabilnost cijena.

Odluke o monetarnoj politici donosi Upravno vijeće Europske središnje banke. Vijeće se sastoji od 6 članova Izvršnog odbora te 19 guvernera nacionalnih središnjih banaka zemalja europodručja. Glavni je instrument za provedbu monetarne politike ključna kamatna stopa, kojom Europska središnja banka može utjecati na stopu inflacije, gospodarski rast i zaposlenost. Europska središnja banka (2008.) navodi kako jedinstveni instrument podrazumijeva odgovornost za samo jedan mandat, odnosno kako bi veći broj mandata otežao provođenje monetarne politike i time doveo do više stope nezaposlenosti i inflacije. Ovakvo tumačenje odgovornosti središnje banke u suprotnosti je s dualnim mandatom američke središnje banke Federalnih rezervi, prema kojem je ta banka odgovorna za postizanje pune zaposlenosti i stabilnosti cijena.

Postojanje monetarne unije u europodručju može dodatno doprinijeti složenosti u formiranju ekonomske politike. De Grauwe (2013.) smatra kako monetarna unija u europodručju pojačava kretanja poslovnoga ciklusa na nacionalnoj razini. Za svoj argument autor navodi kako Europska središnja banka ne može odrediti ključnu kamatnu stopu koja će istovremeno odgovarati svim zemljama europodručja, nego je ona preniska za zemlje koje imaju snažnu poslovnu ekspanziju, a previsoka za zemlje u recesiji. Prema De Grauwe, zemlje sa snažnom ekspanzijom imaju i veće stope inflacije u odnosu na zemlje u recesiji, a ta inflacija smanjuje realne kamatne stope koje dodatno pojačavaju ekspanziju. Stoga ključna kamatna stopa Europske središnje banke može pridonijeti u formiranju endogenih divergencija u gospodarskom rastu zemalja europodručja.

3.3.2. Utjecaj financijske otvorenosti zemalja europodručja na financijska tržišta

U zadnja četiri desetljeća postoji trend konsolidacije regulatornog okruženja u financijskom sustavu te liberalizacija financijskih tržišta. Uzroci se mogu objasniti pomoću globalizacije financijskih tržišta, jačanja trgovinskih veza, ali i promjene paradigme u pristupu formiranja regulatornog okruženja, što je dovelo do smanjenja stupnja regulacije financijskih tržišta. Ključnu ulogu imalo je otvaranje financijskih tržišta, prilagodba prudencijalne regulacije promjenama u financijskom okruženju, jača uloga financijskih posrednika i veća konkurencija na tržištu financijskih proizvoda i usluga. Povećanjem financijske otvorenost može se doći do jednostavnijeg toka kapitala s manje regulatornih barijera, odnosno do povećanja direktnih stranih investicija.

Ekonomska literatura prepoznala je uvjete koji trebaju biti zadovoljeni kako bi poboljšanje financijske otvorenosti imalo koristi za gospodarstvo. Financijska otvorenost pridonosi razvoju tržišta vrijednosnica jedino ako postoji određena razina stupnja razvoja zakonodavnog sustava i institucija (Chinn i Ito, 2006.)[13]. Prema autorima, trgovinska otvorenost preduvjet je za otvaranje financijskog sustava i financijski razvoj, a razvoj bankovnog sustava je preduvjet za razvoj tržišta vrijednosnica. Međutim, mjerenje financijske otvorenosti razlikuje se ovisno o metodologiji istraživača. Iako je u to vrijeme bilo mnogo literature o učincima liberalizacije financijskog sustava, nije postojao jedinstven način mjerenja financijske otvorenosti koji bi se mogao koristiti u istraživačke svrhe. U svom kasnijem radu Chinn i Ito (2008.) predstavljaju novi indeks za mjerenje financijske otvorenosti[14].

Bekaert, Harvey i Lundblad (2005.) pronalaze kako liberalizacija tržišta vrijednosnica i otvorenost kapitalnog računa smanjuju varijabilnost rasta potrošnje. Prema njihovim zaključcima,

[13] Ovdje Chinn i Ito (2006.) kao uvjet navode visoku razinu vladavine prava, kvalitete birokracije te nisku razinu korupcije.
[14] Autori uspoređuju svoj indeks sa metodologijom Međunarodnog monetarnog fonda. Za više o informacija o razlikama u istraživanju vidi Chinn i Ito (2008.).

zemlje koje imaju otvoreniji kapitalni račun nakon što otvore tržište vrijednosnica imaju veće smanjenje varijabilnosti rasta potrošnje nego zemlje s manje otvorenim kapitalnim računom[15].
U ekonomskoj literaturi postoji mnogo radova koji povezuju financijsku otvorenost s gospodarskim rastom. Međutim, manji je broj radova koji u odnos stavljaju financijsku otvorenost i ukupnu produktivnost. Kose, Prasad i Terrones (2008.) pronalaze kako direktne strane investicije i portfeljna ulaganja povećavaju ukupnu faktorsku produktivnost. Kao jedan mogući razlog, autori navode kako financijska otvorenost može utjecati na alokaciju outputa i inputa od manje produktivnih proizvođača do produtivnijih, kao i na ulazak novih poduzeća na tržište, što može pozitivno utjecati na ukupnu faktorsku produktivnost bez značajnog povećanja zaposlenosti. Međutim, takve koristi od poboljšanja financijske otvorenosti obično se vide tek u srednjem ili dugom roku.

Zbog utjecaja globalizacije, koristi od poboljšanja financijske otvorenosti mogu se vidjeti kroz veća ulaganja u tehnologiju. Otvoreni kapitalni račun može doprinijeti razvoju financijskih tržišta jer direktne strane investicije u potrazi za većim prinosima mogu pronaći atraktivne investicije u zemljama u razvoju, koje uglavnom imaju više stope rasta od razvijenih zemalja.

Liberalizacija tržišta kapitala ne treba imati pozitivne učinke. Kratkoročna kretanja kapitala, posebice špekulativnog kapitala, mogu pridonijeti nesigurnosti, volatilnosti cijena imovina i rastu rizika. U tom slučaju liberalizacija tržišta kapitala može prouzročiti kratkoročne ekonomske nestabilnosti. Prema Stiglitz (2004.), financijska liberalizacija najviše je pridonijela prošlim financijskim i ekonomskim krizama u zemljama u razvoju. Autor smatra kako nekonzistentnost u ekonomskom rastu i kamatama kod zemalja u razvoju s niskim stupnjem razvoja tržišta vrijednosnica stvara ograničenja u korištenju financiranja države javnim dugom. S druge strane odljev kapitala za vrijeme financijske krize pridonosi pogoršanju krize. Za taj argument autor navodi financijske krize u istočnoazijskim i latinoameričkim zemljama u kasnim 1990-im godinama[16]. Obstfeld (2008.) navodi kako unatoč brojnim studijama postoji malo uvjerljivih

[15] Prema Bekaert, Harvey i Lundblad (2005.), financijska liberalizacija povezana je sa smanjenjem omjera volatilnosti rasta potrošnje i rasta BDP-a, što može ukazivati na poboljšanje dijeljenja rizika. Rezultati također pokazuju kako postoje razlike između zemalja ovisno o veličini bankarskog sektora i sektora države.
[16] Za primjer navodi kako je središnja banka u Brazilu podignula kamatnu stopu s ciljem sprječavanja odljeva kapitala iz zemlje, što se negativno odrazilo na gospodarski rast i zaposlenost. Za više informacija zašto povećanje financijske otovrenosti može dovesti do financijskih i ekonomskih nestabilnosti pogledati Stiglitz (2004.).

dokaza kako financijsko otvaranje zemalja u razvoju ima direktne pozitivne učinke na ekonomsko blagostanje ili stope rasta tih zemalja. Obstfeld nije sklon tezi kako poboljšanje financijske otvorenosti podiže ekonomsko blagostanje i provedbu reformi, ali zato smatra kako poboljšanje financijske otvorenosti povećava učestalost i snagu ekonomskih kriza. Međutim, Bekaert, Harvey i Lundblad (2011.) pokazuju kako povećanje ekonomskog rasta zbog poboljšanja financijske otvorenosti nadoknađuje gubitak rasta nakon financijskih kriza.

Sloboda kretanja kapitala jedna je od glavnih karakteristika jedinstvenog tržišta EU. Prije nego su zemlje Europske unije pristupile europodručju i preuzele euro kao službenu valutu, trebale su poboljšati financijsku otvorenost. To je pomoglo u povećanju kretanja kapitala između zemalja europodručja, ali i uklonilo tečajni rizik. Iako ne postoje ograničenja na kapitalne transakcije među zemljama na razini EU, ostale su djelomične nacionalne barijere na slobodno kretanje kapitala. Pristup EU prema financijskoj otvorenosti na tržištu europodručja temelji se na djelomičnoj harmonizaciji institucijskoga okruženja i kontroli financijskoga sektora od strane supranacionalnih institucija. To implicira kako još postoje razlike u financijskoj otvorenosti i liberalizaciji financijske industrije među zemljama europodručja. Moguće je kako novije članice EU nisu imale dovoljno vremena nakon ulaska u Uniju za poboljšanje svojih tržišta kapitala te razvoja institucijskoga okruženja u kojem će financijski sustav doći do razine koja prevladava u starijim članicama EU. Konvergencija stupnja razvoja financijskih tržišta unutar europodručja ovisi o stupnju ekonomskog razvoja zemalja i dinamici provedbe reformi institucijskoga okruženja. U europodručju postoje zemlje u razvoju koje trebaju napraviti reformu institucijskoga okruženja kako bi ubrzale konvergenciju prema bogatijim zemljama i dosegnule viši stupanj razvijenosti financijskoga tržišta.

Poboljšanje financijske otvorenosti nije imalo jednak učinak na sve zemlje nakon što su postale članice Europske unije. Zemlje Europske unije imale su koristi od članstva u Uniji, ali nema značajnijega učinka nakon što su prihvatile euro kao nacionalnu valutu (Gehringer, 2012.). Nadalje, istraživanje pokazuje kako su istočnoeuropske zemlje imale najsnažniji pozitivni učinak

na gospodarski rast, manji pozitivni učinak uočen je u Portugalu, Italiji, Irskoj, Grčkoj i Španjolskoj, a u zemljama centralne Europe nije primijećen značajan pozitivni učinak[17].

3.3.3. Utjecaj konkurentnosti tržišta proizvoda na gospodarski rast europodručja

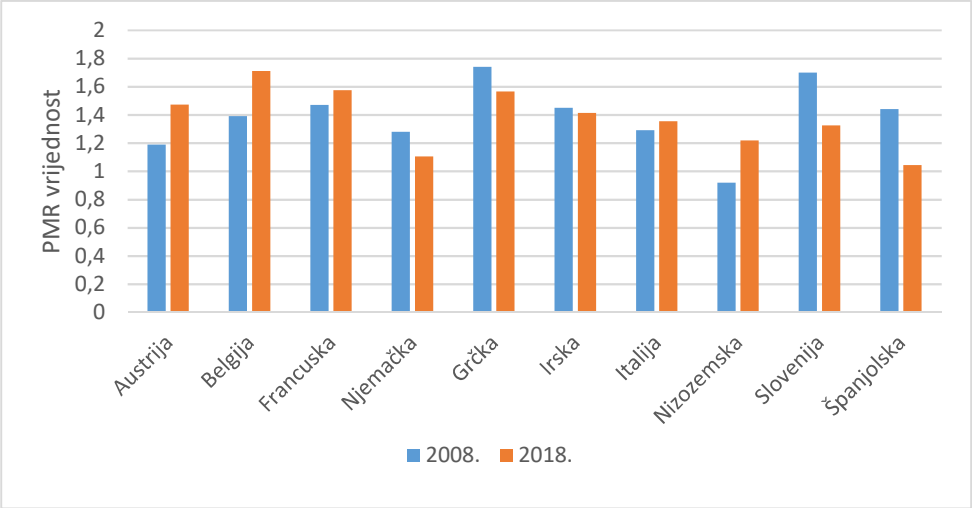
Prednosti i nedostaci reformi tržišta proizvoda ovise o načinu implementacije reformi te o redoslijedu provođenja reformi. Diskusija u ekonomskoj literaturi često se vodi oko redoslijeda provođenja reformi, odnosno je li za gospodarstvo bolje napraviti reformu tržišta rada ili tržišta proizvoda. Blanchard i Giavazzi (2001.) smatraju kako bi europske zemlje prvo trebale deregulirati tržište proizvoda jer bi onda lakše bilo napraviti potrebne reforme tržišta rada. Argument za svoju tezu autori pronalaze u ideji kako nekonkurentno tržište proizvoda nudi određenu rentu postojećim poduzećima na tržištu i sindikatima. Kada bi se prvo provela reforma tržišta proizvoda s ciljem deregulacije, tada bi se smanjile rente, što bi smanjilo otpor postojećih poduzeća i sindikata prema reformi.

Pri odabiru redoslijeda reformi potrebno je uzeti u obzir trenutačne ekonomske prilike. Moguće je kako odgovarajući redoslijed reformi ovisi o makroekonomskim uvjetima. Nakon financijske krize, Europska središnja banka snizila je nominalnu ključnu kamatnu stopu na razinu blizu 0%. Redoslijed reformi tržišta proizvoda i tržišta rada može ovisiti o zamci likvidnosti. Upravo je to zaključak u radu Eggertsson, Ferrero i Raffo (2012.), koji pronalaze kako reforme tržišta rada i tržišta proizvoda imaju učinke smanjenja inflacije te usporavaju normalizaciju kamatnih stopa. Zbog toga autori predlažu da se u ekonomijama u zamci likvidnosti prvo treba napraviti reforma tržišta rada, a kasnije reforma tržišta proizvoda.

Strukturne reforme sporo su provedene u zemljama europodručja nakon financijske krize iz 2008. godine. Sve zemlje europodručja nisu napravile potrebne reforme koje povećavaju fleksibilnost tržišta rada i konkurentnost tržišta proizvoda. Određene zemlje provele su neke od reformi na

[17] Gehringer (2012.) kao razlog navodi kako je institucijsko okruženje Europske unije pomoglo u smanjenju negativnih rizika za nove članice te im omogućilo da imaju kontinuirane deficite na tekućem računu koji su smatrani održivima u dugom roku.

tržištu proizvoda. Grčka, Njemačka, Slovenija i Španjolska smanjile su regulaciju na tržištu proizvoda. Međutim, u Austriji, Belgiji i Francuskoj došlo je do blagog rasta regulacije (Slika 11).



Slika 12: Promjena regulacije na tržištu proizvoda u odabranim zemljama europodručja između 2008. i 2018. godine

Izvor: Izračun autora prema OECD Library (2018.) indeksom PMR (engl. *Product Market Regulation*). Indeks PMR je međunarodno usporedivi skup pokazatelja koji obuhvaćaju formalne propise iz ovih područja: pravne i administrativne prepreke za poduzetništvo, prepreke međunarodnoj trgovini i ulaganjima te državna kontrola poslovnih poduzeća. Viša vrijednost indeksa znači strožu regulaciju, a vrijednost indeksa kreće se od 0 do 6.

Alesina, Ardagna i Galasso (2008.) pronalaze kako su europske zemlje brže napravile reforme tržišta proizvoda nego tržišta rada, a vladama je bilo lakše provesti strukturne reforme u lošim gospodarskim vremenima. Njihovo istraživanje pokazuje kako se regulacija tržišta proizvoda smanjuje kada dodana vrijednost i troškovi rada padaju u sektoru, odnosno kada se sektorske rente smanjuju. Iz toga proizlazi kako su tržišta proizvoda deregulirana u zemljama i sektorima koja imaju nižu zaposlenost.

Najveća potreba za reformom tržišta proizvoda i tržišta rada bila je u zemljama europodručja u kojima je došlo do naglog prestanka pozitivnog toka kapitala. Zemlje su trebale napraviti reforme s ciljem uklanjanja rigidnosti strukture gospodarstva. Europska središnja banka (2015.) navodi

procjenu Europske komisije kako su Direktiva o uslugama na unutarnjem tržištu i reforme poslovnog okruženja napravljene do sredine 2013. godine povećale produktivnost rada za 4.3% u Španjolskoj, 5.7% u Italiji, 7% u Grčkoj te 9% u Portugalu. Međutim, Europska središnja banka napominje kako su dodatne reforme potrebne kako bi se poboljšalo tržište rada i tržište proizvoda. Za primjer središnja banka navodi kako bi dodatne reforme mogle povećati BDP za 5.5% u Portugalu i 1.3% u Irskoj do 2020. te 10% u Italiji i Grčkoj u dugom roku.

Reforme tržišta proizvoda imaju svoju političku komponentu. Politička volja ovisi o trenutnoj poziciji gospodarstva u poslovnome ciklusu. U dobrim vremenima, kada postoji gospodarski rast, manji je pritisak na promjene u strukturi tržišta proizvoda. Nesigurnost ishoda reforme tržišta proizvoda može negativno utjecati na dinamiku kretanja gospodarskog rasta i na političke ciljeve. Budući da postojeća poduzeća i sindikati imaju koristi od renti na slabo konkurentom tržištu proizvoda, gdje su barijere ulaska novih poduzeća visoke, u dobrim vremenima gospodarskog rasta interes za promjenama nije visok. Pod takvim se pretpostavkama može postaviti suprotna teza, kako za vrijeme gospodarske recesije interes za promjene strukture tržišta proizvoda raste. Povećanje konkurentnosti tržišta proizvoda s političke se dimenzije može smatrati kao rješenje za postojeće gospodarske probleme.

Reforma tržišta proizvoda ne treba nužno imati pozitivne učinke u kratkom roku. Deregulacija tržišta proizvoda može dovesti do zatvaranja postojećih poduzeća zbog ulaska novih. Taj Schumpeterov proces „kreativne destrukcije“ može dovesti do privremenog rasta nezaposlenosti. Ako postoji značajan trošak otpuštanja radnika, proces se može usporiti. Zato Alesina, Ardagna i Galasso (2008.) navode kako je smanjenje troška otpuštanja radnika preduvjet za uspješno smanjenje regulacije na tržištu proizvoda.

Postoje različiti ciljevi reformi tržišta proizvoda, a oni uključuju jednostavnije osnivanje novih poduzeća, lakši ulazak poduzeća na tržište, smanjenje regulatornih barijera, carinskih i necarinskih stopa te barijera trgovini, povećanje konkurencije, ukidanje kontrole cijena ili uloge države u proizvodnji. Dodatno, reforma tržišta proizvoda često je usmjerena na smanjenje ekonomskih renti, odnosno dodatno plaćanje u odnosu na trošak koji je potreban kako bi se faktor proizvodnje upotrijebio. Postoje dva različita tumačenja je li ekonomska renta pozitivna ili

negativna za gospodarski rast. Prema jednom razmišljanju, ekonomske rente potiču poduzeća na ulaganje u fiksni kapital, istraživanje i razvoj te inovacije radi dobivanja prava na intelektualno vlasništvo. To vodi prema većem ekonomskom rastu i pozitivno je za društvo u cjelini. Drugo razmišljanje pokazuje kako poduzeća žele zadržati ekonomske rente i sadašnju poziciju na tržištu, pa se okreću moralno i socijalno upitnim metodama poput lobiranja ili korupcije. Međutim, treba razlikovati pojam ekonomske rente od ponašanja s ciljem traženja renti (engl. *rent seeking behavior*), odnosno od povećanja vlastitog bogatstva bez stvaranja novog bogatstva za društvo. U ekonomskoj teoriji postoji bogata literatura o negativnom utjecaju ponašanja s ciljem traženja renti na ekonomiju. Griffith i Harisson (2004.) pronalaze kako je razina ekonomskih renti negativno povezana sa zaposlenosti i investicijama, odnosno kako veća konkurencija pridonosi zaposlenosti i investicijama, posebno u sektoru usluga[18]. Autori navode kako zemlje s nižom prosječnom razinom renti imaju višu produktivnost, ali i produktivnost faktora proizvodnje i investicija u istraživanje i razvoj. Sličan rezultat dobili su Schwab i Werker (2018.), koji pronalaze snažnu negativnu vezu između ekonomskih renti i ekonomskog rasta, posebno u siromašnijim zemljama koje imaju slabije razvijeno institucijsko okruženje.

Jedan od ključnih ciljeva reformi tržišta proizvoda može biti povećanje konkurencije među poduzećima na tržištu. To uključuje postojeća poduzeća na tržištu, ali i nova poduzeća koja će tek ući na tržište zbog provedene reforme liberalizacije tržišta proizvoda. Prema ekonomskoj teoriji povećanje konkurencije na tržištu može voditi prema boljoj alokaciji resursa te nižim cijenama za potrošače. Veća konkurencija potiče poduzeća na veću inovativnost kako bi imala bolji tržišni položaj. Reorganizacija unutar poduzeća zbog promjene strukture tržišta proizvoda može pozitivno utjecati na rast produktivnosti. Griffith, Harrison i Simpson (2006.) potvrđuju predviđanja ekonomske teorije na istraživanju o utjecaju provedenih reformi tržišta proizvoda tijekom Programa jedinstvenog tržišta (engl. *Single Market Programme*) u ranim 1990-im godinama, koji je ukinuo barijere ulaska na tržište te regulatorne barijere trgovini. Autori pronalaze kako su napravljene reforme tržišta proizvoda povećale konkurenciju na tržištu, smanjile prosječnu profitabilnost, ali i dovele do rasta inovacija i produktivnosti.

[18]Ovo istraživanje potvrđuje teoretska predviđanja. Naime, povećanje konkurencije dovodi do približavanja cijena marginalnim troškovima, što povećava potražnju.

Ako strukturna reforma tržišta proizvoda može dovesti do rasta inovacija, koji onda vodi prema rastu produktivnosti, proizlazi implikacija kako takve reforme mogu pozitivno utjecati na gospodarski rast. U istraživanju Cincera i Galgau (2005.) navode kako povećanje ulaska poduzeća na tržište vodi višoj stopi gospodarskoga rasta, zaposlenosti, ulaganja u istraživanje i razvoj te ima pozitivan utjecaj na produktivnost rada[19]. Autori pronalaze kako su smanjenje kontrole cijena, skrivenih barijera na uvoz, kao i povećanje kvalitete regulacije te olakšavanje pokretanja novog poduzeća imali pozitivan utjecaj na ulazak i izlazak poduzeća s tržišta. Njihovo istraživanje pokazalo je kako su sektori uredskih strojeva, kompjutora, radija, televizije i komunikacija imali najviše koristi od povećanja rasta produktivnosti zbog većeg broja ulazaka i izlazaka poduzeća s tržišta.

Alesina et al. (2003.) pronalaze kako regulacija ima negativan učinak na investicije, osobito regulacija barijere ulaska na tržište. Iz toga autori zaključuju kako će regulatorna reforma tržišta proizvoda usmjerena na liberalizaciju ulaska novih poduzeća na tržište dovesti do novih investicija. Scarpetta, Hemmings, Tressel i Woo (2002.) u istraživanju na podacima iz OECD zemalja pronalaze kako ulazak novih poduzeća na tržište ima pozitivan utjecaj na rast produktivnosti, premda se uglavnom radi o malom učinku koji se razlikuje ovisno o industriji. Prema autorima, utjecaj poduzeća koja izlaze iz tržišta također je pozitivan, što upućuje na to da se radi o poduzećima s ispodprosječnim razinama produktivnosti.

[19]Cincera i Galgau (2005.) ovdje govore o pozitivnom utjecaju varijable bez laga koja se odnosi na ulazak poduzeća na tržište. Međutim, varijabla s jednim vremenskim pomakom pokazuje negativan utjecaj ulaska poduzeća na gospodarski rast, ulaganje u istraživanje i razvoj te rast zaposlenosti. Više informacija o metodi istraživanja može se naći u Cincera i Galgau (2005.).

3.3.4. Utjecaj fleksibilnosti tržišta rada na gospodarski rast europodručja

Financijska kriza u europodručju iz 2008. godine, kao i kasnija dugovna kriza, imale su značajan utjecaj na provedbu strukturnih reformi. Negativne promjene na tržištima kapitala ukazale su na potrebu za reformom tržišta rada. Promjena institucijskoga okruženja nije se dogodila istovremeno u svim zemljama europodručja. Prema Turrini, Koltay, Pierini, Goffard i Kiss (2014.), u prvoj fazi reforme su u zemljama EU uglavnom bile usredotočene na smanjenje negativnog utjecaja krize na zaposlenost. Autori navode kako su u drugoj fazi reforme bile fokusirane na povećanje fleksibilnosti tržišta rada, odnosno na fleksibilnije radno vrijeme, smanjenje zaštite rada i kolektivno pregovaranje. Oni također pokazuju kako su reforme za smanjenje poreza na rad postale rjeđe zbog fiskalnih ograničenja proračuna, odnosno politike štednje u nekim zemljama europodručja.

Donositelji odluka u europodručju nakon financijske krize smatrali su kako se reformom tržišta rada može unaprijediti gospodarski rast u zemljama europodručja. Zato su istaknuli kako provođenje strukturnih reformi može imati pozitivan utjecaj na potencijalni bruto domaći proizvod. Međutim, taj utjecaj ovisi o stupnju fleksibilnosti tržišta rada. Naime, što je tržište rada manje fleksibilno, to pozitivan utjecaj reforme tržišta rada može biti veći. Zemlje koje već imaju fleksibilna tržišta rada mogu imati manje koristi od liberalizacije tržišta rada, dok zemlje s manje fleksibilnim tržištem rada mogu očekivati značajniji utjecaj. Istu logiku koristi Fatás (2016.), koji smatra kako reforma tržišta rada može imati veće koristi za zemlje europodručja s manje fleksibilnim tržištem rada, a koje su također imale značajan pad bruto domaćeg proizvoda nakon financijske krize te krize javnog duga. Zato Fatás navodi kako bi poboljšanje tržišta rada povećalo potencijalni bruto domaćeg proizvod u Grčkoj za 20%, a od 3 do 10% u ostalim zemljama u periferiji europodručja.

Europodručje u odnosu na Sjedinjene Američke Države kontinuirano ima višu stopu nezaposlenosti. Kao jedan od razloga navodi se to što je zaštita o sigurnosti zaposlenja u SAD-u niža. Takvo je razmišljanje potaknulo neke zemlje europodručja na provođenje reforme tržišta rada koja je uključivala poticanje poduzeća na zapošljavanje radnika na određeno vrijeme. Europske zemlje nastojale su ugovorima na određeno vrijeme učiniti tržište rada fleksibilnijim

bez smanjivanja troškova otpuštanja radnika. Međutim, učinak takve reforme može imati negativne posljedice. Blanchard i Landier (2001.) pokazuju kako ugovori na određeno vrijeme dovode do češćeg zapošljavanja i otpuštanja radnika, što može dovesti do više nezaposlenosti. Autori navode kako je, čak i ako dođe do smanjenja nezaposlenosti, blagostanje radnika niže jer trebaju prolaziti kroz više kratkotrajnih poslova prije nego što dobiju stalni posao. Prema njihovom istraživanju, niži troškovi zapošljavanja radnika na određeno vrijeme potiču poduzeća na formiranje rutinskih i niže produktivnih poslova. Blanchard i Landier zaključuju kako je utjecaj ugovora na određeno vrijeme negativan za mlade radnike[20]. Slično istraživanje proveli su Alonso-Borrego, Fernández-Villaverde i Galdon-Sanchez (2005.), koji prema podacima iz Španjolske pronalaze kako ugovori na određeno vrijeme povećavaju nezaposlenost, smanjuju proizvodnju i podižu produktivnost.

Europska središnja banka (2015.) navodi kako je Španjolska provela značajnu reformu tržišta rada 2012. godine, zbog koje je do prve polovice 2013. došlo do pada jediničnih troškova rada za 50% i formiranja 25.000 novih trajnih ugovora o radu mjesečno.

Reforma tržišta rada može utjecati na gospodarski rast povećanjem produktivnosti, zaposlenosti i plaća. Međutim, utjecaj reformi nije uvijek lagano izmjeriti u kratkom roku. Zato se utjecaj reformi može bolje izmjeriti tek nakon određenog vremena. Eggertsson, Ferrero i Raffo (2012.) pronalaze kako se nakon poboljšanja fleksibilnosti tržišta rada za 10% bruto domaći proizvod povećao za 7% nakon pet godina.

Utjecaj reformi tržišta rada na gospodarski rast moguće je promatrati pomoću specifičnosti europodručja. Ulaskom u europodručje, zemlje se obvezuju koristiti euro kao nacionalnu valutu. Upravo bi uvođenje eura moglo potaknuti vlade na provedbu reforme tržišta rada. Međutim, prema Alesina, Ardagna i Galasso (2008.), uvođenje eura nije dovelo do značajnih reformi na primarnom tržištu rada. Autori pronalaze kako su jedino sekundarna tržišta rada s privremenim ugovorima o radu narasla u nekim zemljama koje nisu provele reformu primarnog tržišta rada, a

[20]Blanchard i Landier (2001.) svoje su empirijsko istraživanje proveli na mladim francuskim radnicima. Oni pronalaze kako negativan učinak prekomjernoga prevrtanja poslova (engl. *turnover*) koje je potaknuto kombinacijom ugovora na određeno i stalnih poslova može biti veće od koristi veće fleksibilnosti tržišta rada.

u vremenu prije nego su neke zemlje uvele euro kao nacionalnu valutu došlo je do usporavanja rasta.

Reforma tržišta rada s ciljem povećanja fleksibilnosti uključuje smanjenje troškova otpuštanja radnika, veću fleksibilnost u određivanju plaća na tržištu, veće oslanjanje na profesionalni menadžment, bolju suradnju u odnosima radnika i poslodavca, poboljšanje prakse zapošljavanja i otpuštanja radnika, ali i uključivanje radno neaktivnog stanovništva u radno aktivno stanovništvo. U posljednju kategoriju spada i veća participacija žena u radnoj snazi.

Utjecaj reformi tržišta rada može ovisiti o vrsti reforme i poslovnome ciklusu. Prema Duval i Furceri (2018.), smanjenje poreznog klina na rad i povećanje javne potrošnje na aktivne mjere za zapošljavanje ima velik pozitivan utjecaj u lošim gospodarskim vremenima. Autori navode kako reforme u smanjenju zaštite radnika i naknada za nezaposlene imaju pozitivne učinke u dobrim vremenima, ali mogu imati kontrakcijski učinak u lošim vremenima. Iz toga autori zaključuju kako se učinak reforme tržišta rada može poboljšati ekspanzivnom fiskalnom i monetarnom politikom.

Scarpetta, Hemmings, Tressel i Woo (2002.) navode kako visok trošak zapošljavanja ili otpuštanja radnika smanjuje produktivnost i negativno utječe na ulazak poduzeća na tržište. Autori pronalaze kako uloga zakonodavstva o zaštiti radnika nije značajna u ulasku malih poduzeća na tržište jer su ona uglavnom izuzeta iz tih propisa, ali ni na velika poduzeća jer se radi o malom utjecaju na troškove ulaska i izlaska s tržišta.

3.4. Utjecaj ranjivosti europodručja na financijske krize

Pod pojmom ranjivosti europodručja smatraju se nedostaci koji proizlaze iz utjecaja asimetričnih šokova u europodručju te uloge same strukture europodručja na formiranje divergencija između zemalja u gospodarskom rastu i konkurentnosti. Ranjivosti europodručja mogu povećati negativne utjecaje budućih financijskih kriza. Međutim, ranjivosti ne znače nužno kako će se nedostaci europodručja dogoditi. Zato je ključna uloga donositelja odluka u formiranju institucijskoga okruženja, koje će smanjiti ili ukloniti ranjivosti europodručja s ciljem boljeg funkcioniranja europodručja.

Ulaskom u europodručje zemlje su izgubile kontrolu nad nacionalnom valutom. Međutim, zemlje su nastavile stvarati javni dug u valuti koju ne kontroliraju. To može ograničiti alate ekonomske politike koje donositelji odluka imaju u slučaju financijske krize. De Grauwe (2011b) smatra kako financijska tržišta mogu gurnuti države u nesolventnost, odnosno razvijene zemlje ulaskom u monetarnu uniju postaju slične zemljama u razvoju. Autor navodi kako zbog toga europodručje postaje ranjivo na promjenu ponašanja ulagača na tržištu. Isti argument koriste Eichengreen, Hausmann i Panizza (2003.) za objašnjenje ranjivosti koje proizlaze iz izdavanja javnog duga u slučaju kada zemlja ne kontrolira vlastitu valutu. Naime, ako ulagači vjeruju kako raste rizik za državne obveznice zemlje u europodručju, onda će zahtijevati veću premiju rizika, što će povećati kamatne stope na državne obveznice. Ulagači mogu također smatrati kako donositelji odluka nemaju odgovarajuće alate ekonomske politike, te dodatno povećati pritiske na rast kamatnih stopa. Iz takvog ponašanja ulagača slijedi začarani krug iz kojega se zemlje u europodručju ne mogu same izbaviti, te njihove ekonomije dolaze u lošiju ravnotežu. Ovakav slijed događaja može se dogoditi neovisno radi li se o asimetričnom šoku ili o cikličnom kretanju gospodarstva. U takvoj situaciji moguće je da se zemlje mogu pomaknuti iz loše ravnoteže samo uz pomoć druge zemlje ili zajedničkog djelovanja institucija europodručja. Zato je ključno brzo djelovanje donositelja odluka na nacionalnoj, ali i na nadnacionalnoj razini europodručja u budućim financijskim krizama. U razdoblju prije pojave krize potrebno je unaprijediti upravljanje europodručjem s ciljem smanjenja ranjivosti i unapređenja institucijskoga okruženja europodručja.

3.4.1. Utjecaj asimetričnih šokova na zemlje europodručja

Koncept asimetričnih šokova dobio je na značaju u ekonomskoj literaturi u radu Mundella (1961.), gdje je autor promatrao ulogu takvih šokova na optimalno valutno područje. Uzevši u obzir kako je europodručje valutno područje, teorija o asimetričnim šokovima može se primijeniti i na europodručje. Asimetrični šokovi predstavljaju određenu ranjivost koja je specifična za određenu zemlju ili skupinu zemalja. Uglavnom je riječ o naglim i nepredvidljivim šokovima koji značajno promijene kretanje poslovnoga ciklusa. Prema teoriji, postoji više različitih vrsta asimetričnih šokova, ovisno o makroekonomskoj varijabli koju mijenjaju.

Formiranje eura donijelo je određenu stabilnost cijena zbog kredibilne uloge Europske središnje banke. Međutim, uvođenje eura čini zemlje europodručja ranjivima na asimetrične šokove. U kontekstu europodručja, asimetrični šokovi mogu utjecati na usporavanje ekonomskog rasta i povećavanje nezaposlenosti u jednoj zemlji europodručja, dok ostale zemlje ne trebaju snositi negativne posljedice šoka. U tom slučaju javlja se potreba realne deprecijacije u zemlji koja je negativno pogođena šokom kako bi se povećala konkurentnost njezinog gospodarstva.

Eichengreen (2007.) smatra kako su očekivanja o stabilnosti cijena snizile nacionalne kamatne stope u zemljama europodručja, ali i dovela do rasta cijena obveznica, dionica i nekretnina. Kako je cijena kapitala pala, razina investicija je porasla, a prema autoru, došlo je i do povećane potrošnje zbog učinka bogatstva kućanstava. Rezultat toga bila je niža razina nezaposlenosti i rast plaća. U godinama prije financijske krize 2007. godine, velik dio investicija odnosio se na tržište nekretnina. Utjecaj snažnoga rasta investicija bio je toliko snažan da je došlo do pojave cjenovnih balona na tržištu nekretnina. Međutim, takvo kretanje cijena nije moglo zauvijek trajati. Eichengreen napominje kako prilikom tih investicija nije došlo do značajnoga rasta produktivnosti rada, pa je došlo do gubitka konkurentnosti u zemljama europodručja koje su imale najsnažniji utjecaj cjenovnih balona. Uslijedio je iznenadan pad ekonomske aktivnosti, visoka nezaposlenost, deflacija i pad plaća dok se cijene relativno ne usklade s ostalim zemljama europodručja. Ova situacija nije nužno bila jedinstveni događaj koji se ne može ponoviti u budućim krizama. Zato donositelji ekonomskih odluka trebaju voditi računa o utjecaju asimetričnih šokova.

3.4.2. Utjecaj strukture europodručja na stvaranje endogenih divergencija u konkurentnosti i gospodarskom rastu

Asimetrični šokovi nisu jedini uzrok moguće ranjivosti europodručja. Struktura institucijskoga okruženja europodručja također može utjecati na formiranje ranjivosti. Naime, poslovni su ciklusi u europodručju sinkronizirani, ali se razlikuju u stupnju na nacionalnoj razini. Odgovornost za fiskalnu politiku i druge makroekonomske politike (osim monetarne politike) na nacionalnoj je razini. Kako je ekonomska politika podijeljena između nacionalnih država i institucija europodručja, to može dovesti do nekoordiniranih politika i divergencija u gospodarskom rastu među zemljama europodručja. Zbog toga poslovni ciklusi ne trebaju konvergirati među zemljama europodručja, tj. moguće je da će različita ekonomska politika pojačati ekonomsku ekspanziju u nekim zemljama europodručja, a recesiju u drugima.

Pierluigi i Sondermann (2018.) pokazuju kako su se makroekonomske neravnoteže djelomično smanjile u godinama nakon financijske krize, ali ipak, određene neravnoteže još uvijek postoje. Njihova prisutnost, prema autorima, znači kako se proces smanjenja neravnoteža treba nastaviti u sljedećim godinama. U istom istraživanju Pierluigi i Sondermann navode kako su nacionalne strukturalne promjene pozitivno utjecale na povećanje agregatne ponude ekonomija, povećale kapacitet prilagodbe i smanjile negativan utjecaj visokog javnog duga.

Jedan od glavnih argumenata za formiranje europodručja bio je jačanje konvergencije među zemljama. Ekonomska teorija predviđa usklađivanje poslovnih ciklusa među zemljama europodručja, ali i veću financijsku integraciju, konvergenciju cijena, kamatnih stopa i plaća. Međutim, neće se sve konvergencije dogoditi u kratkom roku. Prije će doći do konvergencije inflacije i kamatnih stopa, dok se učinci konvergencije plaća mogu promatrati samo u dugom roku. Sloboda kretanja kapitala, radnika, proizvoda i usluga u europodručju može pomoći u poboljšanju konvergencije među zemljama. Ako asimetrični šok poveća nezaposlenost u jednoj skupini zemalja europodručja u vrijeme dok postoji nedostatak ili visoka potražnja za radnicima u drugoj skupini zemalja, tada će se zbog mobilnosti rada radnici preseliti iz zemalja s visokom

nezaposlenošću u one s nižom[21]. Mobilnost rada također ovisi sadašnjoj razini plaća u zemlji u odnosu na druge zemlje u europodručju. Radnici će se kretati iz siromašnijih zemalja u bogatije zemlje europodručja. Prema ekonomskoj teoriji, kapital će se kretati prema zemljama gdje može ostvariti veći prinos, odnosno od zemalja koje su bogatije prema siromašnijim zemljama europodručja. Dakle, kapital se kreće suprotno od rada. Ovaj proces pridonosi dugoročnoj konvergenciji plaća među zemljama. Kod mobilnosti faktora proizvodnje bitno je postojeće institucijsko okruženje, odnosno struktura tržišta proizvoda, tržišta rada i financijska otvorenost. Institucijsko okruženje može pridonijeti prilagodbi cijena i plaća nakon šoka. Međutim, financijska kriza iz 2008. godine pokazala je kako kretanje kapitala prema siromašnijim zemljama europodručja može naglo prestati te imati negativan učinak na proizvodnju i zaposlenost.

Upravo problemom ekonomske konvergencije zemalja europodručja bavili su se Franks, Barkbu, Blavy, Oman i Schoelermann (2018.), koji pronalaze nominalnu konvergenciju inflacije i kamatnih stopa. Međutim, autori navode kako se realna konvergencija dohotka po stanovniku nije dogodila kod prvobitnih članica europodručja od osnutka zajedničke valute[22]. Autori smatraju kako zajednička monetarna politika u europodručju i stabilizacijska fiskalna politika nisu bile dovoljne kako bi poboljšale konvergenciju, a zapravo su pridonijele divergenciji. Franks, Barkbu, Blavy, Oman i Schoelermann pokazuju kako postoje određene rigidnosti rada u europodručju, a tokovi kapitala nisu pridonijeli povećanju produktivnosti kako bi se formirala održiva konvergencija realnih plaća.

[21] Mobilnost rada u europodručju ograničavaju sustavi socijalne zaštite te različiti neekonomski faktori (npr. ostanak u zemlji s visokom nezaposlenošću zbog obitelji ili kulturnih utjecaja). Zbog toga se ne može govoriti o potpuno savršenoj mobilnosti rada u europodručju.

[22]Franks, Barkbu, Blavy, Oman i Schoelermann (2018.) navode kako je konvergencija plaća stagnirala u ranijim godinama zajedničke valute, a čak se i obrnula nakon financijske krize 2007. godine. Iako se kod starijih članica nije mogla uočiti konvergencija realnih plaća, istraživanje je pokazalo drugačiju sliku kod novijih članica europodručja. Autori pokazuju kako su poslovni ciklusi postali ujednačeniji, ali s različitom amplitudom. Slična situacija dogodila se i kod financijske konvergencije.

4. TEORETSKA RJEŠENJA ZA RAZVOJ INSTITUCIJSKOGA OKRUŽENJA EUROPODRUČJA

Financijska kriza iz 2008. godine i kriza javnog duga ukazale su na ranjivosti postojećeg institucijskoga okruženja europodručja. Tijekom krize javnog duga u europodručju došlo je do značajnog povećanja javnog duga, što smanjuje otpornost zemalja članica za fiskalnom intervencijom u budućim krizama. Iako je Pakt o stabilnosti i rastu trebao spriječiti probleme s održivošću javnih financija, njegova je uspješnost bila ograničena. Efikasno rješavanje budućih financijskih kriza može ovisiti o poboljšanju institucijskoga okruženja europodručja.

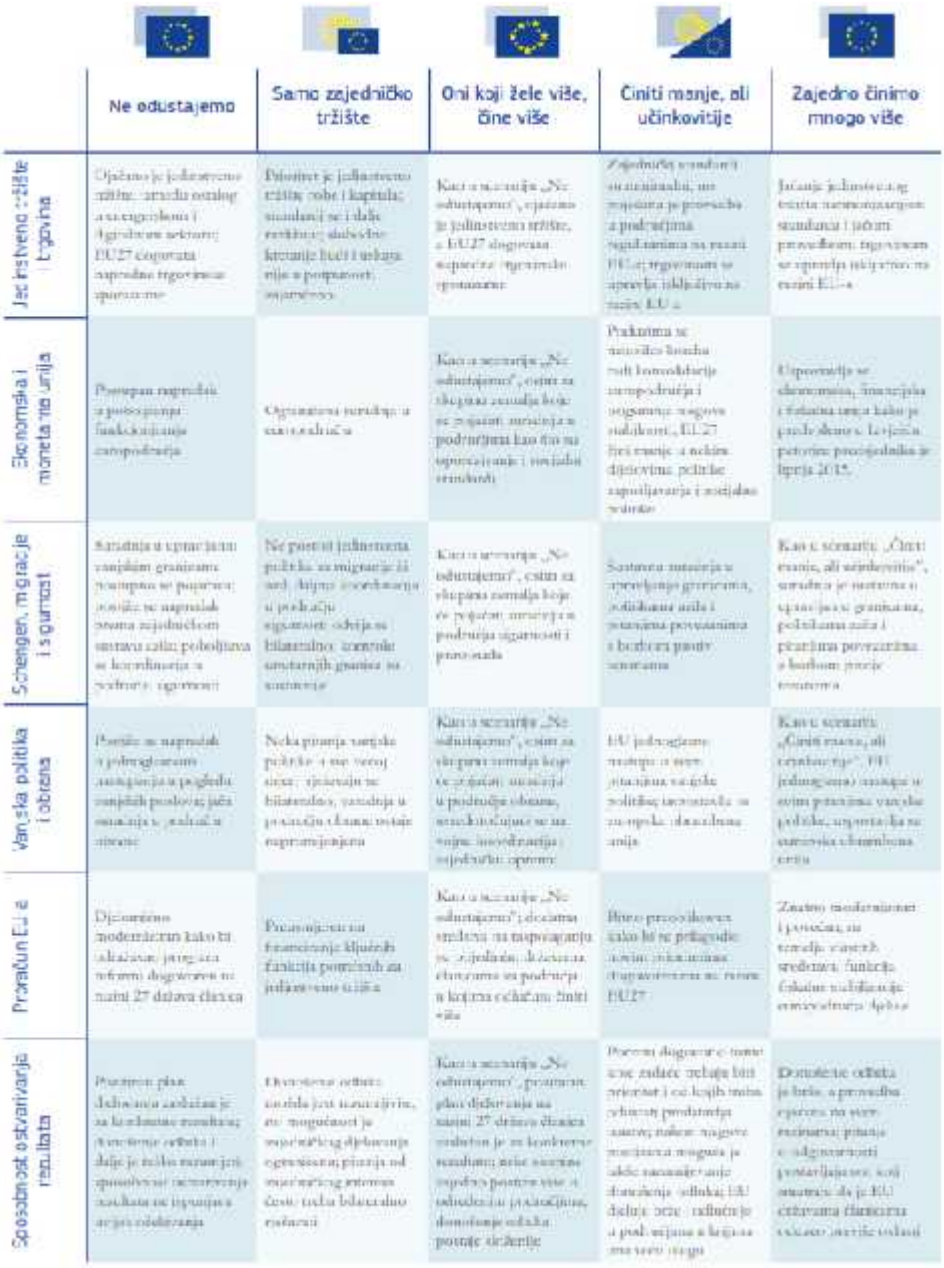
Uspostavljanje otpornijeg institucijskoga okruženja trebalo bi se usmjeriti na pripremu da se jedna ili više članica europodručja nađu u situaciji kada ne mogu otplatiti dug. Procedura u slučaju insolventnosti države članice omogućila bi efikasnije djelovanje donositelja odluka tijekom budućih financijskih kriza te bi mogla relativno pridonijeti jačanju povjerenja ulagača u odnosu na scenarij nesređene insolventnosti.

De Grauwe (2011b) smatra kako postoje dva glavna problema u monetarnoj uniji zbog kojih je potrebna državna intervencija. Autor navodi kako je prvi problem nedostatak koordinacije ekonomske politike. Naime, financijska tržišta mogu negativno utjecati na zemlje u europodručju, te je stoga potrebna zajednička koordinirana akcija. Drugi je problem postojanje eksternalije u europodručju, zbog čega je također potrebna zajednička akcija. Takva akcija može biti u obliku budžetske unije s mehanizmom automatskih transfera. Politička unija također bi mogla biti potrebna u europodručju. De Grauwe navodi kako se to može napraviti ekonomskom politikom malih koraka jer se tako politika može usredotočiti na rješavanje sadašnjih problema.

4.1. Utjecaj planiranog daljnjeg razvoja ekonomske i monetarne unije na zemlje europodručja

Glavni smjer prema kojemu donositelji odluka na razini Europske unije nastoje unaprijediti funkcioniranje europodručja jest onaj prema dovršetku bankovne unije. Naime, još nije osnovan Jedinstveni fond za sanaciju, ali nije ni formiran zajednički sustav osiguranja depozita. Svrha zajedničkog sustava osiguranja depozita u europodručju jest spriječiti negativnu petlju propasti banaka koja zatim utječe na slabljenje financijske pozicije države. Europodručje zapravo treba imati integrirana financijska i kapitalna tržišta koja tvrtkama omogućavaju lakše prikupljanje sredstava preko granica i podržavaju ulaganja. Dovršetak bankovne unije korak je u tom smjeru. Kako bi se to dogodilo, potrebno je uskladiti nacionalne propise u slučaju stečaja banaka. Donositelji odluka donijeli su Europsku uredbu o rizičnom kapitalu, koja olakšava poduzetnicima prikupljanje novčanih sredstava financiranjem rizičnog kapitala od ulagača iz cijele Europske unije. Međutim, to nije dovoljno. Europodručje treba poduzeti korake za uvođenje veće podjele fiskalnoga rizika. Tijekom posljednje krize došlo je do prevelikog oslanjanja ekonomske politike na monetarnu politiku. Veća podjela rizika u kombinaciji s većim nacionalnim zaštitnim policama omogućila bi zemljama europodručja izbjegavanje povećanja poreza te smanjenje potrošnje u vrijeme ekonomske krize.

Na sastanku Europskog vijeća 2017. godine sudionici su raspravljali o ekonomskoj i monetarnoj uniji te bankovnoj uniji. Rasprava je tekla prema finalizaciji bankovne unije i postupnog uvođenja europskoga sustava osiguranja depozita, ali i pretvorbi Europskog mehanizma za stabilnost (ESM) u Europski monetarni fond, što bi moglo pomoći Europskoj uniji da se bolje suoči s gospodarskim šokovima (Europsko vijeće, 2017.). Formiranje europodručja ne bi se trebalo smatrati krajnjim ciljem u integraciji Europske unije. Potrebna je dodatna integracija u europodručju kako bi ono moglo boje funkcionirati.



Slika 13: Pet scenarija - pregled politika

Izvor: Europska komisija (2017b)

Slika 13 prikazuje pet različitih scenarija koji su predstavljeni od strane Europske komisije za daljnji razvoj Europske unije. Scenariji se razliku po stupnju integracije europodručja i zajedničkog rješavanja problema od strane vlada zemalja.

Prvi scenarij „Ne odustajemo“ označava najmanji stupanj ekonomske integracije među zemljama, ali i dalje treba jačati integraciju europodručja. Scenarij pretpostavlja kako će zadržavanje eura pridonijeti boljem funkcioniranju Europske unije. Europska komisija (2017b) smatra kako će nastavak sadašnjih institucijskih reformi donijeti „postepeni napredak“. Ova se opcija temelji na tome da nacionalne vlade pristanu povećati jedinstveno tržište Europske unije, objediniti neke vojne sposobnosti i „jednim glasom razgovarati o vanjskim poslovima“, a pritom će ostvariti ključne odgovornosti poput granične kontrole, koja je pod kontrolom nacionalnih vlada. U drugom scenariju Komisija se usredotočuje na postizanje jedinstvenoga europskog tržišta. S obzirom na to da je jedinstveno tržište glavna misija Komisije, Europska unija mogla bi se suočiti s povećanim rizikom za očuvanja eura ako ne bi uspjela dovršiti daljnje reforme institucijskoga okruženja, i time bi ostala ranjiva na buduće financijske krize. Tvrtke će se vjerojatno suočiti s više graničnih provjera, a članice EU-a vratile bi se provođenju bilateralne vanjske politike. Trgovinski sporazumi i obrambena suradnja također bi bili teži. Europska komisija navodi kako je treći scenarij o Europi s više brzina temeljen na „koalicijama voljnih“ u određenim područjima politike poput obrane, unutarnje sigurnosti, oporezivanja ili socijalnih pitanja. Prema ovom scenariju, Komisija pretpostavlja da bi svih 27 članica i dalje ostvarilo opći napredak na dubljem jedinstvenom tržištu. Komisija vjeruje kako bi ovaj model doveo do razlika u pravima građana te nije optimističan za dalji napredak u poboljšanju institucijskoga okruženja europodručja. Komisija je također predstavila četvrti scenarij „manje efikasno“, u kojemu smatra kako je "bolje baviti određenim prioritetima“. Komisija navodi kako bi u ovom scenariju glavna dostignuća bila europska pogranična i obalna straža, jedinstvena vanjska politika i formiranje Europske vojske. U četvrtom se scenariju također spominje i produbljivanje suradnje među zemljama Europske unije u područjima kao što su inovacija, trgovina i sigurnost. Međutim, Komisija navodi jedan problem ovog scenarija, a to je da se oslanja na međusobne dogovore država članica EU u područjima u kojima žele surađivati. U petom scenariju „Radimo puno više zajedno“ Komisija smatra kako bi EU dobila više svojih „vlastitih resursa“ jer bi postojala mogućnost formiranja zajedničkog europskog poreza, a europodručje bi bilo dovršeno. Komisija u svom izvješću navodi kako preferira peti scenarij. Prema ovom scenariju, EU bi također preuzela ovlasti zastupanja za cijelu Europu o trgovini i vanjskoj politici, te bi preuzela globalno vodstvo u borbi vezano za humanitarna pitanja i klimatske promjene.

4.2. Utjecaj formiranja bankovne unije u europodručju na financijska tržišta

Financijska tržišta unutar europodručja djelomično su fragmentirana zbog različitih regulatornih barijera te stupnja razvoja tržišta kapitala u zemljama zapadne Europe u odnosu na istočnoeuropske i južne zemlje Europske unije. Daljnji korak u razvoju institucijskoga okruženja europodručja može biti u smjeru bankovne unije. Bankovna unija mogla bi pozitivno utjecati na razvoj i integraciju financijskog tržišta europodručja. Međutim, nije jasno koliko će proces formiranja bankovne unije trajati i hoće li biti uspješan.

Bankovna unija mogla bi na razini europodručja uvesti zajednički pristup regulaciji, superviziji i rezoluciji europskih banaka. Tri su ključna stupa u formiranju europske bankovne unije: Jedinstveni nadzorni mehanizam (engl. *Single Supervisory Mechanism*, *SSM*), Jedinstveni sanacijski mehanizam (engl. *Single Resolution Mechanism*, *SRM*) i zajednički sustav osiguranja depozita. Zajednička regulacija mogla bi smanjiti financijsku fragmentaciju u europodručju i time pozitivno djelovati na stabilnost financijskih tržišta u europodručju. Naime, financijska kriza ukazala je na nedostatke trenutačnog fragmentiranog pristupa jer takav pristup nije uspio zaštititi banke od financijskih eksternalija iz drugih zemljama europodručja. Velike sistematski važne financijske institucije posebno su ranjive na eksternalije. Prednost je bankovne unije u tome što bi ona mogla doprinijeti smanjenju ili uklanjanju eksternalija.

Banke u zemljama europodručja posluju uglavnom na domaćem nacionalnom tržištu. U Francuskoj, Italiji, Njemačkoj i Španjolskoj banke su uglavnom u domaćem vlasništvu. U manjim zemljama europodručja prevladavaju strane banke. Kako bi se formirala bankovna unija, potrebno je postići određeni transfer ovlasti nad regulacijom banaka prema zajedničkoj razini europodručja i Europske unije. Međutim, Geeroms i Karbownik (2014.) navode kako se zemlje koje imaju visok udio domaćeg vlasništva nad bankama ne žele odreći kontrole nad regulacijom vlastitih banaka, dok je to lakše postići u manjim zemljama koje imaju strano vlasništvo nad bankama.

Kako bi se potaknuo proces financijske integracije prema bankovnoj uniji, moglo bi biti potrebno uvesti dodatnu regulaciju u bankarskom sektoru. U zemljama europodručja česta je praksa da banke drže velik dio domaćih državnih obveznica. Tako su izložene riziku da država ne može isplatiti svoje obveze. To ima negativne posljedice za stabilnost domaćeg financijskog tržišta. Macchiarelli i Koutroumpis (2016.) predlažu kako bi se trebala uvesti regulacija koliko domaće banke smiju imati u svojim bilancama domaćih državnih obveznica. Tako bi se banke potaknule na diverzifikaciju svoj portfelja i smanjile rizik da država ne može platiti svoje financijske obveze. To bi pridonijelo zaustavljanju negativne povratne veze između banaka i države.

Financijska kriza pokazala je koliko kapitalni tokovi među zemljama europodručja mogu biti destruktivni za financijska tržišta. Bankovna unija mogla bi pridonijeti smanjenju negativnih utjecaja tokova kapitala.

4.2.1. Utjecaj formiranja bankovne unije u europodručju na veću integraciju među zemljama članicama europodručja

Financijska kriza dovela je do rasta kamatnih stopa u južnim zemljama u europodručju. Došlo je do rasta razlike u kamatnim stopama među sjevernim i južnim zemljama. Financijske institucije u južnim zemljama koje su bile više pogođene krizom imaju veću premiju na rizik nego financijske institucije u sjevernim zemljama.

Zbog različite regulacije i pravila poslovanja financijskih institucija, financijska tržišta u europodručju još uvijek nisu toliko efikasna koliko bi mogla biti. Jedan od ciljeva bankovne unije mogao bi biti ujednačenje regulacije u europodručju. Nakon financijske krize uvedena je financijska regulacija Basel III, koja određuje minimalne omjere bankovnog kapitala, likvidnost i korporativno upravljanje u financijskim institucijama. Basel III je doveo do poboljšanja jedinstvenog regulatornog okruženja, ali regulacija ostavlja dovoljno slobodnog prostora za nacionalne regulatorne sustave. Goyal (2013.) smatra kako bi bankovna unija mogla poboljšati jedinstveno financijsko tržište u europodručju. Goyal navodi kako bi bankovna unija također

mogla pridonijeti smanjenju postojeće fragmentacije financijskih tržišta u europodručju. Autor navodi kako se bankovna unija bazira na tri stupa: Jedinstveni nadzorni mehanizam, Jedinstveni mehanizam za rezoluciju i integrirana shema za osiguranje depozita.

Bankovna unija sama po sebi neće riješiti probleme realne ekonomije u europodručju (niske stope ekonomskog rasta i visoka nezaposlenost). De Boissieu (2014.) smatra kako bi bankovna unija u europodručju mogla povećati otpornost financijskog sektora na buduće financijske krize.

Geeroms i Karbownik (2014.) smatraju kako monetarna unija treba imati bankovnu uniju, te preporučuju osnivanje bankovne unije u europodručju. Uspješno formiranje bankovne unije u europodručju moglo bi poslužiti kao podloga za daljnju integraciju. Naime, bankovna bi unija mogla smanjiti politički otpor za osnivanje političke unije te kasnije i fiskalne unije u europodručju. U prilog toj tezi ide argument kako pri osnivanju Europske unije nije bilo dovoljno političkog interesa za formiranje bankovne unije u europodručju, a nakon krize javnog duga takva je ideja postala službena smjernica od strane Europske komisije za daljnji razvoj europodručja. Iz toga se može izvući logična pretpostavka kako politika „malih koraka“ može u kasnijem razdoblju dovesti do veće političke potpore poboljšanju institucijskoga okruženja europodručja.

De Grauwe (2013.) smatra kako je bankovna unija ključna za veću integraciju u europodručju iz dvaju razloga. Prvi, Europska središnja banka je zajmodavac u krajnjoj nuždi za europski bankarski sustav, pa zato regulacija i supervizija banaka treba biti na razini europodručja, i drugi, bankovna unija sprječava negativnu vezu među državama i bankama kada su države „prisiljene“ od strane financijskih tržišta spašavati banke.

4.2.2. Utjecaj zajedničkog osiguranja depozita na financijsku stabilnost europodručja

Cilj osiguranja depozita je zaštita financijskih sredstava štediša do određenog iznosa, povećanje sigurnosti bankovnog sustava i održavanje financijske stabilnosti. Ako štediše vjeruju kako su njihova financijska sredstva sigurna u vrijeme, onda ih imaju manje poticaja povući kada su ulagači zabrinuti za solventnost banaka. Tako osiguranje depozita smanjuje rizik likvidnosti, što pridonosi smanjenju rizika od nastanka financijske krize i njihove jačine.

U europodručju postoje nacionalni sustavi osiguranja depozita. U sklopu razgovora o formiranju bankovne unije, institucije Europske unije razmatrale su formiranje zajedničkog sustava osiguranja depozita. Kako bi formiranje bankovne unije bilo uspješno, moglo bi biti potrebno formirati sustav depozita koji bi bio zajednički za sve zemlje europodručja. Europski sustav osiguranja depozita (engl. *European Deposit Insurance Scheme, EDIS*) osigurao bi depozite u bankama europodručja do 100.000 eura u slučaju propasti banke. Europska je komisija (2015d) 2015. godine predstavila planove prema kojima bi EDIS trebao doći u tri faze. Prema Europskoj komisiji, faza reosiguranja trebala bi se uvesti do srpnja 2020. godine i pokrivala bi 20% gubitka likvidnosti koji ne mogu nadoknaditi nacionalni ustavi osiguranja depozita. Druga bi faza uključivala suosiguranje do 80% gubitaka nacionalnih osiguranja depozita, a trebala bi se uvesti do srpnja 2024. godine. Nakon toga bi počela treća faza, u kojoj bi Europski sustav osiguranja depozita pokrivao 100% osiguranja depozita u bankovnoj uniji u europodručju.

Zbog nepostojanja zajedničkog sustava osiguranja depozita, rizičnije banke i zemlje ranjivije su na značajne asimetrične šokove ako dođe do financijske panike, a zemlja nema dovoljno financijskih sredstava za financiranje sustava depozita. Europska komisija (2015c) navodi kako bi se Europskim sustavom osiguranja depozita povećala otpornost bankovne unije na buduće financijske krize smanjenjem ranjivosti nacionalnih sustava osiguranja depozita na šokove, ali i smanjenjem veze među državama i bankama. Europska komisija smatra kako bi to pridonijelo povećanju povjerenja deponenata, financijske stabilnosti te suradnje između nacionalnih sustava osiguranja depozita. Pri formiranju Europskog sustava osiguranja depozita potrebno je voditi računa o financijskim troškovima uspostave sustava. Ako bi se povećali ukupni troškovi banaka zbog uvođenja sustava, tada bi troškovi mogli usporiti ili ograničiti prednosti sustava. Međutim,

Europska komisija predlaže ključno načelo prema kojemu neće doći do povećanja troškova uspostave Europskog sustava osiguranja depozita u odnosu na postojeće obveze iz Direktive o sustavima osiguranja depozita iz 2014. godine[23].

Postoji više načina kako se može formirati Europski sustav osiguranja depozita. Europska komisija (2015b) navodi kako se postojeći sustav može zamijeniti jedinstvenom shemom europskog osiguranja depozita, formirati dodatno osiguranje depozita na postojeći sustav, mehanizam reosiguranja za postojeće nacionalne sustave osiguranja depozita te sustav zajmova među zemljama članica europodručja. Najmanja nadogradnja sustava osiguranja depozita je proširenje postojećeg mehanizma zajmova među zemljama europodručja. Mehanizam reosiguranja i dodatno osiguranje mogu poslužiti kao međukorak prema formiranju Europskog sustava osiguranja depozita[24].

Formiranje Europskog sustava osiguranja depozita može predstavljati konačni cilj u zaštiti depozita na razini europodručja. Tako osiguranje depozita ne bi ovisilo o kapacitetu zemlje da snosi cijeli trošak. Umjesto toga, poboljšalo bi se dijeljenje rizika među zemljama i bankama u europodručju. Ulagači i štediše mogli bi smatrati kako je Europski sustav osiguranja depozita sigurniji nego nacionalni sustav osiguranja depozita. Ako dođe do juriša na banku za vrijeme financijske krize, štediše bi se mogle pouzdati u zajednički sustav. To bi moglo doprinijeti financijskoj stabilnosti europodručja.

Kako bi se formirao Europski sustav osiguranja depozita, potrebna je i politička volja donositelja odluka. Međutim, ne postoji konsenzus oko pravog puta prema daljnjoj integraciji bankovnog sustava. Argument protiv formiranja Europskog sustava osiguranja depozita je kako bi mogao povećati moralni hazard u europodručju. Naime, dijeljenje rizika na razini europodručja moglo bi smanjiti financijsku odgovornost određene banke ili zemlje, te bi ona mogla preuzeti više rizika kada bi znala da postoji sustav koji će je spasiti u krizno vrijeme. U tom slučaju Europski sustav osiguranja depozita mogao bi predstavljati izvor ranjivosti na financijske šokove umjesto da

[23]Europska komisija (2015c) predlaže da se doprinosi banaka Europskom sustavu osiguranja depozita umanje od doprinosa nacionalnim sustavima osiguranja depozita.
[24] Ovdje Europska komisija (2015b) pojašnjava kako se nameti mogu prilagoditi riziku pojedine zemlje ili bankama (jer su neke zemlje i banke rizičnije od drugih), a novčana sredstva mogla bi se koristiti samo ako je šok veći nego što nacionalni sustav depozita može podnijeti s ciljem sprječavanja moralnog hazarda.

pridonosi financijskoj stabilnosti. Carmassi et al. (2018.) navodi kako izvor financiranja utječe na tržišnu disciplinu, tj. što je veća uloga države, niže su kamatne stope i tržišna disciplina.

4.3. Prijedlozi za novi dizajn institucijskoga okruženja europodručja

Europska komisija (2017b) navodi kako bi se glavni ciljevi daljnje integracije u europodručju trebali usmjeriti na radna mjesta, društvenu pravdu, financijsku stabilnost i ekonomsku konvergenciju. Europska komisija dodaje kako su mjere za smanjenje rizika i dijeljenje rizika potrebne radi bolje provedbe strukturalnih reformi. Europska komisija predlaže formiranje financijske unije, veću integraciju ekonomske i fiskalne unije, ali i povećanje demokratske odgovornosti i jačanje institucija europodručja.

Pri oblikovanju novog dizajna institucijskoga okruženja europodručja potrebno je imati koordiniranu ekonomsku politiku među zemljama kako bi se povećala njihova efikasnost. Međutim, to nužno ne znači harmonizaciju ekonomske politike. Ključno je pitanje redoslijeda reformi. Kako bi se povećala vjerojatnost prihvaćanja reformi u promjeni institucijskoga okruženja europodručja, moglo bi prvo biti potrebno krenuti u reforme koje se direktno nadovezuju na postojeće okruženje, a tek onda ići u formiranje novih institucija ili mehanizama.

Institucijsko okruženje europodručja moglo bi se poboljšati formiranjem Europskog monetarnog fonda, koji bi imao ulogu u davanju potpore novčanim sredstvima zemljama europodručja za vrijeme krize, formiranjem zajedničkih makroekonomskih stabilizatora te promjenom uloge Europske središnje banke.

Da Costa Cabral, Gonçalves i Cunha Rodrigues (2017.) smatraju kako treba postojati mehanizam pomoću kojega će zemlje europodručja, kada se nalaze u financijskoj krizi, napustiti euro i prijeći na vlastite nacionalne valute. Autori navode kako bi takav mehanizam mogao ojačati monetarnu uniju u europodručju.

4.3.1. Odnos fleksibilnosti i stabilnosti u oblikovanju strukture europodručja

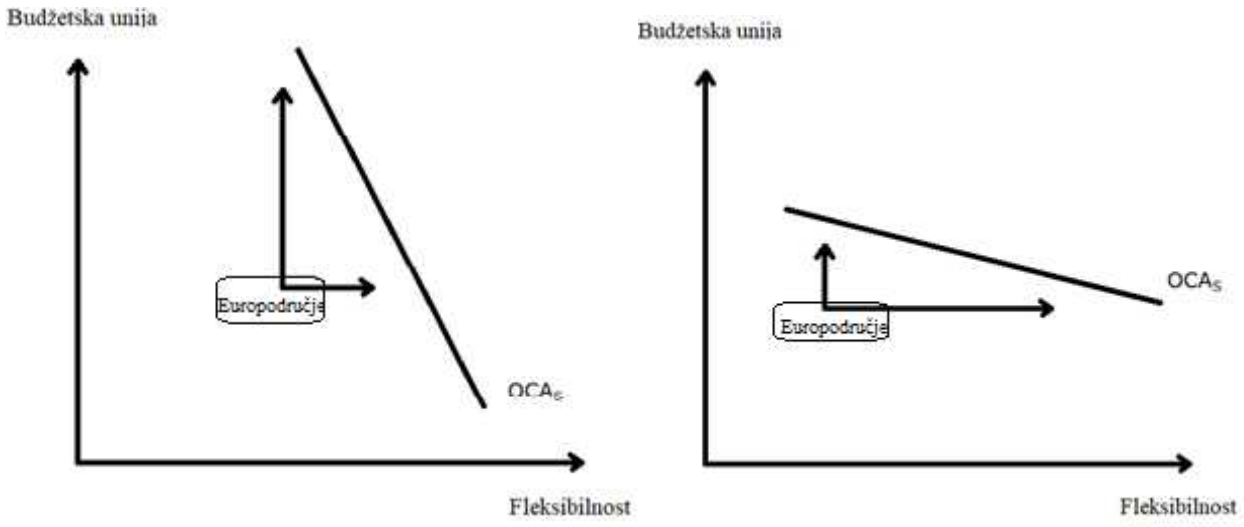
Nakon financijske krize iz 2008. godine fiskalna politika bila je ograničena Paktom o stabilnosti i rastu, a monetarna politika bila je prepuštena Europskoj središnjoj banci. Sugestije donositelja odluka na razini europodručja bile su usmjerene prema povećanju fleksibilnosti institucijskoga okruženja europodručja, odnosno prema povećanju konkurentnosti tržišta rada, fleksibilnosti tržišta rada i financijske otvorenosti. Njihovi argumenti polazili su od teorije optimalnog valutnog područja. Prema teoriji, zemlje u monetarnoj uniji trebaju na trajne šokove odgovoriti povećanjem fleksibilnosti kako bi pomaknuli svoju ekonomiju prema novoj ravnoteži. Ako se financijska kriza iz 2008. godine promatra kao trajni šok, onda se povećanje fleksibilnosti može smatrati ispravnom ekonomskom politikom. Međutim, postoji drugačije gledište o uzroku financijske krize. Ako se financijska kriza iz 2008. godine promatra kao negativno kretanje poslovnog ciklusa koje ima privremeni učinak, onda povećanje fleksibilnosti ne treba nužno biti ispravno rješenje. Štoviše, povećanje fleksibilnosti može dovesti do povećanja negativnih kretanja u ekonomiji. Povećanje fleksibilnosti rada može dovesti do bržeg otpuštanja radnika, smanjenja plaća i cijena. To može dodatno otežati ekonomski oporavak. Zato se u tom slučaju povećanje fleksibilnosti ne preporučuje. Umjesto toga, ekonomska polika stabilizacije može u razdoblju nakon krize pomoći u ekonomskom oporavku. Nakon što zemlje postignu rast bruto domaćeg proizvoda, zaposlenosti i plaća, povećanje fleksibilnosti može istovremeno pomoći u lakšem zapošljavanju i umanjiti strukturne nedostatke ekonomije. Dakle, ekonomska politika može ovisiti o vrsti šoka.

Kako je pri oblikovanju ekonomske politike potrebno uzeti u obzir je li smanjenje ekonomske aktivnosti bilo rezultat privremenog ili trajnog šoka, neki autori zagovaraju to da se ekonomska politika treba usmjeriti na stabilizaciju i povećanje fleksibilnosti. Franks, Barkbu, Blavy, Oman i Schoelermann (2018.) navode kako bi se monetarna unija u europodručju poboljšala ako bi se vodila politika stabilizacije za vrijeme ekonomskog ciklusa, a ekonomska politika bi se usmjerila prema konvergenciji dohotka. Autori sugeriraju kako zajednički fiskalni mehanizmi mogu imati važnu ulogu u makroekonomskoj stabilizaciji. Međutim, stabilizacija je potrebna, ali nije dovoljna kako bi se smanjio jaz konkurentnosti među zemljama. Zato autori također predlažu

strukturne reforme kao rješenje za povećanje fleksibilnosti, produktivnosti i konkurencije, što može pridonijeti ubrzanju konvergencije dohotka.

U europodručju glavni način prilagodbe na trajne šokove je prilagodba relativnih cijena plaća i proizvoda, ali i mobilnost kapitala i radnika. Primjerice, ako u jednoj zemlji europodručja dođe do sporijeg rasta produktivnosti nego u drugoj, tada postoji tržišna potreba za usklađivanjem relativnih cijena. Međutim, zajednički fiskalni stabilizacijski mehanizmi ne postoje u europodručju. Jedino Europska središnja banka može djelovati protuciklično.

Promotrimo misaoni eksperiment kako postoji budžetska unija u europodručju. U tom slučaju neka budžetska unija ima stabilizacijsku ulogu u strukturi europodručja, a nacionalne vlade odgovorne su za institucijsko okruženje specifično za njihovu zemlju.



Slika 14: Odnos fleksibilnosti i budžetske unije u europodručju ovisi o vrsti šoka

(a) (b)

Izvor: De Grauwe i Ji (2016.)

Napomena: Na slici (a) prikazuje pomak europodručja prema optimalnom valutnom području kada dominiraju trajni šokovi. Na slici (b) prikazuje pomak europodručja prema optimalnom valutnom području kada dominiraju kretanja poslovnog ciklusa. OCA predstavlja liniju optimalnog valutnog područja. OCA linija također održava kako je potrebno birati između koristi od fleksibilnosti i budžetske unije. Zemlje europodručja nalaze se ispod OCA linije, što pokazuje kako europodručje nije optimalno valutno područje. Područje iznad OCA linije predstavlja skup točaka u kojima su koristi od budžetske unije i fleksibilnosti veće od troškova monetarne unije.

Na slici 14 prikazano je kako odnos fleksibilnosti i budžetske unije u europodručju ovisi o vrsti šoka. De Grauwe i Ji (2016.) predlažu kako priroda šoka utječe na nagib OCA linije. Naime, kada su izraženi trajni šokovi u europodručju (u slučaju (a)), linija optimalnog valutnog područja (OCA) je strma. Malo povećanje fleksibilnosti brže vodi zemlje europodručja prema OCA liniji nego stabilizacijski učinak budžetske unije. Kada su izražena kretanja poslovnog ciklusa (u slučaju (b)), mala promjena budžetske unije može dovesti europodručje na OCA liniju. S druge strane, bila bi potrebna značajna promjena fleksibilnosti kako bi se europodručje pomaknulo na OCA liniju.

4.3.2. Uloga Europskog monetarnog fonda u pružanju financijske potpore zemljama članicama

Ideja o Europskom monetarnom fondu nastala je nakon financijske krize iz 2008. godine kao jedno od rješenja za stabilizaciju financijskog sustava i pružanje pomoći zemljama članicama europodručja koje su se našle u financijskim problemima. Zbog iznenadnih i nepredvidljivih šokova na financijskom tržištu tijekom i nakon financijske krize te dugovne krize u europodručju donositelji politika bili su suočeni s krizama, ali nisu imali unaprijed određen zajednički okvir djelovanja. Različiti autori predložili su osnivanje Europskog monetarnog fonda kao stabilizacijskog mehanizma za financijsku pomoć zemljama u ekonomskim problemima. Europski monetarni fond imao bi sličnu ulogu kao Međunarodni monetarni fond, ali bi se područje djelovanja ograničilo na zemlje europodručja. Implementacija fonda ovisila bi o mehanizmu financiranja. Gros i Mayer (2010.) predlažu kako izdvajanje u Europski monetarni fond treba ovisiti o udjelu duga u bruto domaćem proizvodu (BDP) i deficita proračuna u BDP-u. Autori smatraju kako bi se tako smanjio moralni hazard i potaknula veća financijska disciplina visoko zaduženih zemalja.

Problem takve implementacije financiranja fonda stavio bi veći teret na zemlje kojima je financijska pomoć najviše potrebna. To bi moglo dovesti do rasta udjela duga u BDP-u u takvim zemljama, barem u kratkom roku. Drugi problem je da autori vide visoku zaduženost kao uzrok

financijskih problema zemalja, što ne treba uvijek biti slučaj u svim financijskim krizama. U takvom scenariju veća izdvajanja više zaduženih zemalja ne bi nužno smanjila problem moralnoga hazarda. Zato je prema takvom prijedlogu upitno bi li Europski monetarni fond ostvario svoju ulogu davanja financijske potpore zemljama u financijskim problemima.

Zadaća Europskog monetarnog fonda može biti potpora ekonomskim politikama koje jačaju otpornost i prevenciju financijskih kriza. Europski monetarni fond trebao bi poticati financijsku stabilnost u europodručju ne samo za vrijeme krize već i za vrijeme ekonomskog rasta. Jedna od glavnih zadaća Fonda bila bi pružanje financijske pomoći putem zajmova zemljama koje su izgubile pristup financijskim tržištima. Gortsos (2017.) predlaže kako bi početni kapacitet za zajmove Europskog monetarnog fonda trebao biti najmanje 500 milijardi eura kako bi se izjednačio sa sadašnjom razinom Europskog mehanizma za stabilnost (ESM). Osim zajmova, Fond bi također mogao pružati konzultantsku pomoć zemljama europodručja u programu makroekonomske prilagodbe. Belke (2010.) smatra kako bi Europski monetarni fond trebao prepoznati bankrot države kao rješenje u krajnjoj nuždi te ograničiti moralni hazard tako da se dužnicima naplati kazna za prevelike deficite i javni dug, a kreditorima smanji vrijednost zajma zbog neopreznog kreditiranja. Europski monetarni fond trebao bi umanjiti nedostatke koje ima ESM. De Grauwe (2011b) smatra kako su zemlje koje se prijave u ESM-u za financijsku pomoć podložne strogim budžetskim pravilima kao uvjetu za dobivanje pomoći. De Grauwe navodi kako to dovodi do cikličnih politika za vrijeme recesije, što pogoršava recesiju.

Europska komisija nije jedina institucija koja je predložila osnivanje zajedničkoga fonda koji bi bio sličan Međunarodnom monetarnom fondu. Kod azijskih zemalja postojala je ideja o Azijskom monetarnom fondu, ali se ona nije ostvarila[25]. Za postizanje financijske stabilnosti tijekom financijske krize važno je spriječiti financijsku zarazu. Međutim, to nije uvijek moguće. Zato se kao drugo najbolje rješenje često nameće ograničavanje financijske zaraze. Europski monetarni fond može pridonijeti tome cilju ako postoji dovoljna kredibilnost u instituciju ili zasebni mehanizam u nuždi, ovisno o strukturi uspostave fonda. Institucija Europskog

[25]Za više informacija o financijskoj integraciji zemalja Istočne Azije vidi Oh (2010.). U radu je prezentiran odnos uloge predloženog Azijskog monetarnog fonda s idejom o osnivanju Europskog monetarnog fonda nakon financijske krize 2008. godine.

monetarnog fonda mogla bi imati mogućnost provođenja analiza na sličan način na koji to radi Međunarodni monetarni fond. Uloga analiza bila bi informiranje europskih institucija (Europska komisija i dr.) te država članica europodručja o stanju na financijskim tržištima. S druge strane, Europska središnja banka već ima takvu ulogu. Ta banka također kroz regulaciju, makroprudencijalnu politiku i superviziju ima ulogu u mjerenju sistemskog rizika na području europodručja. Kako bi se izbjeglo preklapanje politika Europskog monetarnog fonda i Europske središnje banke, potrebno je definirati skup mjera Europskog monetarnog fonda. Zato bi uloga Europskog monetarnog fonda tijekom financijske krize imala ograničeno područje djelovanja na financijsku potporu zemljama europodručja za rješavanje problema na fiskalnoj strani. Ako bi Europska središnja banka imala ulogu rješavanja fiskalnih problema zemalja, to bi moglo imati negativan utjecaj na nezavisnost i kredibilitet institucije, što bi otežalo politike Europske središnje banke na drugim područjima.

4.3.3. Utjecaj Europske središnje banke na institucijsko okruženje europodručja

Financijska kriza iz 2008. godine ukazala je na nedostatke institucijskoga okruženja europodručja i uloge koju ima Europska središnja banka. Mandat Europske središnje banke je održavanje stabilnosti cijena u europodručju, odnosno postizanje rasta stope inflacije mjereno HICP indeksom (engl. *Harmonised Index of Consumer Prices*) ispod 2%, ali blizu 2% u srednjem roku. Kao alat za postizanje tog cilja koristi ključnu kamatnu stopu. Središnja banka također može tražiti od komercijalnih banaka držanje minimalnih zakonskih rezervi kao postotak od ukupne količine svojih depozita kod središnje banke. Za postizanje financijske stabilnosti Europska središnja banka koristi makroprudencijalnu regulaciju i superviziju. Međutim, postoje okolnosti u kojima postojeći alati nisu dovoljni ili kada su ove dvije uloge središnje banke u sukobu.

De Grauwe i Gros (2009.) tvrde kako postoji kompromis između stabilnosti cijena i financijske stabilnosti, jer tehnološke promjene mogu dovesti do pretjeranog rasta cijena imovine ili životinjski porivi mogu pojačati poslovne cikluse. Autori predlažu kako Europska središnja banka treba imati dva glavna cilja, stabilnost cijena i financijsku stabilnost. Oni smatraju kako se

ključna kamatna stopa treba koristiti za postizanje stabilnosti cijena, a minimalne zakonske rezerve i makroprudencijalna kontrola za stabilnost cijena.

Krajem 2010. godine osnovano je nadležno tijelo za praćenje sistemskog rizika u financijskom sustavu Europske unije pod nazivom European Systemic Risk Board (ESRB). Njime predsjeda predsjednik Europske središnje banke. ESRB može dati preporuke i upozorenja, ali nema alate kojima će ih pretvoriti u djelo. Međutim, njihove preporuke i upozorenja mogu poslužiti donositeljima odluka u oblikovanju politike.

De Grauwe (2012.) smatra kako Europska središnja treba imati ulogu zajmodavca u krajnjoj nuždi, jer u protivnome pojedine države mogu tijekom financijske panike biti prisiljene otići u stečaj.

4.3.4. Utjecaj zajedničkih makroekonomskih stabilizatora za vrijeme ekonomske krize na promjenu ranjivosti europodručja

Argument za formiranje zajedničkih makroekonomskih stabilizatora polazi od teze kako u europodručju ne postoji središnji fiskalni mehanizam koji bi izglađivao ciklično kretanje gospodarstva. Naime, nacionalne vlade vode vlastite fiskalne politike koje su ograničene fiskalnim pravilima. Zajednički makroekonomski stabilizatori poslužili bi kao mehanizam osiguranja od negativnih asimetričnih šokova ili značajnije ekonomske krize. Pri formiranju mehanizma trebalo bi voditi računa o stabilizacijskoj ulozi, ali i o fiskalnoj održivosti.

Arnold, Barkbu, Ture, Wang i Yao (2018.) predlažu osnivanje Fonda za makroekonomsku stabilizaciju koji bi djelovao kao centralizirani fiskalni stabilizacijski mehanizam u europodručju. Njihova ideja polazi od premise kako su potrebni fiskalni transferi za izglađivanje kretanja prihoda i ciklične državne potrošnje. Naime, doprinosi bi u Fond za makroekonomsku stabilizaciju došli iz nacionalnih proračuna, a oni bi se dalje ulagali u sigurnosne i likvidne

vrijednosne papire kako bi mogli pružiti financijska sredstva zemljama. Autori sugeriraju kako bi to pomoglo zemljama da se drže srednjoročnih fiskalnih planova.

Carnot, Evans, Fatica i Mourre (2015.) navode tri uvjeta koja su potrebna kako bi zajednički makroekonomski stabilizator bio uspješan te dobio političku potporu. Prvo, treba imati neto koristi u odnosu na sadašnje mehanizme, drugo, ne smije utjecati na smanjenje fiskalne discipline i treće, sustav se treba usredotočiti na ciklično kretanje u dohotku, a ne na trajne razlike u dohotku kako se ne bi smatrao transfernom unijom. Autori smatraju kako bi najbolji automatski makroekonomski stabilizator bio zajednički europski fond za osiguranje od nezaposlenosti, koji bi imao ulogu stabilizacije relativnih i zajedničkih šokova.

Nacionalno osiguranje od nezaposlenosti koristi se u zemljama europodručja kao automatski stabilizator za vrijeme ekonomske krize. Jedan od prijedloga kako učiniti europodručju manje ranjivim na šokove uključuje formiranje sustava zajedničkog osiguranja od nezaposlenosti. Glavni argument za osnivanje takvog sustava je kako bi se smanjio utjecaj asimetričnih šokova. Naime, centralizirani sustav osiguranja od nezaposlenosti mogao bi pružiti osiguranje dohotka ljudima nakon što ostanu bez radnog mjesta. To bi smanjilo ovisnost o nacionalnim sustavima osiguranja od nezaposlenosti i pridonijelo makroekonomskoj stabilnosti. Zajednički sustav osiguranja od nezaposlenosti može unaprijediti socijalnu komponentu te zaštiti najosjetljivije dijelove društva.

Dolls, Fuest, Neumann i Peichl (2015.) napravili su simulacije u razdoblju od 2000. do 2013. godine za europsko osiguranje od nezaposlenosti gdje bi se iz zajedničkog proračuna mjesečno isplaćivalo 50% prijašnje bruto plaće do maksimalno 12 mjeseci. Njihovi rezultati pokazuju kako je to ostvarivo s 47 milijardi eura proračuna, a prosječni godišnji neto doprinosi iznosili bi između -0.54% bruto domaćeg proizvoda (BDP) za Španjolsku, koja bi dobila najviše financijskih sredstava zbog najviše stope nezaposlenosti, do 0.39% BDP-a za Nizozemsku, koja bi najviše uplaćivala doprinose u zajednički proračun. U kasnijem radu Dolls, Fuest, Heinemann i Peichl (2016.) nadopunjuju svoj prijedlog o formiranju zajedničkog europskog sustava osiguranja od nezaposlenosti s dvama uvjetima koji se odnose na isplate financijskih sredstava. Prvo, zemlje europodručja trebale bi biti osigurane od asimetričnog šoka ako je šok nezaposlenosti veći od

prosječne promjene nezaposlenosti u europodručju i drugo, ne bi postojalo novo izdavanje javnog duga jer bi fond za zajedničko osiguranje od nezaposlenosti bio balansiran svake godine. Naime, zemlje koje bi imale manju promjenu nezaposlenosti od prosjeka uplaćivale bi u fond, a zemlje s promjenom nezaposlenosti većom od prosjeka koristile bi transferna davanja za zaštitu od nezaposlenosti.

Zajednički sustav osiguranja od nezaposlenosti mogao bi poboljšati postojeću politiku socijalne zaštite u europodručju. Osim što naknade za nezaposlene imaju socijalnu dimenziju, one djeluju kao automatski stabilizator za vrijeme recesije i time pomažu u stabilizaciji osobne potrošnje i tržišta rada. Del Monte i Zandstra (2014.) navode kako bi zajednički sustav osiguranja od nezaposlenosti mogao djelovati kao ograničena i kratkoročna ekspanzivna fiskalna politika u zemljama europodručja koje trpe posljedice recesije.

Kako bi se poboljšala integracija zemalja europodručja, moglo bi biti potrebno krenuti od proširenja sustava koji građani razumiju. Zajednički se sustav osiguranja od nezaposlenosti lagano može shvatiti jer bi nadogradio postojeće nacionalne sustave. Otpor bi mogao doći iz različitih političkih stajališta jer podrazumijeva određen stupanj transferne unije. Međutim, otpor bi mogao biti manji nego da idući korak u integraciji europodručja bude fiskalna unija. De Geus (2014.) navodi još jedan bitan razlog zašto bi zajednički sustav osiguranja od nezaposlenosti mogao biti koristan, a to je vraćanje povjerenja u Europsku uniju i njezine institucije. Naime, autor smatra kako bi formiranje zajedničkog sustava moglo povećati potporu u javnosti za formiranje fiskalne unije.

Andori Pasimeni (2016.) smatraju kako se zajedničko osiguranje od nezaposlenosti u europodručju može formirati na dva načina: kao standardni sustav za zaštitu nezaposlenosti i kao fond za reosiguranje. Autori navode kako se u prvom načinu nacionalni sustavi mogu djelomično spojiti u zajednički europski sustav, a korisnici bi dobivali naknade za nezaposlenost direktno iz zajedničkog sustava. Nacionalni sustavi tada bi imali pravo na dodatno povećanjem naknada za nezaposlene. Autori navode kako bi se u drugom načinu formirao fond za reosiguranje koji bi štitio nacionalne sustave za osiguranje od nezaposlenosti samo u slučaju ekonomske krize. Međutim, upitno je koliko bi reosiguranje od nezaposlenosti zaista pomoglo pri ublažavanju

ranjivosti europodručja. U slučaju čestih ekonomskih kriza fond za reosiguranje ne bi nužno pružio adekvatnu zaštitu i imao stabilizacijski učinak na ekonomiju europodručja. Beblavý, Gros i Maselli (2015.) predlažu mehanizam za reosiguranje nezaposlenosti koji zbog niskih financijskih davanja ne bi bio primjeren za apsorbiranje malih makroekonomskih šokova, nego samo za vrijeme velikih poremećaja na tržištu rada. Autori navode da se takav sustav trebao aktivirati čak 40 puta između 2000. i 2012. godine, da je postojao. To pokazuje kako su šokovi dosta česti u europodručju. Iz toga proizlazi kako fond za reosiguranje ne bi bio dovoljan uvjet za održavanje makroekonomske stabilnosti. Bio bi potreban trajniji mehanizam za zaštitu od nezaposlenosti koji bi vrijedio bez obzira na ekonomske prilike kako bi mogao pružiti dodatnu potporu očuvanju stabilnosti u europodručju.

Europski parlament (2016.) navodi kako bi europsko osiguranje od nezaposlenosti moglo više od svih prijedloga pridonijeti održavanju makroekonomske stabilnosti u europodručju. Europski parlament također navodi kako bi se europsko osiguranje od nezaposlenosti fokusiralo na kratkoročnu nezaposlenost koju održava ciklično kretanje gospodarstva, a ne bi djelovalo na strukturnu nezaposlenost koja je vezana uz gubitak vještina ili slabo institucijsko okruženje tržišta rada.

4.4. Utjecaj formiranja euroobveznica na gospodarstvo europodručja

Na zajedničkom europskom tržištu svaka zemlja izdaje vlastite državne obveznice. Međutim, tradicionalnim „euroobveznicama“ na financijskim se tržištima trguje duže vrijeme, a takve obveznice izdaju privatna poduzeća s dobrim kreditnim rejtingom, države ili nadnacionalne institucije. Ove obveznice predstavljaju obveznice denominirane u valuti koja nije domaća za zemlju koja ih je izdala, primjerice eurojenske ili eurodolarske obveznice. Ovakva definicija ne koristi se u promatranom kontekstu. Umjesto toga, pojam euroobveznice predstavlja teoretski koncept dužničkoga vrijednosnog papira, koji je zajednički za sve zemlje članice europodručja, a izdaje se na tržištu europodručja. Pomoću euroobveznice zemlje europodručja zajednički izdaju javni dug.

Stvaranje zajedničkih euroobveznica razmatralo se od nastanka eura. Jedan od glavnih argumenata za euroobveznice bio je kako bi one mogle odgovoriti na potražnju za nerizičnim vrijednosnicama te konkurirati američkim državnim obveznicama. Zbog usmjeravanja globalnih kapitalnih tokova prema euroobveznicama, rasla bi i potražnja za eurom kao rezervnom valutom. Formiranje euroobveznica također bi predstavljalo daljnju integraciju u europodručju. Međutim, u dobrim ekonomskim vremenima smatralo se kako je trošak formiranja euroobveznica previsok, a u lošim gospodarskim vremenima prevladavalo je mišljenje kako koristi nisu dovoljno velike. Zbog različitih stajališta o daljnjem smjeru razvoja institucijskoga okruženja europodručja nije došlo do formiranja euroobveznica. Formiranje euroobveznica trebalo bi rezultirati ujedinjavanjem fragmentiranog europskog tržišta javnog duga. Obveznice s istim kuponom i dospijećem bile bi jednake i razmjenjive na sekundarnom tržištu bez obzira koja država ih plasira na tržište.

Alcidi et al. (2010.) navode kako bi se prvi korak u ujedinjavanju europskih tržišta za državne obveznice i izdavanju zajedničkih euroobveznica mogao napraviti uz pomoć Europskog stabilizacijskog mehanizma (ESM). Tako ne bi bilo potrebno formirati novu instituciju za izdavanje euroobveznica. Međutim, ESM je osmišljen za davanje financijske pomoći zemljama europodručja. Povezivanje ESM-a i euroobveznica moglo bi stvoriti krivu predodžbu o euroobveznicama kao o kriznom instrumentu koji služi samo za zemlje koje se nalaze u financijskim poteškoćama.

4.4.1. Utjecaj zajedničkih euroobveznica na održivost javnih financija u europodručju

Iako ideja o formiranju euroobveznica u europodručju nije nova, ona je dobila na značaju nakon krize javnog duga. Naime, u krizi javnog duga došlo je do rasta premije rizika određenih zemalja, što je dovelo do rasta kamatnih stopa na njihove državne obveznice. Istovremeno, povećala se razlika među kamatnim stopa na državne obveznice rizičnijih zemalja u europodručju u odnosu na one zemlje koje su financijska tržišta smatrala manje rizičnima.

Zajedničke euroobveznice koje garantiraju sve zemlje članice europodručja mogle bi smanjiti rizik da zemlje sa slabijim javnim financijama ne mogu otplatiti svoje dugove. To bi također imalo za posljedicu smanjenje rizika financijske zaraze, koja bi se u slučaju da određena zemlja ne može platiti svoje dugove mogla proširiti na ostale članice koje imaju stabilnije javne financije. Tako bi u slučaju formiranja euroobveznica javne financije u europodručju mogle postati stabilnije.

Formiranjem euroobveznica mogao bi se pojaviti i neželjeni učinak. Naime, to bi moglo dovesti do rasta moralnog hazarda jer bi vlade zemalja mogle smatrati kako nije potrebno voditi politiku održivih javnih financija. Iako se taj argument navodi kao jedan od glavnih razloga zašto ne bi trebalo formirati euroobveznice, taj bi utjecaj mogao biti toliko mali da bi koristi mogle nadvladati nedostatke. Euroobveznice mogle bi doprinijeti održavanju likvidnosti javnih financija zemalja u europodručju i olakšati pristup financijskom tržištu zemljama koje su u prošlosti imale poteškoća s održivosti javnog duga. Bonnevay (2010.) navodi kako bi formiranje euroobveznica moglo dovesti do fiskalne fleksibilnosti, bolje koordinacije nacionalnih fiskalnih politika i veće kredibilnosti u javne financije. Bonnevay je usredotočen na fiskalne politike Njemačke i Francuske jer se radi o dvije najveće ekonomije u europodručju. Iako njegov prijedlog kako formiranje euroobveznica treba krenuti od Njemačke i Francuske ima određene prednosti, moguće je da to neće imati dovoljno učinka na koordinaciju među svim fiskalnim politikama u europodručju. To bi moglo doprinijeti divergenciji javnih financija u Njemačkoj i Francuskoj u odnosu na ostale zemlje europodručja.

4.4.2. Prijedlozi za formiranje euroobveznica

Hoće li euroobveznice uspjeti više integrirati financijska tržišta, a samim time i pomoći europodručju u prevladavanju budućih kriza ovisit će i o načinu implementacije euroobveznica. Nakon financijske krize 2007. godine neki autori ponudili su svije prijedloge kako formirati euroobveznice. De Grauwe i Moesen (2009.) predlažu da se zajedničke euroobveznice na tržištu europodručja formiraju tako da svaka država ima udio u euroobveznicama jednak vlasničkom

udjelu u Europskoj investicijskoj banci. Oni navode da bi tako države članice europodručja imale zajedničku odgovornost za izdavanje euroobveznice, a takve bi obveznice izdavala europska institucija poput Europske središnje banke ili države članice europodručja[26].

U prijedlogu se ne spominje da je potrebno osnovati nove institucije, primjerice zajedničko europsko ministarstvo financija koje bi upravljalo europskim proračunom. Dapače, ovi autori smislili su način kako se unutar postojećeg institucijskoga okruženja europodručja mogu uvesti euroobveznice.

Iako bi ovaj prijedlog imao puno koristi kad bi se razmišljanja autora pokazala točnima, ipak postoje određeni nedostaci. Naime, prijedlog ne objašnjava što bi se dogodilo u slučaju da se euroobveznice ne otplate ili bi li to dovelo do prevelikog zaduživanja nacionalnih država, i što napraviti u takvom slučaju. Dodatno, treba se uzeti u obzir da se De Grauwe i Moesen (2009.) osvrću na krizu u Grčkoj i kroz tu situaciju gledaju kako bi se euroobveznice trebale formirati da se pomogne zemljama poput Grčke. Iz toga proizlazi da se ova ideja odnosi samo na krizna događanja, a nije jasno kako bi se odrazila na financijska tržišta, posuđivanje financijskih sredstava od strane država europodručja i razlike kamatnih stopa na državne obveznice tijekom „dobrih“ vremena gospodarskoga rasta.

Bonnevay (2010.) se zalaže za veću fiskalnu integraciju između Njemačke i Francuske koja bi poslužila za uvođenje euroobveznica, što bi povećalo učinkovitost zajedničke monetarne politike u europodručju. Prema autoru, u dugom roku euroobveznice bi se proširile i na druge zemlje članice europodručja, a države bi međusobno koordinirale svoje proračune, što bi eliminiralo potrebu za izdavanjem nacionalnih obveznica.

Ovakav pristup mogao bi doprinijeti prihvaćanju ideje izdavanja zajedničkih euroobveznica na tržišta europodručja zahvaljujući postepenoj implementaciji euroobveznica kao financijskog instrumenta. Ipak, moguće je da vlada Njemačke neće biti sklona ovom prijedlogu iz barem dvaju

[26]De Grauwe i Moesen (2009) smatraju da bi kamatne stope na te euroobveznice trebale iznositi ponderirani prosjek kamatnih stopa nacionalnih državnih obveznica u trenutku kada se obveznice izdaju. Na temelju toga pojedine bi države plaćale kamate. Oni navode kako bi ovakvo formiranje euroobveznica omogućilo jednostavnije i jeftinije financiranje za zemlje koje investitori smatraju rizičnijima i njihove države zadužuju se na tržištu po višim kamatnim stopama, ali bi euroobveznice isto tako bile sigurnije za ulagače.

razloga. Kao prvo, moguće je kako se njemačke vlasti duže vrijeme protive ideji o formiranju euroobveznica jer smatraju da bi one potaknule preveliko zaduživanja onih zemalja koje do sada nisu bile fiskalno konzervativne. Ta se kritika najviše odnosi na južnoeuropske zemlje poput Grčke. Kao drugo, moguće je da njemačka vlada smatra da bi uvođenjem euroobveznica upravo Njemačka snosila najveći financijski teret otplate euroobveznica. Iako u ekonomskoj teoriji ima smisla da formiranje euroobveznica krene od Njemačke, bitno je uzeti u obzir i politički kontekst, odnosno postoji li dovoljna politička volja da se određeni pristup implementira.

S druge strane, neki autori uzimaju u obzir i njemačke kritike. Primjerice, Jones (2010.) se zalaže za euroobveznice kojima bi se povećala likvidnost i stabilnost na financijskom tržištu europodručja, a predlaže dualnu strukturu državnog financiranja, uključujući euroobveznice. Kako on predlaže, države članice izdale bi euroobveznice i plaćale sve obveze koje se odnose na njih. Kao glavne prednosti ovakve implementacije euroobveznica Jones (2010.) izdvaja, između ostalog, povećanje transparentnosti i likvidnosti u odnosu na nacionalna tržišta obveznica, niže troškove posuđivanja financijskih sredstava i značajnije prihvaćanje eura kao valute u kojoj bi se pohranjivale svjetske rezerve.

Međutim, Jones (2010.) želi izbjeći moralni hazard, odnosno to da se buduće vlade država europodručja potiču na pretjerano posuđivanje financijskih sredstava. Upravo bi zato prema Jonesu (2010.) euroobveznice bile ograničene – ukupno bi se euroobveznica moglo izdati u visini od samo 60% bruto domaćeg proizvoda (BDP), a svake godine samo 3% BDP-a. Naime, riječ je o kriterijima iz Maastrichta, koje su zemlje članice Europske unije potpisale u ugovoru iz 1992. godine, a odnose se na formiranje zajedničke valute, eura. Radi se o pet kriterija kojima se nastojala postići veća konvergencija gospodarskog rasta zemalja europodručja. Jedan od tih kriterija je da proračunski manjak treba biti manji od 3% godišnje, a drugi se odnosi na to da javni dug ne smije biti veći od 60% BDP-a.

Delpla i Weizsäcker (2010.) predlažu strogo držanje pravila zaduživanja prema kriterijima iz Maastrichta. Za razliku od ostalih prijedloga, Delpla i Weizsäcker (2010.) traže podjelu na „plave“ i „crvene“ obveznice prema sljedećem principu: 60% nacionalnog duga zemalja grupiralo bi se u „plave“ obveznice koje bi bile zajedničke svih zemljama europodručja, što bi

pomoglo smanjiti kamatne stope na te obveznice. Preostali javni dug Delpla i Weizsäcker (2010.) kategoriziraju u „crvene“ obveznice koje bi se izdavale kao nacionalne obveznice, a autori smatraju da bi to povećalo marginalni trošak financiranja javnog duga i održalo financijsku disciplinu.

Svi prije navedeni prijedlozi promatrali su formiranje euroobveznica kroz aspekt dužničke krize u Grčkoj 2009. godine. Iako neki autori nude potencijalna rješenja kako bi europske institucije trebale organizirati euroobveznice u vrijeme izvan financijskih kriza, njihovi prijedlozi nude okvirne ideje koje su skromne u detaljima. Kako bi euroobveznice, ako se ikada uvedu u europodručje, mogle funkcionirati, bit će potrebno stvoriti šire institucijsko okruženje koje će funkcionirati bez obzira traje li financijska kriza ili ne. Iz toga proizlazi da su postojeći prijedlozi dosta ograničeni s obzirom na sadašnje institucijsko okruženje, koje ne mora biti dovoljno dobro da podrži formiranje euroobveznica.

Faveroi Missale (2012.) predlažu euroobveznice s proporcionalnom odgovornošću za kapital i plaćanje kamata. Autori navode kako bi kamatna stopa za euroobveznicu bila jednaka ponderiranom prosjeku kamatnih stopa svih državnih obveznica europodručja u vrijeme izdatka euroobveznice. Faveroi Missale smatraju kako bi euroobveznica sadržavala premiju rizika za svaku zemlju te ne bi ovisila o solidarnosti ili redistribuciji među zemljama europodručja.

Schaefer i Bigus (2016.) analiziraju različite prijedloge za uvođenje euroobveznica. Autori zaključuju kako se prijedlog o „plavim“ i „crvenim“ obveznicama teško može realizirati jer se trebaju mijenjati europski ugovori i ustavi određenih zemalja europodručja. Glavna kritika Schaefer i Bigus na prijedlog iz Faveroi Missale (2012.) je kako njihove euroobveznice daju poticaje zemljama europodručja za povećanje javnog duga, ali kako istovremeno nemaju stabilizacijski učinak na ekonomiju europodručja jer nema dijeljenja rizika.

4.5. Mogućnost formiranja fiskalne i političke unije u europodručju

Predlažem kako je argument oko moralnog hazarda manje bitan učinak jer polazi od pretpostavke kako vlade zemalja europodručja ne žele voditi politiku održivih javnih financija ako to ne moraju. Moguće je kako je razlog iz kojeg su vlade određenih zemalja prekoračile fiskalna pravila iz Ugovora iz Maastrichta u tome što su smatrale kako je njihova fiskalna politika previše ograničena. Ako bi postojalo dijeljenje fiskalnog rizika kroz euroobveznice u europodručju, tada bi vlade mogle imati poticaja za poštivanje pravila jer bi postojao mehanizam koji bi smanjio rizik neadekvatne fiskalne politike.

Dolls, Fuest, Heinemann i Peichl (2016.) smatraju kako se europska fiskalna unija može formirati bez stvaranja zajedničkih euroobveznica ili centralizirane vlade s velikim proračunom, a predlažu fiskalni stabilizacijski mehanizam u slučaju asimetričnih šokova te proceduru za restrukturiranje dugova insolventnih zemalja kao rješenje. Međutim, njihov prijedlog ne uključuje mogućnost ekonomske krize nastale kao posljedice poslovnog ciklusa u svim zemljama europodručja, kao ni dužu krizu kakva je zahvatila europodručje nakon 2009. godine. Iako njihov prijedlog ima potencijala u suzbijanju moralnog hazarda u slučaju nesolventnosti neke zemlje europodručja, ostaje problem efekta prelijevanja krize na druge zemlje europodručja. U takvom slučaju njihov prijedlog ne treba imati dovoljno velik fiskalni kapacitet kako bi se nosio s problemom.

Tablica 2. Dovršenje europske monetarne unije i koraci prema funkcionalnoj fiskalnoj uniji

Ključni uvjeti	Napredak od krize	Što je još potrebno
1) Fiskalna podjela rizika • Makroekonomija • Bankovna unija	• Inicijativa malih razmjera centraliziranih investicija • Osiguranje likvidnosti pod uvjetima (Europski Mehanizam stabilnosti • Jedinstveni fond za rezolucije (engl.*Single Resolution Mechanism*)	• Makroekonomska podjela rizika odgovarajuće veličine • Zajedničko osiguranje depozita • Zajednički financiran fond za spašavanje banaka
2) Upravljanje • Koordinacija politika • Pravila	• Različite složenije fiskalne reforme upravljanja • Jedinstveni nadzorni mehanizam (engl. *Single Supervisory Mechanism*)	• Učinkovita koordinacija • Jednostavnija, ali učinkovitija pravila koja smanjuju moralni hazard

3) Tržišta • Integracija tržišta proizvodnih faktora • Poticanje fiskalne i financijske institucijske discipline • Smanjenje rizika od negativne samoispunjavajuće ravnoteže na tržištima javnog duga	• Snažnija supervizija i bolji mehanizam za apsorpciju gubitaka • Integracija financijskih tržišta se nije potpuno oporavila nakon krize • Uvedene su klauzule o kolektivnom djelovanju	• Potpuno ujedinjena supervizija, regulacija i osiguranje depozita • Potpuna unija tržišta kapitala • Vjerodostojna ograničenja na financijsku pomoć financiranu od poreznih obveznika uz minimalno dijeljenje rizika

Izvor: Berger, Dell'Ariccia i Obstfeld (2018.)

Moguće je kako bi zajednički fiskalni kapacitet imao dovoljnu stabilizacijsku ulogu kod privremenih asimetričnih šokova. Međutim, trajni šokovi mogli bi zahtijevati veću ulogu zajedničke fiskalne politike. Formiranje fiskalne unije u europodručju predstavljalo bi kompliciran projekt koji bi trebao imati političku podršku svih zemalja članica. Kada bi se nastojala formirati fiskalna unija odjednom, moguće je kako ne bi postojala dovoljna politička volja za provedbu ideje o fiskalnoj uniji. Zato je moguće da postepena fiskalna integracija u europodručju ima veću političku podršku. U dugom roku zajednički fiskalni kapacitet mogao bi dovesti do stvaranja zajedničkog europskog proračuna.

Arnold, Barkbu, Ture, Wang i Yao (2018.) navode kako bi zajednički fiskalni kapacitet bio politički prihvatljiv samo u slučaju da ne stvara trajne transfere. Zato autori nude različita rješenja prema kojima bi se mogao ukloniti rizik trajnih transfera, kao što su zahtijevanje da država koja u lošim ekonomskim vremenima primi fiskalnu pomoć treba platiti veću premiju na kumulativne transfere nakon što se njena ekonomija oporavi, ali i postavljanje maksimalnog iznosa transfera za određenu zemlju. Lane (2012.) smatra kako bi europodručje moglo formirati dublju razinu fiskalne unije sa zajedničkim poreznim prihodima ili programima potrošnje. Autor navodi kako je također moguća bolja usklađenost nacionalnih fiskalnih politika. De Grauwe (2010a) smatra kako je problem u europodručju što monetarna unija nije dio političke unije, zbog čega postoje neravnoteže bez mehanizama za otklanjanje.

4.5.1. Mogućnost uvođenja zajedničkih poreza za sve zemlje europodručja

Zajednički porezi za sve zemlje ne postoje u europodručju. Nacionalne države imaju suverenost nad svojim poreznim sustavom. Međutim, institucije Europske unije nadziru nacionalne porezne politike kako bi one bile u skladu s funkcioniranjem jedinstvenog zajedničkog tržišta EU i ne bi diskriminirale sudionike na nacionalnom tržištu iz drugih zemalja EU. Kroz različite direktive, Europska unija odredila je minimalnu standardnu stopu poreza na dodanu vrijednost od 15% te mogućnost uvođenja dviju smanjenih stope od kojih najniža mora biti barem 5%.

Europska komisija predložila je uvođenje poreza na financijske transakcije među financijskim institucijama u zemljama Europske unije koji bi iznosio 0.1% na trgovanje dionicama i obveznicama. Nakon što se nije postigao konsenzus o uvođenju poreza jer su neke zemlje bile protiv, prijedlog je odbačen. Iako zajednički porez nije uveden, otvorila se diskusija jesu li zajednički porezi u europodručju potrebni. Zajednički porezi mogli bi poboljšati institucijsko okruženje europodručja. Ako dođe do uspostave stabilizacijskog mehanizma koji bi pomoću transfera pridonio smanjenju utjecaja asimetričnih šokova u europodručju, tada bi postojala potreba za novčanim sredstvima čija bi namjena bila usmjerena potrebama europodručja kao cjeline. Zajednički porez na dobit mogao bi doprinijeti pravednijem sustavu poreza u europodručju i smanjiti mogućnost izbjegavanja poreza. Međutim, takav bi sustav poreza na dobit mogao smanjiti poreznu konkurenciju među zemljama europodručja. Alternativni prijedlog može pomiriti ova dva stajališta. Institucije europodručja mogu uspostaviti porezno pravilo prema kojem se samo određeni dio poreza na dobit smatra zajedničkim porezom (npr. 10%). Tada bi zemlje europodručja bile slobodne postaviti svoju razinu poreza na dobit, ali samo bi dio iznad 10% poreza išao u nacionalni proračun[27]. Tako bi se mogao osigurati mehanizam prema kojem bi postojala konkurencija među zemljama europodručja, a istovremeno bi se osigurala dovoljna sredstva za potrebe europodručja.

[27] Na primjer, zemlja postavi stopu poreza na dobit od 18%. U tom slučaju, 10% bi išlo za potrebe europodručja, a ostatak od 8% u nacionalni proračun zemlje.

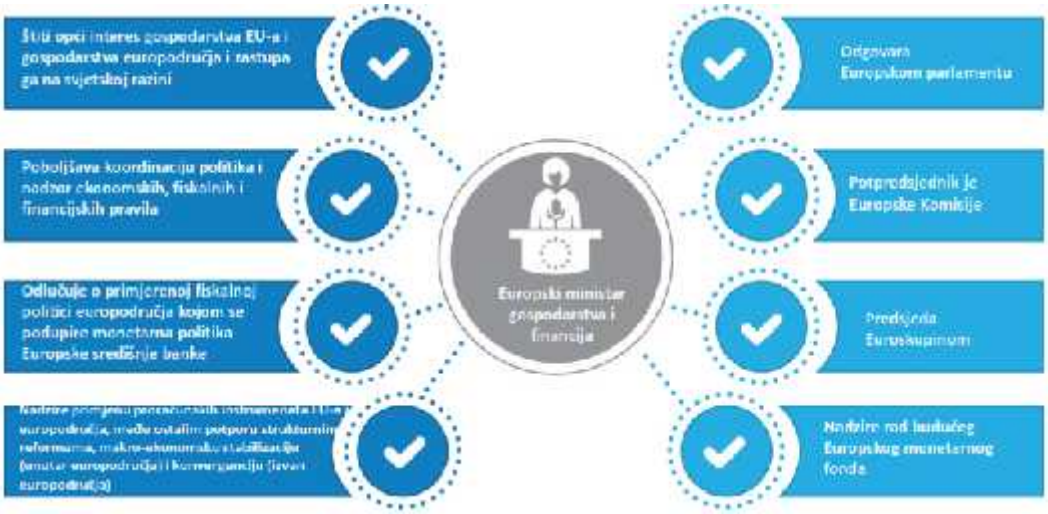
4.5.2. Mogućnost formiranja funkcije europskog ministra financija

Ideja o formiranju funkcije europskog ministra financija u ekonomskoj literaturi dobila je na značaju nakon krize javnog duga u europodručju. Europski ministar financija mogao bi poboljšati zastupanje Europske unije na međunarodnoj razini i unaprijediti zajedničke interese EU. Osnivanje funkcije europskog ministra financija moglo bi pridonijeti poboljšanju institucijskoga okruženja Europske unije. Međutim, vlade zemalja članica Unije nisu suglasne je li uopće potrebno formiranje funkcije europskog ministra financija.

Enderlein i Haas (2015.) predložili su funkciju europskog ministra financija sa snažnim političkim ovlastima koji bi štitio ekonomske interese europodručja. Prema njihovu prijedlogu, uloga ministra bila bi nadgledati koordinacije fiskalnih i ekonomskih politika zemalja europodručja, voditi pregovore za vrijeme krize, pomoći u ublažavanju regionalnih ekonomskih šokova te predstavljati europodručje kod međunarodnih institucija i događaja. Autori smatraju kako bi europski ministar financija trebao upravljati Europskim investicijskim proračunom, koji bi uravnotežio asimetrične šokove i nagradio provedbu reformi, ali bi i bio na čelu Europskog monetarnog fonda, odnosno poboljšanom verzijom Europskog mehanizma za stabilnost[28].

Formiranje funkcije europskog ministra financija ne znači nužno i formiranje europskog ministarstva financija. Funkcija europskog ministra financija mogla bi se integrirati u postojeće institucijsko okruženje Europske unije. Prema Europskoj komisiji (2017a), predsjednik Europske komisije Jean-Claude Juncker predložio je u Govoru o stanju unije 2017. godine mogućnost formiranja funkcije europskog ministra financija. Juncker je zamislio kako bi potpredsjednik Europske komisije trebao preuzeti funkciju europskog ministra financija i predsjedati Euroskupinom. Kako Europska komisija već odgovara Europskom parlamentu, logično bi bilo da i europski ministar financija kao dio Komisije također ima istu odgovornost. Jucker je također povezao formiranje Europskog monetarnog fonda s ulogom europskog ministra financija koji bi predsjedao Vijećem guvernera tog fonda. To bi značilo proširenje ovlasti postojećeg predsjednika Euroskupine koji se već nalazi na čelu Vijeća guvernera Europskog stabilizacijskog mehanizma.

[28] Više o predloženoj funkciji europskog ministra financija u Enderlein i Haas (2015.).



Slika 15: Predložena uloga europskog ministra financija

Izvor: Europska komisija (2017a)

Na slici 15 prikazana je uloga europskog ministra financija. S lijeve strane nalaze se ovlasti i funkcija europskog ministra financija, a s desne strane prikazana je odgovornost ministra. Europski ministar financija trebao bi poboljšati koordinaciju politika na razini Europske unije i nadzirati ekonomska, fiskalna i financijska pravila. Uloga bi ministra financija također obuhvaćala zaštitu općeg interesa gospodarstva EU i europodručja unutar i izvan Unije. Prema prijedlogu Europske komisije (2017a), europski ministar također bi odlučivao o fiskalnoj politici europodručja koja pridonosi ciljevima fiskalne održivosti javnog duga u zemljama europodručja, ali i koordinirao primjenu proračunskih instrumenata s ciljem potpore strukturnim reformama.

Iako je predsjednik Europske komisije Jean-Claude Juncker formalno iznio svoj prijedlog o formiranju funkcije europskog ministra financija, sredinom 2019. godine nije postojala namjera službenog osnivanja funkcije europskog ministra financija.

5. UTJECAJ INSTITUCIJSKOGA OKRUŽENJA NA RAST BRUTO DOMAĆEG PROIZVODA ZEMALJA EUROPODRUČJA NAKON FINANCIJSKE KRIZE IZ 2008.

Prema endogenoj ekonomskoj teoriji dohodak po stanovniku određen je razinom fizičkog i ljudskog kapitala te tehnologije u zemlji. Drugim riječima, zemlja može ubrzati svoj ekonomski rast povećanjem stope rasta kapitala i tehnologije. Međutim, u nekim slučajevima zemlja to ne može ostvariti. Kako bi se bolje objasnilo zašto su neke zemlje bogatije od drugih i zašto neke zemlje ostvaruju više stope rasta, potrebno je uzeti u obzir i institucijsko okruženje zemlje. Institucijsko okruženje prema ekonomskoj teoriji povezano je sa stupnjem ekonomskog razvoja neke zemlje jer pomaže u efikasnoj alokaciji kapitala, rada i tehnologije. Takvo okruženje utječe na investicije, poticaje i način na koji je organizirana proizvodnja. Upravo se zato institucijsko okruženje smatra endogenim čimbenikom ekonomskog rasta. Kao jedan od načina određivanja razvijenosti zemlje u ekonomskom smislu, osim razine dohotka po stanovniku, ekonomisti uzimaju u obzir i stupanj institucijskoga okruženja. Postoje značajne razlike u kvaliteti institucijskoga okruženja među zemljama. Kvalitetno institucijsko okruženje daje potporu ekonomskom rastu. Zemlje s visokim bruto domaćim proizvodom po stanovniku u pravilu imaju bolje razvijene institucije i institucijsko okruženje. U ekonomskoj literaturi često se kao jedan od razloga za objašnjenje niske razine BDP-a po stanovniku pojavljuje slaba razvijenost institucijskoga okruženja.

Nakon financijske krize iz 2008. godine zemlje europodručja imale su različitu dinamiku rasta BDP-a. Koliko institucijsko okruženje pridonosi stupnju ekonomskog razvoja ili ekonomskom rastu određene zemlje zbog dostupnosti podataka ili iz drugih razloga nije uvijek poznato u kratkom roku. Postavlja se pitanje kakav je utjecaj institucijskoga okruženja na ekonomski rast zemalja europodručja nakon financijske krize.

5.1. Pregled literature o dosadašnjim empirijskim istraživanjima

Dosadašnja empirijska istraživanja uloge institucijskoga okruženja najviše su bila usmjerena prema dugoročnom utjecaju na ekonomski razvoj. Iako su istraživanja međusobno drugačija po korištenoj metodologiji, rezultati tih istraživanja većinom su pokazali kako je takav utjecaj pozitivan. Institucijsko okruženje u takvim je istraživanjima bilo definirano u širem smislu i odnosilo se na rad institucija, učinkovitost regulatornog sustava i pravosuđa, zaštitu vlasničkih prava i drugih zakona te normi koje imaju utjecaj na ekonomski rast. Uzevši u obzir širu definiciju institucijskoga okruženja, postoji više suglasja među ekonomistima o pozitivnom utjecaju institucijskoga okruženja na stupanj razvoja zemlje u dugom roku. Dakle, veća razvijenost institucijskoga okruženja povezana je sa zemljama koje imaju viši stupanj ekonomskog razvoja.

Góes (2015.) pronalazi kako egzogena poboljšanja u kvaliteti institucijskoga okruženja imaju pozitivan i statistički značajan utjecaj na bruto domaći proizvod po stanovniku. Analiza je na uzorku podataka od 119 zemalja u razdoblju od 2000. do 2012. godine pokazala kako u prosjeku privremeni šok u kvaliteti institucija od 1-postotnoga boda povećava BDP po stanovniku za 1,7-postotnih bodova nakon 6 godina[29]. To je istraživanje konzistentno s ekonomskom teorijom, odnosno s konvergencijom ekonomskog razvoja između siromašnijih i bogatijih zemalja. Zemlje koje imaju veći BDP po stanovniku imaju bolje razvijene institucije te je korist od poboljšanja kvalitete institucija manja, odnosno ta korist raste po opadajućoj stopi. S druge strane, siromašne zemlje i zemlje u razvoju imaju više prostora kako se približavaju kvaliteti institucija koju imaju razvijene zemlje, i stoga je učinak poboljšanja kvalitete institucija veći na rast BDP-a po stanovniku.

U ekonomskoj literaturi institucijsko se okruženje može mjeriti pomoću indeksa koji omogućuju uspoređivanje stupnja razvoja institucijskoga okruženja među zemljama. Bassanini, Scarpetta i Hemmings (2001.) u istraživanju analiziraju utjecaj OECD indikatora regulacije tržišta proizvoda

[29] Prema Góes (2015.), veza je pozitivna ukupno 10 godina nakon šoka, ali raste po opadajućoj stopi. Kada se promatra 25 razvijenih gospodarstava, učinak je poboljšanja kvalitete institucija manji i kraće traje, te dosеže maksimum od 0,35-postotnih bodova za dvije godine nakon šoka od 1-postotnog boda.

na ekonomski rast. Oni zaključuju kako postoji negativan utjecaj strogih propisa i administrativnih troškova na efikasnost tržišta proizvoda, a to se negativno odražava na ekonomski rast.

Liberalizacija tržišta proizvoda i tržišta usluga u zemljama europodručja mogla bi povećati realni BDP europodručja za 0.7% u prvoj godini, a 3.3% u 5 godina (Anderson, Barkbu, Lusinyan i Muir, 2016.). Prema njihovoj analizi, učinak u dugom roku raste na 11% BDP-a.

Scarpetta, Hemmings, Tressel i Woo (2002.) pronalaze kako stroga regulacija na tržištu proizvoda ima negativan utjecaj na ukupnu faktorsku produktivnost (engl. *total factor productivity, TFP*). Autori navode kako je direktan utjecaj strogih regulacija na ukupnu faktorsku produktivnost veća što je zemlja ili industrija udaljenija od tehnološkog lidera. To znači kako stroga regulacija negativno utječe na usvajanje postojećih tehnologija osim štetnih direktnih utjecaja na inovaciju, vjerojatno smanjenjem konkurencije, ulaska novih visokotehnoloških poduzeća te prelijevanja tehnologije.

Bekaert, Harvey i Lundblad (2001.) pokazuju kako liberalizacija tržišta vrijednosnica u prosjeku doprinosi 1% godišnjem realnom rastu BDP-a tijekom 5 godina. Prema njihovom istraživanju, odnos investicija i BDP-a raste nakon liberalizacije, a investicije djelomično financirane stranim kapitalom pogoršavaju trgovinsku bilancu. U kasnijem radu Bekaert, Harvey i Lundblad (2011.) pronalaze kako je utjecaj financijske otvorenosti na rast faktora produktivnosti važniji nego utjecaj na rast kapitala, što objašnjava zašto je utjecaj liberalizacije uglavnom trajan. Autori objašnjavaju trajni učinak liberalizacije financijske otvorenosti pomoću uloge koju ona igra u razvoju bankovnoga tržišta i tržišta dionica[30].

Liberalizacija financijske otovorenosti u ekonomskoj se literaturi povezuje s rastom produktivnosti. Strani kapital može imati pozitivnu ulogu u efikasnijoj alokaciji kapitala te tehnološkom razvoju zemlje. Kose, Prasad i Terrones (2008.) pronalaze kako otvaranje kapitalnog računa ima pozitivnu ulogu na rast ukupne faktorske produktivnosti. Kose, Prasad i

[30] Bekaert, Harvey i Lundblad (2011.) pronalaze i indirektan utjecaj poboljšanja otovorenosti na višu razinu efikasnosti investicija.

Terrones navode kako direktne strane investicije povećavaju TFP, a vanjski dug negativno je koreliran s rastom TFP-a, posebno kod razvijenijih ekonomija i financijskih sustava.

Obstfeld (2008.) tvrdi kako zemlje u razvoju idu u smjeru povećanja financijske otvorenosti jer je financijski razvoj prisutan u razvijenim zemljama, a rastući financijski sektor u otvorenoj ekonomiji ne može biti izoliran od međunarodnih financijskih tokova.

Ekonomska literatura često ne pokazuje jasnu vezu između financijske otvorenosti i ekonomskog rasta. Fratzscher i Bussiere (2004.) tvrde kako je to zato što zemlje imaju koristi od poboljšanja financijske otvorenosti u kratkom roku, ali u srednjem i dugom roku može se dogoditi da ta veza prestaje ili postane negativna. Fratzscher i Bussiere na podacima od 45 industrijaliziranih zemalja i zemalja u razvoju pronalaze kako nakon liberalizacije dolazi do ubrzavanja ekonomskog rasta zbog naglog rasta investicija i prinosa kapitala iz inozemstva. Kako se odnos financijske otvorenosti i rasta mijenja tijekom vremena, to može objasniti zašto neki autori smatraju kako je veza između financijske liberalizacije i ekonomskog rasta pozitivna, dok drugi navode negativne strane liberalizacije i povezuju financijske krize s financijskom otvorenosti.

Reforma tržišta rada može obuhvatiti reformu regulacije uvjeta rada i poreznu reformu koja se odnosi na porez na dohodak, doprinose za mirovinski i zdravstveni sustav te ostala porezna davanja. U zemljama europodručja postoje različiti sustavi radnog zakonodavstva što podrazumijeva kako postoje različiti stupnjevi regulacije uvjeta rada. To djelomično može objasniti kako su stope nezaposlenosti različite među zemljama europodručja. Botero et al. (2004). u istraživanju na podacima iz 85 zemalja pronalaze kako je viša regulacija rada povezana s nižom stopom participacije rada i višom stopom nezaposlenosti.

Ekonomska literatura pokazuje kako utjecaj reformi tržišta rada i tržišta proizvoda može ovisiti o poslovnome ciklusu. To upućuje kako neke reforme mogu imati pozitivan učinak za vrijeme ekonomskog rasta, a negativan u vrijeme recesije. Taj razlog može djelomično objasniti razliku među rezultatima u ekonometričnim istraživanjima raznih autora. Prema Banerji et al. (2017.), smanjenje zaštite radnika daje pozitivne fiskalne učinke za vrijeme ekonomske ekspanzije, ali negativno utječe za vrijeme recesije. Banerji et al. navode kako reforma naknada za nezaposlene

ima veće koristi za vrijeme ekspanzije. Autori također pronalaze kako smanjenje poreza na dohodak financirano javnim zaduživanjem ima veći pozitivan utjecaj na javne financije tijekom recesije zbog većih fiskalnih multiplikatora. Njihovi rezultati potvrđuju kako ekspanzivna fiskalna politika za vrijeme recesije pojačava rezultate reformi i njihov fiskalni utjecaj na javne financije.

Vrijeme provedbe reformi može ovisiti o političkoj volji, ali i o poslovnome ciklusu. U slučaju kada su makroekonomski uvjeti nepovoljni za ekonomski rast, vlada se može odlučiti na reformu institucijskoga okruženja kako bi poboljšala ekonomsku perspektivu zemlje. Dapače, upravo ekonomska kriza može potaknuti vlade na provedbu reformi s ciljem poboljšanja institucijskoga okruženja, za koje u uvjetima ekonomskog rasta ne bi postojala dovoljna politička volja. Adascalitei i Pignatti Morano (2015.) pronalaze kako će se u razvijenim zemljama vlade radije odlučiti na provedbu strukturnih reformi nakon ekonomske krize i visoke razine nezaposlenosti. Autori na istraživanju od 111 razvijenih zemalja i zemalja u razvoju u periodu između 2008. i 2014. godine pronalaze kako je suprotno kod zemalja u razvoju, odnosno njihove vlade će se odlučiti na reforme za vrijeme visokog rasta BDP-a. Adascalitei i Pignatti Morano objašnjavaju kako je razlog tome što su reforme u razvijenim zemljama usredotočene na smanjenje regulacije rada, a u zemljama u razvoju na povećanje regulacije rada. Međutim, njihovi rezultati pokazuju kako deregulacija povećava nezaposlenost u razvijenim ekonomijama u kratkom roku, ali taj utjecaj ne postoji u zemljama u razvoju.

Postojeće institucijsko okruženje bitno je u određivanju uvjeta za provedbu reformi. Vlade zemalja mogu se odlučiti na provedbu reformi ako smatraju kako je instuticionalno okruženje zemlje manje razvijeno od institucijskoga okruženja u glavnim trgovinskim partnerima. Moguće je kako percepcija utjecaja institucijskoga okruženja utječe na makroekonomske varijable te može potaknuti reforme. Međutim, određene makroekonomske varijable mogu više utjecati na volju za provedbu strukturnih reformi. Turrini, Koltay, Pierini, Goffard i Kiss (2014.) pronalaze kako su reforme tržišta rada češće kada postoji visoka i rastuća nezaposlenost, ali i visoka razina poreznog opterećenja na rad, dok su ostali makroekonomski uvjeti manje važni.

Uvjeti na tržištu rada određeni su međunarodnim trendovima i promjenama tehnologije koja utječe na pojavu novih oblika zaposlenja. Takvi poslovi uključuju zaposlenje na nepuno radno vrijeme, što ima bitnu ulogu na dinamiku tržišta rada te radno zakonodavstvo. Međunarodna organizacija rada (2015.) kao ključni rezultat u svojoj analizi navodi kako su mnoge zemlje u EU odgovorile na nove oblike zaposlenja povećanjem zaštite radnika, koja zahtijeva jednaku regulaciju radnika zaposlenih na neodređeno vrijeme kao i radnika koji su zaposleni na puno radno vrijeme. Međunarodna organizacija rada u ekonometrijskoj analizi vremenskih serija na panel podacima pronalazi kako ne postoje negativni učinci povećanja zaštite radnika na formiranje novih radnih mjesta, što pokazuje kako je bitno na koji način se implementira regulacija tržišta rada.

Kako bi se dobio bolji utjecaj reformi tržišta proizvoda i tržišta rada na ekonomiju, moguće je staviti provedbu reformi u kontekst oporavka od financijske krize. Posljedice od posljednje financijske krize u europodručju pokazale su koliko značajan negativan utjecaj krize može biti na ekonomski rast. Literatura nudi određenu usporedbu krize i utjecaja reformi. Fatás (2016.) navodi kako koristi od reformi tržišta proizvoda i tržišta rada mogu iznositi između 5% i 20% BDP-a, na povećanje produktivnosti između 0% i 14%, a na utilizaciju radne snage (engl. *labour utilization*) do 7%[31]. Fatás pojašnjava kako moguće koristi od strukturnih reformi mogu iznositi koliko i trajni učinci financijske krize.

McQuinn i Whelan (2015.) pokazuju kako reforma tržišta rada može povećati ekonomski rast za 0.13% godišnje u europodručju, 0.35% u Španjolskoj te 0.28% u Grčkoj u razdoblju između 2014. i 2023. godine. Prema njihovu modelu, regulatorna reforma povećava ukupnu faktorsku produktivnost te akumulaciju kapitala, što dovodi do povećanja stope rasta BDP-a u europodručju za 0.49% godišnje u razdoblju između 2014. i 2023. godine.

[31] Fatás (2016.) se nadovezuje na prijašnja istraživanja OECD-a o utjecaju strukturnih reformi tijekom 10 godina prije objave rada.

5.2. Objašnjenje metodologije istraživanja

Za analizu uloge institucijskoga okruženja u oporavku BDP-a zemalja europodručja nakon financijske krize iz 2008. koristit će se panel vektorski autoregresijski model (engl. *Panel Vector Autoregression Model – PVAR*). Pristup istraživanju PVAR modelom ima više prednosti u odnosu na VAR analizu za svaku od promatranih zemalja posebno. PVAR modeli povećaju broj stupnjeva slobode jer se analiziraju panel podaci zemalja. Osim toga, utjecaj institucijskoga okruženja može se bolje modelirati zbog heterogenosti podataka zemalja. Prema Canova i Ciccarelli (2013.), panel VAR modeli mogu obuhvatiti dinamične i statične međuovisnosti varijabli, vremenske varijacije u koeficijentima i varijancama šokova te se u takvim modelima može promatrati heterogenost modela. Sve su varijable u PVAR modelu endogene, čime se može bolje promatrati njihova međuzavisnost. Iako se sve varijable u VAR modelu određuju kao endogene, mogu se postaviti ograničenja na temelju teorijskih modela ili statističkih metoda s ciljem određivanja utjecaja egzogenih šokova na sustav (Abrigo i Love, 2015.).
Procjenjuje se sljedeći PVAR model:

$$Y_{it} = AY_{it-1} + e_{it} \quad (1)$$

gdje je $\mathbf{A}$ matrica parametara koja pokazuje odnos između matrice varijabli $\mathbf{Y_{it}}$ i vrijednosti te matrice varijabli iz prethodnog razdoblja Y_{it-1}, dok je $\mathbf{e_{it}}$ matrica reziduala.

Indeks *i* označava zemlju, a *t* godinu. Modelom je obuhvaćeno svih 19 zemalja europodručja: Austrija, Belgija, Cipar, Estonija, Finska, Francuska, Grčka, Irska, Italija, Latvija, Litva, Luksemburg, Nizozemska, Njemačka, Malta, Portugal, Slovačka, Slovenija i Španjolska.

Matrica Y uključuje sljedeće varijable:

- Stopa rasta BDP-a
- Indeks „Efikasnost tržišta proizvoda“
- Indeks „Efikasnost tržišta rada“
- Chinn-Ito Index

- Stopa nezaposlenosti
- Stopa harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena (HICP)
- Proračunski deficit kao postotak BDP-a
- Kamatnjak na 10-godišnje državne obveznice

Za svaku od zemalja europodručja upotrijebljeni su podaci za svaku od gore navedenih varijabli na godišnjoj razini u razdoblju od 2007. do 2017. godine. Podaci za stope rasta BDP-a, stope nezaposlenosti, stope harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena (HICP), novčane izdatke za socijalnu zaštitu kao postotak BDP-a i kamatnjak na 10-godišnje državne obveznice preuzeti su iz europske baze podataka Eurostat. Indeksi „Efikasnost tržišta proizvoda" i „Efikasnost tržišta rada" preuzeti su iz publikacije Global Competitiveness Index[32], koju objavljuje Svjetski ekonomski forum. Vremenska serija podataka za indekse „Efikasnost tržišta proizvoda" i „Efikasnost tržišta rada" počinje od 2007. godine jer se podaci iz publikacije Global Competitiveness Indeks nisu objavljivali prije toga.

Podaci za Chinn-Ito Indeks preuzeti su iz publikacija koje objavljuju autori Chinn i Ito. Indeks se bazira na binarnim dummy varijablama koje mjere ograničenja na financijske transakcije među zemljama. Ostali podaci preuzeti su s baza podataka Eurostata i Međunarodnog monetarnog fonda.

Fleksibilnije tržišta proizvoda odražava niže barijere ulaska novih poduzeća na tržište, veću lokalnu konkurenciju i veću učinkovitost antimonopolističke politike. Indeks „Efikasnost tržišta proizvoda" pokazuje koliko je konkurentno tržište proizvoda, a sastoji se od 16 potpokazatelja (Schwab i Sala-i-Martin, 2016.):

1. Intenzitet lokalne konkurencije (engl. *Intensity of local competition*)
2. Opseg tržišne dominacije (engl. *Extent of market dominance*)

[32]Napomena: U istraživanju je za krajnje podatke korišten Global Competitiveness Indeks iz 2017. godine. Izvještaj iz 2018. godine promijenio je metodologiju prikupljanja podataka i vrednovanja pojedinih kategorija. Novi indikator GCI 4.0 uzima u obzir promjene koje su nastale zbog digitalizacije i industrijske revolucije 4.0, promjene u razvoju velikih podataka (engl. *big data*), komunikacijama, inovacijama, ljudskog kapitala i financijskih tržišta. Prema novoj metodologiji makroekonomski podaci čine 70% procjene zemlje, a meki podaci (engl. *soft data*) čine preostalih 30%. Zbog toga vrijednosti indikatora iz izvještaja iz 2018. godine nisu usporedivi s prethodnim godinama

3. Učinkovitost antimonopolističke politike (engl. *Effectiveness of anti-monopoly policy*)
4. Utjecaj oporezivanja na poticaje za ulaganje (engl. *Effect of taxation on incentives to invest*)
5. Ukupna porezna stopa kao postotak dobiti (engl. *Total tax rate % profits*)
6. Broj postupaka za otvaranje poduzeća (engl. *No. of procedures to start a business*)
7. Vrijeme za početak poslovanja novootvorenog poduzeća u danima (engl. *Time to start a business days*)
8. Troškovi poljoprivredne politike (engl. *Agricultural policy costs*)
9. Rasprostranjenost netarifnih barijera (engl. *Prevalence of non-tariff barriers*)
10. Trgovinske carine kao postotak ukupnih carinskih prihoda (engl. *Trade tariffs % duty*)
11. Rasprostranjenost stranog vlasništva (engl. *Prevalence of foreign ownership*)
12. Utjecaj pravila o poslovanju na izravna strana ulaganja (engl. *Business impact of rules on FDI*)
13. Teret carinskih postupaka (engl. *Burden of customs procedures*)
14. Uvoz kao postotak bruto domaćeg proizvoda (engl. *Imports % GDP*)
15. Stupanj usmjerenosti prema kupcu (engl. *Degree of customer orientation*)
16. Sofisticiranost kupca (engl. *Buyer sophistication*)

Kada se govori o efikasnosti tržišta rada prvenstveno se misli na efikasnost i fleksibilnost alokacije radnika u gospodarstvu. Efikasno tržište rada lakše zadržava i više nagrađuje talentirane i produktivne radnike bez diskriminacije na temelju spola, dobi, rase, nacionalnosti i dr. Fleksibilnije tržište rada odražava manju rigidnost plaća, veću geografsku mobilnost rada zbog profesionalnih razloga te lakše otpuštanje neproduktivnih radnika i zapošljavanje novih, odnosno bržu alokaciju radnika u djelatnosti gdje će ostvariti veću dodanu vrijednost.

Indeks „Efikasnost tržišta rada“ pokazuje koliko je konkurentno tržište rada, a sastoji se od 10 potpokazatelja (Schwab i Sala-i-Martin, 2016.):

1. Suradnja u odnosima radnika i poslodavca (engl. *Cooperation in labor-employer relations*)
2. Fleksibilnost određivanja plaća (engl. *Flexibility of wage determination*)

3. Prakse zapošljavanja i otpuštanja (engl. *Hiring and firing practices*)
4. Troškovi otpuštanja radnika (engl. *Redundancy costs weeks of salary*)
5. Utjecaj oporezivanja na poticaje za rad (engl. *Effect of taxation on incentives to work*)
6. Plaća i produktivnost (engl. *Pay and productivity*)
7. Oslanjanje na profesionalni menadžment (engl. *Reliance on professional management*)
8. Sposobnost države na zadržavanje talenata (engl. *Country capacity to retain talent*)
9. Sposobnost države na privlačenje talenata (engl. *Country capacity to attract talent*)
10. Participacija žena u radnoj snazi u odnosu na muškarce (engl. *Female participation in the labor force ratio to men*)

Proračunski deficit kao postotak BDP-a predstavlja razliku državne potrošnje i prihoda izražen u postotku BDP-a. Varijabla proračunski deficit koristi se kao mjera agregatne potražnje.

U prvom koraku istraživanja prije provođenja ekonometrijske analize neophodno je provjeriti jesu li varijable stacionarne kako bi se uklonila mogućnost prividne regresije. Radi se Levin, Lin i Chu testu za panel podatke kako bi se provjerilo postoji li jedinični korijen, odnosno kako bi se utvrdilo jesu li panel podaci stacionarni. Nulta hipoteza tog testa jest da postoji jedinični korijen u skupu podataka, a prema alternativnoj hipotezi da jedinični korijen ne postoji. U slučaju da se utvrdi jedinični korijen kod varijabli, testira se jedinični korijen u prvim diferencijama tih varijabli. Ako se utvrdi postojanje jediničnoga korijena u prvim diferencijama, testira se postoji li jedinični korijen u drugim diferencijama. Kako bi se mogao napraviti VAR model, potrebno je da sve varijable budu integrirane istog reda. U slučaju stacionarnosti svih varijabli u prvim diferencijama, to znači da su varijable integrirane reda jedan. Idući korak je utvrđivanje postojanja kointegracije među varijablama, što će se provjeriti Kao kointegracijskim testom. Ako test pokaže da ne postoji kointegracija među varijablama, onda se radi VAR model s varijablama u prvim diferencijama. U suprotnome, radi se vektorski model korekcije pogreške (engl. *Vector Error Correction Model – VECM*). U hipotezi H2 spominje se kako efekti mogu biti prisutni i u dugom roku, pa se radi VECM model za provjeru dugoročne veze.

Vektorski model korekcije pogreške ima sljedeći oblik:

$$\Delta X_t = \beta + \Pi X_{t-1} + \sum_{i=1}^{p-1} \Phi_i^* \Delta X_{t-1} + \varepsilon_t \quad (2)$$

pri čemu član ΔX_t predstavlja vektor *n* varijabli u prvim diferencijama, član $\Phi_i^* = -\sum_{j=i+1}^{p} \Phi_i$, i=1,…,p-1, a član $\Pi = -(I - \Phi_1 - \ldots - \Phi_p) = -\Phi(1)$. Karakteristični polinom iznosi $I - \Phi_1 z - \ldots - \Phi_p z^p = \Phi(z)$. Član ε_t predstavlja vektor inovacija (Hauser, 2019.).

Nakon odabira modela potrebno je odabrati broj pomaka varijabli. U tu svrhu koriste se testovi za odabir pomaka, odnosno multivarijatni informacijski kriteriji (primjerice Hannan-Quinnov ili Akaikeov test).

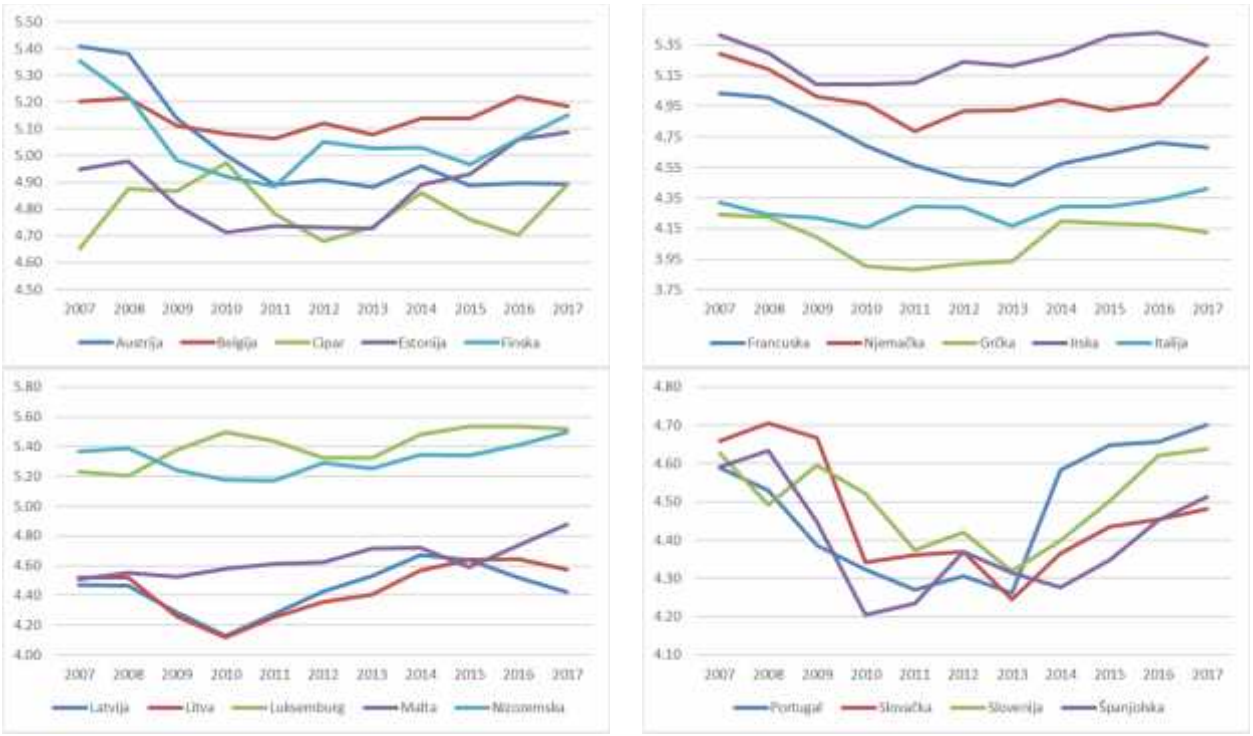
Nakon toga radi se funkcija impulsnog odaziva kako bi se utvrdio utjecaj određene varijable na cijeli PVAR sustav. Posljednji korak je analiza dekompozicije varijance s ciljem određivanja bolje interpretacije modela. Na taj se način može objasniti koliko promjene varijabli utječu na grešku procjene varijance svake varijable.

U analizi dekompozicije varijance koristit će se Cholesky metoda ortogonalizacije. Ta se metoda koristi pri izračunu funkcija impulsnog odaziva, a potrebno je izabrati redoslijed varijabli. Redoslijed je određen prema kriteriju opadajuće egzogenosti varijabli. Poredak varijabli u ovom istraživanju temelji se na usklađivanju važnosti varijabli s hipotezama istraživanja. Varijable vezane za ulogu institucijskoga okruženja efikasnost tržišta proizvoda, efikasnost tržišta rada i financijska otvorenost stavljene su na početak modela zbog najveće relativne egzogenosti, a makroekonomske varijable stopa inflacije, nezaposlenosti i 10-godišnji kamatnjak nalaze se na kraju modela. Institucijsko okruženje pretpostavlja se kao endogena varijabla. Deficit se smatra više egzogenim od stope rasta BDP-a, pa je varijabla stavljena prije varijable za stopu rasta BDP-a. Kretanje stope inflacije i nezaposlenosti proizlazi iz kretanja stope rasta BDP-a, pa su stoga te varijable stavljene poslije. Pretpostavlja se kako dugoročni kamatnjaci reagiraju brže na stopu rasta BDP-a nego inflacija i nezaposlenost, zbog čega je ta varijabla stavljena na posljednje mjesto. Poredak varijabli koji se koristi u ovom modelu je indeks efikasnosti tržišta proizvoda, indeks efikasnosti tržišta rada, Chinn-Ito kao mjera financijske otvorenosti, deficit kao postotak

BDP-a, stopa rasta BDP-a, stopa inflacije, stopa nezaposlenosti i kamatnjak na 10-godišnje obveznice.

5.3. Analiza istraživanja i objašnjenje rezultata

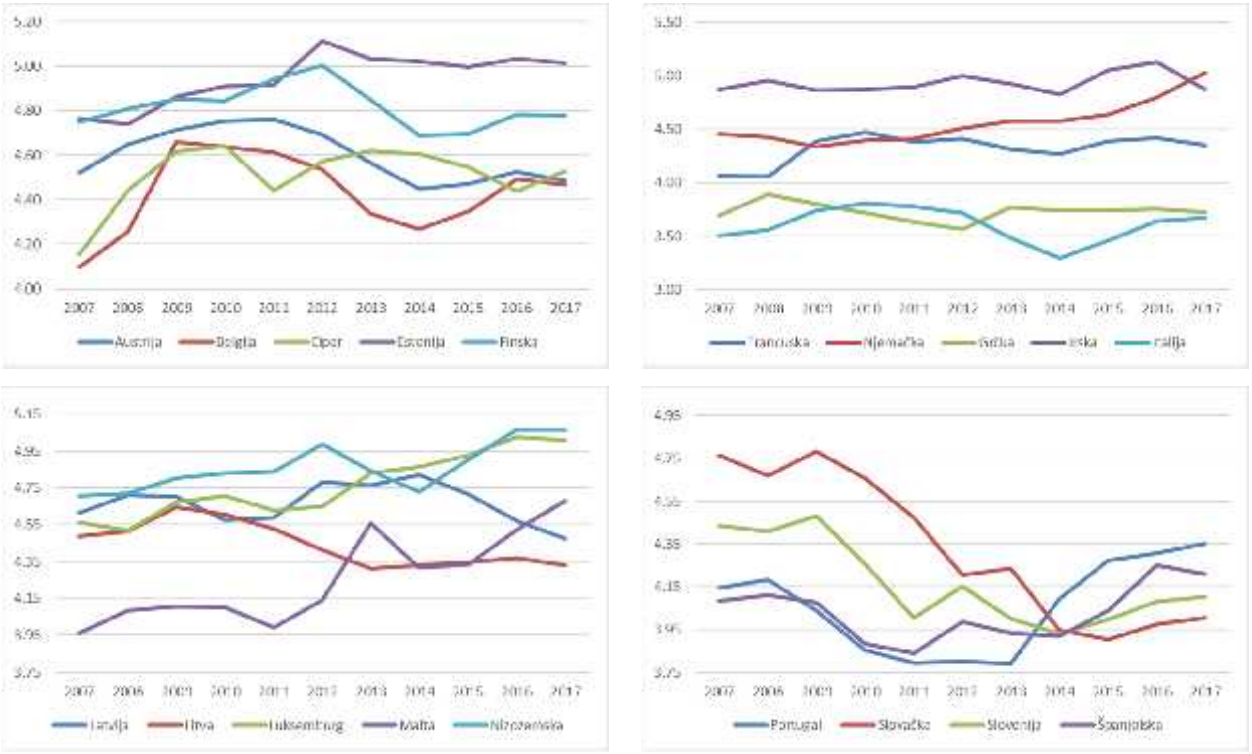
Analiza rezultata istraživanja započinje deskriptivnom analizom vremenskih serija pokazatelja institucionalnog okruženja u analiziranim zemljama. Cilj je istražiti dinamičku varijabilnost pokazatelja jer se radi o varijablama za koje se pretpostavlja da ne variraju pretjerano iz godine u godinu.



Slika 16: Vremenske serije Indeksa „Efikasnost tržišta proizvoda“ u razdoblju od 2007. do 2017. godine za zemlje europodručja

Izvor: EViews 8.1

Na slici 16 prikazane su vremenske serije Indeksa „Efikasnost tržišta proizvoda“ u promatranom razdoblju za zemlje europodručja. Vrijednosti varijabli se mijenjaju tijekom vremena, ali s različitim amplitudama. Godine 2009. došlo je do pada vrijednosti indeksa u značajnom broju zemalja, a uzrok tome mogu biti promjene na tržištu proizvoda nakon financijske krize. Vrijednosti indeksa u većini zemalja počinju rasti nakon 2014. godine, što može biti povezano s reformama na tržištu proizvoda od strane zemalja europodručja. Većina zemalja europodručja imala je više ili približno jednake vrijednosti indeksa u 2017. nego u 2007. godini. Međutim, vrijednosti indeksa pale su u Austriji, Finskoj, Francuskoj, Slovačkoj i Španjolskoj. Najmanju vrijednost Indeksa „Efikasnost tržišta proizvoda“ u promatranom razdoblju imala je Grčka (3.89), a najvišu Luksemburg (5.54) (Prilog 1).



Slika 17: Vremenske serije Indeksa „Efikasnost tržišta rada“ u razdoblju od 2007. do 2017. godine za zemlje europodručja

Izvor: EViews 8.1

Nakon financijske krize 2008. godine došlo je do pada vrijednosti indeksa u Grčkoj, Portugalu, Slovačkoj, Sloveniji i Španjolskoj (slika 17). U tim je zemljama zatim došlo do blagog rasta vrijednosti indeksa. Estonija, Francuska, Njemačka, Luksemburg i Nizozemska imale su rast vrijednosti indeksa u razdoblju od 2007. do 2017. Najmanju vrijednost Indeksa „Efikasnost tržišta rada“ imala je Italija (3.29), a najvišu Irska (5.13).

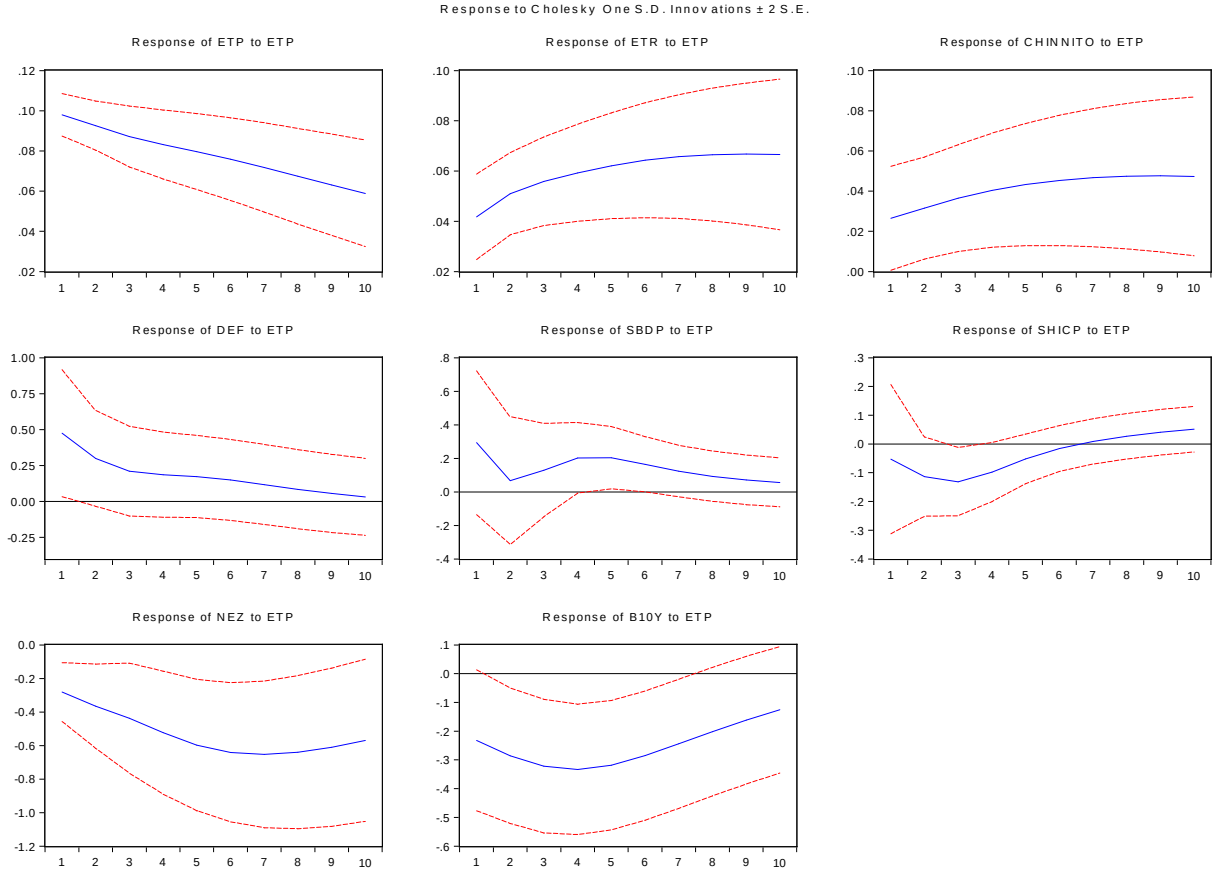
Slika 18: Vremenske serije Chinn-Ito Indeksa u razdoblju od 2007. do 2017. godine za izabrane zemlje europodručja

Izvor: EViews 8.1

Na slici 18 prikazane su vremenske serije Chinn-Ito Indeksa kao mjere financijske otvorenosti za izabrane zemlje europodručja. Jedino je u ovim zemljama došlo do promjene vrijednosti indeksa u promatranom razdoblju. Za sve ostale zemlje vrijednost Chinn-Ito Indeksa nepromijenjena je svake godine u promatranom razdoblju te iznosi 2.36. Financijska otvorenost se mijenja rjeđe nego promjena Indeksa „Efikasnost tržišta proizvoda“ i Indeksa „Efikasnost tržišta rada“. Iako se financijska otvorenost rijetko mijenja, amplituda promjene može biti veća nego kod drugih pokazatelja institucijskog okruženja. Nakon krize javnog duga Cipar, Grčka i Slovenija imale su manju financijsku otvorenost nego prije krize. U razdoblju od 2007. do 2017. godine financijska otvorenost pala je u Cipru, Grčkoj i Sloveniji, a narasla u Litvi i Slovačkoj.

U deskriptivnoj analizi promatralo se kretanje vremenskih serija varijabli koje se značajno ne mijenjaju tijekom vremena, a ta je činjenica mogla utjecati na dobivene rezultate (širi raspon intervala pouzdanosti kod prikaza funkcija impulsnog odaziva ili nedostatak konvergencije odaziva prema nuli).

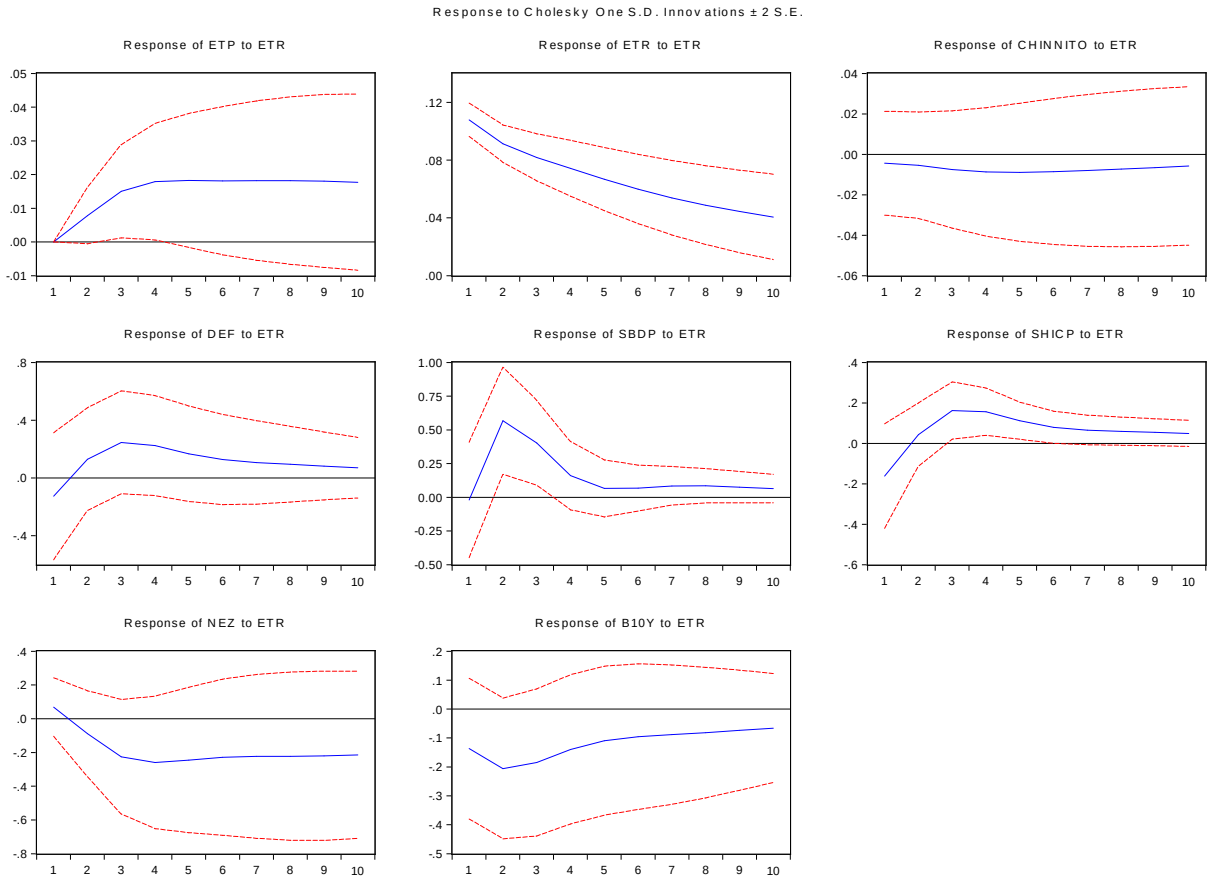
Istraživanje započinje testiranjem stacionarnosti varijabli. Napravljeni su Levin, Lin i Chu testovi jediničnoga korijena (engl. *unit root*) za panel podatke, koji su pokazali da su sve varijable stacionarne u razinama. To znači da su varijable integrirane reda nula. Zatim je analiziran VAR model u razinama kako bi se odredio optimalan broj pomaka. Prema kriterijima LR (engl. *sequential modified LR test statistic*), optimalan broj pomaka je četiri. Informacijski kriterij Akaike (AIC) i FPE (engl. *Final prediction error*) pokazuju tri pomaka, a informacijski kriteriji Schwarz (SC) i Hannan-Quinn (HQ) pokazuju jedan pomak. Za konačni VAR model izabran je jedan pomak. Model je stabilan ako su korijeni karakterističnog AR polinoma manji od jedan po modulu, odnosno ako se nalaze unutar jediničnoga kruga. Svi parametri manji su od jedan, što pokazuje da je model stabilan.



Slika 19: Funkcije impulsnog odziva na pozitivan šok indeksa tržišta proizvoda u VAR sustavu

Izvor: EViews 8.1

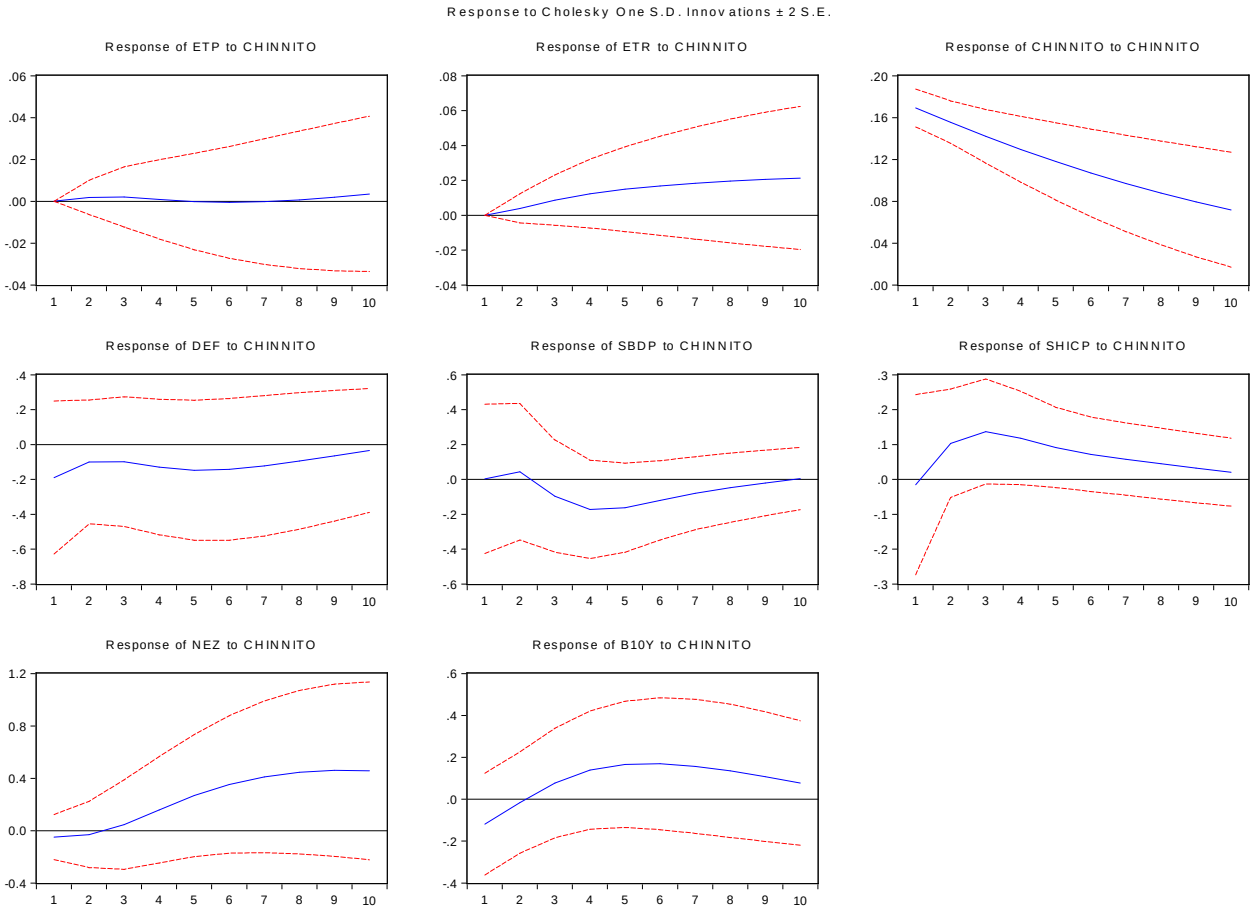
Slika 19 pokazuje kako pozitivan šok efikasnosti tržišta proizvoda pozitivno utječe na stopu rasta BDP-a s oko 0.3% povećanja u prvoj godini. Utjecaj šoka blago varira u pozitivnim vrijednostima nakon 10 godina, a nakon 5 godina utjecaj šoka se smanjuje. Pozitivan šok efikasnosti tržišta proizvoda utječe na smanjenje stope inflacije u prvih 7 godina. Najveća je promjena na stopu inflacije nakon 3 godine. Utjecaj jedne standardne devijacije efikasnosti tržišta proizvoda na stopu nezaposlenosti također je negativan, odnosno dolazi do pada stope nezaposlenosti. Nakon šoka stopa nezaposlenosti ubrzano pada u prvih 6 godina, a kumulativan učinak u 10 godina statistički je značajno negativan. Ovi rezultati upućuju kako je reforma tržišta proizvoda u skladu s teoretskim očekivanjima te kako bi poboljšanje efikasnosti tržišta proizvoda trebalo pozitivno utjecati na stopu rasta BDP-a i negativno na stopu nezaposlenosti. Prema istraživanju, reforma također utječe na pad 10-godišnjeg kamatnjaka. Međutim, taj bi se pad mogao objasniti i smanjivanjem ključne kamatne stope od strane Europske središnje banke. Ovdje je potrebno uzeti i širi kontekst jer se radi o godinama nakon financijske krize iz 2008. Neke vlade država napravile su strukturne reforme, koje se odnose i na poboljšanje efikasnosti tržišta proizvoda, kako bi smanjile nesigurnost na financijskim tržištima. Ove rezultate treba uzeti s oprezom zbog varijacije šoka kroz duži period te zbog činjenice da su podaci na godišnjoj razini.



Slika 20: Funkcije impulsnog odziva na pozitivan šok indeksa tržišta rada u VAR sustavu

Izvor: EViews 8.1

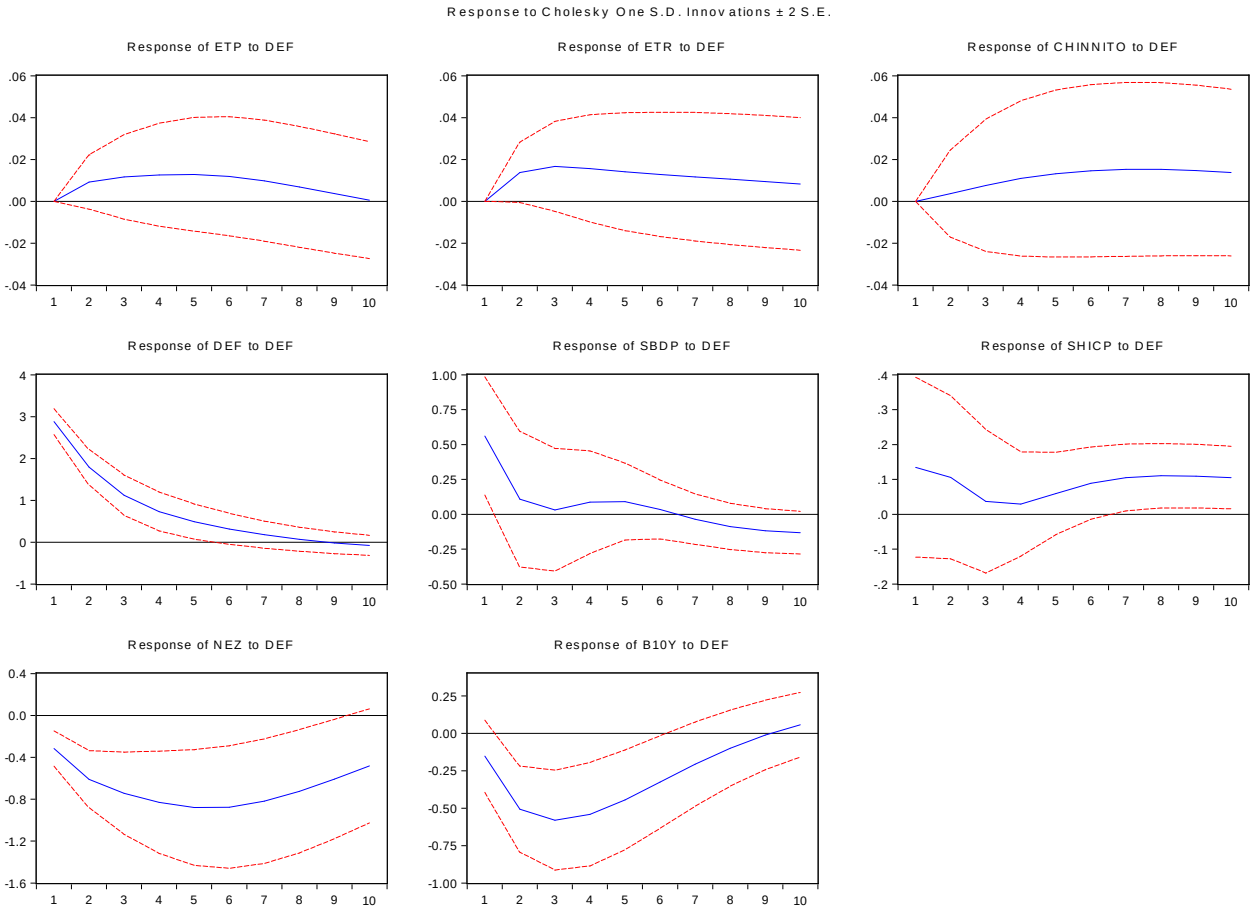
Kada se pogleda uloga šoka indeksa tržišta rada na stopu rasta BDP-a u VAR sustavu (slika 20) dobije se statistički značajan i pozitivan utjecaj već u prvim godinama nakon šoka. Utjecaj šoka kontinuirano je pozitivan, ali se učinak nakon 4 godine značajno smanji. To ukazuje na pozitivnu ulogu liberalizacije tržišta rada na BDP. Utjecaj šoka na ostale varijable nije statistički značajan. Pozitivan utjecaj šoka indeksa tržišta rada značajno smanjuje stopu nezaposlenosti u 3 godine nakon šoka, ali se zatim taj utjecaj stabilizira. Najveći pozitivan utjecaj šoka indeksa tržišta rada je na stopu rasta ekonomije te pad stope nezaposlenosti. To je, prema teoretskim očekivanjima, u normalnim vremenima. Međutim, europodručje se u godinama nakon krize nalazilo u zamci likvidnosti zbog čega bi šok tržišta proizvoda trebao negativno utjecati na stopu nezaposlenosti. Na sličan način može se objasniti reakcija rasta 10-godišnjeg kamatnjaka na šok u sustavu. Međutim, stopa inflacije nakon pada u prvoj godini nakon šoka indeksa tržišta rada počne rasti u idućim godinama. Taj se trend usporava nakon 4 godine.



Slika 21: Funkcije impulsnog odziva na pozitivan šok financijske otvorenosti u VAR sustavu

Izvor: EViews 8.1

Na slici 21 prikazan je utjecaj pozitivnog šoka financijske otvorenosti, koji je mjeren Chinn-Ito indeksom, na ostale varijable u VAR sustavu funkcijom impulsnog odziva. Rezultati pokazuju kako povećanje financijske otvorenosti negativno utječe na stopu rasta BDP-a. Nakon prve godine taj je utjecaj blago pozitivan, ali nakon 3 godine postane negativan. Kumulativan utjecaj šoka financijske otvorenosti na stopu rasta BDP-a nakon 10 godina značajno je negativan. Financijska otvorenost također utječe na povećanje stope nezaposlenosti. Taj učinak kontinuirano se ubrzava u prvih 7 godina te značajno utječe na povećanje nezaposlenosti nakon 10 godina. Potrebno je naglasiti kako se radi o kriznim godinama financijske krize. To je u skladu s teoretskim predviđanjima, jer liberalizacija financijske otvorenosti za vrijeme financijske krize negativno utječe na stopu rasta BDP-a i povećava stopu nezaposlenosti. Utjecaj šoka financijske otvorenosti blago utječe na povećanje 10-godišnjeg kamatnjaka i stope inflacije. Na ostale varijable nije primjetan statistički značajan utjecaj šoka financijske otvorenosti.



Slika 22: Funkcije impulsnog odziva na pozitivan šok deficita u VAR sustavu

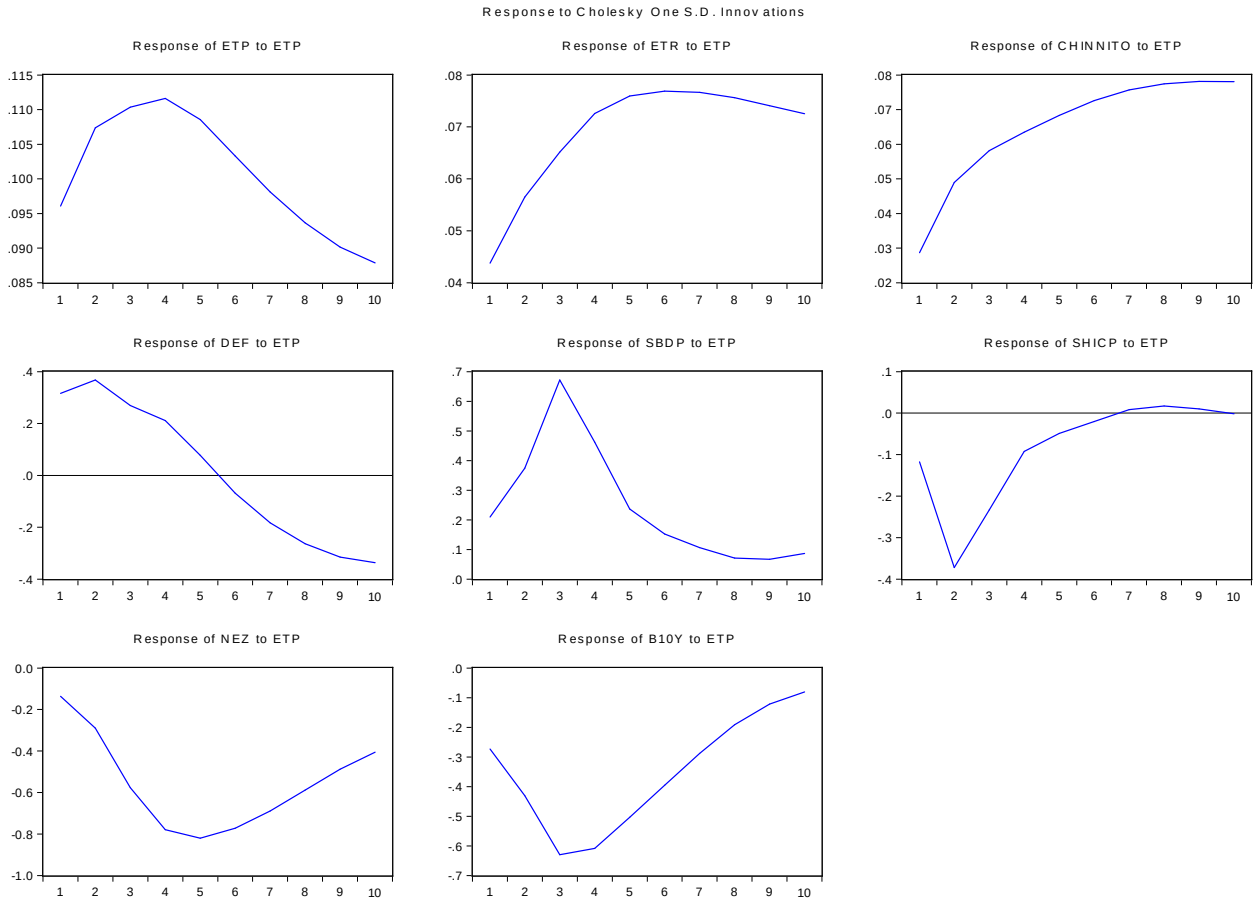
Izvor: EViews 8.1

Utjecaj pozitivnog šoka deficita u VAR sustavu statistički značajno djeluje na rast stope BDP-a u prvoj godini (slika 22). Nakon toga utjecaj šoka slabi te postaje negativan nakon 7 godina. To je u skladu s teoretskim predviđanjima kako povećanje deficita pozitivno utječe na agregatnu potražnju i povećava stopu rasta BDP-a. Prema ekonomskoj je teoriji također to da povećanje deficita pozitivno utječe na rast stope inflacije i na smanjenje nezaposlenosti. Dobiveni rezultati potvrđuju takva teoretska predviđanja. U prvoj godini nakon šoka stopa inflacije poraste za 0.1%, a kumulativan utjecaj šoka deficita na stopu rasta inflacije nakon 10 godina značajno je pozitivan. Povećanje deficita također utječe na smanjenje stope nezaposlenosti u VAR modelu. U prvoj godini nakon šoka povećanja deficita stopa nezaposlenosti smanji se za 0.4%. Taj utjecaj raste prvih 6 godina, nakon čega počinje blago padati. Povećanje deficita u modelu također utječe na smanjenje 10-godišnjeg kamatnjaka. Međutim, u obzir treba uzeti kako je u to vrijeme Europska središnja banka provodila ekspanzivnu monetarnu politiku i time utjecala na smanjenje kamatnih

stopa. Akcije središnje banke nisu direktno uvrštene u model, ali je moguće indirektno vidjeti njihov utjecaj na varijable modela. Statistički utjecaj šoka deficita na ostale varijable nije značajan.

U prilogu 2 prikazani su rezultati dekompozicije varijance u VAR modelu. Rezultati pokazuju kako šok indeksa efikasnosti tržišta proizvoda može objasniti 0.7% varijance stope BDP-a nakon tri godine. Šok indeksa efikasnosti tržišta rada nakon tri godine objašnjava 3.14% varijance stope BDP-a. Financijska otvorenost mjerena Chinn-Ito indeksom objašnjava 0.55% nakon 10 godina. Šok deficita može uzrokovati 3.93% varijance stope BDP-a u prvoj godini. Međutim, standardna pogreška objašnjava veći postotak varijance BDP-a nakon 10 godina od indeksa efikasnosti tržišta proizvoda, indeksa efikasnosti tržišta rada, financijske otvorenosti te deficita. To upućuje na mali utjecaj prije navedenih varijabli na stopu rasta BDP-a. S druge strane, utjecaj prije navedenih varijabli na kretanje stope nezaposlenosti znatno je veći. Šok deficita može objasniti 12.5% varijance stope nezaposlenosti nakon 3 godine, a 18.2% nakon 10 godina. To potvrđuje kako povećanje deficita može imati pozitivnu ulogu na smanjenje stope nezaposlenosti, osobito za vrijeme ekonomske krize i zamke likvidnosti. Šok indeksa efikasnosti tržišta proizvoda može objasniti oko 5% varijance stope nezaposlenosti nakon 3 godine, a oko 10.8% nakon 10 godina. Šok financijske otvorenosti i indeksa efikasnosti tržišta rada objašnjavaju znatno manje varijance stope nezaposlenosti. Prema ovim rezultatima promjena deficita više utječe na varijancu stope nezaposlenosti nego institucijsko okruženje europodručja.

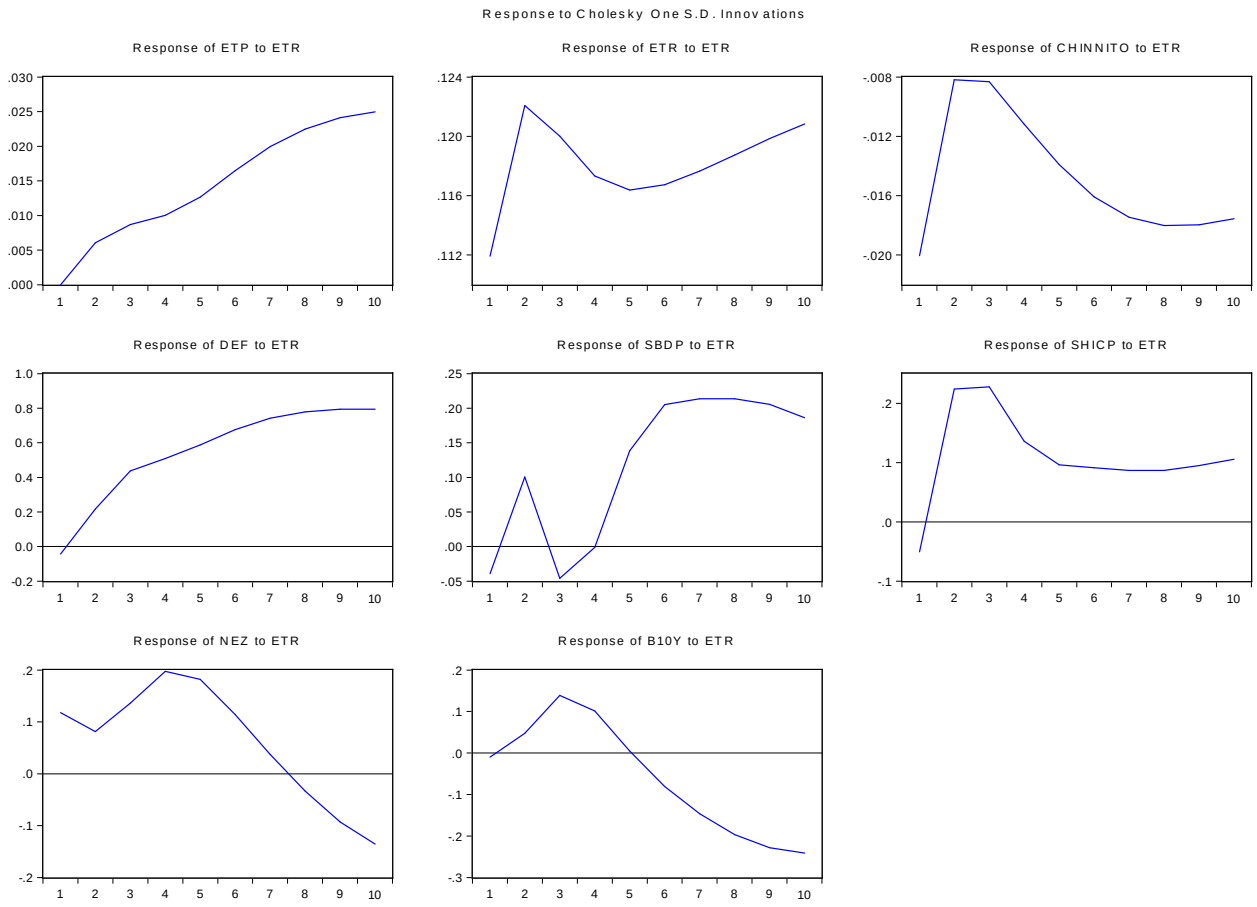
Moguće je da postoji kointegracija varijabli jer su sve varijable stacionarne u razinama. Mogućnost kointegracije varijabli testirana je Kao kointegracijskim testom za panel podatke, koji je pokazao da postoje četiri kointegracijska vektora. Kako postoji kointegracija, to znači da se ne može napraviti VAR model, nego se treba napraviti VECM model. Procijenjen je VECM model s četiri kointegracijska vektora i jednim pomakom varijabli. U VECM modelu također su korijeni AR polinoma manji od jedan, što pokazuje stabilnost modela. Napravljeni su testovi The Breusch–Godfrey LM test i Portmanteau test za autokorelaciju, koji su pokazali da ne postoji autokorelacija reziduala.



Slika 23: Funkcije impulsnog odziva na pozitivan šok indeksa tržišta proizvoda u VECM sustavu

Izvor: EViews 8.1

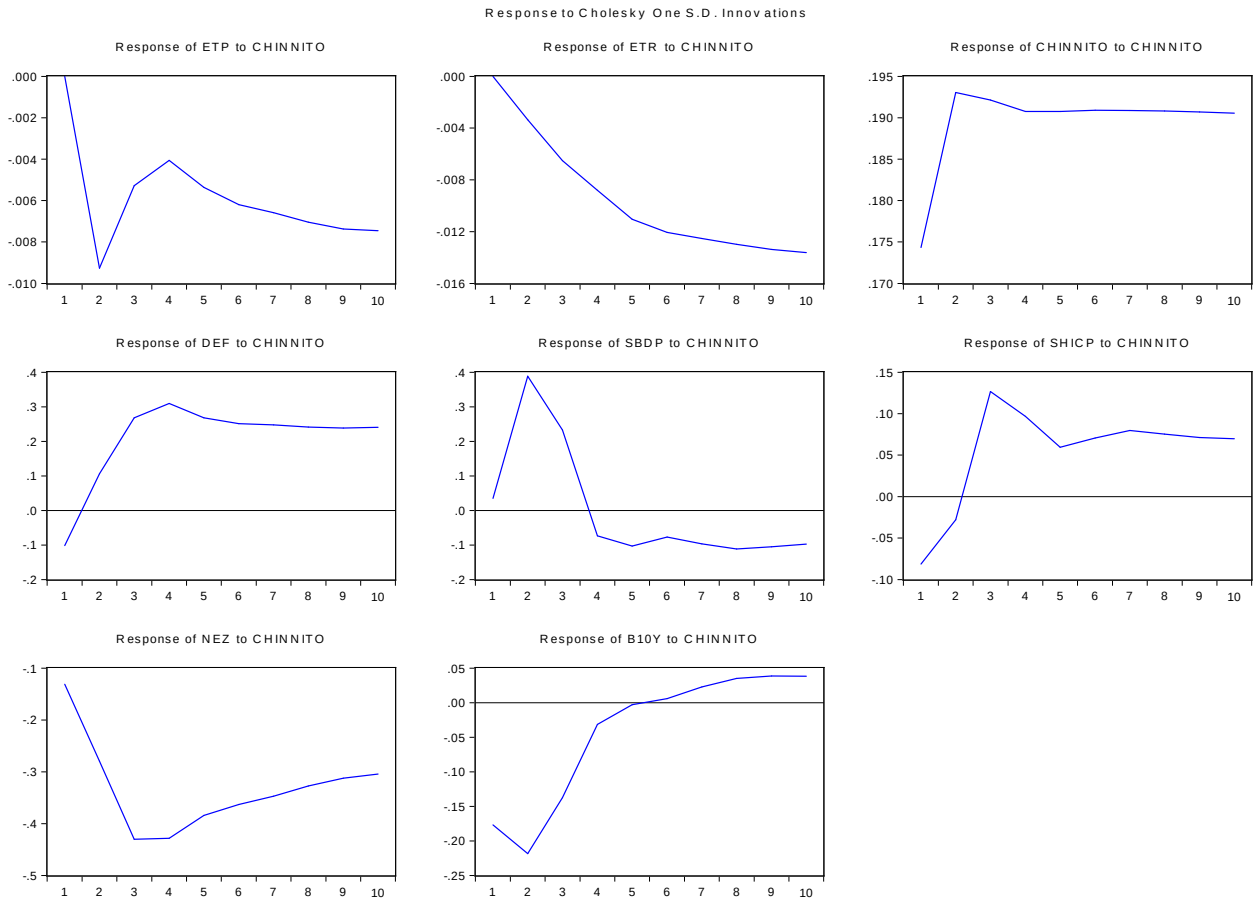
Kako je prikazano na slici 23, pozitivan šok efikasnosti tržišta proizvoda značajno povećava stopu rasta BDP-a. Taj utjecaj u prvoj godini iznosi oko 0.2%, zatim raste te doseže 0.65% u trećoj godini. Nakon toga utjecaj počinje padati, ali kontinuirano održava pozitivne vrijednosti. Nakon šoka od jedne standardne devijacije efikasnosti tržišta proizvoda, stopa inflacije padne za oko 0.1% u prvoj godini te oko 0.37% u drugoj godini. Zatim utjecaj počinje slabiti, ali je nakon 10 godina kumulativan učinak negativan. Impulsni odaziv šoka indeksa tržišta proizvoda u VECM sustavu utječe na smanjenje stope nezaposlenosti od 0.2% u prvoj godini te 0.8% u četvrtoj godini. To je u skladu s teoretskim očekivanjima da bi poboljšanje efikasnosti tržišta proizvoda trebalo pozitivno utjecati na stopu rasta BDP-a i negativno na stopu nezaposlenosti. Pad 10-godišnjeg kamatnjaka u prvih bi se nekoliko godina mogao objasniti monetarnom politikom, odnosno smanjivanjem ključne kamatne stope od strane Europske središnje banke.



Slika 24: Funkcije impulsnog odziva na pozitivan šok indeksa tržišta rada u VECM sustavu

Izvor: EViews 8.1

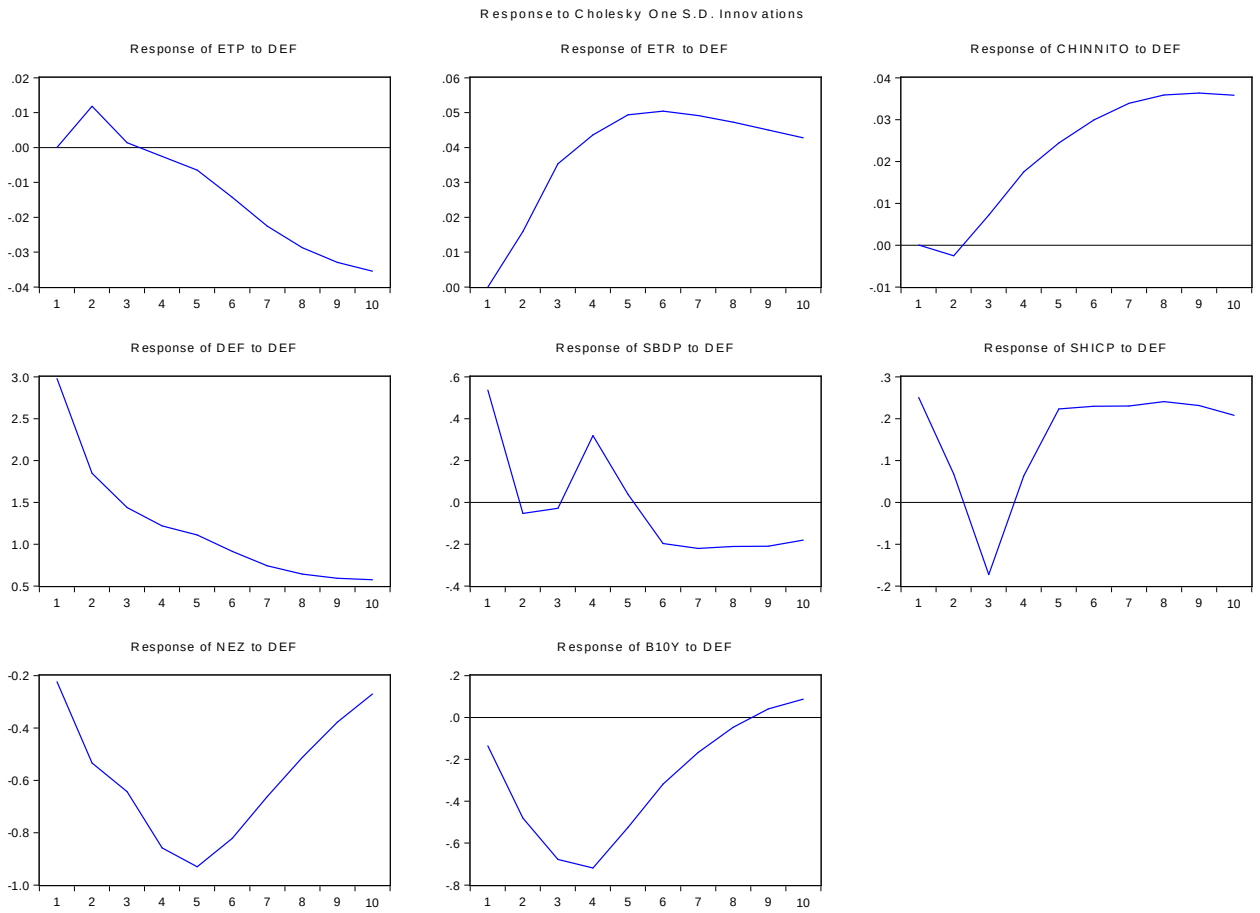
Na slici 24 prikazano je kako impulsni odziv na pozitivan šok indeksa tržišta rada u VECM sustavu pozitivno utječe na stopu rasta BDP-a. Iako taj utjecaj varira, nakon 10 godina utjecaj je šoka indeksa tržišta rada pozitivan. To pokazuje kako liberalizacija tržišta rada ima pozitivnu ulogu na rast BDP-a. Međutim, šok indeksa tržišta rada utječe na povećanje stope nezaposlenosti u prvih 7 godina. Šok u prvoj godini iznosi oko 0.1%, koji zatim raste te dosiže 0.2% u četvrtoj i petoj godini nakon šoka. Zatim utjecaj impulsnog odaziva znatno slabi. To je prema teoretskim očekivanjima da povećanje fleksibilnosti tržišta rada povećava nezaposlenost kada se zemlje nalaze u recesiji i zamci likvidnosti. Zbog toga liberalizacija tržišta rada negativno utječe na zaposlenost, dok se u ostalim vremenima očekuje da liberalizacija tržišta rada povećava zaposlenost. Šok indeksa tržišta rada u VECM sustavu povećava inflaciju za 0.2% u drugoj i trećoj godini nakon šoka. Zatim utjecaj šoka slabi, ali i dalje ostaje kumulativno pozitivan.



Slika 25: Funkcije impulsnog odziva na pozitivan šok financijske otvorenosti u VECM sustavu

Izvor: EViews 8.1

Slika 25 pokazuje kako reagiraju funkcije impulsnog odziva na pozitivan šok financijske otvorenosti u VECM sustavu. Rezultati navode da povećanje financijske otvorenosti značajno utječe na stopu rasta BDP-a. Nakon prve godine taj utjecaj iznosi 0.1%, a nakon druge raste na 0.4%. Međutim, nakon 4 godine taj utjecaj postaje negativan. Ovi rezultati potvrđuju ulogu otvaranja tržišta kapitala i povećanja mobilnosti kapitala na stopu rasta BDP-a u prvim godinama nakon liberalizacije. Financijska otvorenost također utječe na smanjenje stope nezaposlenosti. Šok financijske otvorenosti iznosi oko 0.4% u trećoj godini. Zatim snaga šoka počinje padati, ali kumulativan utjecaj šoka financijske otvorenosti nakon 10 godina značajno utječe na smanjenje stope nezaposlenosti.



Slika 26: Funkcije impulsnog odziva na pozitivan šok deficita u VECM sustavu

Izvor: EViews 8.1

Uloga šoka povećanja deficita na ostale varijable prikazan je na slici 26. Statistički značajan utjecaj vidljiv je na odgovor stopu rasta BDP-a koja prve godine ima pozitivan predznak i iznosi oko 0.5%. Premda ta varijabla varira nakon šoka, radi se o pozitivnom utjecaju povećanja deficita na stopu rasta BDP-a. Razlog je pozitivnom predznaku utjecaja šoka deficita u tome da se radi o razdoblju nakon financijske krize, odnosno o vremenu kada su vlade zemalja članica europodručja nastojale stabilizirati ekonomije. Međutim, u idućim godinama zemlje su se okrenule politici štednje. To može objasniti zašto stopa rasta nakon 6 godina od šoka promjene deficita poprima negativnu vrijednost. Funkcije impulsnog odaziva pokazuju kako povećanje deficita značajno i kontinuirano smanjuje stopu nezaposlenosti. U prvoj godini nakon šoka deficita stopa nezaposlenosti padne za oko 0.3%, a nakon 5 godina dostiže maksimum od oko 0.9%. Rezultati pokazuju i kako šok deficita blago povećava stopu inflacije. Ovi rezultati

potvrđuju kako u godinama ekonomske krize povećanje deficita ima važnu ulogu u promjeni stope rasta BDP-a i pada stope nezaposlenosti. Povećanje deficita uz pretpostavku ceteris paribus, odnosno nepromijenjenost ostalih varijabli, povećava agregatnu potražnju, što pozitivno utječe na ekonomski rast i pad nezaposlenosti.

Rezultati dekompozicije varijance (Prilog 3) pokazuju kako šok indeksa efikasnosti tržišta rada nakon tri godine može objasniti tek 0.1% varijance stope BDP-a. Taj utjecaj raste na 21.68% nakon 10 godina. Međutim, isti šok može objasniti 1,45% varijance stope nezaposlenosti u prvoj godini nakon šoka. S druge strane, šok deficita može objasniti 4,18% varijance stope BDP-a nakon 10 godina. Ovi rezultati pokazuju kako promjena deficita ima veći utjecaj na kretanje stope BDP-a nego reforma tržišta rada. Šok financijske otvorenosti može objasniti tek 1.87% varijance stope BDP-a nakon 10 godina. Prema rezultatima, financijska otvorenost ima veći utjecaj na kretanje stope inflacije te stope nezaposlenosti nego na stopu BDP-a. Nakon tri godine utjecaj šoka financijske otvorenosti može objasniti 1,37% varijance stope inflacije te 2,75% varijance stope nezaposlenosti. Nakon 10 godina taj utjecaj na varijancu stope inflacije raste na 2,63%, a na stopu nezaposlenosti pada na 2.1%. Najveći utjecaj na kretanje varijance stope nezaposlenosti pokazuje utjecaj šoka deficita. Utjecaj šoka deficita na varijancu stope nezaposlenosti nakon tri godine iznosi 7.33%, zatim doseže maksimum od 9.4% nakon 5 godina te zatim polako pada.

Dobiveni rezultati pokazuju kako deficit ima veći utjecaj na BDP nego indeks efikasnosti tržišta proizvoda, indeks efikasnosti tržišta rada i financijska otvorenost. Jedino je utjecaj indeksa efikasnosti tržišta proizvoda približno jednak utjecaju deficita na stopu BDP-a. Najveće objašnjenje varijance indeksa efikasnosti tržišta proizvoda, ne uzevši u obzir vlastiti šok, dolazi od šoka deficita. Nakon 10 godina taj šok objašnjava 3.4% varijance indeksa efikasnosti tržišta proizvoda. Kod objašnjenja varijance indeksa efikasnosti tržišta rada, značajan utjecaj ima indeks efikasnosti tržišta proizvoda s oko 15% nakon dvije godine, a taj utjecaj nakon 10 godina raste na približno 22%. Najveći utjecaj u objašnjenju varijacije prognostičke pogreške stope BDP-a ima stopa inflacije s 20% nakon 10 godina.

Kako cilj istraživanja nije bio analizirati dugoročnu vezu između institucijskoga okruženja i rasta BDP-a, nego pokazati njihov odnos nakon financijske krize iz 2008. godine, zaključak se donosi na temelju funkcija impulsnog odgovora iz VAR modela.

H1: Promjena institucijskoga okruženja zemalja europodručja pozitivno je utjecala na promjenu bruto domaćeg proizvoda nakon financijske krize 2008. godine.

Na temelju provedene analize dekompozicije varijance i funkcija impulsnog odaziva može se zaključiti sljedeće: Pozitivan šok institucijskoga okruženja imao je pozitivan utjecaj na promjenu BDP-a. Zato se hipoteza H_1 prihvaća. Međutim, utjecaj je statistički manji nego pozitivan šok promjene deficita. Prema ovim saznanjima, dolazi se do rezultata kako povećanje deficita u razdoblju nakon financijske krize više utječe na kretanje stope BDP-a nego strukturne reforme. Ovi rezultati podudaraju se s argumentima kako optimalna ekonomska politika ovisi o vrsti šoka. De Grauwe i Ji (2016.) navode kako se trebaju koristiti stabilizacijske politike kada se radi o šokovima koji su rezultat kretanja poslovnoga ciklusa, a reforme s ciljem povećanja fleksibilnosti kada su asimetrični šokovi trajni. Istraživanje iz ovoga rada konzistentno je s njihovom tezom i pokazuje kako je stabilizacijski utjecaj deficita veći od strukturnih reformi nakon financijske krize, koja je nastala kao rezultat kretanja u poslovnom ciklusu. Utvrdila se pozitivna veza između financijske otvorenosti i rasta BDP-a nakon financijske krize. To implicira kako barijere na kontrolu kapitala mogu usporiti rast BDP-a, što je u skladu s ekonomskom teorijom, na što upućuju Obstfeld (2008.), Kose, Prasad i Terrones (2008.) te Bekaert, Harvey i Lundblad (2001.)[33].

[33] Ovdje je bitno naglasiti kako se radi o godinama nakon financijske krize. Ne ispituje se veza između privremenog ograničavanja financijske otvorenosti kao odgovor donositelja odluka za vrijeme trajanja krize radi stabilizacije tržišta kapitala i sprječavanja financijske zaraze. U tom slučaju moguće je da bi rezultati bili drugačiji.

H2: Utjecaj institucijskoga okruženja zemalja europodručja na rast bruto domaćeg proizvoda ovisi o dinamici promjene institucijskoga okruženja.

Rezultati su pokazali kako ne postoji dugoročna veza među varijablama (Prilog 4). Rezultati funkcija impulsnog odaziva potvrđuju kako je pozitivan utjecaj poboljšanja financijske otvorenosti na stopu rasta koncentriran u prve četiri godine. Nakon toga postaje negativan. To je u skladu s istraživanjima Fratzschera i Bussierea (2004.), koji su pokazali kako poboljšanje financijske otvorenosti pozitivno djeluje na stopu rasta BDP-a u kratkom roku, ali kasnije njihov odnos može postati negativan. Međutim, istraživanje iz ovoga rada ne podudara se sa Stieglitzovim argumentima (2004.), prema kojima poboljšanje financijske otvorenosti u prvih par godina nakon krize negativno utječe na rast BDP-a, ali pokazuje kako taj odnos može postati negativan nakon određenog vremena.

Rezultati pokazuju kako je utjecaj šoka indeksa tržišta proizvoda veći od šoka tržišta rada na promjenu BDP-a[34]. Pozitivan utjecaj poboljšanja tržišta proizvoda na stopu rasta sličan je rezultatima od Anderson, Barkbu, Lusinyan i Muir (2016.). Istraživanje u ovome radu također potvrđuje kako se koristi od liberalizacije tržišta rada na smanjenje nezaposlenosti vide tek nakon određenog vremena, što je u skladu s Turrini, Koltay, Pierini, Goffard i Kiss (2014.). Negativan utjecaj šoka tržišta rada može se objasniti reformama koje su provele neke zemlje europodručja nakon krize. Uzrok povećanja stope nezaposlenosti može biti smanjenje zaštite radnika u kriznim godinama, kako pronalaze Duval i Furceri (2018.), negativnog utjecaja deregulacije tržišta rada u kratkom roku, prema Adascalitei i Pignatti Morano (2015.), ili olakšavanja zapošljavanja s ugovorima na određeno, prema Blanchard i Landier (2001.), ali i Alonso-Borrego, Fernández-Villaverde i Galdon-Sanchez (2005.).

[34] Utjecaj promjene tržišta rada i proizvoda na promjenu BDP-a ovisi o dinamici reformi i načinu na koji su reforme implementirane. Zato se konačan sud može donijeti tek nakon ispitivanja karakteristika reformi, što nije predmet ovog rada (za više informacija vidjeti u Blanchard. i Giavazzi, 2001. te Cacciatore, Duval i Fiori, 2012.).

H3: Promjena institucijskoga okruženja zemalja europodručja ima veći utjecaj na rast bruto domaćeg proizvoda nakon financijske krize 2008. godine nego rast deficita.

Utjecaj povećanja deficita i poboljšanja tržišta proizvoda na promjenu stope nezaposlenosti veći je nego utjecaj promjene indeksa tržišta rada i financijske otvorenosti. Iz toga razloga hipoteza *H3* ne može se prihvatiti. Razlog dobivenim rezultatima može biti kako reforma tržišta proizvoda i povećanje deficita imaju veći utjecaj u kratkom roku, dok se utjecaj reforme tržišta rada i poboljšanja financijske otvorenosti vidi tek u srednjem roku. Provedeno istraživanje pokazuje kako je bitan odnos poslovnog ciklusa i poboljšanja institucijskoga okruženja, posebice ako utjecaj reforme tržišta rada ovisi o poslovnom ciklusu. To je u skladu s predviđanjima od Banerji et al. (2017.).

5.4. Ograničenja istraživanja i preporuke za daljnja istraživanja

Ako bi se u model uvrstile dodatne varijable, one bi mogle upotpuniti ulogu institucijskoga okruženja u rastu BDP-a. S obzirom na to da rezultati panel VAR metode istraživanja ovise o broju pomaka, moguće je da bi drugačiji odabir broja pomaka doveo do drugačijih rezultata. Dodatno je ograničenje istraživanja u tome što su podaci na godišnjoj razini. Razlog za to je što su indeksi efikasnosti tržišta proizvoda i efikasnosti tržišta rada dostupni samo na godišnjoj razini.

Zbog toga što su podaci u istraživanju upotrijebljeni u kratkom vremenskome razdoblju, istraživanje je ograničeno specifičnostima posljedica financijske krize na zemlje europodručja. Naime, financijske krize razlikuju se po svome intenzitetu i trajanju. Preporuka za daljnje istraživanje jest da se analizira utjecaj institucijskoga okruženja zemalja na njihov BDP tijekom drugih financijskih kriza.

U provedenom istraživanju korišteni su različiti indeksi iz sekundarnih izvora podataka kako bi se približno dobio utjecaj poboljšanja institucijskoga okruženja. Stoga, ograničenja koja su bila

prisutna tijekom stvaranja indeksa prisutna su i u ovom istraživanju. Indeks „Efikasnost tržišta proizvoda“ i indeks „Efikasnost tržišta rada“ sastoje se od podindeksa koji se uglavnom baziraju na „tvrdim i mjerljivim činjenicama“. Međutim, određeni podindeksi barem su djelomično dobiveni na temelju anketnih upitnika te su stoga podložni percepcijama reprezentativnih uzoraka, koji mogu, ali i ne trebaju, odgovarati stvarnom stanju stvari. Preporuka za daljnje istraživanje jest analiza određenih podindeksa te njihov utjecaj na makroekonomske varijable, što bi moglo pridonijeti blagom poboljšanju rezultata istraživanja.

Umjesto korištenja različitih indeksa, istraživanje bi se moglo provesti s ciljem utvrđivanja pojedinih politika i mjera institucija europodručja. Istraživanja bi se mogla fokusirati na ulogu Europske središnje banke kao zajmodavca u krajnjoj nuždi te analizirati utjecaj njezine uloge u financijskim tržištima, bankarski sektor ili makroekonomske varijable. Dodatno, analiza bi se mogla proširiti istraživanjem utjecaja instrumenata koji su stvoreni kao odgovor institucija europodručja na financijsku krizu. Analiza uloge instrumenata dodatno bi upotpunila ulogu institucijskoga okruženja. Rezultati takvih istraživanja pomogli bi u oblikovanju stabilizacijske politike te upravljanju kriznim menadžmentom od strane institucija.

Daljnja istraživanja trebala bi se usredotočiti na specifične politike i mjere koje su zemlje europodručja napravile da poboljšaju svoje institucijsko okruženje nakon financijske krize. Identifikacija tih politika pridonijela bi značajnom razumijevanju uloge institucijskoga okruženja na gospodarstvo neke zemlje. Uz to, pridonijela bi boljem razumijevanju koje politike imaju veći utjecaj. Osim toga, umjesto korištenja panel podataka moguće je napraviti analizu za svaku članicu europodručja posebno. Takvi bi rezultati doprinijeli razumijevanu posebnosti institucijskoga okruženja svake zemlje članice europodručja. Na taj način mogli bi se usporediti rezultati istraživanja provedenog za svaku zemlju europodručja posebno s rezultatima istraživanja provedenog na razini europodručja. Zbog heterogenih karakteristika europodručja moguće je da bi došlo do odstupanja rezultata istraživanja.

Institucijsko okruženje europodručja podložno je odlukama europskih institucija i vlada država članica. Zato će daljnja istraživanja moći donijeti zaključke o ulozi institucijskoga okruženja te upotpuniti ovo istraživanje.

6. POSLJEDICE FORMIRANJA FISKALNE UNIJE NA PROMJENU INTEGRACIJE EUROPODRUČJA

Ekonomske i političke integracije unutar Europske unije, kao ni europodručja, još nisu dovršene. Kako diskusije o budućoj integraciji europodručja još traju, nije poznato u kojem smjeru će se kretati daljnje integracije među zemljama. Kao jedan od mogućih smjerova u kojima bi europodručje moglo ići jest fiskalna unija. Fiskalna unija u pojmovno općenitom smislu predstavlja kooperativnu zajednicu zemalja koje imaju zajedničku fiskalnu politiku, odnosno centralna fiskalna vlast određuje razinu zajedničke potrošnje i poreza. Fiskalna unija podrazumijeva određen stupanj federalne vlasti koji se bazira na temelju regija ili zemalja.

Sorens (2008.) definira fiskalni federalizam kao skup 5 elementa. Prvo, politički subjekti imaju određenu nezavisnost u određivanju poreza i državne potrošnje. Drugo, države se moraju pridržavati strogih pravila oko proračuna te ne postoji odredba o financijskoj pomoći federalne vlasti koja će omogućiti državama nepridržavanje pravila. Treće, postoji zajedničko tržište koje se bazira na slobodnom kretanju proizvoda i usluga, kao i mobilnosti rada i kapitala unutar fiskalne unije. Četvrto, fiskalni federalizam ima institucijski skup pravila koja države trebaju poštivati, a centralna fiskalna vlast ne ih može proizvoljno mijenjati. Posljednje, zajedničko tržište bazira se na zajedničkoj valuti, odnosno monetarnoj uniji.

Postojanje monetarne unije u europodručju kao preduvjet formiranja fiskalne unije je zadovoljen. Kako bi se zadovoljili ostali uvjeti potrebna je politička volja nacionalnih država i zajedničkih institucija Europske unije. Jedan je od ključnih problema kako izbjeći formiranje visokih deficita na razini članice. Takvi deficiti mogu dovesti do nemogućnosti izvršavanja financijskih obaveza na područnoj razini fiskalne vlasti, kao i moguće insolventnosti. Fiskalna nedisciplina područne fiskalne vlasti može negativno utjecati na centralnu vlast povećanjem kreditnog rizika te višim troškovima zaduživanja.

Rodden (2004.) se ne slaže s argumentima za stroga ograničenja fiskalne politike na područnoj razini fiskalne vlasti kod jedinstvene monetarne vlasti i više fiskalnih vlasti kako bi se izbjegao rizik formiranja visokih deficita. Rodden navodi kako iskustvo ostalih federalnih unija pokazuje da je teško opravdati Pakt o stabilnosti i rastu, koji nameće financijske kazne za zemlje koje imaju prekomjerne deficite. Autor smatra kako se Europska monetarna unija treba oslanjati na disciplinu birača i kreditnih tržišta bez formiranja ograničenja na sposobnost zemalja članica u provođenju protuciklične fiskalne politike.

U slučaju kada postoji zajednička monetarna politika kao u europodručju, a odgovornost o fiskalnoj politici ostavljena je zemljama, nacionalna fiskalna politika postaje jedini glavni alat stabilizacijske politike. Kada bi se provođenje fiskalne politike, djelomično ili potpuno, dalo na odgovornost centralnoj fiskalnoj vlasti, nacionalne bi vlasti izgubile taj stabilizacijski alat. Međutim, zajednička fiskalna politika mogla bi kroz transferna davanja ukloniti rizike od gubitka dijela fiskalne suverenosti.

Prema ekonomskoj teoriji, prednost fiskalne unije jest zajednička fiskalna politike koja može kroz transferna davanja pomoći u smanjenju regionalnih nejednakosti. Zajednička centralna vlast mogla bi u kriznim situacijama efikasnije djelovati, osobito kada se radi o nacionalnoj dugovnoj krizi nekih zemalja u europodručju. Zajednička fiskalna politika implicirala bi formiranje euroobveznica, što bi više pomoglo zemljama članicama sa slabijim fiskalnim kapacitetom. Fiskalna unija također bi omogućila pretvaranje europodručja u područje optimalnog valutnog područja.

Nedostaci fiskalne unije pretežito dolaze iz političkoga konteksta. Zemlje europodručja imale bi ograničenu suverenost u određivanju vlastite državne potrošnje i porezne politike. To bi moglo imati za posljedicu ograničenje demokratske reprezentacije birača kroz odabir razine potrošnje i poreza u državi jer bi fiskalna politika djelomično ili potpuno bila na federalnoj europskoj razini.

6.1. Pregled literature o dosadašnjoj teoriji

Eichengreen (1991.) navodi kako federalni fiskalni sustav može umanjiti asimetrične šokove koji pogode jednu zemlju kroz regionalno osiguranje[35]. Prema autoru, transferi financijskih sredstava iz federalnih poreza među regijama opravdani su ako tržište ne pruža regionalno osiguranje.

Ekonomska teorija u općenitom zaključku pozitivno gleda na formiranje fiskalne unije kada već postoji monetarna unija. Glavni argument za takvu tezu je kako fiskalna unija pridonosi poboljšanju funkcioniranja monetarne unije. Međutim, kako bi se to ostvarilo potrebno je zadovoljiti određene uvjete. Bordo, Markiewicz i Jonung (2011.) identificiraju četiri uvjeta potrebna za uspješnu fiskalnu uniju[36]. Kao prvi uvjet autori navode kredibilna pravila koja ne dozvoljavaju spašavanje regionalnih fiskalnih jedinica jer u protivnom financijska tržišta ne bi efikasno disciplinirala fiskalnu politiku. Kao drugi uvjet navode kako regionalne fiskalne jedinice mogu imati značajnu nezavisnost u određivanju vlastite razine javne potrošnje i porezne politike koje odražavaju njihove preferencije. Treći je uvjet postojanje razvijenoga mehanizma transfera koji se koristi u kriznim slučajevima, a prema autorima, povijest pokazuje kako formiranje zajedničkog tržišta obveznica pozitivno utječe na financiranje javne potrošnje za ublažavanje ekonomskih kriza. Posljednji je uvjet sposobnost prilagođavanja novim političkim i ekonomskim događajima te učenje iz prošlih pogrešaka.

Dijeljenje fiskalnoga rizika među zemljama često se pojavljuje u ekonomskoj literaturi o fiskalnim unijama. Fiskalni se rizik pojavljuje u kontekstu formiranja zajedničkih mehanizama s ciljem ublažavanja ekonomskih i financijskih kretanja u poslovnom ciklusu koji mogu jače biti izraženi u određenim regionalnim dijelovima fiskalne unije, a slabije u drugima. To ima implikacije i za područje europodručja. Prema Berger, Dell'Ariccia i Obstfeld (2018.), europska monetarna unija zahtijeva fiskalnu uniju kako bi uklonila makroekonomske šokove specifične za

[35]Eichengreen (1991.) objašnjava pojam regionalno osiguranje na primjeru Sjedinjenih Američkih Država. Naime, Eichengreen navodi kako u slučaju smanjenja plaća za 1 dolar u jednoj saveznoj državi, količina prikupljenih federalnih poreza iz te države padne za 30 centi, a u isto vrijeme transferi iz federalne vlasti porastu za 10 centi. Na taj je način smanjen utjecaj regionalnih šokova na razliku u plaćama među pojedinim saveznim državama.
[36]Bordo, Markiewicz i Jonung (2011.) opisuju kako se ovi uvjeti mogu shvatiti kao preporuke za europodručje. Više o fiskalnim unijama u SAD-u, Kanadi, Njemačkoj, kao i Argentini i Brazilu, razlikama među njima te što čini fisklanu uniju uspješnom u radu od Bordo, Markiewicz i Jonung (2011.).

pojedinu zemlju. Autori navode kako postojeće valutne unije, koje imaju više regionalnih vlada, uključuju mehanizme automatskoga dijeljenja rizika, što se pokazalo kao najučinkovitiji način osiguranja od rizika poslovnoga ciklusa.

Osim ublažavanja kretanja poslovnoga ciklusa, dijeljenje fiskalnog rizika može ublažiti i negativan utjecaj asimetričnih šokova u monetarnoj uniji. U slučaju asimetričnoga šoka prema jednoj ili više zemalja članica, zajednička fiskalna politika mogla bi pomoću transfera smanjiti ili poništiti utjecaj privremenog šoka. Međutim, kod privremenog utjecaja šoka argumenti su za korištenje zajedničke fiskalne politike i transfera u fiskalnoj uniji slabiji jer proizlaze iz privremene prirode šoka. U slučaju trajnijeg šoka, zemlje članice fiskalne unije mogle bi trebati fiskalne transfere kroz duži period, što čini argumente za fiskalnu uniju snažnijima. Farhi i Werning (2017.) navode kako se efikasno dijeljenje rizika može implementirati pomoću transfera unutar fiskalne unije, što vrijedi neovisno o tome jesu li financijska tržišta potpuna[37]. Autori pronalaze kako su koristi od fiskalne unije veće što jače asimetrični šokovi utječu na zemlje članice monetarne unije, što su šokovi trajniji te zemlje manje otvorene.

Kako je europodručje jedinstven projekt u ekonomskoj povijesti, upitno je koliko bi daljnja fiskalna integracija premostila sadašnje nedostatke. Fiskalna unija u ekonomskoj se literaturi pojavljuje kao jedno od rješenja za ublažavanje budućih financijskih kriza u europodručju. Određeni autori navode kako je upravo fiskalna unija rješenje dijela makroekonomskih problema koji se pojavljuju u europodručju. Međutim, kako bi se formirala fiskalna unija, potrebna je daljnja zajednička koordinirana politika i integracija u europodručju. Allard et al. (2013.) navode četiri uvjeta koja su potrebna kako bi fiskalna unija ublažila negativan utjecaj budućih kriza i sistemskog rizika u europodručju te učinila krize rjeđima. Prema autorima, prvi su uvjet bolji nadzor i jači poticaji za stabilnu fiskalnu politiku na nacionalnoj razini. Drugo, zajednički sustav privremenih transfera ili pružanja javnih usluga koje je organizirano centralnim proračunom kako bi se osigurala podjela fiskalnog rizika. Treći je uvjet zajednički sustav posuđivanja financijskih sredstava koje je financirano zajedničkim porezima s ciljem boljeg dijeljenja rizika te

[37]Farhi i Werning (2017.) pokazuju kako su u slučaju nepotpunih financijskih tržišta koristi od prostupa zajedničkom dijeljenju rizika veće za zemlje koje su članice valutne unije. U slučaju potpunih financijskih tržišta privatno je optimalno dijeljenje rizika neefikasno, što znači da postoji uloga državne intevencije u dijeljenju rizika. Više o matematičkom modeliranju koristi od fiskalne unije u Farhi i Werning (2017.).

formiranja novog sigurnog financijskog instrumenta, koji bi smanjio utjecaj velikih i naglih kretanja portfeljnih ulaganja među nacionalnim zemljama. Autori kao posljednji uvjet navode zajednički sustav potpora bankarskom sustavu na razini cijelog europodručja kako u krizama bankarski sustav ne bi ovisio o nacionalnim vladama.

Furceri i Zdzienicka (2013.) pronalaze kako skoro 70% kretanja BDP-a nije izglađeno s politikama dijeljenja fiskalnog rizika u zemljama europodručja, 20% u Njemačkoj te 25% u Sjedinjenim Američkim Državama[38]. Furceri i Zdzienicka pokazuju kako je veći broj neizglađenih šokova za vrijeme recesije nego za vrijeme ekonomskog rasta, što je posebice istinito za vrijeme trajnih i neočekivanih ekonomskih kriza. Autori kao rješenje problema predlažu supranacionalan fiskalni mehanizam dijeljenja rizika koji se bazira na transferima i automatskim pravilima, što bi pomoglo oporavku dohotka i potrošnje za vrijeme krize u europodručju.

Fiskalna unija može imati ulogu kada su nacionalne fiskalne politike ograničene fiskalnim pravilima ili poremećajima na financijskim tržištima. Fiskalni kapacitet države može biti ograničen visokim kamatama na javni dug ili gubitkom pristupa financijskim tržištima. Fiskalna unija također može koristiti u slučaju ograničene konvencionalne monetarne politike u zamci likvidnosti. Međutim, zajednička fiskalna politika za zemlje članice europodručja ne treba nužno poprimiti oblik unije. Arnold, Barkbu, Ture, Wang i Yao (2018.) koriste termin „centralni fiskalni kapacitet“ (engl. *central fiscal capacity*) kako bi objasnili zajedničko fiskalno djelovanje europodručja koje bi povećalo broj dostupnih alata ekonomske politike za vrijeme šokova ili zamke likvidnosti[39]. Autori navode kako bi se uvođenjem centralnog fiskalnog kapaciteta doprinijelo stabilizacijskoj politici europodručja te bi se smanjila vjerojatnost nastanka budućih kriza, a ako bi krize nastale, bile bi slabijeg intenziteta.

[38] U ovom kontekstu pojam izglađenosti (engl. *smoothing*) odnosi se na smanjenje odstupanja kretanja ciklične komponente varijable bruto domaćeg proizvoda od njezine trend komponente. Ovaj koncept neizglađenosti prisutan je u ekonometriji i makroekonomiji. U slučaju da šok izbaci kretanje BDP-a od trend vrijednosti, a ekonomska politika ne djeluje na smanjenje tog odstupanja, tada se može govoriti o neizglađenom šoku.

[39] Arnold, Barkbu, Ture, Wang i Yao (2018.) smatraju kako bi takva politika ojačala otpornost europodručja na šokove, a od toga bi koristi imale sve zemlje europodručja.

Kirkegaard i Posen (2016.) na primjeru Sjedinjenih Američkih Država pronalaze kako centralizirani fiskalni kapacitet pomaže u sinkroniziranju poslovnoga ciklusa. Autori pokazuju kako je bitan razvoj fiskalne unije jer donositelji odluka trebaju procijeniti koje je odluke najbolje donositi na razini središnje države, a koje treba prepustiti nacionalnim državama.

Formiranje fiskalne unije ima svoju političku dimenziju jer zajednička fiskalna politika financirana zajedničkim porezima unutar europodručja podrazumijeva određeni gubitak nacionalne porezne politike te dijela demokratske suverenosti zemlje. Iz tih razloga moguće je kako ne postoji politički konsenzus za prihvaćanje fiskalne unije sa zajedničkom fiskalnom politikom. Umjesto formiranja fiskalne unije u jednom koraku, proces se može podijeliti na nekoliko manjih koraka koji bi imali političku podršku. U europodručju može postojati supranacionalni stabilizacijski mehanizam unutar fiskalne unije koji ne uključuje zajednički proračun i euroobveznice. Dolls, Fuest, Heinemann i Peichl (2016.) predlažu ograničeno fiskalno osiguranje s procedurom restrukturiranja dugova nesolventnih zemalja članica. Dolls, Fuest, Heinemann i Peichl objašnjavaju kako bi fiskalno osiguranje imalo ulogu u ograničavanju rizika makroekonomskih i financijskih nestabilnosti koji su dio procedure insolventnosti za zemlje članice europodručja, a dobro definirane procedure insolventnosti smanjile bi rizik pretvorbe fiskalnog osiguranja iz privremenog sustava u trajni transferni sustav.

U ekonomskoj literaturi može se pronaći ideja o europskom osiguranju od nezaposlenosti. Europski parlament (2016.) opisuje kako bi europsko osiguranje od nezaposlenosti podupiralo nacionalne proračune za vrijeme recesija, a fond za reosiguranje od nezaposlenosti koristio bi se u makroekonomske stabilizacijske svrhe samo za vrijeme velikih ekonomskih kriza.

De Grauwe (2013.) smatra kako je nužno formiranje fiskalne unije u monetarnoj uniji, što je najteži dio procesa, kako bi europodručje bilo održivo u dugom roku jer postoji ograničena politička volja za prijenosom odluka o državnoj potrošnji i porezima s nacionalne razine na europske institucije. De Grauwe navodi kako bez odluka prema fiskalnoj uniji poput ujedinjenja nacionalnih javnih dugova ili bankovne unije nema budućnosti za euro.

6.2. Metodologija istraživanja

Formiranje fiskalne unije podrazumijeva korištenje zajedničkog europskog proračuna i zajedničke fiskalne politike. Ovo istraživanje samo gleda na moguću stabilizacijsku ulogu fiskalne unije u zemljama europodručja i ne uključuje ulogu zajedničkog europskog proračuna, kao ni ostalo korištenje financijskih sredstava koje može ovisiti o političkom odabiru. Fiskalna unija u europodručju ne postoji.

Pretpostavka je kako svaka zemlja europodručja uplaćuje financijska sredstva proporcionalna svom bruto domaćem proizvodu u zajednički proračun. Ovaj mehanizam konzistentan je s teorijom o fiskalnoj uniji. Zemlje Europske unije trenutačno uplaćuju oko 1% BDP-a. U istraživanju se promatra koji bi bio utjecaj povećanja tog postotaka na zemlje europodručja.

Za simulacije budućih kriza u europodručju, koristi se Monte Carlo simulacija. Monte Carlo simulacije daju širok raspon svih mogućih ishoda, što daje donositeljima politika mogućnost da bolje razumiju prirodu rizika kod promatranog događaja. Za svaki odabrani izbor postoji određeni skup mogućih rezultata, od ekstremnih slučajeva do najsigurnijih ishoda. Metoda se sastoji od izgradnje modela u kojemu je svaki faktor s određenom neizvjesnosti prikazan kao distribucija vjerojatnosti. Tako će se dobiti realističniji prikaz nesigurnosti ishoda varijabli u modelu. Rezultat će se dobiti kroz velik broj ponavljanja simulacija svaki put s različitom vrijednosti iz distribucije. Rezultat je simulacije distribucija mogućih ishoda.

Cilj istraživanja jest pokazati bi li fiskalna unija poboljšala institucijsko okruženje europodručja u budućim krizama. Zato se radi Monte Carlo simulacija, koja daje distribuciju mogućih budućih ekonomskih uvjeta. Prema Colonescu (2016.), Monte Carlo simulacija generira slučajne vrijednosti za zavisnu varijablu kada su dani koeficijenti regresije i distribucija slučajne greške.

U određivanju proizvodnog jaza koristi se metoda modeliranja. Za procjenu potencijalnog BDP-a koristi se metoda multivarijatnog filtera. Metoda multivarijatnog filtera bazira se na makroekonomskim teoretskim odnosima. Zbog toga rezultati dobiveni ovom metodom bolje

odražavaju ekonomske odnose među varijablama i strukturne promjene u potencijalnom rastu u odnosu na statističke metode poput Hodrick-Prescott filtera.

Za određivanje potencijalnog BDP-a koriste se tri glavne varijable – stopa rasta BDP-a, stopa inflacije mjerena HICP indeksom i stopa nezaposlenosti. Podaci se mjere na kvartalnoj frekvenciji u razdoblju od 1991Q1 do 2018Q4. Koristi se New Keynesian model koji je sličan modelu predstavljenom u Blagrave, Garcia-Saltos, Laxton i Zhang (2015.)[40].

U modelu je proizvodni jaz (y_t) u razdoblju *t* definiran kao razlika logaritma realnog BDP-a (y_t) i logaritma realnog potencijalnog BDP-a ($\bar{y}_t$):

$$y_t = y_t - \bar{y}_t \quad (3)$$

Proizvodni jaz pozitivan je kada je BDP (y_t) veći od potencijalnog BDP-a ($\bar{y}_t$), a negativan u obrnutom slučaju. Potencijalni BDP ($\bar{y}_t$) pokazuje trend komponentu BDP-a (y_t), a proizvodni jaz (y_t) cikličnu komponentu.

Pretpostavlja se kako stohastički proces za potencijalni BDP ima sljedeći oblik u tri jednadžbe:

$$\bar{y}_t = \bar{y}_{t-1} + g_t + \varepsilon_t^{\bar{y}} \quad (4)$$

$$g_t = \theta g^{S.} + (1-\theta) g_{t-1} + \varepsilon_t^{g} \quad (5)$$

$$y_t = \phi y_{t-1} + \varepsilon_t^{y} \quad (6)$$

Potencijalni bruto domaći proizvod u razdoblju *t* ($\bar{y}_t$) ovisi o potencijalnom BDP-u u prethodnom razdoblju *t-1*($\bar{y}_{t-1}$), rastu potencijalnog BDP-a (g_t) i šoku koji utječe na razinu potencijalnog BDP-a ($\varepsilon_t^{\bar{y}}$). Potencijalni rast (g_t) podložan je šoku koji utječe na potencijalni rast (ε_t^{g}), a utjecaj

[40] Isti model kasnije je upotrijebljen u Alichi et al (2015.)

šoka postepeno pada ovisno o parametru θ prema stabilnoj vrijednosti stope rasta ($g^{S.}$). Niža vrijednost parametra θ znači kako je prilagodba rasta prema ravnotežnoj stopi rasta sporija nakon šoka. Vrijednost $g^{S.}$ izračunata je kao prosječni rast u razdoblju od 1991Q1 do 2018Q4. Na potencijalni rast (g_t) također utječe potencijalni rast iz prethodnog razdoblja (g_{t-1}). Proizvodni jaz (y_t) ovisi o proizvodnom jazu iz prethodnog razdoblja (y_{t-1}) te je podložan šoku (ε_t^y). Šok ε_t^y može se protumačiti kao šok potražnje.

Radi boljeg objašnjenja šokova, u model je uvrštena Phillipsova krivulja koja povezuje proizvodni jaz (y_t) s inflacijom (π_t)[41]:

$$\pi_t = \lambda\pi^e + (1-\lambda)\pi_{t-1} + \beta y_t + \varepsilon_t^{\pi} \tag{7}$$

Inflacija u razdoblju *t* (sadašnja inflacija, π_t) ovisi o inflaciji iz prethodnog razdoblja (π_{t-1}) i budućeg razdoblja (očekivana inflacija, π^e), a njihov odnos određen je parametrom λ. Sadašnja inflacija ovisi i o proizvodnom jazu (y_t), a parametar β pokazuje nagib odnosa proizvodnog jaza i inflacije u Phillipsovoj krivulji. Sadašnja inflacija također je podložna šoku inflacije (ε_t^{π}).

Model također sadrži jednadžbe koje opisuju kretanje stope nezaposlenosti kako bi se procijenio proizvodni jaz:

$$\bar{u}_t = \varphi\bar{u}^{S.} + \rho\bar{u}_{t-1} + g\bar{u}_t + \varepsilon_t^{\bar{u}} \tag{8}$$

$$g\bar{u}_t = (1-\iota)g\bar{u}_{t-1} + \varepsilon_t^{g\bar{u}} \tag{9}$$

$$u_t = \gamma u_{t-1} + \delta_t + \varepsilon_t^{u} \tag{10}$$

$$u_t = \bar{u}_t - u_t \tag{11}$$

[41]Blagrave, Garcia-Saltos, Laxton i Zhang (2015.) pozivaju se na istraživanje Međunarodnog monetarnog fonda (2013.) koje pokazuje kako je nagib odnosa proizvodnog jaza i inflacije u Phillipsovoj krivulji (β) postao ravniji tijekom zadnjih nekoliko desetljeća, a istraživanje od Riggi i Venditti (2014.) sugerira kako je nagib postao strmiji.

Ovdje $\bar{u}_t$ označava ravnotežnu razinu stope nezaposlenosti koja ovisi o stopi promjene nezaposlenosti, koja vodi prema stabilnoj vrijednosti stope nezaposlenosti ($\bar{u}^{S.}$), ravnotežnoj razini stope nezaposlenosti u prijašnjem razdoblju ($\bar{u}_{t-1}$), promjenama u rastu stope nezaposlenosti ($g\bar{u}_t$) i šoku na ravnotežnoj razini nezaposlenosti. Vrijednost $\bar{u}^{S.}$ izračunata je kao prosječna nezaposlenost u periodu od 1991Q1 do 2018Q4.

Jednadžba (9) pokazuje kako trend, odnosno promjene u rastu stope nezaposlenosti ($g\bar{u}_t$), ovise o promjenama iz prijašnjeg razdoblja ($g\bar{u}_{t-1}$) te o šoku na rast stope nezaposlenosti ($\varepsilon_t^{g\bar{u}}$). Šokovi $\varepsilon_t^{\bar{u}}$ i $\varepsilon_t^{g\bar{u}}$ omogućuju trajna odstupanja NAIRU-a (engl. *non-accelerating inflation rate of unemployment*) od stabilne vrijednosti. U ekonomskoj literaturi, koncept NAIRU predstavlja razinu nezaposlenosti ispod koje se očekuje rast stope inflacije. Izraz (10) prikazuje kako je jaz nezaposlenosti u razdoblju *t* ($u\ _t$) funkcija jaza nezaposlenosti iz prethodnoga razdoblja ($u\ _{t-1}$), proizvodnog jaza ($y\ _t$) i šoka na jaz nezaposlenosti (ε_t^u). Šok ε_t^u omogućuje privremena odstupanja stope nezaposlenosti od NAIRU-a. Jaz nezaposlenosti u razdoblju *t* ($u\ _t$) još se može izraziti kao odstupanje stvarne sadašnje stope nezaposlenosti (u_t) od NAIRU-a ($\bar{u}_t$). Jaz nezaposlenosti pozitivan je ako je NAIRU veći od sadašnje stope nezaposlenosti, a negativan u obrnutom slučaju. Izrazi (10) i (11) također prikazuju Okunov zakon, odnosno kako promjene u stvarnoj sadašnjoj stopi nezaposlenosti (u_t) ovise o proizvodnom jazu ($y\ _t$).

Nakon što su procijenjene vrijednosti potencijalnog bruto domaćeg proizvoda, izračuna se proizvodni jaz prema formuli (12). Procjena budućega proizvodnog jaza radi se na temelju autoregresijskog modela (AR) za stacionarne podatke. Autoregresijski model reda *p* ima sljedeći oblik:

$$y\ _t = a_0 + a_1 * y\ _{t-1} + a_2 * y\ _{t-2} + \cdots + a_p * y\ _{t-p} + \varepsilon_t \qquad (12)$$

Idući je korak određivanje distribucije i standardne devijacije proizvodnoga jaza. Zatim se pomoću Monte Carlo simulacija odredi simulirana distribucija proizvodnog jaza. Monte Carlo simulacija ponavljat će se 1000 puta.

Zajednički proračun u fiskalnoj uniji trebao bi osigurati dovoljna financijska sredstva. Kako bi proračun to postigao, treba pomoću transfera nadoknaditi proizvodni jaz u dva slučaja. U prvom slučaju, kada određena zemlja ili skupina zemalja primi negativan asimetrični šok, proračun bi trebao kroz fiskalne transfere nadoknaditi proizvodni jaz zemlje. U drugom slučaju proračun treba biti dovoljno velik kod negativnog kretanja poslovnog ciklusa u europodručju. Za određivanje zajedničkog proračuna europodručja korištena je matematička metoda.

Zajednički proračun europodručja (C_t) jest funkcija uplaćivanja financijskih sredstava od zemalja članica (τ) i prošlogodišnjeg BDP-a europodručja (Y_{t-4}):

$$C_t = \tau * Y_{t-4} \tag{13}$$

Podaci za fiskalni multiplikator preuzeti su iz publikacije Batini, Eyraud, Forni i Weber (2014.), koja sadrži pregled istraživanja iz ekonomske literature o fiskalnom multiplikatoru koji ovisi o fazi poslovnoga ciklusa. Zato je fiskalni multiplikator u ovom istraživanju izražen kao distribucija vjerojatnosti od najnižeg fiskalnog multiplikatora do najvišeg multiplikatora u prvoj godini nakon promjene fiskalne politike. To omogućava da se analiza ne temelji samo na specifičnom slučaju nego i da nudi širok raspon mogućih ishoda. Nakon toga se izračuna koliko bi trebao iznositi postotak izdvajanja iz proračuna (τ) ovisno o proizvodnom jazu i fiskalnom multiplikatoru (m)[42]:

$$y_t = \tau * m \tag{14}$$

Posljednji je korak uzeti u obzir asimetrične šokove i izračunati potrebna izdvajanja ovisno o udjelu BDP-a zemalja. Proizvoljno je odabrana vrijednost 0.25 za udio zemalja na koje utječe negativan asimetrični šok[43]. Pomoću Monte Carlo simulacija pokazalo se koliko bi trebala

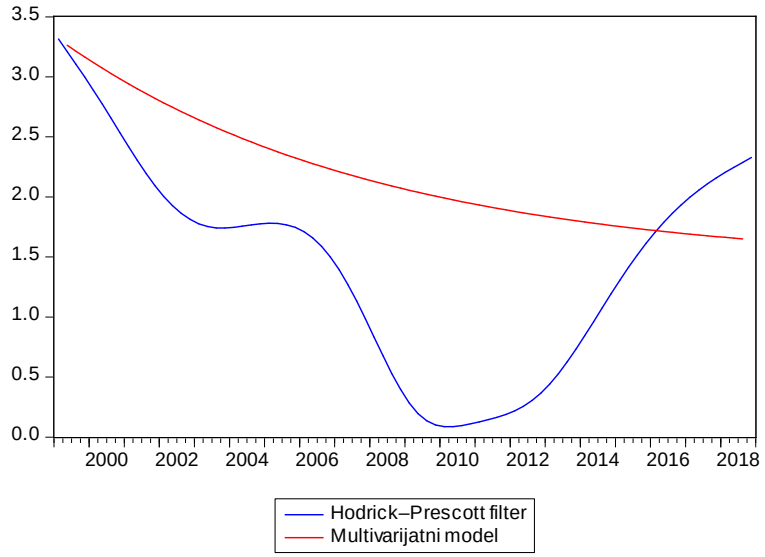
[42] Metodologija za izdvajanje konstruirana je na sličan način kao doprinosi za fondove Europske unije. Glavni princip je kako sve zemlje europodručja izdvajaju isti postotak BDP-a, a primaju doprinose prema potrebi ovisno o odstupanju proizvodnog jaza.

[43] Pretpostavlja se kako vrijednosti veće od 0.25 zbog učinka prelijevanja financijske i ekonomske krize na druge zemlje mogu uzrokovati negativno ciklično kretanje poslovnoga ciklusa. Vrijednost 1 označavala bi kako zemlje imaju savršeno usklađene poslovne cikluse.

iznositi izdvajanja iz nacionalnih proračuna kao postotak bruto domaćeg proizvoda zemlje europodručja.

6.3. Analiza rezultata istraživanja

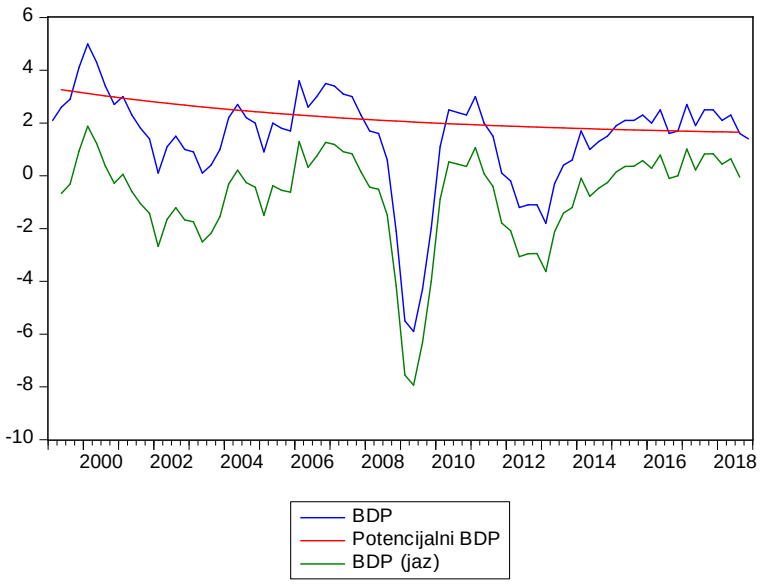
Prije određivanja proizvodnoga jaza, izračunat je potencijalni bruto domaći proizvod. Potencijalni bruto domaći proizvod ne može se direktno izmjeriti, nego samo procijeniti različitim metodama. Postoje različite metode procjene potencijalnog bruto domaćeg proizvoda (BDP). U istraživanju je korištena metoda multivarijatnog filtera. Koeficijenti su u sustavu ekonometrijskih jednadžbi procijenjeni metodom najmanjih kvadrata. Dinamični model riješen je ponavljanjem Broyden algoritma 1000 puta (vidi prilog 5). Rezultati modela pokazuju kako su svi koeficijenti statistički važni, što su potvrdili i Waldovi testovi na koeficijentima. Portmanteau testovi za autokorelaciju pokazali su kako ne postoji autokorelacija reziduala.



Slika 27: Usporedba procjene stope rasta potencijalnog bruto domaćeg proizvoda pomoću Hodrick – Prescott filtera i multivarijatnog filtera

Izvor: EViews 8.1

Na slici 27 prikazana je usporedba procjene stope rasta potencijalnog BDP-a multivarijatnim i Hodrick – Prescott filterom. Obje metode razdvajaju vremenske podatke na trend i cikličnu komponentu. Kako Hodrick – Prescott filter predstavlja statističko izglađivanje podataka, procjene stope rasta potencijalnog bruto domaćeg proizvoda više su osjetljive na promjene realnog bruto domaćeg proizvoda. Procjena pomoću Hodrick – Prescott filtera pokazuje kako je stopa potencijalnog rasta bila blizu nule za vrijeme financijske krize iz 2008. godine. Međutim, metoda multivarijatnog filtera pokazuje postepeno opadanje stope rasta potencijalnog BDP-a. Procjena rasta potencijalnog bruto domaćeg proizvoda dobivena pomoću multivarijatnog filtera konzistentna je s rezultatima procjene rasta potencijalnog BDP-a od Andersson, Szörfi, Tóth i Zorell (2018.), koji pokazuju kako se rast potencijalnog BDP-a smanjio nakon financijske krize[44]. Ball (2014.) također pokazuje kako je u većini zemalja europodručja došlo do usporavanja stope rasta BDP-a od trenda koji je bio prisutan prije financijske krize te je došlo do pada stope rasta potencijalnog BDP-a.



Slika 28: Prikaz kretanja bruto domaćeg proizvoda, jaza bruto domaćeg proizvoda i potencijalnog bruto domaćeg proizvoda u europodručju od 1999Q1 do 2018Q4

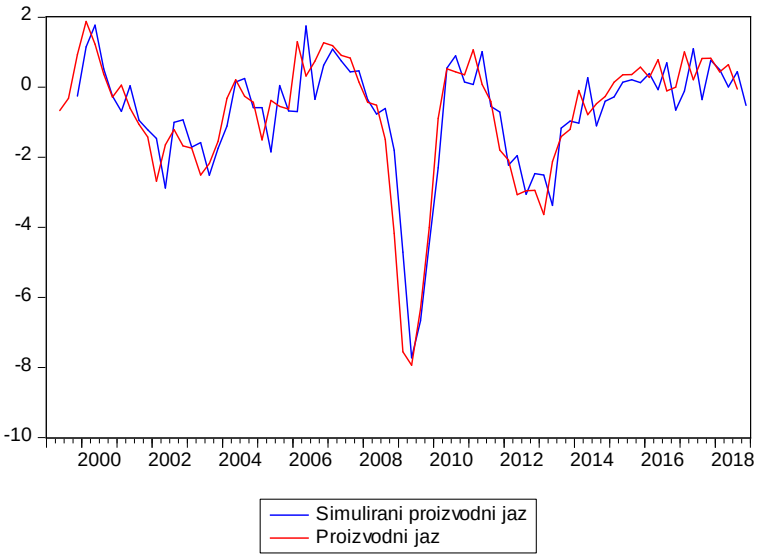
Izvor: EViews 8.1

[44] Andersson, Szörfi, Tóth i Zorell (2018.) koriste multivarijatni filter s Cobb-Douglas proizvodnom funkcijom kako bi povezali potencijalni rast s ponudom rada, kapitala i ukupnom faktorskom produktivnošću. Autori upotrebljavaju model prostora stanja koji koristi Kalmanov filter za razdiobu varijabli (stopa nezaposlenosti, inflacija, realni BDP i rast plaća) u trend i cikličnu komponentu.

Nakon što je određen potencijalni BDP, izračunat je jaz BDP-a (proizvodni jaz). Rezultati jaza predstavljeni su na slici 28. Deskriptivnom analizom analizirat će se kretanje proizvodnog jaza. Prije financijske krize iz 2008. godine kretanje proizvodnog jaza bilo je u rasponu od oko -2% do 2%. Prije 2000. godine proizvodni jaz bio je pozitivan. Međutim, nakon 2000. godine proizvodni jaz postaje negativan do 2004., a nakon toga raste do financijske krize iz 2008. godine. Kriza je uzrokovala proizvodni jaz od skoro -8%. Nagli oporavak proizvodnoga jaza uslijedio je 2010. godine nakon što je Europska središnja banka spustila ključnu kamatnu stopu na povijesno niske razine, a fiskalna politika bila je fokusirana na poticanje gospodarskog oporavka. Nakon kratkog pozitivnog proizvodnoga jaza uslijedila je kriza javnog duga u europodručju. Proizvodni jaz opet je postao negativan, ali s manjom amplitudom nego za vrijeme financijske krize iz 2008. godine. Blagi oporavak vrijednosti proizvodnog jaza uslijedio je 2014. godine, a krajem 2018. godine vrijednosti proizvodnog jaza bile su negativne.

Određen je autoregresijski model 2. reda i ne postoji serijska korelacija reziduala prema napravljenom korelogram Q-statistic testu. Rezultati autoregresijskog modela prikazani su u prilogu 6, a u prilogu 7 usporedba procijenjenih podataka u modelu sa stvarnim podacima. Izračunata je prosječna vrijednost i standardna distribucija parametara. Za svaki parametar formirana je normalna distribucija. Izračunate su simulirane vrijednosti zavisne varijable pomoću distribucije parametara. Zatim je izračunat prosjek i standardna devijacija simulirane zavisne varijable.

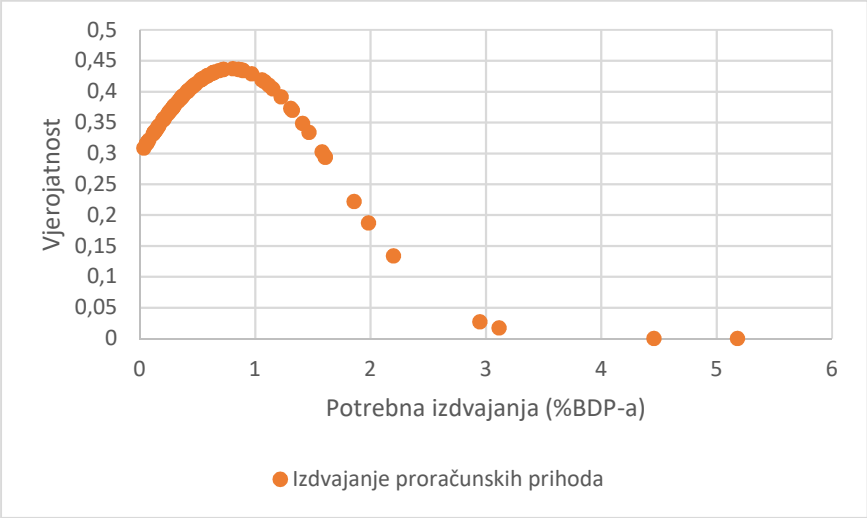
Na slici 29 prikazana je usporedba simuliranog proizvodnog jaza dobivenog pomoću Monte Carlo simulacija i proizvodnog jaza koji se temelji na procjeni potencijalnog bruto domaćeg proizvoda u modelu multivarijatnog filtera. Simulirani proizvodni jaz ima asimetrična odstupanja od prosjeka zbog značajnog negativnog utjecaja financijske krize iz 2008. godine. U ostalim godinama simulirani proizvodni jaz varira oko nule u rasponu od oko -2% do 2%. Prosječni simulirani proizvodni jaz iznosi -0.6%, najveći pozitivan proizvodni jaz 1.9%, a najveći negativan proizvodni jaz -7.6%. Iz ovih podataka proizlazi zaključak kako negativan proizvodni jaz ima značajniji utjecaj nego pozitivan proizvodni jaz.



Slika 29: Usporedba proizvodnog jaza i simuliranog proizvodnog jaza

Izvor: EViews 8.1

Pomoću simuliranog proizvodnog jaza i distribucije fiskalnih multiplikatora napravljena je distribucija koliko zemlje europodručja trebaju izdvajati proračunskih prihoda (izražena kao udio BDP-a) za uklanjanje proizvodnog jaza kod kretanja poslovnog ciklusa (Slika 30).



Slika 30: Distribucija potrebnih izdvajanja proračunskih prihoda zemalja europodručja izražena u postocima BDP-a za uklanjanje proizvodnog jaza kod kretanja poslovnoga ciklusa.

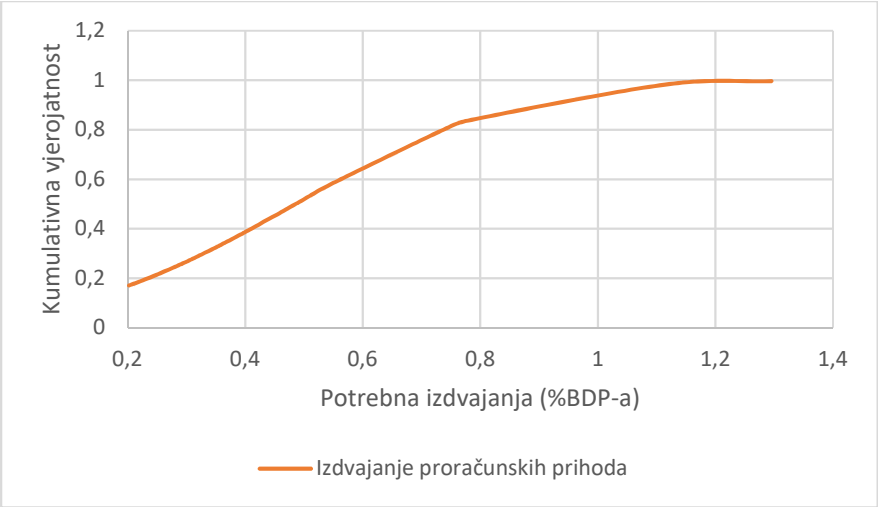
Izvor: EViews 8.1

Rezultati analize pokazuju kako u većini vremena nisu potrebna velika izdvajanja iz nacionalnih proračuna. Prosječna vrijednost potrebnih izdvajanja iznosi 0.8% BDP-a, a medijan iznosi 0.53%. Maksimalna vrijednost iznosi 5.18%. Međutim, potrebna izdvajanja veća od 2.9% BDP-a javljaju se u manje od 5% slučajeva. U 85% slučajeva dovoljno je izdvajati oko 2% BDP-a. To znači kako su za vrijeme značajne ekonomske krize, kao što je bila financijska kriza iz 2008. godine, potrebna veća izdvajanja kako bi se nadoknadio proizvodni jaz u europodručju. U vremenima kada realni BDP ne odstupa značajno od potencijalnog BDP-a, pa proizvodni jaz ima niske vrijednosti, može se konstatirati kako su dovoljna niska izdvajanja iz proračuna zemljama europodručja s ciljem uklanjanja cikličnih kretanja gospodarstva. U donjih 50% slučajeva dovoljno je izdvajati 0.53% BDP-a. U preostalih 50% slučajeva potrebna su veća izdvajanja zbog asimetrične distribucije koja proizlazi iz snažnih rijetkih negativnih šokova. Ovakvi šokovi trebaju se analizirati jer ostavljaju velike posljedice na gospodarstvo europodručja.

Prethodna analiza pokazala je kolika su izdvajanja potrebna kod kretanja poslovnoga ciklusa. Ako bi se izdvajanja koristila samo u slučajevima asimetričnih šokova, onda se rezultati razlikuju. Proizvoljno je odabrano kako je 25% zemalja europodručja pogođeno šokom. Vrijednost potrebnih izdvajanja nije nužno četiri puta manja od vrijednosti potrebnih izdvajanja kod kretanja poslovnoga ciklusa. Naime, niske vrijednosti oscilacija proizvodnog jaza mogu se pojaviti i kod zemalja na koje ne utječe asimetrični šok. S obzirom na to da je deskriptivna analiza pokazala kako se u većini slučajeva proizvodni jaz kreće od -2% do 2%, te su vrijednosti uzete kao referentne vrijednosti na koje se ne odnosi asimetrični šok. Sve ostale vrijednosti simuliranog proizvodnog jaza koriste se u analizi.

Raspodjela izdvajanja u zajednički proračun po zemljama vrši se jednako za sve zemlje neovisno je li riječ o asimetričnom šoku ili cikličnim kretanjima. Samo zato što su u prošloj krizi neke zemlje europodručja bile više pogođene asimetričnim šokom to ne znači kako druge zemlje neće biti više pogođene u budućim krizama. Moguće je kako će u slučaju asimetričnog šoka s različitim amplitudama slabije pogođena zemlja biti prisiljena najviše izdvajati za zajednički proračun i oporavak jače pogođenih zemalja. Takva politika djelovala bi kao porez na porezne obveznice slabije pogođene zemlje koji djeluju prociklički.

Slika 31 pokazuje koliko je novčanih sredstava potrebno izdvajati (izraženo kao udjel BDP-a) za različite vjerojatnosti oscilacije proizvodnog jaza kada asimetrični šokovi zahvaćaju do 25% BDP-a europodručja. U 80% slučajeva asimetričnih šokova potrebno je izdvajati do 0.74% BDP-a kako bi se otklonio proizvodni jaz. Kako bi se otklonio proizvodni jaz, u 99.6% slučajeva nužno je izdvajati 1.3% BDP-a.



Slika 31: Distribucija potrebnih izdvajanja proračunskih prihoda zemalja europodručja izražena u postocima BDP-a za uklanjanje proizvodnog jaza kada asimetrični šokovi zahvaćaju do 25% BDP-a europodručja.

Izvor: EViews 8.1

H4: Veće izdvajanje proračunskih prihoda zemalja europodručja u zajednički europski proračun smanjilo bi pad bruto domaćeg proizvoda zemalja nakon budućih financijskih kriza.

Na temelju provedenog istraživanja zaključuje se kako dodatno izdvajanje proračunskih prihoda zemalja europodručja može smanjiti pad bruto domaćeg proizvoda zemalja nakon budućih financijskih kriza. Stoga, hipoteza *H4* se prihvaća. Rezultati pokazuju kako je u otprilike 95% slučajeva nužno izdvajati do 3% BDP-a kako bi se smanjio pad BDP-a. Cjelina od tih izdvajanja išla bi na stabilizaciju kretanja poslovnoga ciklusa i zaštitu od asimetričnih šokova. Izdvajanja od

5.18% bila bi dovoljna da se pokriju svi slučajevi. Međutim, to nije nužno potrebno. Iako se ekstremne vrijednosti potrebnih izdvajanja javljaju u manje od 5% slučajeva, može se argumentirati kako bi visoka izdvajanja bila nepotrebna u većini vremena. Rezultati idu u prilog tezi kako formiranje stabilizacijskog mehanizma u bilo kojem obliku može imati stabilizacijsku ulogu u europodručju. Sličan zaključak donijeli su Kirkegaard i Posen (2016.), koji smatraju kako zajednička fiskalna unija u Sjedinjenim Američkim Državama pridonosi stabilizaciji nakon šokova ili oscilacijama u kretanju poslovnoga ciklusa.

Rezultati prezentirani u ovom istraživanju također idu u prilog tome kako postoje koristi od veće integracije europodručja. To ne treba nužno značiti kako je fiskalna unija ispravno rješenje kao što navodi De Grauwe (2013.). Zagovornici fiskalne unije mogu argumentirati kako je zbog dodatnih izdataka za stabilizaciju poslovnog ciklusa i zaštitu od šokova nužno formiranje zajedničkog proračuna europodručja. Međutim, zagovornici europodručja kao zajednice zemalja koje se nalaze u monetarnoj uniji također mogu argumentirati kako su dodatna potrebna izdvajanja dovoljno malena da fiskalna unija nije potrebna. Umjesto fiskalne unije, može se formirati zajednički stabilizacijski mehanizam koji će koristiti dodatna izdvajanja kao zaštitu od kretanja poslovnog ciklusa i asimetričnih šokova. Konačan sud o tome u kojem obliku će se pojaviti stabilizacijski mehanizam ili hoće li se uopće pojaviti donijet će donositelji odluka na zajedničkoj razini europodručja.

6.4. Preporuke za sljedeća istraživanja

Fiskalna unija u europodručju ne postoji. To je predstavljalo problem prilikom istraživanja jer ne postoje podaci na kojima bi se mogla testirati uspješnost fiskalne unije u europodručju. Kako bi se riješio taj problem, korištena je metoda Monte Carlo simulacija. Iz toga proizlazi kako korištena metodologija preuzima prednosti i nedostatke Monte Carlo simulacija. Korištenje Monte Carlo simulacija jednostavno je i daje približno rješenje za matematičke probleme. Metoda može koristiti deterministčku analizu bez vjerojatnosti te stohastičku analizu koja uključuje vjerojatnosti. Monte Carlo simulacije mogu rješavati probleme optimizacije. Za tu svrhu mogu se koristiti lokalni i globalni ekstremi. Međutim, jedna od glavnih prednosti ove

metode jest formiranje statističkog uzorka na temelju podataka. Tako bi se bolje formulirao uzrok na temelju kojeg se određivao utjecaj formiranja fiskalne unije na integraciju europodručja.

Kod Monte Carlo simulacija potrebno je koristiti veliku količinu podataka. To može predstavljati nedostatak ako se potrebni podaci ne mogu prikupiti. Drugi je nedostatak taj da je potrebno odrediti varijable s određenom distribucijom vjerojatnosti, što može predstavljati problem kod istraživanja jer to u nekim slučajevima ne mora odgovarati teoriji. Kod korištenja normalne distribucije moguće je da korišteni slučajni brojevi u Monte Carlo simulaciji neće uzeti u obzir ili će podcijeniti ekstremne događaje, odnosno „debele repove“ kod distribucije (engl. *fat tails*). Nedostatak Monte Carlo simulacija može se pojaviti kod kalibracije modela u slučajevima kada se opservacije pojavljuju kao događaji niske vjerojatnosti. Tada metoda može krivo modelirati vjerojatnost događaja. Treba se također odrediti odnos među varijablama i moguće postojanje korelacije među njim. Ako dođe do pogreške u ovom koraku, moguće je da konačni rezultat neće biti ispravan.

Potrebna izdvajanja u provedenome istraživanju ovise o procjeni fiskalnoga multiplikatora. Daljnja istraživanja mogu na temelju drugačijih procjena fiskalnoga multiplikatora imati drugačije rezultate. Daljnja istraživanja također bi se trebala usredotočiti na posebnosti moguće fiskalne unije u europodručju. Formiranje europodručja jedinstven je projekt, te stoga sadrži niz specifičnosti koje mogu, ali i ne trebaju postojati u fiskalnim unijama u SAD-u, Kanadi, Njemačkoj i drugdje. Usporedbom specifičnosti među različitim fiskalnim unijaama dobio bi se potpuniji uvid u problematiku fiskalnih unija na teoretskoj, ali i empirijskoj razini. Buduća istraživanja također bi se mogla fokusirati na uvjete formiranja fiskalne unije, odnosno pomoću empirijskih metoda istražiti koji su uvjeti nužni. Prema ekonomskoj teoriji, jedan je od ključnih uvjeta dijeljenje fiskalnoga rizika i održavanje otpornosti na šokove. Bankovna unija i kapitalna unija također mogu imati važnu ulogu u formiranju fiskalne unije. Nakon toga bi se istraživanje moglo proširiti na analizu zadovoljenih uvjeta te na temelju toga formirati neekonomske uvjete za fiskalnu uniju.

Fiskalna unija može nastati nakon formiranja političke unije, te bi se zbog toga bilo teško fokusirati samo na ekonomsku dimenziju, a ignorirati političku dimenziju integracija

europodručja. Daljnje analize mogle bi se usredotočiti na političke preferencije birača o razini potrošnje i poreza u zemljama europodručja te koliko bi birači bili spremni izdvajati za zajednički proračun Europske unije. Politička komponenta istraživanja također može obuhvatiti razlike među percepcijama birača u zemljama europodručja o koristima i nedostacima formiranja fiskalne unije. Slična istraživanja mogu uključiti odnos demokratskih preferencija birača u vrijeme ekonomske krize i ekonomskog rasta. Moguće je kako se sklonost birača fiskalnoj uniji mijenja ovisno o potrebama za fiskalnim transferima iz centralizirane fiskalne vlasti prema nacionalnim državama. Rezultati tih istraživanja mogli bi pomoći kod donošenja odluka na supranacionalnoj razini u Europskoj uniji, kao i kod donošenja ekonomskih i političkih odluka na nacionalnoj razini. Fiskalna unija jedna je od ideja daljnje integracije europodručja. Upitno je hoće li doći do formiranja fiskalne unije i u kojem razdoblju. Ekonomska teorija vremenski je fluidna, pa je moguće kako će se teorijska podloga o fiskalnoj uniji promijeniti. Nije poznato ni koliko će se institucijsko okruženje europodručja promijeniti u budućnosti te kakav će utjecaj institucijsko okruženje imati na integraciju europodručja. Ako do formiranja fiskalne unije uopće dođe, bit će potrebno puno vremena kako bi se prikupili podaci potrebni za istraživanje ovoga fenomena. Ako nastane fiskalna unija, dugoročna istraživanja mogla bi se usredotočiti na empirijsku analizu o posljedicama fiskalne unije u odnosu na teoretska predviđanja prije nego što je fiskalna unija nastala. Slična istraživanja također bi mogla pokazati koliko se fiskalna unija u europodručju razlikuje od drugih fiskalnih unija u svijetu, kao i istražiti koristi i nedostatke različitih fiskalnih unija. Stoga bi se konačan sud o posljedicama formiranja fiskalne unije na integraciju europodručja mogao dati u dugom roku.

7. ZAKLJUČAK

Ranjivosti u institucijskom okruženju europodručja postale su jasnije nakon financijske krize iz 2008. godine. Iako su donositelji odluka na europskoj razini ekonomskom politikom stabilizirali financijsku krizu, ekonomski rast u zemljama europodručja bio je sporiji nego u razdoblju prije krize. Kriza javnog duga dodatno je oslabila strukturu europodručja. Zbog neadekvatnog institucijskoga okruženja u europodručju, kriza javnog duga prijetila je samom postojanju europodručja. Premda je kriza prošla, nedostaci u institucijskom okruženju nisu otklonjeni, što znači kako se u slučaju budućih kriza mogu pojaviti isti ili slični problemi.

U ovome radu određen je utjecaj institucijskoga okruženja europodručja na posljedice financijske krize. Istraživanje je napravljeno na uzorku od 19 zemalja europodručja u razdoblju od 2007. do 2017. godine. Procijenjen je panel vektor autoregresijski model s varijablama: stopa rasta bruto domaćeg proizvoda, indeks „Efikasnost tržišta proizvoda“, indeks „Efikasnost tržišta rada“, Chinn-Ito indeks, stopa nezaposlenosti, stopa harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena (HICP), proračunski deficit kao postotak bruto domaćeg proizvoda (BDP) te kamatnjak na 10-godišnje državne obveznice.

Rezultati funkcija impulsnog odaziva i dekompozicije varijance pokazuju kako je šok institucijskoga okruženja pozitivno utjecao na promjenu stope BDP-a. Međutim, utjecaj pozitivnoga šoka promjene deficita značajniji je na promjenu stope BDP-a. Iz toga proizlazi kako u razdoblju nakon financijske krize povećanje proračunskog deficita ima veći utjecaj na kretanje stope BDP-a nego povećanje konkurentnosti tržišta proizvoda i fleksibilnosti tržišta rada. Rezultati također pokazuju kako postoji pozitivna veza između stope rasta BDP-a i financijske otvorenosti nakon financijske krize. Naime, pozitivan utjecaj povećanja financijske otvorenosti najveći je u prve četiri godine, a zatim postaje negativan. Nadalje, utjecaj promjene konkurentnosti na tržištu proizvoda veći je nego utjecaj promjene na tržištu rada na promjenu BDP-a.

U radu se također analiziralo kako promjena deficita, tržišta proizvoda, tržišta rada i financijske otvorenosti utječu na stopu nezaposlenosti. Rezultati pokazuju kako je utjecaj povećanja proračunskog deficita i povećanja konkurentnosti na tržištu proizvoda veći nego utjecaj povećanja fleksibilnosti tržišta rada i financijske otvorenosti na promjenu stope nezaposlenosti. To pokazuje kako je utjecaj promjene institucijskoga okruženja različit ovisno o vremenskoj dinamici promjene. Utjecaj poboljšanja financijske otvorenosti i povećanja fleksibilnosti tržišta rada jasnije se može promatrati u srednjem roku, a povećanje deficita i reforma tržišta proizvoda imaju značajniji utjecaj u kratkom roku.

U drugom istraživanju analizirao se utjecaj daljnje fiskalne integracije na promjenu institucijskoga okruženja europodručja. Rezultati pokazuju kako bi formiranje zajedničkog europskog proračuna, u koji bi zemlje izdvajale više proračunskih prihoda nego što to rade u postojećem sustavu, moglo smanjiti pad bruto domaćeg proizvoda zemalja nakon budućih financijskih kriza. Provedene Monte Carlo simulacije pokazuju kako zemlje europodručja u oko 95% slučajeva nužno trebaju izdvajati do 3% BDP-a kako bi se smanjio njihov pad BDP-a u budućim krizama. Novčana sredstva koristila bi se za stabilizaciju kretanja poslovnoga ciklusa i fiskalno osiguranje od asimetričnih šokova. Zemlje Europske unije u zajednički proračun Unije trenutno izdvajaju oko 1% BDP-a. To podrazumijeva kako bi dodatno izdvajanje od 2% moglo pridonijeti značajnoj fiskalnoj stabilizaciji u europodručju. Pomoću provedenih simulacija pokazalo se kako bi novčana izdvajanja od 5.18% BDP-a bila dovoljna za stabilizacijsku ulogu zajedničkog proračuna kod ekstremnih slučajeva, kao što je bilo u razdoblju nakon financijske krize 2008. godine. Kako se ekstremne vrijednosti javljaju u manje od 5% slučajeva, u većini vremena ne bi bilo potrebno izdvajati oko 5% BDP-a.

Rezultati u istraživanju pridonose argumentu kako formiranje stabilizacijskog fiskalnog mehanizma može imati stabilizacijsku ulogu u europodručju. Istovremeno, provedena analiza ide u korist tezi da postoje koristi od veće fiskalne integracije u europodručju.

POPIS TABLICA

Tablica 1. Pet konvergencijskih kriterija iz Maastrichta za članstvo u europodručju.....63
Tablica 2. Dovršenje europske monetarne unije i koraci prema funkcionalnoj fiskalnoj uniji...114

POPIS SLIKA

Slika 1: Usporedba kretanja cijena dionica na indeksima S&P 500 i EURO STOXX 50 između 2005. i 2010. godine (2005.=100) 22
Slika 2: Usporedba realnog BDP-a u Europskoj uniji, europodručju i SAD-u između 2005. i 2015. godine 23
Slika 3: Stopa inflacije u europodručju i SAD-u između 2007. i 2015. godine 24
Slika 4: Relativni jedinični troškovi rada u zemljama kreditorima europodručja između 2004. i 2015. godine 29
Slika 5: Relativni jedinični troškovi rada u zemljama dužnicima europodručja između 2004. i 2015. godine 29
Slika 6: Saldo tekućeg računa zemalja kreditora europodručja između 2004. i 2015. godine 30
Slika 7: Saldo tekućeg računa zemalja dužnika europodručja između 2004. i 2015. godine 31
Slika 8: Kamatne stope u postocima na desetogodišnje državne obveznice izabranih perifernih zemalja europodručja od siječnja 2009. do siječnja 2014. 40
Slika 9: Omjer bruto duga opće države i bruto domaćeg proizvoda izabranih perifernih zemalja europodručja u razdoblju od 2006. do 2015. godine 41
Slika 10: Stope nezaposlenosti u odabranim zemljama europodručja između 2007. i 2017. godine 50
Slika 11: Kamatne stope na 10-godišnje državne obveznice u EU, europodručju, Njemačkoj i Francuskoj 52
Slika 12: Promjena regulacije na tržištu proizvoda u odabranim zemljama europodručja između 2008. i 2018. godine 79
Slika 13: Pet scenarija - pregled politika 92
Slika 14: Odnos fleksibilnosti i budžetske unije u europodručju ovisi o vrsti šoka 101
Slika 15: Predložena uloga europskog ministra financija 118
Slika 16: Vremenske serije Indeksa „Efikasnost tržišta proizvoda“ u razdoblju od 2007. do 2017. godine za zemlje europodručja 130
Slika 17: Vremenske serije Indeksa „Efikasnost tržišta rada“ u razdoblju od 2007. do 2017. godine za zemlje europodručja 131

Slika 18: Vremenske serije Chinn-Ito Indeksa u razdoblju od 2007. do 2017. godine za izabrane zemlje europodručja 132
Slika 19: Funkcije impulsnog odziva na pozitivan šok indeksa tržišta proizvoda u VAR sustavu 133
Slika 20: Funkcije impulsnog odziva na pozitivan šok indeksa tržišta rada u VAR sustavu 135
Slika 21: Funkcije impulsnog odziva na pozitivan šok financijske otvorenosti u VAR sustavu 136
Slika 22: Funkcije impulsnog odziva na pozitivan šok deficita u VAR sustavu 137
Slika 23: Funkcije impulsnog odziva na pozitivan šok indeksa tržišta proizvoda u VECM sustavu 139
Slika 24: Funkcije impulsnog odziva na pozitivan šok indeksa tržišta rada u VECM sustavu ...140
Slika 25: Funkcije impulsnog odziva na pozitivan šok financijske otvorenosti u VECM sustavu 141
Slika 26: Funkcije impulsnog odziva na pozitivan šok deficita u VECM sustavu 142
Slika 27: Usporedba procjene stope rasta potencijalnog bruto domaćeg proizvoda pomoću Hodrick – Prescott filtera i multivarijatnog filtera 159
Slika 28: Prikaz kretanja bruto domaćeg proizvoda, jaza bruto domaćeg proizvoda i potencijalnog bruto domaćeg proizvoda u europodručju od 1999Q1 do 2018Q4 160
Slika 29: Usporedba proizvodnog jaza i simuliranog proizvodnog jaza 162
Slika 30: Distribucija potrebnih izdvajanja proračunskih prihoda zemalja europodručja izražena u postocima BDP-a za uklanjanje proizvodnog jaza kod kretanja poslovnoga ciklusa. 162
Slika 31: Distribucija potrebnih izdvajanja proračunskih prihoda zemalja europodručja izražena u postocima BDP-a za uklanjanje proizvodnog jaza kada asimetrični šokovi zahvaćaju do 25% BDP-a europodručja. 164

POPIS LITERATURE

1. Abrigo, M. R.M. and Love, I., (2015.) *Estimation of panel vector autoregression in Stata: A package of programs*, 21. međunarodna panel data konferencija, Central European University, Budimpešta.
2. Adascalitei, D. i Pignatti Morano, C. (2015). *Labour market reforms since the crisis: Drivers and consequences*, Međunarodna organizacija rada, rad u nastajanju br.5, Ženeva. Dostupno na: https://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---inst/documents/publication/wcms_414588.pdf [15. ožujka 2019.]
3. Alcidi, C. et al. (2010.) The Future of the Eurozone and Gold, Centre for European Policy Studies (CEPS), dostupno na: https://ssrn.com/abstract=1672672 [12. travanj 2017.]
4. Alesina, A. F., Ardagna, S. i Galasso, V. (2008.) The Euro and Structural Reforms, Harvard Institute of Economic Research, rad za raspravu, No. 2169., dostupno na: https://ssrn.com/abstract=1303562 ili http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1303562 [15. travanj 2017.]
5. Alesina, A. F., Barro, R. J. i Tenreyro, S. (2002.) Optimal Currency Areas, Harvard Institute Research, Working Paper, No. 1958. dostupno na: https://ssrn.com/abstract=319761 ili http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.319761 [08. ožujak 2017.]
6. Alesina, A. i Ardagna, S. (2009). Large Changes in Fiscal Policy: Taxes versus Spending, *Tax Policy and the Economy*, Volume 24, Brown. Dostupno na: https://www.nber.org/papers/w15438 [25. svibnja 2019.]
7. Alesina, A., et al. (2003). "Regulation and Investment", OECD Economics Department Working Papers, No. 352, OECD Publishing, Paris, https://doi.org/10.1787/206618567362 [25. studenog 2018.]
8. Alichi et al (2015). *Multivariate Filter Estimation of Potential Output for the Euro Area and the United States*. IMF working paper. Međunarodni monetarni fond. Washington. Dostupno na:https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15253.pdf [3. travnja 2019.]

9. Allard, C. et. al. (2013). *Toward a Fiscal Union for the Euro Area,*IMF Staff Discussion Note SDN/13/09, International Monetary Fund,Washington, DC.
10. Alonso-Borrego, C., Fernández-Villaverde, J. i Galdon-Sanchez, J E. (2005). *Evaluating Labor Market Reforms: A General Equilibrium Approach*. NBER Working Paper No. w11519. Dostupno na: https://www.nber.org/papers/w11519 [15. veljače 2019.]
11. Anderson, D., Barkbu, B, Lusinyan, L. i Muir, D. (2016.) Assessing the gains from Structural Reforms, Međunarodni monetarni fond, Dostupno na: https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2014/eurbook/pdf/7.pdf [21. srpnja 2018].
12. Andersson, M., Szörfi, B., Tóth, M. i Zorell, N. (2018). *Potential output in the post-crisis period*, ECB Economic Bulletin, Issue 7/2018, Europska središnja banka. Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/pub/economic-bulletin/articles/2018/html/ecb.ebart201807_01.en.html#toc1[27. svibnja 2019.]
13. Andor, L. i Pasimeni, P. (2016). *An unemployment benefit scheme for the Eurozone*, Voxeu.org. Dostupno na: https://voxeu.org/article/unemployment-benefit-scheme-eurozone [27. srpnja 2019.]
14. Arezki, R., Cielon, B. i Sy, A. N. R. (2011.) Sovereign Rating News i Financial Markets Spillovers: Evidence from the European Debt Crisis, IMF Working paper, Vol. , pp. 1-27, dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=1802981 [15. travanj 2017.]
15. Arnold, N., Barkbu, B., Ture, E., Wang, H. i Yao, J. (2018). *A Central Fiscal Stabilization Capacity for the Euro Area*. IMF Staff Discussion Note SND/18/03. Dostupno na: https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2018/03/22/A-Central-Fiscal-Stabilization-Capacity-for-the-Euro-Area-45741[24. ožujka 2019.]
    austerity in the Eurozone, CEPS Working paper. Dostupno na: https://core.ac.uk/download/pdf/34598107.pdf [10. kolovoza 2018.]
16. Backé, P. et al. (2004.) The Acceding Countries' Strategies Towards ERM II i the Adoption of the Euro: An Analytical Review, ECB povremeni rad No. 10. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=748973 [02. ožujak 2017.]
17. Ball, L. (2014). Long-term damage from the Great Recession in OECD countries, *European Journal of Economics and Economic Policies: Intervention*, Vol. 11, No 2, pp. 149-160. Dostupno na: https://www.nber.org/papers/w20185.pdf [5. srpnja 2019.]

18. Banerji et al. (2017). *Labor and Product Market Reforms in Advanced Economies: Fiscal Costs, Gains, and Support*. IMF Staff Discussion Notes No. 17/03. Dostupno na:https://www.imf.org/en/Publications/Staff-Discussion-Notes/Issues/2017/03/10/Labor-and-Product-Market-Reforms-in-Advanced-Economies-Fiscal-Costs-Gains-and-Support-44718 [15. ožujka 2019.]
19. Bassanini, A., Scarpetta, S., Hemmings, P. (2001.) Economic Growth: The Role of policies and institutions. Panel Data Evidence from OECD Countries, Economics Department Working papers No. 283, Organisation for Economic Co-operation and Development.
20. Batini, N., Eyraud, L., Forni, L. i Weber, A. (2014.) *Fiscal Multipliers: Size, Determinants, and Use in Macroeconomic Projections*, Međunarodni monetarni fond, Washington. Dostupno na: https://www.imf.org/external/pubs/ft/tnm/2014/tnm1404.pdf [25. travnja 2019.]
21. Bauer, C., De Grauwe, P. D. i Reitz, S. (2007.) Exchange Rate Dynamics in a Target Zone: A Heterogeneous Expectations Approach, Bundesbank Series 1 rad za raspravu No. 2007,11. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=2785286 [12. travanj 2017.]
22. Beblavý, M., Gros, D. i Maselli, I. (2015). *Reinsurance of National Unemployment Benefit Schemes*. CEPS Working Document 401, Centre for European Policy, Brussels. Dostupno na: https://www.ceps.eu/system/files/wd401.pdf [25. ožujka 2019.]
23. Bekaert, G. et al. (2012.) The European Union, the Euro, and Equity Market Integration. AFA 2012 Chicago Meetings Paper. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=1573308 ili http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1573308 [18. travanj 2017.]
24. Bekaert, G., Harvey, C. R. i Lundblad, C. (2001). *Does Financial Liberalization Spur Growth?*, NBER Working Paper No. 8245, Doi: 10.3386/w8245, Dostupno na: https://www.nber.org/papers/w8245 [14. prosinca 2018.]
25. Bekaert, G., Harvey, C. R. i Lundblad, C. (2005.) *Growth Volatility and Financial Liberalization*, EFA 2002 Berlin, Forthcoming. Dostupno na: https://ssrn.com/abstract=303175 ili http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.303175 [27. srpnja 2018.]

26. Bekaert, G., Harvey, C. R. i Lundblad, C. (2011). Financial Openness and Productivity. *World Development*, Elsevier, vol. 39(1), pages 1-19. Dostupno na: https://www.nber.org/papers/w14843 [10. prosinca 2018.]
27. Belke, A. (2010.) *Reinforcing economic governance in EMU: the case for a European Monetary Fund*, prezentacija na panelu "Responses to Potential National Insolvency", Global Economic Symposium, Istanbul, rujan 2010. te na ICRIER-INWENT-DIE konferenciji "Policies for growth and financial stability beyond the crisis – The scope for global cooperation ", Mumbai, listopad 27.-28., 2010.
28. Bénassy-Quéré, A. et. al. (2018). *Reconciling risk sharing with market discipline: A constructive approach to euro area reform*, Centre for Economic Policy Research, policy insight No. 91
29. Berger, H., Dell'Ariccia, D. i Obstfeld, M. (2018). *Revisiting the Economic Case for Fiscal Union in the Euro Area*. Međunarodni monetarni fond. Dostupno na: https://www.imf.org/en/Publications/Departmental-Papers-Policy-Papers/Issues/2018/02/20/Revisiting-the-Economic-Case-for-Fiscal-Union-in-the-Euro-Area-45611 [9. ožujka 2019.]
30. Bernanke, B. S. (2010.) *Monetary Policy and the Housing Bubble*, govor na godišnjem skupu Američke ekonomske udruge (AEA), Atlanta, SAD. Dostupno na: https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/bernanke20100103a.htm [15. kolovoz 2008.]
31. Billio, M. i Pelizzon, L. (2002.) The European Single Currency and the Volatility of European Stock Markets, EFMA 2002 London Meetings, EFA 2002 Berlin Meetings rad za raspravu, GRETA Associati Venezia Working paper No. 0102. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=301829 ili http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.301829 [21. travanj 2017.]
32. Blagrave, P., Garcia-Saltos, R., Laxton D. i Zhang, F. (2015). *A Simple Multivariate Filter for Estimating Potential Output*. IMF working paper. Međunarodni monetarni fond. Washington. Dostupno na: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp1579.pdf [2. travnja 2019.]

33. Blanchard, O. J. i Giavazzi, F. (2001.). *Macroeconomic Effects of Regulation and Deregulation in Goods and Labor Markets*, MIT Dept. of Economics Working Paper No. 01-02. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=257542 [16. srpnja 2018.]
34. Blanchard, O., Furceri, D. i Pescatori, A. (2014). *A prolonged period of low real interest rates?*, VoxEU.org, CEPR Policy Portal. Dostupno na:https://voxeu.org/article/prolonged-period-low-real-interest-rates [25. svibnja 2019.]
35. Blanchard,O. i Landier, A. (2001). *The Perverse Effects of Partial Labor Market Reform: Fixed Duration Contracts in France*. NBER Working Papers 8219. National Bureau of Economic Research, Inc. Dostupno na: https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/8219.html [15. veljače 2019.]
36. Bogdan, Ž., Cota, B., i Erjavec, N. (2017). Current Account Balance and Export Performances: Evidence Based on New EU Countries, *Zagreb International Review of Economics and Business*, 20(2), 33-48. doi:https://doi.org/10.1515/zireb-2017-0016 [22. srpnja 2018.]
37. Bonnevay, F. (2010), The argument for a Eurobond: A coordinated strategy for emerging from the crisis, Policy Paper, Institut Montaigne, Paris, February.
38. Booth, P. et al. (2013.) The Euro – The Beginning, the Middle...and the End?, Institute of Economic Affairs Monographs, Hobart Paperback 39, 2013; Institute of Economic Affairs Monographs, dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=2267446 [10. travanj 2017.]
39. Bordo, M. D., Markiewicz, A. i Jonung, L. (2011). *A Fiscal Union for the Euro: Some Lessons from History*. NBER Working Paper No. 17380. Dostupno na: https://www.nber.org/papers/w17380 [5. ožujka 2019.]
40. Botero J.C., Djankov, S., La Porta, R, Lopez-de-Silanes, F., i Shleifer, A. (2004). *The regulation of labor*. Quarterly Journal of economics. vol. 119, pp. 1339-82.
41. Bourdet, Y. i Persson, M. (2010.) *Completing the EU Customs Union.The Effects of Trade Procedure Harmonization*, IFN Working Paper No. 848, Research Institute of Industrial Economics, Švedska
42. Buiter, W. H. (2005). To Purgatory i Beyond: When and How Should the Accession Countries from Central and Eastern Europe Become Full Members of Emu?, Challenges for Central Banks in an Enlarged EMU, Springer, Vienna and New York, 145-186. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=536662 [18. ožujak 2017.]

43. Cacciatore, M., R. Duval i G. Fiori (2012), "Short-Term Gain or Pain? A DSGE Model-Based Analysis of the ShortTerm Effects of Structural Reforms in Labour and Product Markets", OECD Economics Department Working Papers, No. 948, OECD Publishing. http://dx.doi.org/10.1787/5k9csvkkr3xn-en [17. listopad 2018.]
44. Calvo, G. A. (2016.) Macroeconomics in Times of Liquidity Crises, MIT Press, Cambridge, Massachusetts, London, England.
45. Canova, F. i Ciccarelli, M. (2013.) Panel Vector Autoregressive Models: A Survey, ECB Working paper No. 1507. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=2201610 [17. travanj 2017.]
46. Caporaso, J. A. i Rhodes, M. (Eds.) (2016). *The Political and Economic Dynamics of the Eurozone Crisis*, Oxford University Press, ISBN 978–0–19–875573–9, New York.
47. Carmassi, J. et al. (2018). *Completing the Banking Union with a European Deposit Insurance Scheme: who is afraid of cross-subsidisation?*, Occasional Paper Series, Europska središnja banka. Dostupno na:https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op208.en.pdf [12. veljače 2019.]
48. Carnot, N., Evans, P., Fatica S. i Mourre, G. (2015). *Income Insurance: A Theoretical Exercise with Empirical Application for the Euro Area*. European Commission Economic Papers 546, Brussels. Dostupno na: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2015/pdf/ecp546_en.pdf [25. ožujka 2019.]
49. Caselli, F., Centeno, M. i Tavares, J. (Eds.) (2016). *After the Crisis: Reform, Recovery, and Growth in Europe*, Oxford University Press, ISBN 978–0–19–875468–8, New York.
50. Ching, S. i Devereux, M. B. (2000.) Risk Sharing and the Theory of Optimal Currency Areas: A Re-Examination of Mundell 1973, HKIMR Working papers No. 8/2000. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=1009489 ili http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1009489 [17. travanj 2017.]
51. Chinn, Menzie D. and Ito, H. (2006.) What Matters for Financial Development? Capital Controls, Institutions, and Interactions, Journal of Development Economics, Volume 81, Issue 1, 163-192 (October).
52. Chinn, Menzie D. and Ito, H. (2008.) A New Measure of Financial Openness, *Journal of Comparative Policy Analysi*s , Volume 10, Issue 3, p. 309 - 322.

53. Cincera, M. i Galgau, O. (2005.) *Impact of Market Entry and Exit on EU Productivity and Growth Performance*, Industrial Organization 0503013, University Library of Munich, Germany.
54. Colonescu, C. (2016). *Principles of Econometrics with R*. Dostupno na: https://bookdown.org/ccolonescu/RPoE4/ [27. travnja 2019.]
55. Commission of the European Communities (1992.) *Treaty on European Uniun*, Maastricht
56. Cota B., Erjavec N. i Bogdan, Ž. (2017). *External imbalances in emerging and advanced European countries*, Economic Research-Ekonomska Istraživanja, dostupno na: https://doi.org/10.1080/1331677X.2017.1340179 [21. srpnja 2018.]
57. Da Costa Cabral, N., Gonçalves, J. R. and Cunha Rodrigues, N. (2017). The Euro and the Crisis Perspectives for the Eurozone as a Monetary and Budgetary Union, Sjedinjene američke države: Springer.
58. De Boissieu, C. (2014). *Towards a Banking Union: Open Issues. A report*, Joint Research Centre (JRC) of the EuropeanCommission. Dostupno na: https://ideas.repec.org/p/coe/wpbeep/32.html [10. lipnja 2019.]
59. De Geus, A. (2014). predgovor u knjizi od Dullien, S. *A European Unemployment Benefit Scheme: How to Provide for More Stability in the Euro Zone*. Verlag Bertelsmann Stiftung, Gütersloh. Dostupno na: https://www.bertelsmann-stiftung.de/fileadmin/files/BSt/Publikationen/imported/leseprobe/LP_978-3-86793-549-4_1.pdf [27. ožujka 2019.]
60. De Grauwe, P, Ji, Y.i Steinbach, A. (2016.b) *The EU Debt Crisis: Testing and Revisiting Conventional Legal Doctrine*, LEQS Paper No. 108. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=2763819 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2763819 [7. siječnja 2018.]
61. De Grauwe, P. (1993.) The Political Economy of Monetary Union in Europe., *The*
62. De Grauwe, P. (2010.b) What Kind of Governance for the Eurozone?, CEPS Policy Brief No. 214. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=1688256 ili http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1688256 [07. ožujak 2017.]
63. De Grauwe, P. (2010a). Crisis in the Eurozone and how to Deal with It, CEPS Policy Brief No. 204. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=1604453 [21. ožujak 2017.]

64. De Grauwe, P. (2011a). The Governance of a Fragile Eurozone, CEPS Working Documents. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=1898618 ili http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1898618 [05. travanj 2017.]
65. De Grauwe, P. (2011b). A Fragile Eurozone in Search of a Better Governance, CESifo Working paper No. 3456. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=1851324 [18. ožujak 2017.]
66. De Grauwe, P. (2011c). Only a More Active ECB Can Solve the Euro Crisis, Centre for European Policy Studies Policy Briefs No. 250. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=1945766 [07. ožujak 2017.]
67. De Grauwe, P. (2012.) In Search of Symmetry in the Eurozone, CEPS Policy Brief No. 268. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=2060116 ili http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2060116 [02. travanj 2017.]
68. De Grauwe, P. (2013.) Design Failures in the Eurozone: Can They Be Fixed?, LEQS Paper No. 57. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=2215762 ili http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2215762 [22. ožujak 2017.]
69. De Grauwe, P. (2014.) *Economics of Monetary Union*, Oxford University Press, Oxford.
70. De Grauwe, P. (2016.) The Legacy of the Eurozone Crisis and How to Overcome It, *Journal of Empirical Finance*, ISSN 0927-5398.
71. De Grauwe, P. and W. Moesen (2009). *Gains for All: A proposal for a common Eurobond*, CEPS Commentary, CEPS, Brussels, April.
72. De Grauwe, P. i Foresti, P. (2015.) Fiscal Rules, Financial Stability and Optimal Currency Area, CESifo Working paper Series No. 5390. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=2622004 [15. ožujak 2017.]
73. De Grauwe, P. i Gros, D. (2009.) A New Two-Pillar Strategy for the ECB, CESifo Working paper Series No. 2818. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=1488014 [16. veljača 2017.]
74. De Grauwe, P. i Ji Y. (2013a). *More evidence that financial markets imposed excessive austerity in the Eurozone*, Centre for European Policy Studies (CEPS), dostupno na: https://css.ethz.ch/en/services/digital-library/publications/publication.html/159622 [25. ožujak 2019.]

75. De Grauwe, P. i Ji, Y. (2013b). *The Fragility of Two Monetary Regimes: The European Monetary System and the Eurozone*, National Bank of BelgiumWorking paper, No. 243. Dostupno na SSRN: http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2339955 [10. ožujak 2017.]
76. De Grauwe, P. i Ji, Y. (2016). Flexibility versus Stability: A difficult tradeoff in the Eurozone, European Commission.
77. De Grauwe, P. i Ji, Y. (2012.) Self-Fulfilling Crises in the Eurozone: An Empirical Test, CAMA Working paper No. 37/2012. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=2122899 ili http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2122899 [19. ožujak 2017.]
78. De Grauwe, P. i Ji, Y. (2015.) Has the Eurozone Become Less Fragile? Some Empirical Tests, CESifo Working paper Series No. 5163. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=2555579 [11. ožujak 2017.]
79. De Grauwe, P. i Mongelli, F. P. (2005.) Endogeneities of Optimum Currency Areas: What brings Countries Sharing a Single Currency Closer Together?, ECB Working paper No. 468. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=691864 [12. ožujak 2017.]
80. De Grauwe, P. i Schnabl, G. (2004.) Exchange Rate Regimes and Macroeconomic Stability in Central and Eastern Europe CESifo Working paper No. 1182. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=542382 [05. ožujak 2017.]
81. De Santis, R. A. (2012.) The Euro Area Sovereign Debt Crisis: Safe Haven, Credit Rating Agencies and the Spread of the Fever from Greece, Ireli and Portugal, ECB Working paper No. 1419. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=1991159 [15. ožujak 2017.]
82. Del Monte, M. i Zandstra, T. (2014). *The Cost of Non-Europe: Common unemployment Insurance scheme for the euro area*, European Parliamentary Research Service, Europski parlament. Dostupno na: http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/STUD/2014/510984/EPRS_STU%282014%29510984_REV1_EN.pdf [15. lipnja 2019.]
83. DeLong, J. B.i Summers, L. H. (2012). *Fiscal Policy in a Depressed Economy*, Brookings Papers on Economic Activity (Spring): 223–97. Dostupno na: http://larrysummers.com/wp-content/uploads/2012/10/2012_spring_BPEA_delongsummers.pdf [25. svibnja 2019.]

84. Delpla, J. and J. von Weizsäcker (2010), The blue bond proposal, Bruegel Policy Brief, Issue 2010/03, Bruegel, Brussels, May.
85. Den Haan, W. J. (Ed.) (2016).Quantitative Easing: Evolution of economic thinking as it happened on Vox, A VoxEU.org eBook, ISBN: 978-1-907142-96-3, Centre for Economic Policy Research, CEPR Press, London.
86. Dolls, M., Fuest, C., Heinemann, F. i Peichl, A. (2016). *Reconciling Insurance with Market Discipline: A Blueprint for a European Fiscal Union*. CESifo Working Paper 5767, CESifo Group, Munich. Dostupno na: http://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1_wp5767.pdf [25. ožujka 2019.]
87. Dolls, M., Fuest, C., Neumann, D. i Peichl, A. (2015). *An Unemployment Insurance Scheme for the Euro Area? A Comparison of Different Alternatives Using Micro Data*. CESifo Working Paper 5581, CESifo Group, Munich. Dostupno na: http://www.cesifo-group.de/DocDL/cesifo1_wp5581.pdf [27. ožujka 2019.]
88. Draghi, M. (2012). *Verbatim of the remarks made by Mario Draghi*, govor na konferenciji Global Investment Conference u Londonu, European Central Bank. Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2012/html/sp120726.en.html [25. svibnja 2019.]
89. Duval, R., i Furceri, D. (2018.) *The Effects of Labor and Product Market Reforms: The Role of Macroeconomic Conditions and Policies*, IMF Economic Review, Palgrave Macmillan;International Monetary Fund, vol. 66 (1), pages 31-69.
90. Eggertsson, G. B., Mehrotra, N. R. i Summers, L. H. (2016). Secular Stagnation in the Open Economy, *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 106(5), 503-507. Dostupno na:https://ideas.repec.org/p/nbr/nberwo/22172.html [17. svibnja 2019.]
91. Eichengreen, B. (1991.) Is Europe an Optimum Currency Area?, NBER Working Paper No. w3579. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=226815 [11. ožujak 2017.]
92. Eichengreen, B. (2007.) The Breakup of the Euro Area, NBER Working Paper No. w13393. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=1014341 [12. veljača 2017.]
93. Eichengreen, B. i O'Rourke, K. (2010). *What do the new data tell us?*, VoxEU.org, CEPR Policy Portal. Dostupno na: https://voxeu.org/article/tale-two-depressions-what-do-new-data-tell-us-february-2010-update [15. svibnja 2019.]

94. Eichengreen, B., Hausmann R. i Panizza, U. (2003.) *Currency Mismatches, Debt Intolerance and Original Sin: Why They Are Not the Same and Why it Matters*, NBER Working Paper No. 10036., Massachusetts, SAD.
95. Enderlein, H. i Haas, J. (2015.) *What Would a European Finance Minister Do? A Proposal*, Jacques Delors Institut, policy paper 145, Berlin
96. Europa (2019). *The history of the European Union*. Dostupno na: https://europa.eu/european-union/about-eu/history_en#eu-pioneers [7. ožujka 2019.]
97. Europska komisija (2009.) *Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses*, dostupno na: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication15887_en.pdf [23. Ožujka 2018.]
98. Europska komisija (2015a). *The Five Presidents' Report: Completing Europe's Economic and Monetary Union*, dostupno na: https://ec.europa.eu/commission/publications/five-presidents-report-completing-europes-economic-and-monetary-union_en [2. svibnja 2017.]
99. Europska komisija (2015b). *Towards a European Deposit Insurance Scheme*, Five Presidents' Report Series, European Political Strategy Centre. Dostupno na:https://ec.europa.eu/epsc/sites/epsc/files/5p_note_edis.pdf [12. veljače 2019.]
100. Europska komisija (2015c). *Ususret dovršetku bankovne unije*. Komunikacija Komisije Europskom parlamentu, Vijeću, Europskoj središnjoj banci, Europskom gospodarskom i socijalnom odboru i Odboru regija. COM(2015) 587 final. Strasbourg.Dostupno na:https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:52015DC0587&from=HR [12. veljače 2019.]
101. Europska komisija (2015d). *Proposal for a Regulation of the European Parliament and Council amending Regulation (EU) 806/2014 in order to establish a European Deposit Insurance Scheme*, Bruxelles. Dostupno na: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:52015PC0586&from=EN [10. srpnja 2019.]
102. Europska komisija(2016).*Fact check on the EU budget*,dostupno na: http://ec.europa.eu/budget/explained/myths/myths_en.cfm [23. studenog 2017.]
103. Europska komisija (2017a). *Komunikacija Komisije Europskom parlamentu, Europskom vijeću, Vijeću i Europskoj središnjoj banci o europskom ministru gospodarstva i*

financija. COM(2017) 823 final. Bruxelles. Dostupno na: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/ALL/?uri=CELEX%3A52017DC0823 [10. kolovoza 2018.]

104. Europska komisija (2019a). *EU Customs strategy*, dostupno na: https://ec.europa.eu/taxation_customs/general-information-customs/eu-customs-strategy_en#heading_1 [17.siječnja 2019.]
105. Europska komisija (2019b).*Convergence criteria for joining*, Dostupno na: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/euro-area/enlargement-euro-area/convergence-criteria-joining_en [15. siječnja 2019.]
106. Europska komisija (2019c). *Dealing with macroeconomic imbalances*. Dostupno na: https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/macroeconomic-imbalance-procedure/dealing-macroeconomic-imbalances_en [20. siječnja 2019.]
107. Europska komisija (2019d). *The common agricultural policy at a glance*. Dostupno na: https://ec.europa.eu/info/food-farming-fisheries/key-policies/common-agricultural-policy/cap-glance_en [22. veljače 2019.]
108. Europska komisija. (2017b). *Reflection Paper on the Deepening of the Economic and Monetary Union*. Brussels. Dostupno na: https://ec.europa.eu/commission/sites/beta-political/files/reflection-paper-emu_en.pdf [29. ožujka 2019.]
109. Europska središnja banka (2008).*Monthly Bulletin 10th Anniversary of the ECB*. Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/10thanniversaryoftheecbmb200806en.pdf [22. veljače 2019.]
110. Europska središnja banka (2018.) *Fiscal Policies*, dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/mopo/eaec/fiscal/html/index.en.html [6. siječnja 2018.]
111. Europska središnja banka. (2015). *Progress with Structural Reforms Across the Euro Area and Their Possible Impacts*. ECB Economic Bulletin, Issue 2, 2015.
112. Europski parlament. (2016).*A Fiscal Capacity for the Euro Area? Options for Reforms to Counter Asymmetric Shocks*. Brussels. Dostupno na: http://www.europarl.europa.eu/RegData/etudes/IDAN/2016/589774/EPRS_IDA(2016)589774_EN.pdf [28. ožujka 2019.]

113. Europsko vijeće (2017.) *Europsko vijeće, 14. i 15. prosinca 2017.*, dostupno na http://www.consilium.europa.eu/hr/meetings/european-council/2017/12/14/ [11. siječnja, 2018.]

114. Eurostat (2018.) *Government expenditure on social protection*, dostupno na: http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/Government_expenditure_on_social_protection [19. travnja 2018.]

115. Eurostat Database (2018.) *Eurostat: Regional statistics: Reference guide*, Luxembourg, Eurostat.

F., Poghosyan, T. (2013). *Toward a Fiscal Union for the Euro Area*. IMF Staff Discussion Note SDN/13/09. Washington. Dostupno na: www .imf.org/external/pubs/ft/sdn/ 2013/sdn1309.pdf. [23. ožujka 2019.]

116. Farhi, E. i Werning, I. (2017). Fiscal Unions. *American Economic Review*, 107 (12): 3788-3834. Dostupno na:https://scholar.harvard.edu/farhi/publications/fiscal-unions [21. ožujka 2019.]

117. Fatás, A. (2016). The Agenda for Structural Reform in Europe, *After the Crisis: Reform, Recovery, and Growth in Europe*, Oxford University Press, United Kingdom.

118. Fatas, A. i Mihov, I. (2009). *The Euro and Fiscal Policy*, Europe and the Euro, National Bureau of Economic Research, University of Chicago Press. Dostupno na: https://www.nber.org/papers/w14722 [25. svibnja 2019.]

119. Favero, C. i Missale, A. (2012). Sovereign spreads in the Eurozone: Which prospects for aEurobond?,*Economic Policy*, 70, 231-268. Dostupno na: http://www.economic-policy.org/wp-content/uploads/2013/03/favero_missale.pdf [15. srpnja 2019.]

120. Feldstein, M. (1997.) The Political Economy of the European Economic and Monetary Union: Political Sources of an Economic Liability, *Journal of Economic Perspectives*, Vol. 11, br. 4, 23-42.

121. Frankel, J. A. (1999). No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times,*Essays in International Finance*, Princeton University. Dostupno na: https://www.nber.org/papers/w7338.pdf [30. lipnja 2019.]

122. Frankel, J. A. (2004.) Real Convergence and Euro Adoption in Central and Eastern Europe: Trade and Business Cycle Correlations as Endogenous Criteria for Joining EMU, KSG Working Paper No. RWP04-039. Dostupno na SSRN:

https://ssrn.com/abstract=601927 ili http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.601927 [11. ožujak 2017.]

123. Frankel, J. A. i Rose, I. K. (1998.) The Endogenity of the Optimum Currency Area Criteria, *The Economic Journal*, Volume 108, Issue 449, Pages 1009–1025. [12. ožujak 2017.]

124. Franks, J., Barkbu, B., Blavy, R., Oman, W. i Schoelermann, H. (2018). *Economic Convergence in the Euro Area: Coming Together or Drifting Apart?*, IMF Working Paper WP/18/10, Međunarodni monetarni fond. Washington. Dostupno na: https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/01/23/Economic-Convergence-in-the-Euro-Area-Coming-Together-or-Drifting-Apart-45575 [10. svibnja 2019.]

125. Fratzscher, M. i Bussiere, M. (2004). *Financial Openness and Growth: Short-run Gain, Long-run Pain?*, working paper series, No. 348. European Central Bank. Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp348.pdf?83ab836b8661b4f76c0a94671c8beb8a [20. veljače 2019.]

126. Frieden, J. (2016). The Crisis, the Public, and the Future of European Integration u Caselli, F., Centeno, M. i Tavares, J. (Eds.), *After the Crisis: Reform, Recovery, and Growth in Europe*, Oxford University Press, ISBN 978–0–19–875468–8, New York.

127. Furceri, D. i Zdzienicka, A. (2013). *The Euro Area Crisis: Need for a Supranational Fiscal Risk Sharing Mechanism?*, IMF Working Paper WP/13/198. Washington. Dostupno na: https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13198.pdf [30. ožujka 2019.]

128. Gabel, M. J. (2019.) *European Union*, Encyclopedia Britannica. Dostupno na:https://www.britannica.com/topic/European-Union [22. veljače 2019.]

129. Galariotis, E. C., Makrichoriti, P. K. and Spyrou, S. I. (2015.) Sovereign CDS Spread Determinants and Spill-Over Effects During Financial Crisis: A Panel VAR Approach, dostupno na t SSRN: https://ssrn.com/abstract=2720414 [17. ožujak 2017.]

130. Geeroms, H. i Karbownik, P. (2014). *A Monetary Union Requires a Banking Union*, Bruges European Economic Policy Briefings 33 / 2014. Dostupno na: https://econpapers.repec.org/paper/coewpbeep/33.htm [1. lipnja 2019.]

131. Gehringer, A. (2012.) *Financial Liberalization, Growth, Productivity and Capital Accumulation: The Case of European Integration*, Center for European Governance and

Economic Development, Research Discussion Paper, Number 134. Dostupno na: https://ssrn.com/abstract=2024887 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2024887 [23. srpnja 2018.]

132. Gilchrist, S., Schoenle, R., Sim J. i Zakrajšek, E. (2017.) *Financial Heterogeneity and Monetary Union*, FEDS Working Paper No. 2018-043, dostupno na: http://economics.mit.edu/files/12664 [12. lipnja 2018.]
133. Góes, C. (2015.) *Institutions and Growth: a GMM/IV Panel VAR Approach*, IMF Working Paper, Međunarodni monetarni fond.
134. Gortsos, C. (2017.) *The Proposed Legal Framework for Establishing a European Monetary Fund (EMF): A Systematic Presentation and a Preliminary Assessment*, Dostupno na: https://ssrn.com/abstract=3090343 [17. rujan 2018.]
135. Goyal, R. et. al. (2013). *A Banking Union for the Euro Area*, IMF Staff Discussion Note, Međunarodni monetarni fond. Washington. Dostupno na: https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2013/sdn1301.pdf [30. svibnja 2019.]
136. Griffith, R. i Harisson, R. (2004.) *The link between product market reform and macro-economic performance*, European Economy - Economic Papers 2008 - 2015 209, Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission.
137. Griffith, R. i R. Harrison (2004). *The link between product market reform and macroeconomic performance*. European Economy, European Commission, Directorate General for Economic and Financial Affairs, Economic Papers N°209.
138. Griffith, R., Harrison, R. i Simpson, H. (2006.) *Product market reform and innovation in the EU*, Institute for Fiscal Studies, working paper WP06/17, London.
139. Gros, D. i Mayer, T. (2010.) *How to Deal with Sovereign Default in Europe: Create the European Monetary Fund Now!*, CEPS Policy Brief br. 202. Dostupno na: https://ssrn.com/abstract=1610303 [17. rujan 2018.]
140. Guzzetti, L. (1995.) *A Brief History of European Union Research Policy*, Europska komisija, Brussels.
141. Hahn, J. and Kuersteiner, G. M. (2000.) Asymptotically Unbiased Inference for a Dynamic Panel Model with Fixed Effects when Both N and T are Large, MIT Dept. of Economics Working Paper No. 01-17. Dostupno na SSRN:

https://ssrn.com/abstract=271728 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.271728 [15. ožujak 2017.]

142. Hansen, L. P. (1982.) Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators, Econometrica, Vol. 50, No. 4, 1029-1054. [15. ožujak 2017.]
143. Hausken, K. i Ncube, M. (2013). *Quantitative Easing and Its Impact in the US, Japan, the UK and Europe*, SpringerBriefs in Economics, Springer. DOI 10.1007/978-1-4614-9646-5.
144. Hayakawa, K. (2015.) Improved GMM Estimation of Panel VAR Models, dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=2327425 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2327425 [12. ožujak 2017.]
145. Hodgson, G.M. (2006.) What Are Institutions?, *Journal of Economic Issue*s, 40(1), 1-25.
146. Höpner, M i Lutter, M. (2018.) The diversity of wage regimes: why the Eurozone is too heterogeneous for the Euro, *European Political Science Review*, 10:1, 71–96.
147. Horvath, J. (2003.) Optimum Currency Area Theory: A Selective Review, BOFIT Discussion Paper No. 15/2003. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=1015480 ili http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1015480 [09. ožujak 2017.]
148. Jaccard, I. i Smets, F. (2017.) *Structural Asymmetries and Financial Imbalances in the Eurozone*, ECB Working Paper, No. 2076. Dostupno na: https://ssrn.com/abstract=2989602 [24. srpnja 2018.]
149. Jayaraman, S. and Verdi, R. S. (2013.) The Effect of Economic Integration on Accounting Comparability: Evidence from the Adoption of the Euro, dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=2286699 ili http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2286699 [12. ožujak 2017.]
150. Jones, E. (2010), A Eurobond proposal to promote stability and liquidity while preventing moral hazard, ISPI Policy Brief No. 180, Istituto per gli Studi di Politica
151. Jovičić, G. (2017). Estimating Potential Growth and Output Gap in Croatia, Surveys S-29, Hrvatska narodna banka, Zagreb. Dostupno na: https://www.hnb.hr/documents/20182/2112241/s-029.pdf/e5240f74-4114-42ce-9d1f-4b88c52702fa [30. ožujka 2019.]

152. Kadarmo, Y. (2008.) Is the Euro Zone an Optimum Currency Area?, dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=1165842 ili http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1165842 [16. ožujak 2017.]
153. Ketenci, N. (2017.) The Effect of the European Union Customs Union on the Balance of Trade in Turkey, *Foreign Trade Review*, 52(4) 219–232, Indian Institute of Foreign Trade SAGE Publications
154. Kirkegaard, J. F. i Posen, A. S. (Eds.) (2016). Lessons For EU Integration From US History, Peterson Institute for International Economics. Washington. Dostupno na: https://piie.com/system/files/documents/kirkegaard-posen_ec-report2018-01.pdf [21. ožujka 2019.]
155. Kobor, A. and Székely, I. P. (2004.) Foreign Exchange Market Volatility in EU Accession Countries in the Run-Up to Euro Adoption: Weathering Uncharted Waters, IMF Working Paper, Vol. , pp. 1-20, 2004. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=878839 [18. ožujak 2017.]
156. Kose, M. A., Prasad, E.S. i Terrones, M.E. (2008). *Does Openness to International Financial Flows Raise Productivity Growth?*, NBER Working Paper No. 14558, Doi: 10.3386/w14558, Dostupno na: https://www.nber.org/papers/w14558 [10. prosinca 2018.]
157. Krugman, P. (2010.) *The Making of a Euromess*, New York Times. Dostupno na: https://www.nytimes.com/2010/02/15/opinion/15krugman.html http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1776133 [15. srpanj 2018.]
158. Krugman, P. (2012). *Europe's Economic Suicide*, članak u New York Times, New York. Dostupno na: https://www.nytimes.com/2012/04/16/opinion/krugman-europes-economic-suicide.html [5. svibnja 2019.]
159. Krugman, P. (2019). *Who's Afraid of the Budget Deficit?*, članak u New York Times, New York. Dostupno na:https://www.nytimes.com/2019/01/03/opinion/house-democrats-budget-deficit.html [7. srpnja 2019.]
160. Krugman, P. i Eggertsson, G. B. (2011). *Debt, Deleveraging and the Liquidity Trap*, Meeting Papers 1166, Society for Economic Dynamics. Dostupno na: https://ideas.repec.org/p/red/sed011/1166.html [17. svibnja 2019.]

161. Lane, P. R. (2012). The European Sovereign Debt Crisis, *Journal of Economic Perspectives*, American Economic Association, vol. 26(3),49-68. Dostupno na: https://ideas.repec.org/a/aea/jecper/v26y2012i3p49-68.html [21. svibnja 2019.]
162. Lin, J. Y. and Treichel, V. (2012.) The Crisis in the Euro Zone: Did the Euro Contribute to the Evolution of the Crisis?, World Bank Policy Research Working Paper No. 6127. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=2104037 [19. ožujak 2017.]
163. Macchiarelli, C. i Koutroumpis, P. (2016). *The current state of financial(dis)integration in the euro area: in-dept analysis*, IP/A/ECON/2016-03, PE 587.314. EuropeanParliament, Policy Department A: Economic and Scientific Policy, Brussels, Belgium. Dostupno na: http://eprints.lse.ac.uk/68512/ [5. lipnja 2019.]
164. Macchiarelli, C. i Koutroumpis, P. (2016.) *The current state of financial (dis)integration in the euro area: in-dept analysis*, IP/A/ECON/2016-03, PE 587.314. European Parliament, Policy Department A: Economic and Scientific Policy, Brussels, Belgium.
165. Mayes, D. G. and Viren, M. (2004.) Asymmetries in the Euro Area Economy, Bank of Finli Discussion Paper No. 04-09. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=535442 ili http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.535442 [17. ožujak 2017.]
166. McQuinn, K. i Whelan, K. (2015). *Europe's Long-Term Growth Prospects: With and Without Structural Reforms*, Papers WP501, Economic and Social Research Institute (ESRI). Dostupno na: https://ideas.repec.org/p/esr/wpaper/wp501.html ili https://www.esri.ie/system/files?file=media/file-uploads/2017-03/WP501.pdf [17. ožujka 2019.]
167. Međunarodna organizacija rada (2015). Labour Regulation and Employment Patterns, *World Employment and Social Outlook: The Changing Nature of Jobs*, Međunarodna organizacija rada, Geneva, Switzerland. Dostupno na: https://www.spcr.cz/images/MO/wcms_368626.pdf [17. ožujka 2019.]
168. Međunarodni monetarni fond. (2013). *The Dog That Didn't Bark: Has Inflation Been Muzzled or Was It Just Sleeping?*. World Economic Outlook. Washington. Dostupno na: https://www.imf.org/~/media/Websites/IMF/imported-flagship-issues/external/pubs/ft/weo/2013/01/pdf/_c3pdf.ashx [4. travnja 2019.]

169. Minford, P. (2002.) Should Britain Join the Euro?, IEA Occasional Paper No. 126. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=677429 ili http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.677429 [17. veljača 2017.]
170. Missio, S. and Watzka, S. (2011.) Financial Contagion and the European Debt Crisis, CESifo Working Paper No. 3554. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=1920642 [10. ožujak 2017.]
171. Mongelli, F. P. (2002.) 'New' Views on the Optimum Currency Area Theory: What is EMU Telling Us?, ECB Working Paper No. 138. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=357400 [15. ožujak 2017.]
172. Mongelli, F. P. and Vega, J. L. (2006.) What Effects is EMU Having on the Euro Area and its Member Countries? An Overview, ECB Working Paper No. 599. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=887091 [16. ožujak 2017.]
173. Moro, B. and Beker, V. A. (2016.) *Modern Financial Crises Argentina, United States and Europe*, Sjedinjene američke države: Springer.
174. Mundell, R. A. (1961.) A theory of optimum currency areas, *The American Economic Review*, Volumen 51, Izdanje 4, 657-665.
175. Murinde, V. and Poshakwale, S. S. (2004.) Exchange Rate and Stock Price Interactions in European Emerging Financial Markets Before and After the Euro, EFMA 2004 Basel Meetings Paper. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=493543 ili http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.493543 [15. ožujak 2017.]
176. Nier, E. i Merrouche, O. (2010.) *What Caused the Global Financial Crisis : Evidenceon the Drivers of Financial Imbalances 1999: 2007*, papir u nastajanju Međunarodni monetarni fond. Dostupno na: https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/What-Caused-the-Global-Financial-Crisis-Evidenceon-the-Drivers-of-Financial-Imbalances-1999-24370 [16. kolovoz 2008.]
177. North, D. (1991.) Institutions, *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 5, No. 1., pp. 97-112.
178. Obstfeld, M. (2008). *International Finance and Growth in Developing Countries: What Have We Learned?*. Manuscript, University of California, Berkeley. Dostupno na:

http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.559.2228&rep=rep1&type=pdf [10. prosinca 2018.]

179. OECD Library (2018). *OECD Product Market Regulation Statistics*, dostupno na: https://www.oecd-ilibrary.org/economics/data/oecd-product-market-regulation-statistics_pmr-data-en [27. lipnja 2019.]
180. Oh, Y. (2010.) *Lessons from the Asian Monetary Fund for the European Monetary Fund*, CEPS Policy Brief br. 208. Dostupno na: https://ssrn.com/abstract=1610265 [17. rujan 2018.]
181. Organisation for Economic Co-operation and Development (2018). *Main Economic Indicators - complete database*, Glavni ekonomski indikatori (baza podataka), http://dx.doi.org/10.1787/data-00052-en (Pristupljeno: 21. travnja 2018.)
182. Ottaviano, G. I. P. et al. (2014.) The Costs and Benefits of Leaving the EU, CFS Working Paper No. 472. Available at SSRN: https://ssrn.com/abstract=2506664 or http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2506664 [17. ožujak 2017.]
183. Pasimeni, P. (2014.) An Optimum Currency Crisis, *European Journal of Comparative Economics*, Vol.11(2). . Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=2555797 [10. ožujak 2017.]
184. Petreski, M. (2007.) Is the Euro Zone an Optimal Currency Area?, dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=986483 ili http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.986483 [15. travanj 2017.]
185. Pierluigi, B. i Sondermann, D. (2018). *Macroeconomic imbalances in the euro area: where do we stand?*, Occasional Paper Series No.211, Europska središnja banka. Frankfurt. Dostupno na: https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op211.en.pdf [7. svibnja 2019.]
186. Raffo, A., Ferrero, A. i Eggertsson, G. (2012). *Structural Reforms in a Monetary Union: The Role of the ZLB*, Meeting Papers 637, Society for Economic Dynamics. Dostupno na: https://ideas.repec.org/p/red/sed013/637.html [17. svibnja 2019.]
187. Reinhart C.M. i Rogoff, K. S. (2009.) The Aftermath of Financial Crises, *American Economic Review*, American Economic Association, vol. 99(2), stranice 466-72.

188. Reinhart, C. M. i Rogoff, K. S. (2010). *From Financial Crash to Debt Crisis*, NBER Working Papers 15795, National Bureau of Economic Research, Inc. Dostupno na: https://www.nber.org/papers/w15795.pdf [17. svibnja 2019.]

189. Riggi, M. i Venditti, F. (2014). *Surprise! Euro area inflation has fallen*. Banca D'Italia Occasional Paper no. 237. Dostupno na: http://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2014-0237/QEF-237.pdf[4. travnja 2019.]

190. Rodden, J. A. (2004). *Achieving fiscal discipline in federations: Germany and the EMU*, paper prepared for "Fiscal policy in EMU: New Issues and Challenges", workshop organized by European Commission, Brussels. Dostupno na: http://ec.europa.eu/economy_finance/events/2004/bxl1104/papers/rodden_en.pdf [7. ožujka 2019.]

191. Scarpetta, S., Hemmings, P., Tressel, T. i Woo, J. (2002). *The role of policy and institutions for productivity and firm dynamics: evidence from micro and industry data*, Economic Working Paper (2002) 15, OECD: Paris, Dostupno na: https://doi.org/10.1787/547061627526.

192. Schaefer, H.-B. i Bigus, J. (2016.) *Consequences of Different Eurobond Proposals in the Eurozone*, Dostupno na: https://ssrn.com/abstract=2723450 ili http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2723450 [22. svibnja 2018.]

193. Schwab, D. i Werker, E. (2018.) Are economic rents good for development? Evidence from themanufacturing sector, *World Development*, Volume 112, December 2018, Pages 33-45. Dostupno na: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0305750X18302432 [25. siječnja 2019.]

194. Schwab, K., Sala-i-Martin, X. (2016.) *The Global Competitiveness Report 2016–2017*, World Economic Forum, Ženeva.

195. Scully, G. W. (1988.) The Institutional Framework and Economic Development, *Journal of Potitical Economy*, vol. 96, no. 31, University of Chicago.

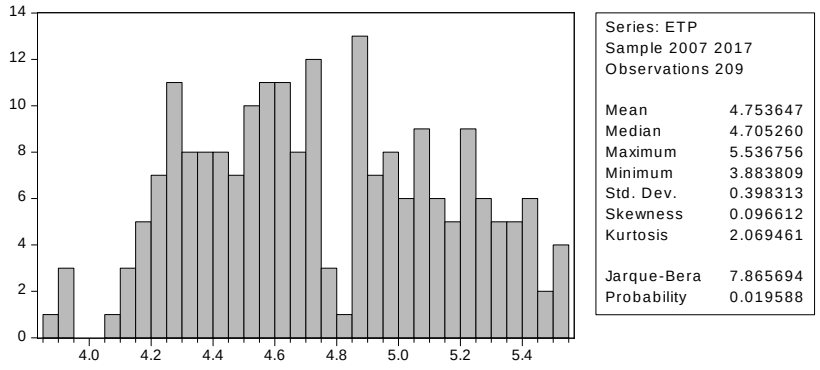
196. Sinn, H. W. (2010.) *Reining in Europe's Debtor Nations*, Project Syndicate, dostupno na: https://www.project-syndicate.org/commentary/reining-in-europe-s-debtor-nations [8. travnja 2018.]

197. Sinn, H.-W. i Wollmershäuser, T. (2012). Target loans, current account balances and capital flows: the ECB's rescue facility, *International Tax and Public Finance*, Springer;International Institute of Public Finance, vol. 19(4),468-508. Dostupno na: https://link.springer.com/article/10.1007%2Fs10797-012-9236-x [20. svibnja 2019.]
198. Sorens, J. (2008). *Fiscal federalism: A return to theory and measurement*. working paper. Department of political science. University of Buffalo, SUNY. Dostupno na: http://www.acsu.buffalo.edu/~jbattist/workshop/Sorens_s09.pdf [5. ožujka 2019.]
199. Stiglitz, J.E. (2004.) Capital-market liberalization, globalization, and the IMF, *Oxford Review of Economic Policy*, 20, 57-71.
200. Taylor, J. B. (2007.) *Housing and Monetary Policy*, Federal Reserve Bank of Kansas City, simpozij Housing and Monetary Policy, Jackson Hole, SAD.
201. The Council on Foreign Relations (2018). *The U.S. Financial Crisis*, dostupno na: https://www.cfr.org/timeline/us-financial-crisis [17. lipnja 2019.]
202. The Directorate-General for Internal Policies of the Union (2016). *Financial market fragmentation in the euro area: state of play*, policy Department A: Economic and Scientific Policy, Monetary Dialogue, Compilation of Notes. Dostupno na: http://www.europarl.europa.eu/cmsdata/116963/COMPILATION_Sept%202016_TOPIC_2_FINAL_online.pdf [5. lipnja 2019.]
203. Turrini, A., Koltay, G., Pierini, F., Goffard, C. i Kiss, A. (2014). A Decade of Labour Market Reforms in the EU:Insights from the LABREF database, Economic Papers 522. Dostupno na: http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/economic_paper/2014/ecp522_en.htm [15. ožujka 2019.]
204. Warin, T., Wunnava, P. V. and Janicki, H. (2008.) Testing Mundell's Intuition of Endogenous OCA Theory, IZA Discussion Paper No. 3739. Dostupno na SSRN: https://ssrn.com/abstract=1278940 ili http://dx.doi.org/10.1111/j.0042-7092.2007.00700.x [15. travanj 2017.]
205. Wihlborg , C. and Willett, T. D. and Zhang, N. (2010.) The Euro Crisis: It Isn't Just Fiscal and it Doesn't Just Involve Greece, Claremont McKenna College Robert Day School of Economics and Finance Research Paper No. 2011-03. Dostupno na SSRN:

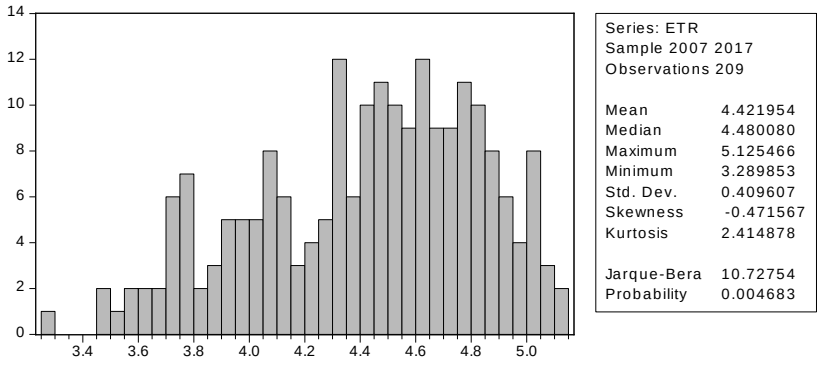
https://ssrn.com/abstract=1776133 ili http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1776133 [17. travanj 2017.]

PRILOZI

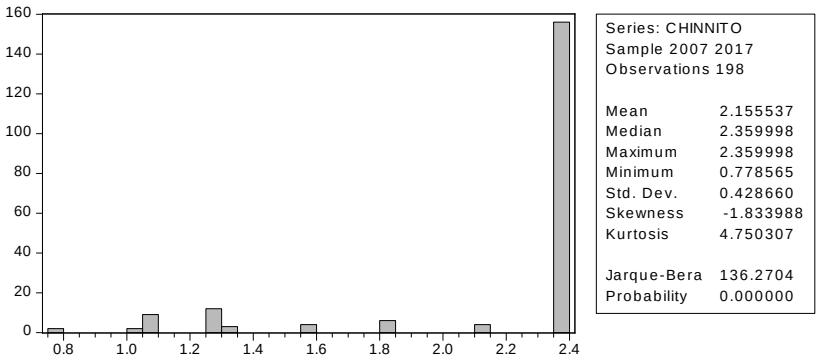
Prilog 1: Histogram vremenskih serija za Indeks „Efikasnost tržišta proizvoda“ (a), Indeks „Efikasnost tržišta rada“ (b) i Chinn-Ito Indeks (c) u razdoblju od 2007. do 2017. godine za zemlje europodručja (prikaz EViews 8.1)



(a)



(b)



(c)

Prilog 2: Dekompozicija varijanci varijabli u VAR sustavu (prikaz EViews 8.1)

Variance Decomposition of ETP:

Period	S.E.	ETP	ETR	CHINNITO	DEF	SBDP	SHICP	NEZ	B10Y
1	0.097954	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.139186	93.76929	0.313769	0.016754	0.435475	1.279861	4.164993	0.010211	0.009643
3	0.172784	86.30595	0.960619	0.024910	0.736498	1.153147	10.75601	0.052110	0.010754
4	0.199463	82.14753	1.523660	0.020803	0.951220	0.870485	14.25831	0.174704	0.053285
5	0.220150	80.52802	1.937018	0.017156	1.121081	0.727922	15.15431	0.409789	0.104710
6	0.236570	80.02916	2.265031	0.015457	1.224962	0.650717	14.93330	0.751841	0.129532
7	0.249965	79.92000	2.557123	0.013923	1.250832	0.601412	14.35416	1.174168	0.128384
8	0.261079	79.92636	2.830252	0.013430	1.216105	0.569953	13.67931	1.646555	0.118032
9	0.270421	79.94151	3.084033	0.017676	1.152098	0.550849	12.99859	2.140430	0.114807
10	0.278386	79.90779	3.314484	0.032315	1.087531	0.538800	12.35956	2.629109	0.130410

Variance Decomposition of ETR:

Period	S.E.	ETP	ETR	CHINNITO	DEF	SBDP	SHICP	NEZ	B10Y
1	0.115704	13.04990	86.95010	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.157685	17.48676	80.31133	0.061972	0.765329	0.609028	0.060523	0.066767	0.638290
3	0.188962	20.92275	74.67485	0.252169	1.306954	1.094310	0.242236	0.130711	1.376022
4	0.214460	23.88427	69.94457	0.525266	1.546034	1.184964	0.871371	0.190373	1.853149
5	0.235790	26.69283	65.88637	0.833069	1.637060	1.119123	1.478917	0.257169	2.095455
6	0.254052	29.39475	62.31000	1.154873	1.664973	1.031098	1.908147	0.335423	2.200733
7	0.270097	31.93068	59.10445	1.482388	1.660080	0.951906	2.212950	0.424555	2.232988
8	0.284474	34.25481	56.22116	1.809629	1.633977	0.882555	2.449328	0.523099	2.225443
9	0.297502	36.35661	53.63355	2.131448	1.593729	0.820750	2.637473	0.630157	2.196279
10	0.309378	38.24533	51.31754	2.444506	1.544730	0.765779	2.780271	0.745050	2.156794

Variance Decomposition of CHINNITO:

Period	S.E.	ETP	ETR	CHINNITO	DEF	SBDP	SHICP	NEZ	B10Y

1	0.171244	2.391245	0.067325	97.54143	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.233922	3.102954	0.090406	96.43656	0.024413	0.098542	0.230553	0.005042	0.011528
3	0.276827	3.951454	0.138799	95.18704	0.092118	0.177054	0.397667	0.009358	0.046504
4	0.309218	4.873170	0.191601	93.84135	0.197688	0.209746	0.577259	0.011439	0.097751
5	0.334910	5.823354	0.234589	92.39997	0.323666	0.224585	0.822210	0.011329	0.160295
6	0.355861	6.779283	0.265511	90.90292	0.454532	0.238181	1.118250	0.010094	0.231225
7	0.373206	7.728250	0.286908	89.41384	0.579827	0.255159	1.419823	0.010138	0.306057
8	0.387682	8.658815	0.301284	87.98903	0.692189	0.275088	1.690129	0.014709	0.378756
9	0.399826	9.558966	0.310240	86.66529	0.786269	0.296506	1.912064	0.026976	0.443689
10	0.410053	10.41757	0.314912	85.46204	0.858982	0.318357	2.081793	0.049293	0.497058

Variance Decomposition of DEF:

Period	S.E.	ETP	ETR	CHINNITO	DEF	SBDP	SHICP	NEZ	B10Y
1	2.928506	2.625709	0.187120	0.421210	96.76596	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	3.542566	2.506516	0.262930	0.368804	91.69836	0.597795	4.363478	0.004776	0.197336
3	3.855666	2.415849	0.628698	0.376580	85.82560	0.507484	9.595638	0.005728	0.644428
4	4.003979	2.455483	0.896058	0.454517	82.89995	0.624005	11.45608	0.055639	1.158268
5	4.068124	2.558187	1.036382	0.573230	81.75262	0.784306	11.57900	0.200214	1.516060
6	4.098206	2.653021	1.117777	0.686841	81.14952	0.867536	11.42703	0.426643	1.671635
7	4.114803	2.713019	1.176809	0.769708	80.67905	0.906175	11.35826	0.692509	1.704468
8	4.126582	2.739630	1.222836	0.818014	80.24354	0.928822	11.39258	0.957788	1.696789
9	4.137727	2.742789	1.256268	0.838251	79.81407	0.943087	11.51692	1.193882	1.694733
10	4.149744	2.732457	1.277935	0.840530	79.38864	0.949680	11.71013	1.384052	1.716573

Variance Decomposition of SBDP:

Period	S.E.	ETP	ETR	CHINNITO	DEF	SBDP	SHICP	NEZ	B10Y
1	2.829339	1.074722	0.005433	0.000133	3.933867	94.98585	0.000000	0.000000	0.000000
2	3.670093	0.672192	2.389503	0.014256	2.423623	58.51382	35.90834	0.024517	0.053748
3	3.927162	0.695933	3.141237	0.072395	2.123154	52.45889	40.92009	0.051445	0.536850
4	3.975458	0.938762	3.227675	0.258440	2.118867	52.28293	40.00500	0.249813	0.918510
5	4.005318	1.184097	3.206154	0.420027	2.138443	51.64341	39.87260	0.540711	0.994556
6	4.024065	1.340392	3.204315	0.505974	2.125580	51.16493	39.85552	0.817474	0.985814
7	4.036154	1.425293	3.228328	0.542442	2.120875	50.85914	39.77796	1.049002	0.996957
8	4.046980	1.470179	3.254866	0.553812	2.157222	50.59158	39.70439	1.234202	1.033754
9	4.058157	1.493365	3.270744	0.553497	2.230790	50.31893	39.66837	1.374758	1.089547
10	4.069262	1.504241	3.277228	0.550567	2.325218	50.04722	39.66309	1.473222	1.159219

Variance Decomposition of SHICP:

Period	S.E.	ETP	ETR	CHINNITO	DEF	SBDP	SHICP	NEZ	B10Y
1	1.706504	0.095397	0.898768	0.008009	0.621561	1.405088	96.97118	0.000000	0.000000
2	1.854516	0.455260	0.814111	0.317973	0.852081	8.212872	88.23229	0.245429	0.869979
3	1.908185	0.905612	1.486416	0.816914	0.842266	9.479591	84.36189	0.770107	1.337206
4	1.944587	1.126379	2.076309	1.156004	0.833816	9.192590	82.98238	1.269114	1.363410
5	1.961495	1.177385	2.361843	1.351775	0.910877	9.034806	82.16711	1.656192	1.340009
6	1.972267	1.170968	2.496741	1.468785	1.104872	8.944027	81.53048	1.945845	1.338283
7	1.982799	1.160549	2.578689	1.537618	1.374553	8.875735	80.96497	2.156290	1.351598
8	1.993877	1.165454	2.638649	1.571160	1.664891	8.799550	80.48426	2.297041	1.378999
9	2.004561	1.193807	2.683470	1.580175	1.944076	8.715308	80.08389	2.378624	1.420649
10	2.013956	1.247241	2.716179	1.575674	2.196185	8.636685	79.74096	2.415981	1.471097

Variance Decomposition of NEZ:

Period	S.E.	ETP	ETR	CHINNITO	DEF	SBDP	SHICP	NEZ	B10Y
1	1.171194	5.764631	0.346715	0.179762	7.272650	9.383941	1.646303	75.40600	0.000000
2	2.006212	5.291351	0.312314	0.083901	11.72436	14.74841	18.37562	49.20640	0.257645
3	2.858178	4.953198	0.778445	0.066075	12.55019	9.967797	36.96741	33.61187	1.105014
4	3.546169	5.398334	1.043342	0.241836	13.64549	6.862457	44.51924	25.97603	2.313265
5	4.062920	6.276621	1.158050	0.618134	15.08748	5.279083	46.46529	21.60054	3.514799
6	4.455306	7.290820	1.226867	1.140245	16.41349	4.399292	46.37542	18.67817	4.475697
7	4.755457	8.285957	1.297587	1.746654	17.37710	3.862216	45.67069	16.61315	5.146644
8	4.980623	9.208511	1.382470	2.392348	17.95838	3.522136	44.78916	15.17562	5.571372
9	5.143932	10.04372	1.479282	3.042537	18.23214	3.309745	43.85475	14.23004	5.807780
10	5.258735	10.78093	1.582501	3.664081	18.28410	3.181588	42.93523	13.66620	5.905373

Variance Decomposition of B10Y:

Period	S.E.	ETP	ETR	CHINNITO	DEF	SBDP	SHICP	NEZ	B10Y
1	1.619210	2.053163	0.712816	0.540656	0.887900	8.603803	5.952764	7.845633	73.40326
2	2.188207	2.833903	1.275809	0.301846	5.846660	5.144671	20.92279	5.684668	57.98966
3	2.536558	3.720025	1.479577	0.316283	9.586302	3.923669	26.01109	4.365353	50.59770
4	2.733651	4.692078	1.533912	0.529436	12.16450	3.633210	26.40325	3.775734	47.26789
5	2.845119	5.584418	1.563674	0.829809	13.67529	3.547692	25.67085	3.683534	45.44473
6	2.908942	6.303276	1.604262	1.131246	14.33414	3.525904	24.90391	3.928314	44.26895
7	2.946418	6.830750	1.654197	1.385428	14.45886	3.541030	24.31047	4.381418	43.43784
8	2.970973	7.180821	1.702407	1.569340	14.33169	3.568735	23.92938	4.930287	42.78733
9	2.990857	7.379221	1.740619	1.677883	14.14315	3.586520	23.77239	5.478989	42.22123
10	3.010137	7.459558	1.766285	1.721445	13.99828	3.583826	23.81037	5.957677	41.70257

Cholesky Ordering: ETP ETR CHINNITO DEF SBDP SHICP NEZ B10Y

Prilog 3: Dekompozicija varijanci varijabli u VECM sustavu (prikaz EViews 8.1)

Variance Decomposition of ETP:

Period	S.E.	ETP	ETR	CHINNITO	DEF	SBDP	SHICP	NEZ	B10Y
1	0.096085	100.0000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.147913	94.90478	0.167959	0.392674	0.640122	1.305769	1.472818	0.740286	0.375592
3	0.190081	91.16933	0.310813	0.314928	0.392719	1.872614	3.852267	1.825467	0.261866
4	0.224876	89.77466	0.420344	0.257573	0.293712	2.171047	4.421902	2.419339	0.241424
5	0.253186	89.20820	0.580971	0.248012	0.297422	2.367837	4.177980	2.630193	0.489390
6	0.276682	88.63803	0.840944	0.257904	0.514262	2.370464	3.823641	2.642967	0.911790
7	0.296908	87.89327	1.181408	0.273243	1.022212	2.255710	3.456843	2.530993	1.386319
8	0.314866	86.99667	1.559755	0.293051	1.740537	2.112091	3.113752	2.355729	1.828412
9	0.331197	86.03341	1.939834	0.314509	2.562123	1.973044	2.822993	2.169664	2.184425
10	0.346333	85.11287	2.292941	0.333958	3.393597	1.848734	2.583614	1.998714	2.435569

Variance Decomposition of ETR:

Period	S.E.	ETP	ETR	CHINNITO	DEF	SBDP	SHICP	NEZ	B10Y
1	0.120176	13.27272	86.72728	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.183456	15.18443	81.49093	0.033577	0.752833	0.743921	0.309604	0.010284	1.474426
3	0.233453	17.15933	76.74957	0.098523	2.759892	0.575429	0.201556	0.018478	2.437228
4	0.276952	19.06249	72.48099	0.171191	4.437139	0.414145	0.143273	0.084499	3.206271
5	0.316366	20.37560	69.07685	0.252961	5.834429	0.317541	0.109894	0.172904	3.859822
6	0.352364	21.18782	66.65983	0.321052	6.750568	0.256809	0.088589	0.258731	4.476601
7	0.385469	21.65968	65.01685	0.373990	7.267502	0.219479	0.074294	0.322885	5.065325
8	0.416138	21.88622	63.92677	0.418291	7.524523	0.198085	0.067197	0.358950	5.619966
9	0.444713	21.93953	63.23778	0.456769	7.613462	0.188162	0.068437	0.372278	6.123578
10	0.471479	21.88548	62.83009	0.489958	7.597907	0.186796	0.076799	0.370747	6.562223

Variance Decomposition of CHINNITO:

Period	S.E.	ETP	ETR	CHINNITO	DEF	SBDP	SHICP	NEZ	B10Y
1	0.177815	2.603835	1.270153	96.12601	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	0.267469	4.498156	0.654982	94.57553	0.009135	0.159236	0.067851	0.026120	0.008991
3	0.334894	5.882043	0.479582	93.23847	0.051530	0.218047	0.089842	0.033985	0.006497
4	0.391462	6.933069	0.432636	91.98152	0.237260	0.221724	0.150741	0.026270	0.016782
5	0.442157	7.822744	0.437939	90.70958	0.491093	0.210714	0.268546	0.024608	0.034772
6	0.488831	8.606516	0.466448	89.46649	0.775929	0.192407	0.404170	0.038468	0.049571
7	0.532229	9.280623	0.501018	88.33437	1.059329	0.172823	0.530936	0.064774	0.056126
8	0.572767	9.840657	0.531497	87.37167	1.307209	0.156153	0.639865	0.097159	0.055788
9	0.610726	10.29311	0.554043	86.59917	1.504023	0.143456	0.725333	0.129118	0.051747
10	0.646343	10.64960	0.568403	86.00812	1.650176	0.134541	0.786275	0.156164	0.046715

Variance Decomposition of DEF:

Period	S.E.	ETP	ETR	CHINNITO	DEF	SBDP	SHICP	NEZ	B10Y
1	2.996141	1.113207	0.020607	0.115832	98.75035	0.000000	0.000000	0.000000	0.000000
2	3.620109	1.795649	0.374263	0.165274	93.62372	0.258415	1.270226	2.399513	0.112943
3	4.073378	1.854690	1.449120	0.562947	86.39404	0.267974	3.958161	5.397490	0.115574
4	4.387999	1.829885	2.596413	0.982116	82.15951	0.278181	4.474910	7.183060	0.495926
5	4.634122	1.668535	3.934447	1.215547	79.40622	0.272963	4.204773	7.990549	1.306967
6	4.829358	1.556776	5.584359	1.389874	76.69061	0.253829	3.903601	8.324812	2.296135
7	4.994453	1.589486	7.429874	1.544637	73.90318	0.289820	3.649862	8.353852	3.239292
8	5.144342	1.761412	9.294801	1.675596	71.21034	0.371416	3.466611	8.191486	4.028335
9	5.284272	2.025476	11.06953	1.790998	68.74026	0.469188	3.338698	7.952070	4.613784
10	5.415341	2.315980	12.69273	1.902911	66.58225	0.563344	3.231933	7.705734	5.005118

Variance Decomposition of SBDP:

Period	S.E.	ETP	ETR	CHINNITO	DEF	SBDP	SHICP	NEZ	B10Y
1	2.827027	0.547152	0.019224	0.015176	3.603262	95.81519	0.000000	0.000000	0.000000
2	3.436541	1.555379	0.098470	1.288571	2.462524	71.00286	21.38930	1.899478	0.303417
3	3.584726	4.940001	0.106980	1.606742	2.269510	66.14195	21.95360	2.658754	0.322465
4	3.662835	6.322047	0.102483	1.579127	2.932477	64.49052	21.11337	2.702044	0.757926
5	3.689308	6.643371	0.241712	1.635015	2.900997	63.73139	20.81248	2.746353	1.288678

6	3.712728	6.727764	0.544029	1.657885	3.146181	62.94812	20.55284	2.721768	1.701413
7	3.738586	6.715929	0.863592	1.702470	3.451160	62.12247	20.41004	2.708980	2.025356
8	3.763163	6.663967	1.174307	1.767757	3.721599	61.34940	20.34476	2.757576	2.220631
9	3.783474	6.623457	1.456543	1.825953	3.988355	60.73014	20.25120	2.825702	2.298654
10	3.798740	6.622294	1.685265	1.877014	4.181919	60.26759	20.16040	2.888799	2.316724

Variance Decomposition of SHICP:

Period	S.E.	ETP	ETR	CHINNITO	DEF	SBDP	SHICP	NEZ	B10Y
1	1.101676	1.137667	0.209607	0.546970	5.181873	1.441675	91.48221	0.000000	0.000000
2	1.217438	10.28406	3.550459	0.500977	4.550711	1.208891	79.03941	0.479064	0.386427
3	1.305034	12.14178	6.130670	1.378796	5.716934	3.001178	69.57929	1.379303	0.672055
4	1.325358	12.25576	6.992425	1.868799	5.773228	3.163197	67.48034	1.744440	0.721811
5	1.354208	11.86919	7.200201	1.982883	8.237618	3.109339	64.64446	2.263166	0.693144
6	1.390880	11.27264	7.254888	2.136754	10.53799	3.029761	61.65290	3.457892	0.657175
7	1.432010	10.63767	7.210789	2.324974	12.51935	2.928260	58.73708	5.000130	0.641745
8	1.474365	10.04874	7.147229	2.454298	14.47991	2.864521	55.79373	6.484973	0.726607
9	1.514676	9.525606	7.162661	2.546778	16.05269	2.797931	53.13792	7.824544	0.951872
10	1.550795	9.087200	7.297263	2.631459	17.11473	2.710020	50.88219	8.977858	1.299275

Variance Decomposition of NEZ:

Period	S.E.	ETP	ETR	CHINNITO	DEF	SBDP	SHICP	NEZ	B10Y
1	0.978197	1.945811	1.454098	1.799600	5.219441	9.882346	0.266966	79.43174	0.000000
2	2.092216	2.341307	0.468957	2.181874	7.659321	12.44777	9.419897	65.10040	0.380475
3	3.196201	4.253211	0.382267	2.749161	7.336310	10.30021	15.20778	59.60751	0.163556
4	4.163690	6.011543	0.449729	2.677865	8.569394	9.604632	15.18295	57.14206	0.361830
5	4.991193	6.881364	0.446150	2.455914	9.437584	9.271596	14.28049	56.19651	1.030385
6	5.676374	7.172753	0.385462	2.308310	9.393344	8.808997	13.59362	56.33569	2.001821
7	6.232751	7.172817	0.323302	2.224941	8.920362	8.333925	12.92771	56.93123	3.165712
8	6.686313	7.005836	0.283436	2.173145	8.338484	7.923117	12.24816	57.61329	4.414531
9	7.063908	6.753466	0.271291	2.142464	7.757070	7.568688	11.62490	58.25669	5.625435
10	7.387227	6.477221	0.281840	2.128668	7.227398	7.262428	11.08377	58.83164	6.707032

Variance Decomposition of B10Y:

Period	S.E.	ETP	ETR	CHINNITO	DEF	SBDP	SHICP	NEZ	B10Y
1	1.646089	2.763273	0.003743	1.153724	0.680970	7.404085	3.924478	10.38545	73.68427
2	2.189315	5.436696	0.048981	1.647917	5.205684	7.341741	12.52202	10.16648	57.63048
3	2.522831	10.32678	0.338717	1.538549	11.14215	7.126596	13.34324	9.949830	46.23415
4	2.757182	13.51790	0.418055	1.301045	16.12420	7.123942	12.63752	9.830316	39.04702
5	2.887474	15.37127	0.381462	1.186392	18.00696	6.931440	12.49465	10.02450	35.60333
6	2.949975	16.52664	0.440565	1.137028	18.41235	6.722093	12.34994	10.13713	34.27426
7	2.980847	17.12031	0.672467	1.119327	18.34634	6.586539	12.12277	10.06683	33.96542
8	3.002003	17.28776	1.090990	1.117130	18.11374	6.508093	11.97315	9.929238	33.97989
9	3.022979	17.21122	1.645888	1.117943	17.88118	6.478791	11.90607	9.821407	33.93749
10	3.045175	17.03211	2.250169	1.117520	17.70292	6.477699	11.89194	9.787229	33.74041

Cholesky Ordering: ETP ETR CHINNITO DEF SBDP SHICP NEZ B10Y

Prilog 4: Procjena koeficijenata varijabli u modelu sa zavisnom varijablom stopom rasta BDP-a unutar VECM sustava (prikaz EViews 8.1)

Dependent Variable: D(SBDP)
Method: Panel Least Squares
Date: 04/01/19 Time: 18:15
Sample (adjusted): 2009 2017
Periods included: 9
Cross-sections included: 18
Total panel (unbalanced) observations: 156
D(SBDP) = C(53)*(ETP(-1) + 0.174179311836*SBDP(-1) + 0.461121930755*SHICP(-1) + 0.0619690992488*NEZ(-1) + 0.534275004154*B10Y(-1) - 8.3544353202) + C(54)*(ETR(-1) - 0.302900784085*SBDP(-1) - 0.33307701311*SHICP(-1) - 0.0134344282765*NEZ(-1) + 0.226828069229*B10Y(-1) - 4.45772616623) + C(55)*(CHINNITO(-1) + 3.48308499952*SBDP(-1) + 1.94737631612*SHICP(-1) + 0.27597010677*NEZ(-1) + 3.63018607758*B10Y(-1) - 24.7105885269) + C(56)*(DEF(-1) + 0.319794271363*SBDP(-1) - 4.93289273371*SHICP(-1) - 0.240235385133*NEZ(-1) + 0.915249758906*B10Y(-1) + 11.1336081241) + C(57)*D(ETP(-1)) + C(58)*D(ETR(-1)) + C(59) *D(CHINNITO(-1)) + C(60)*D(DEF(-1)) + C(61)*D(SBDP(-1)) + C(62) *D(SHICP(-1)) + C(63)*D(NEZ(-1)) + C(64)*D(B10Y(-1)) + C(65)

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(53)	-0.935577	0.761127	-1.229200	0.2210
C(54)	2.149007	0.519510	4.136600	0.0001
C(55)	0.016200	0.090963	0.178096	0.8589
C(56)	-0.054959	0.064832	-0.847713	0.3980
C(57)	0.591825	2.558784	0.231291	0.8174
C(58)	-0.856981	1.965148	-0.436090	0.6634
C(59)	1.003829	1.311232	0.765561	0.4452
C(60)	0.088937	0.079825	1.114146	0.2671
C(61)	0.109959	0.072589	1.514813	0.1320
C(62)	-0.580576	0.189855	-3.057989	0.0027
C(63)	-0.296247	0.228998	-1.293668	0.1979
C(64)	-0.128612	0.147005	-0.874879	0.3831
C(65)	0.341280	0.258447	1.320502	0.1888

R-squared	0.680367	Mean dependent var	0.346795
Adjusted R-squared	0.653545	S.D. dependent var	4.908471
S.E. of regression	2.889149	Akaike info criterion	5.039456
Sum squared resid	1193.647	Schwarz criterion	5.293611
Log likelihood	-380.0776	Hannan-Quinn criter.	5.142683
F-statistic	25.36566	Durbin-Watson stat	2.039659
Prob(F-statistic)	0.000000		

Prilog 5: Procjena potencijalnog bruto domaćeg proizvoda europodručja u modelu pomoću metode najmanjih kvadrata i Broyden algoritma (prikaz EViews 8.1)

System: Multivarijatni model
Estimation Method: Least Squares
Date: 09/15/19 Time: 22:28
Sample: 1999Q2 2018Q4
Included observations: 79
Total system (unbalanced) observations 552

	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C(1)	1.000224	1.54E-05	64788.10	0.0000
C(2)	0.003082	0.000137	22.49090	0.0000
C(3)	0.027304	0.010311	2.648116	0.0083
C(4)	0.885964	0.051837	17.09131	0.0000
C(5)	0.303274	0.059888	5.064018	0.0000
C(6)	12.12544	3.501047	3.463375	0.0006
C(7)	-0.111324	0.011841	-9.401653	0.0000
C(8)	-1.003564	0.011750	-85.40805	0.0000
C(9)	0.077564	0.026076	2.974559	0.0031
C(10)	0.856574	0.111273	7.697955	0.0000
C(11)	0.308571	0.091885	3.358211	0.0008
C(12)	-26.39833	4.384405	-6.020961	0.0000
Determinant residual covariance		2.14E-18		

Equation: LOGGDPATREND = C(1) * LOGGDPATREND(-1) + C(2) * GDPTREND
Observations: 79

R-squared	0.999957	Mean dependent var	14.62929
Adjusted R-squared	0.999957	S.D. dependent var	0.158742
S.E. of regression	0.001047	Sum squared resid	8.44E-05
Durbin-Watson stat	0.012246		

Equation: GDPTREND = C(3) * GDPAVG + (1 - C(3))* GDPTREND (-1)
Observations: 79

R-squared	0.991305	Mean dependent var	1.409932
Adjusted R-squared	0.991305	S.D. dependent var	0.857565
S.E. of regression	0.079966	Sum squared resid	0.498779
Durbin-Watson stat	0.017138		

Equation: LOGGDPAGAP= C(4) * LOGGDPAGAP(-1)
Observations: 79

R-squared	0.789239	Mean dependent var	0.000104
Adjusted R-squared	0.789239	S.D. dependent var	0.012473
S.E. of regression	0.005726	Sum squared resid	0.002557
Durbin-Watson stat	1.137364		

Equation: INF = C(5) * EXINF(+1) + (1 - C(5)) * INF(-1) + C(6) * LOGGDPAGAP
Observations: 78

R-squared	0.836079	Mean dependent var	1.735897

Adjusted R-squared	0.833922	S.D. dependent var	0.911681
S.E. of regression	0.371535	Sum squared resid	10.49088
Durbin-Watson stat	1.364557		

Equation: UNTREND = C(7) * UNAVG + 1 - C(8) * UNTREND (-1) + C(9) * UNDIF
Observations: 79

R-squared	0.989691	Mean dependent var	9.377927
Adjusted R-squared	0.989420	S.D. dependent var	1.054016
S.E. of regression	0.108417	Sum squared resid	0.893318
Durbin-Watson stat	0.207739		

Equation: UNDIF = (1 - C(10)) * UNDIF (-1)
Observations: 79

R-squared	0.018785	Mean dependent var	-0.021519
Adjusted R-squared	0.018785	S.D. dependent var	0.470861
S.E. of regression	0.466418	Sum squared resid	16.96856
Durbin-Watson stat	1.863183		

Equation: UNGAP = C(11) * UNGAP (-1) + C(12) * LOGGDPAGAP
Observations: 79

R-squared	0.662864	Mean dependent var	-0.012104
Adjusted R-squared	0.658486	S.D. dependent var	0.585632
S.E. of regression	0.342238	Sum squared resid	9.018790
Durbin-Watson stat	1.824933		

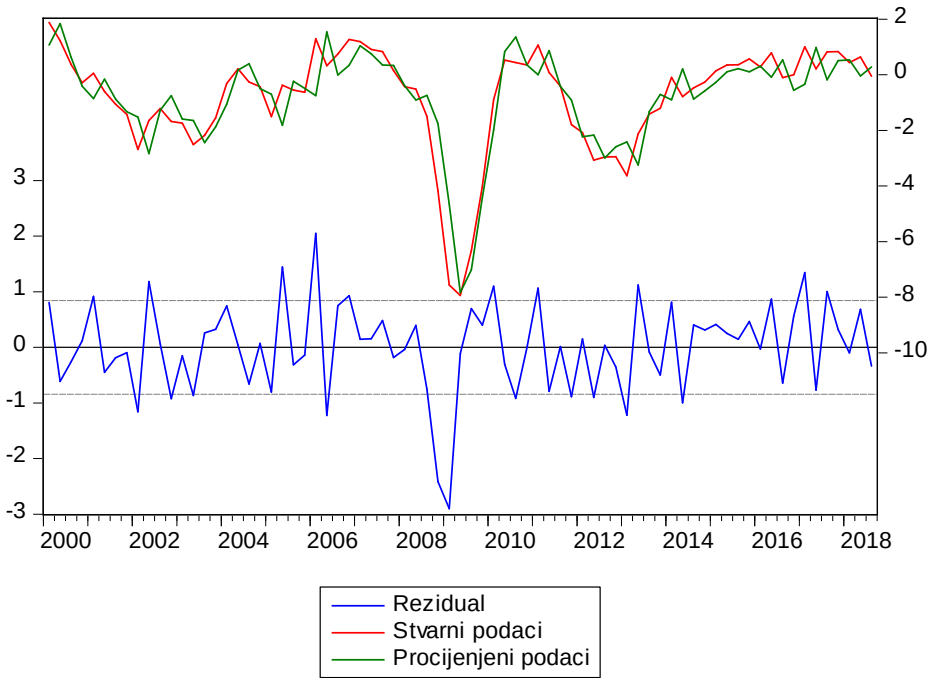
Prilog 6: Autoregresijski model 2. reda procijenjen metodom najmanjih kvadrata (prikaz EViews 8.1)

Dependent Variable: GDPGAP
Method: Least Squares
Date: 09/16/19 Time: 09:11
Sample (adjusted): 1999Q4 2018Q3
Included observations: 76 after adjustments

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.162715	0.107300	-1.516452	0.1337
GDPGAP(-1)	1.260544	0.103942	12.12743	0.0000
GDPGAP(-2)	-0.463597	0.104343	-4.442996	0.0000

R-squared	0.797645	Mean dependent var	-0.775666
Adjusted R-squared	0.792101	S.D. dependent var	1.878421
S.E. of regression	0.856484	Akaike info criterion	2.566712
Sum squared resid	53.55027	Schwarz criterion	2.658715
Log likelihood	-94.53505	Hannan-Quinn criter.	2.603481
F-statistic	143.8758	Durbin-Watson stat	2.155714
Prob(F-statistic)	0.000000		

Prilog 7: Usporedba stvarnih podataka s procijenjenim podacima u modelu (prikaz EViews 8.1)



ŽIVOTOPIS STUDENTA

Dean Žugčić rođen je 15. studenoga 1986. godine u Zagrebu u Republici Hrvatskoj. Završio je XV. gimnaziju u Zagrebu 2005. Zatim je upisao Ekonomski fakultet u Zagrebu te 2012. godine završetkom diplomskog studija postaje magistar ekonomije. Iste godine upisuje poslijediplomski doktorski studij na istom fakultetu. Doktorand je sudjelovao na nekoliko međunarodnih konferencija i znanstveno-istraživačkih radionica. Radio je godinu dana kao novinar u dnevnim novinama Jutarnji List u rubrici Novac. Od stranih jezika govori engleski i njemački. Od programskih jezika koristi C, Python i SQL. Od 2016. godine član je udruge Hrvatska Mensa koja okuplja pojedince s kvocijentom inteligencije u gornjih dva posto populacije.

POPIS RADOVA

1. Žugčić, D. (2014.) *Evolution of tax systems in euro area crisis countries and former transition economies that are now members of the EU*, konferencija Tax Reforms: Experiences and Perspectives, zbirka radova s konferencije u izdanju Instituta za Javne financije, Zagreb.
2. Žugčić, D. (2020.) The impact of structural reforms and budget deficits on the economic growth in the eurozone, *International Journal of Business Quantitative Economic and Applied Management Research*, Volume 6(8).