

# 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:* **2024-04-24**



*Repository / Repozitorij:*

[REPEFZG - Digital Repository - Faculty of Economics & Business Zagreb](#)





Sveučilište u Zagrebu  
Ekonomski fakultet Zagreb

Dean Žug i

**UTJECAJ INSTITUCIJSKOGA  
OKRUŽENJA EUROPODRU JA NA  
POSLJEDICE FINANCIJSKE KRIZE**

DOKTORSKI RAD

Zagreb, 2020.



Sveučilište u Zagrebu

Faculty of Economics and Business Zagreb

Dean Žug i

**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 Žug i

# **UTJECAJ INSTITUCIJSKOGA OKRUŽENJA EUROPODRU JA NA POSLJEDICE FINANCIJSKE KRIZE**

DOKTORSKI RAD

Mentor: prof. dr. sc. Boris Cota

Zagreb, 2020.



Sveučilište u Zagrebu

Faculty of Economics and Business Zagreb

Dean Žug i

# **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 Ekomska 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 Ekomska politika na preddiplomskom studiju, te iz kolegija Makroekonomija finansijskih tržišta na diplomskom studiju. Na doktorskom studiju Ekonomskog fakulteta u Zagrebu nositelj je i izvoda nastave iz kolegija Modeli ekomske politike. Voditelj je specijalisti kog 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 europodru ja. Nakon krize ekonomski oporavak zemalja europodru ja bio je neujedna en i spor. Jedan dio ekonomista razlog tome vidi u nedostatku struktturnih reformi u zemljama koje su prije krize imale deficit na teku em ra unu. Neki drugi ekonomisti smatraju kako bi se trebala napraviti reforma institucijskoga okruženja europodru ja kako bi u budu im financijskim i gospodarskim krizama europodru je bilo otpornije na negativne šokove. Iskustvo nakon krize pokazalo je kako struktura europodru ja 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 zna ajan makroekonomski u inak na promjenu bruto doma eg proizvoda (BDP), nezaposlenosti i javnog duga u zemljama europodru ja. Mjere europskih institucija nakon krize javnog duga 2010. godine pove ale su negativan u inak financijske krize te trošak asimetri nog procesa prilagodbe prebacile na deficitarne zemlje. Rezultati istraživanja provedenog u radu pokazuju kako je poboljšanje institucijskoga okruženja pozitivno utjecalo na promjenu BDP-a zemalja europodru ja. Rezultati tako er ukazuju na važnu ulogu financijske otvorenosti na gospodarski rast. Me utim, prora unski je deficit više pridonio promjeni BDP-a nego promjene u institucijskom okruženju u razdoblju nakon financijske krize. To pokazuje na bitan utjecaj prora unskih deficit na oporavak BDP-a nakon financijske krize.

**Klju ne rije i:** institucijsko okruženje, kriza europodru ja, 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

<b>1. UVOD .....</b>	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. O ekivan znanstveni doprinos .....	13
1.6. Kratak opis strukture dispozicije.....	14
<b>2. UZROCI NASTANKA, TIJEK I POSLJEDICE FINANCIJSKE KRIZE IZ 2008. GODINE TE KRIZE JAVNOG DUGA U ZEMLJAMA EUROPODRU JA .....</b>	17
2.1. Uzroci nastanka financijske krize u europodru ju .....	19
2.1.1. Odnos financijske krize u Sjedinjenim Ameri kim Državama i europodru ju .....	21
2.1.2. Utjecaj promjene konkurentnosti zemalja europodru ja na nastanak financijske krize.....	25
2.1.3. Utjecaj toka kapitala od sjevernih prema južnim zemljama europodru ja na nastanak financijske krize .....	27
2.2. Tijek financijske krize u europodru ju .....	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 europodru ja.....	34
2.2.3. Uloga institucijskoga okruženja, fleksibilnosti tržišta rada i tržišta proizvoda u europodru ju.....	36
2.3. Utjecaj krize javnog duga na zemlje europodru ja .....	38
2.3.1. Utjecaj budžetskog deficitia i javnog duga na makroekonomsku stabilnost u zemljama europodru ja .....	42
2.3.2. Posljedice promjena javnog duga na gospodarstva europodru ja.....	45
2.3.3. Utjecaj fiskalnih pravila na promjenu javnog duga .....	47
2.4. Posljedice financijske krize i krize javnog duga u europodru ju .....	49
<b>3. RAZVOJ EUROPSKE UNIJE I UTJECAJ INSTITUCIJSKOGA OKRUŽENJA NA MAKROEKONOMSKU STABILNOST I RANJIVOST EUROPODRU JA .....</b>	54
3.1. Odre enje pojma institucijskoga okruženja .....	56
3.2. Razvoj Europske unije od Europske ekonomiske zajednice do ekonomске i monetarne unije .....	57
3.2.1. Utjecaj carinske unije na trgovinsku politiku europodru ja.....	60
3.2.2. U inci uvo enja eura u zemljama europodru ja .....	62

3.2.3. Odnos heterogenosti europodru ja i optimalnog valutnog podru ja .....	68
3.3. Utjecaj institucijskoga okruženja europodru ja na makroekonomsku stabilnost .....	71
3.3.1. Utjecaj zajedni ke monetarne politike na gospodarski rast .....	73
3.3.2. Utjecaj financijske otvorenosti zemalja europodru ja na financijska tržišta .....	75
3.3.3. Utjecaj konkurentnosti tržišta proizvoda na gospodarski rast europodru ja.....	78
3.3.4. Utjecaj fleksibilnosti tržišta rada na gospodarski rast europodru ja.....	83
3.4. Utjecaj ranjivosti europodru ja na financijske krize .....	86
3.4.1. Utjecaj asimetri nih šokova na zemlje europodru ja.....	87
3.4.2. Utjecaj strukture europodru ja na stvaranje endogenih divergencija u konkurentnosti i gospodarskom rastu.....	88
<b>4. TEORETSKA RJEŠENJA ZA RAZVOJ INSTITUCIJSKOGA OKRUŽENJA EUROPODRU JA .....</b>	<b>90</b>
4.1. Utjecaj planiranog dalnjeg razvoja ekonomske i monetarne unije na zemlje europodru ja.....	91
4.2. Utjecaj formiranja bankovne unije u europodru ju na financijska tržišta .....	94
4.2.1. Utjecaj formiranja bankovne unije u europodru ju na ve u integraciju izme u zemalja lanica europodru ja .....	95
4.2.2. Utjecaj zajedni kog osiguranja depozita na financijsku stabilnost europodru ja .....	97
4.3. Prijedlozi za novi dizajn institucijskoga okruženja europodru ja .....	99
4.3.1. Odnos fleksibilnosti i stabilnosti u oblikovanju strukture europodru ja.....	100
4.3.2. Uloga Europskog monetarnog fonda u pružanju financijske potpore zemljama lanicama.....	102
4.3.3. Utjecaj Europske središnje banke na institucijsko okruženje europodru ja .....	104
4.3.4. Utjecaj zajedni kih makroekonomskih stabilizatora za vrijeme ekonomske krize na promjenu ranjivosti europodru ja .....	105
4.4. Utjecaj formiranja euroobveznica na gospodarstvo europodru ja .....	108
4.4.1. Utjecaj zajedni kih euroobveznica na održivost javnih financija u europodru ju	109
4.4.2. Prijedlozi za formiranje euroobveznica.....	110
4.5. Mogu nost formiranja fiskalne i politi ke unije u europodru ju .....	114
4.5.1. Mogu nost uvo enja zajedni kih poreza za sve zemlje europodru ja .....	116
4.5.2. Mogu nost formiranja funkcije europskog ministra financija .....	117
<b>5. UTJECAJ INSTITUCIJSKOGA OKRUŽENJA NA RAST BRUTO DOMA EG PROIZVODA ZEMALJA EUROPODRU JA NAKON FINANCIJSKE KRIZE IZ 2008.</b>	<b>119</b>
5.1. Pregled literature o dosadašnjim empirijskim istraživanjima .....	120
5.2. Objasnjenje metodologije istraživanja.....	125

5.3.	Analiza istraživanja i objašnjenje rezultata .....	130
5.4.	Ograničenja istraživanja i preporuke za daljnja istraživanja .....	146
<b>6.</b>	<b>POSLJEDICE FORMIRANJA FISKALNE UNIJE NA PROMJENU INTEGRACIJE EUROPODRУ JA</b> .....	<b>148</b>
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
<b>7.</b>	<b>ZAKLJUČAK</b> .....	<b>168</b>
<b>POPIS TABLICA</b> .....		<b>170</b>
<b>POPIS SLIKA</b> .....		<b>171</b>
<b>POPIS LITERATURE</b> .....		<b>173</b>
<b>PRILOZI</b> .....		<b>195</b>
<b>ŽIVOTOPIS STUDENTA</b> .....		<b>205</b>
<b>POPIS RADOVA</b> .....		<b>205</b>

## **1. UVOD**

Rad spada u podruje ekonomije, a istražuju se ranjivost europodruja na financijske krize i institucijsko okruženje koje bi umanjilo tu ranjivost. Ova tema uvijek je aktualna jer su financijskih kriza vjerojatno biti još u budunosti. Zato je važno razumjeti koja je bila uloga institucijskog okruženja na posljedice utjecaja financijske krize iz 2008. u europodruju. Međutim, institucijsko se okruženje nakon krize iz 2008. nije znajno poboljšalo, barem ne dovoljno kako bi europodruje bolje funkcionalo. Osim toga, pitanje je koliko bi bolje institucijsko okruženje pridonijelo poboljšanju europodruja.

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

Svrha ovoga rada nije ponoviti postojeća istraživanja, nego unaprijediti ekonomsku znanstvenu literaturu novim saznanjima. Mnoge rasprave me u ekonomistima o utjecaju institucijskog okruženja europodruja na razvoj i stabilnost europodruja još traju. Ova tema važna je za Hrvatsku zbog mogućeg prihvatanja 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 europodru ja definira se kao skup postoje ih institucija europodru ja koje su zajedni ke svim zemljama europodru ja, ali i drugih institucija poput tržišta rada i tržišta proizvoda koji su razli iti za svaku zemlju europodru ja te mogu e promjene tog okruženja kroz daljnju integraciju zemalja europodru ja i razvoja unije.

Ranjivost europodru ja na financijske krize pokazala je slabost institucijskoga okruženja europodru ja 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 europodru je te bi li poboljšanje institucijskoga okruženja moglo dovesti do boljeg rezultata. Ranjivost europodru ja na financijsku krizu pokazala je kako ono nema odgovaraju a institucijska rješenja.

Euro je bio politi ki projekt koji je trebao zbližiti zemlje. Prije samog uvo enja eura 1999. godine, ekonomisti su znali kako europodru je ne e funkcionirati kao optimalno valutno podru je, ali nadali su se kako e se s vremenom ti problemi otkloniti (Mundell, 1961.).

Postoje odre ene koristi od europodru ja koje nisu samo ekonomiske ve mogu biti društvene i politi ke. Primjerice euro pomaže gra anima da lakše putuju po zemljama europodru ja jer ne trebaju mijenjati financijska sredstva, što im uklanja transakcijske troškove i valutni rizik od konverzije valute. Me utim, postoje i zna ajni nedostaci u institucijskom okruženju europodru ja. Financijska kriza iz 2008. ukazala je na nedostatke institucijskoga okruženja. Financijska tržišta unutar europodru ja nisu integrirana. Kretanje rada unutar europodru ja nije savršeno mobilno. Ne postoje trajni mehanizmi koji bi mogli ublažiti posljedice asimetri nih šokova. S druge strane poslovni ciklusi unutar europodru ja bili su uskla eni u razdoblju prije krize 2008. godine.

U pretkriznim razdobljima za vrijeme gospodarskog rasta bilo je malo interesa u Europskoj uniji za unapre enje institucijskoga okruženja. Nakon financijske krize, zemlje europodru ja 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 europodružine posljedice budu ih finansijskih 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 europodružine i ne naprave potrebne reforme, nestabilnosti bi mogle imati dalekosežne posljedice.

Koju je ulogu odigralo institucijsko okruženje na posljedice utjecaja finansijske krize u europodružini i kako se ranjivost europodružine može smanjiti, ključna su pitanja kojima se bavi ova doktorska disertacija. Pitanje je i koliko su institucije pridonijele ublažavanju negativnog utjecaja finansijske 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 značajni faktori?

Doktorski rad odgovara na sljedeća pitanja:

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

Pomoći u navedenih pitanja, teorijskim i empirijskim istraživanjem dati 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 europodruju u posljedicama finansijske 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 finansijske krize nakon 2008. godine u europodruju te utvrditi kako je uloga institucijskoga okruženja utjecala na ranjivost europodruja.*

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

*2. Istražiti utjecaj promjene institucijskoga okruženja europodru ja na rast bruto doma eg proizvoda nakon financijske krize 2008. godine.*

Nakon financijske krize iz 2008. godine došlo je do opadanja rasta bruto doma eg proizvoda zemalja europodru ja u odnosu na rast prije krize, pri emu je rast bruto doma eg proizvoda bio neujedna en me u zemljama europodru ja. Jedan od argumenata ekonomista i donositelja odluka (Europska središnja banka, 2015.) za poticanje gospodarskog rasta u zemljama europodru ja bio je provo enje strukturalnih reformi (na tržištu proizvoda, tržištu rada i financijskom tržištu), odnosno poboljšanje institucijskoga okruženja. Oni su se nadali kako e poboljšanje institucijskoga okruženja pove ati rast bruto doma eg proizvoda u srednjem roku. Neke zemlje europodru ja više su promijenile svoje institucijsko okruženje nego druge. Me utim, u ekonomskoj literaturi postoji više razli itih mišljenja o utjecaju promjene institucijskoga okruženja na gospodarski rast nakon zna ajnih financijskih kriza. Zbog toga nije poznato koliko su zemlje europodru ja imale koristi od promjene institucijskoga okruženja. Ovaj cilj istraživanja testirat e se empirijski ekonometrijskim istraživanja te kroz pregled literature o institucijskom okruženju.

*3. Istražiti odnos promjene institucijskoga okruženja i deficitia na promjenu bruto doma eg proizvoda nakon financijske krize 2008. godine.*

U ekonomskoj literaturi postoji zna ajan broj radova o utjecaju reformi tržišta proizvoda, tržišta rada i poboljšanja financijske otvorenosti, odnosno poboljšanja institucijskoga okruženja. Me utim, manji je broj radova koji su prou avali utjecaj reformi nakon financijske krize. Rezultati radova razlikuju se po stupnju utjecaja provedbe reformi. Zbog toga postoji nesuglasje izme u autora oko toga koje reforme imaju ve i utjecaj na promjenu bruto doma eg proizvoda nakon financijske krize. McQuinn i Whelan (2015.) naglašavaju važnost provedbe reforme tržišta rada u zemljama europodru ja na koje je najviše utjecala financijska kriza. Blanchard i Giavazzi (2001.) predlažu kako bi zemlje europodru ja 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 europodružine, zbog čega njihovi rezultati ne trebaju nužno odgovarati preporučenoj ekonomskoj politici. Njihovo je istraživanje takođe provedeno u razdoblju koje nije slijedilo nakon značajne finansijske krize poput one iz 2008. godine, kada su se zemlje europodružine našle u recesiji i zamčile 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 finansijske krize. Naime, određeni ekonomisti (Alesina, Ardagna i Galasso, 2008.) zagovaraju provođenje strukturnih reformi, odnosno poboljšanje institucijskoga okruženja kako bi zemlje europodružine ubrzale rast bruto domaćeg proizvoda nakon finansijske krize 2008. godine. Međutim, Krugman (2012.) smatra kako su zemlje europodružine 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 deficit-a kao mjeru agregatne potražnje.

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

Određene reforme institucijskoga okruženja 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 različiti autori o utjecaju reformi. Anderson, Barkbu, Lusinyan i Muir (2016.) navode kako je kratkoročni utjecaj reformi tržišta rada pozitivan za zapošljavanje i rast bruto domaćeg proizvoda. Međutim, Adascalitei i Pignatti Morano (2015.) smatraju kako u inak 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 finansijske krize.

*5. Istražiti koliko bi zemlje europodru ja trebale izdvajati finansijskih sredstava kao postotak bruto doma eg proizvoda u zajedni ki prora un kako bi se oja ala otpornost europodru ja na budu e finansijske krize.*

Jedno od rješenja kako bi europodru je moglo umanjiti negativne posljedice budu ih finansijskih kriza moglo bi biti u pove anju izdavanja finansijskih sredstava iz nacionalnih prora una. To bi moglo pridonijeti formiranju stabilizacijskog mehanizma koji bi služio u smanjenju ranjivosti europodru ja na asimetri ne šokove i negativna kretanja poslovnoga ciklusa. Arnold, Barkbu, Ture, Wang i Yao (2018.) zalažu se za formiranje stabilizacijskog mehanizma pove anjem izdvajanja finansijskih sredstava izraženih kao postotak bruto doma eg proizvoda. Prema Europskoj komisiji (2016.), zemlje Europske unije godišnje upla uju oko 1% svojeg bruto nacionalnog dohotka u zajedni ki prora un Europske unije (EU). Europski bi prora un prema pravilima trebao biti uravnotežen. Iako u prora un EU ide 0,3% iz harmonizirane osnovice PDV-a svake države (Europska komisija, 2016.), Europska unija nema zajedni ke poreze te ovisi o doprinosima pojedinih lanica. Me utim, prora un Europske unije uklju uje i zemlje koje se ne nalaze u europodru ju. Pove anje izdvajanja finansijskih sredstava iz nacionalnih prora una zemalja europodru ja moglo bi imati pozitivne stabilizacijske u inke na zemlje europodru ja u budu im finansijskim krizama.

*6. Prikazati rješenja za razvoj institucijskoga okruženja europodru ja kroz teorijske doprinose.*

Jedan je od ciljeva rada kroz dosadašnju ekonomsku teoriju prikazati rješenja za daljnji razvoj i poboljšanje institucijskoga okruženja europodru ja. Europska komisija (2015a) predložila je u svome izvješ u kako vidi daljnji razvoj institucijskoga okruženja europodru ja te ponudila više mogu nosti razvoja. Europska komisija (2015c) tako er sugerira kako bi integracija europodru ja trebala i i u smjeru dovršetka bankovne unije. Me utim, ekonomisti nemaju jedinstveno rješenje kako bi se institucijsko okruženje europodru ja moglo poboljšati s ciljem smanjivanja ranjivosti u europodru ju. Neki autori (De Grauwe i Moesen, 2009. te Delpla i Weizsäcker, 2010.) predlažu

formiranje euroobveznica kako bi se smanjile ranjivosti europodru ja na koje je ukazala kriza javnog duga. Zato e se kroz teorijske doprinose prikazati prijedlozi za formiranje euroobveznica u europodru ju.

Institucijsko okruženje europodru ja može biti ranjivo na finansijsku nestabilnost. Za formiranje odgovaraju ih ekonomskih politika i poticaja za smanjenje nestabilnosti potrebni su koraci prema dijeljenju rizika izme u zemalja europodru ja. Zbog razli itih politi kih preferencija daljnja integracija europodru ja ne treba nužno uklju ivati euroobveznice ili formiranje fiskalne unije. Me utim, postepeni koraci prema ve oj ulozi tržišne discipline i dijeljenja rizika mogli bi biti potrebni kako bi se unaprijedilo institucijsko okruženje europodru ja. Skupina francuskih i njema kih ekonomista u radu Bénassy-Quéré et al. (2018.) predlažu skup mjera koje uklju uju dodatne kapitalne zahtjeve za banke koje u imovini imaju visok udio državnih obveznica zemalja europodru ja. Autori tako er predlažu zajedni ko osiguranje depozita na razini europodru ja, uvo enje mogu nosti urednog restrukturiranja javnog duga nesolventnih zemalja, ali i promjenu sadašnjih fiskalnih pravila. Njihovi prijedlozi usredoto eni su na ja anje stabilizacijskih mehanizama. Bénassy-Quéré et al. žele formiranje zajedni kog fonda europodru ja koji bi bio financiran nacionalnim doprinosima zemalja te formiranje sigurne imovine koja bi poslužila ulaga ima kao alternativa za državne obveznice.

De Grauwe (2013.) se zalaže za formiranje fiskalne unije jer smatra kako samo fiskalna unija može dovesti do održivosti europodru ja u dugom roku. S njegovim argumentima slažu se i Berger, Dell'Ariccia i Obstfeld (2018.). Pod pojmom fiskalne unije podrazumijeva se transferna unija i odre ena integracija fiskalnih politika zemalja europodru ja na razini federalne vlasti europodru ja. Me utim, Dolls, Fuest, Heinemann i Peichl (2016.) smatraju kako nije nužno formiranje fiskalne unije i euroobveznica s ciljem postizanja održivosti europodru ja, ve je dovoljno uspostaviti stabilizacijski mehanizam koji bi ublažio razlike u gospodarskom rastu izme u zemalja nakon finansijske krize pomo u privremenih transfera. Ideja kako bi uvo enje fiskalne unije pomoglo ublažiti posljedice budu ih finansijskih kriza postala je eš a u ekonomskoj literaturi nakon finansijske krize iz 2008. godine. Radi toga predloženo je kako bi trebao postojati zajedni ki mehanizam kojim bi europodru je moglo djelovati s ciljem umanjenja negativnih utjecaja asimetri kih šokova i kretanja poslovnog ciklusa. Kroz teorijske doprinose

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

### 1.3. Hipoteze istraživanja

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

*H1: Promjena institucijskoga okruženja zemalja europodružine je pozitivno utjecala na promjenu bruto doma i proizvoda nakon finansijske 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 finansijske 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 finansijske otvorenosti za vrijeme gospodarskog rasta ne trebaju nužno imati isti učinak na rast bruto doma i proizvoda kao promjene institucijskoga okruženja nakon značajne finansijske krize. Posljedice finansijske krize 2008. godine u europodružini moguće su utjecati na promjenu institucijskoga okruženja. Ako se utvrdi kako poboljšanje institucijskoga okruženja utječe na gospodarski rast nakon finansijske krize, taj će argument ići u prilog tezi kako bi slabije lanice europodružine imale koristi od veće integracije europodružine.

*H2: Utjecaj institucijskoga okruženja zemalja europodružine na rast bruto doma i proizvoda ovisi o dinamici promjene institucijskoga okruženja.*

U ekonomskoj literaturi ne postoji jedinstveni zaključak o utjecaju promjene institucijskoga okruženja na rast bruto doma i proizvoda. Bekaert, Harvey i Lundblad (2001) smatraju kako utjecaj poboljšanja finansijske otvorenosti na rast bruto doma i 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 tako da postoji različitost mišljenja. Međunarodna organizacija rada (2015.) pronalazi kako povećanje zaštite radnika ne utječe negativno na stvaranje novih radnih mesta 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 finansijske otvorenosti utječe na promjenu bruto domaćeg proizvoda u kratkom i dugom razdoblju.

*H3: Promjena institucijskoga okruženja zemalja europskog područja ima veći utjecaj na rast bruto domaćeg proizvoda nakon finansijske krize 2008. godine nego rast deficit-a.*

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

U empirijskom istraživanju nastoji se utvrditi je li utjecaj promjene institucijskoga okruženja zemalja europskog područja veći od promjene deficit-a na promjenu bruto domaćeg proizvoda nakon finansijske krize 2008. godine. Rezultati će i u prilog određenoj tezi.

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

Ideja o povećanju zajedničkog europskog proračuna dobila je snagu nakon finansijske krize 2008. godine. Ako bi zemlje izdvajale više finansijskih sredstava u zajednički europski proračun, finansijska sredstva mogla bi se koristiti za pomoći onim gospodarstvima koja bi bila pogrešena asimetričnim šokovima ili finansijskom 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 pogrešene 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 europodružine. 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 europodružine, a imao bi ulogu u smanjivanju negativnih šokova u europodružini.

## 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 finansijske krize, uloge institucijskoga okruženja na ranjivost europodružine i teoretskih rješenja za razvoj institucijskoga okruženja korištene su komparativna metoda te metoda klasifikacije kako bi se opisni pojmovi podijelili na posebne. U empirijskim istraživanjima korištene su statističke metode. Za donošenje odluka o prihvatanju 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 međuvisinstnost 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 popreko pogleda 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 europodružine ili ona deficit, ima veći utjecaj na promjenu bruto domaćeg proizvoda nakon finansijske krize iz 2008. godine te kako bi se istražila dinamika promjene institucijskoga okruženja.

Hipoteza  $H4$  ispitata je 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 se dobije realistični prikaz nesigurnosti ishoda varijabli u modelu. Rezultat se dobije kroz veliki broj ponavljanja simulacija svaki put s različitim vrijednostima 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 europodružinu rijetka i nekonzistentna. U ekonomskoj teoriji i empiriji nije određen utjecaj promjene institucijskoga okruženja u razdoblju nakon finansijske krize. Ova problematika održava znanstveni doprinos ovog rada. Doktorski rad pokazat će da li utjecaj institucijske promjene finansijske otvorenosti, tržišta proizvoda i tržišta rada pozitivan na gospodarski rast u zemljama europodružine nakon finansijske krize. Unaprijedit će se razumijevanje o dinamici utjecaja promjene institucijskoga okruženja na promjenu bruto domaćeg proizvoda, inflacije i stopi nezaposlenosti. Istraživanje će u odnos staviti utjecaj promjene proračuna unskog deficitarnog i promjene institucijskoga okruženja, te će odrediti koji je utjecaj na gospodarski rast veći. Utvrditi će se kako povećanje proračuna unskog deficitarnog u razdoblju nakon finansijske krize više utječe na kretanje stopi 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 proračuna unskog deficitarnog više povećava prilagodbu ekonomije nakon znatnog šoka nego reforme na tržištu rada i tržištu proizvoda. Implikacija ovog doprinosa je kako nije nužno da se nakon finansijske krize pomognu u reformi na tržištu rada i tržištu proizvoda može nadoknaditi negativan utjecaj smanjenja deficitarnog.

Definirati će se uvjet koliko bi zemlje europodružine trebale izdvajati proračuna unskih prihoda u zajednički proračun kako bi se povećala fiskalna stabilizacija. Očekivani znanstveni doprinos

pokazat će bolje razumijevanje utjecaja promjene institucijskoga okruženja europodruju na smanjivanje njegove ranjivosti i dovesti do rješenja za unapređenje institucijskoga okruženja europodruju. Zato je znanstvena komponenta u ovome radu doprinijeti shvatanju kako se ranjivosti europodruju mogu smanjiti pomoći u većoj integraciji u europodruju.

## 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 pomoći u metoda znanstvenog istraživanja. Uvod završava očekivanim znanstvenim doprinosom te kratkim opisom strukture dispozicije.

U drugome poglavlju raspravlja se o finansijskoj krizi iz 2008. godine te njenim makroekonomskim posljedicama u zemljama europodruju. Riječ je o uzrocima finansijske krize u europodruju, ali i o ulozi promjene konkurentnosti zemalja europodruju prije krize. Govori se također o ulozi koju je odigrao tok kapitala iz sjevernih zemalja europodruju prema južnim zemljama europodruju. Promatra se odnos finansijske krize u Sjedinjenim Amerikama i u europodruju. Nadalje govori se o tijeku finansijske krize u europodruju, pričemu su bile ključne stabilizacijske politike koje su imale institucije Europske unije na finansijska 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 europodruju. Objasnjenje finansijske krize u europodruju bilo bi nepotpuno bez raspravljanja o visokom javnom dugu u zemljama europodruju. Važna je bila uloga budžetskog deficitia i javnog duga na makroekonomsku stabilnost u zemljama europodruju. Promjena javnog duga imala je posljedice na gospodarstva europodruju te se u ovom poglavlju raspravlja o tim posljedicama, kao i o ulozi fiskalnih pravila na promjenu javnog duga. Poglavlje završava posljedicama koje je finansijska kriza ostavila u europodruju.

Treće poglavlje opisuje ulogu koju je imalo institucijsko okruženje europodružine na makroekonomsku i financijsku stabilnost europodružine. Poglavlje zapravo određuje enjem pojma institucijskoga okruženja kako se ono definira u ekonomskoj teoriji. Ovdje se takođe 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 europodružine. Isto tako razmatraju se argumenti o koristima i nedostacima eura, odnosno o utjecaju eura na gospodarstva europodružine. Međutim, rasprava o euru ne bi bila potpuna bez odnosa heterogenosti europodružine i optimalnog valutnog podružine. Objasnjava se teorija optimalnog valutnog podružine te može li se europodružina smatrati takvim podružinom. Zatim se govori o makroekonomskoj stabilnosti te ulozi institucijskoga okruženja europodružine na tu stabilnost. Rasprava o tome uključuje ulogu monetarne politike Europske središnje banke na gospodarski rast, ali i financijske otvorenosti europodružine na financijska tržišta. Nadalje opisuje se i uloga fleksibilnosti tržišta rada i tržišta proizvoda na gospodarski rast. Na kraju poglavlja opisuje se utjecaj ranjivosti europodružine na financijske krize. Ovdje se postavljaju dva pitanja. Prvo, pitanje utjecaja asimetričnih šokova na zemlje u europodružini i politika koje mogu ublažiti te šokove; drugo, pitanje uloge strukture europodružine na stvaranje endogenih divergencija u konkurentnosti, kao i u gospodarskom rastu. U ovom poglavlju nude se mogući odgovori na ta pitanja.

U petom poglavlju nudi se teorijska podloga za daljnju integraciju europodružine. Drugim riječima, razlaže se mogući rješenja za jačanje institucijskoga okruženja europodružine. Prvo, razmatra se utjecaj budućeg razvoja ekonomske i monetarne unije u europodružini; drugo, opisuje se uloga formiranja bankovne unije u europodružini 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 europodružine. Jedno od mogućih unapredjenja je i ulogu zajedničkog osiguranja depozita, te se takva aktivnost razmatra na financijsku stabilnost europodružine. Dizajn europodružine može uključivati i formiranje Europskog monetarnog fonda koji bi djelovao na sličan način kao Međunarodni monetarni fond, ali prvenstveno za zemlje europodružine. 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 zajedni ke euroobveznice utjecale na održivost javnih financija u europodru ju. Poglavlje završava s mogu im utjecajem formiranja fiskalne i politi ke unije u europodru ju, ulozi zajedni kih europskih poreza te europskog ministra financija.

U petom poglavlju daje se istraživanje koje govori o u incima institucija nakon finansijske krize na gospodarski rast svih zemalja europodru ja, ali i pregled dosadašnjih empirijskih istraživanja te kako su ona povezana s istraživanjem u ovom radu. Zatim se obrazlaže detaljna metodologija istraživanja, navode se matemati ki 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 ograni enja istraživanja te se nude savjeti za budu a istraživanja.

U šestom poglavlju daje se istraživanje o mogu im posljedicama formiranja fiskalne unije na promjenu integracije europodru ja. Za razliku od prethodnog poglavlja gdje se opisuju dosadašnja empirijska istraživanja i njihova povezanost s istraživanjem u ovom radu, ovdje to nije mogu e s obzirom na injenicu nepostojanja fiskalne unije u europodru ju. Zato se daje pregled dosadašnje teorije o iskustvima postoje ih 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 obuhva a raspravu o tome kako dobivene spoznaje mogu unaprijediti integraciju europodru ja. Na kraju poglavlja daju se preporuke za sljede a istraživanja.

Rad završava zaklju kom, 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 EUROPODRU JA**

Globalna finansijska kriza započela je nesolventnošć u 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. Finansijska kriza imala je znatnog negativan utjecaj na bruto domaći proizvod (BDP) zemalja europskog područja. Kriza je dovela do najdublje recesije u evropskim zemljama još od Velike depresije 1930-ih godina. Svaka zemlja Evropske unije ušla je u recesiju. Nestabilnost na finansijskim tržištima dodatno je pridonijela produbljivanju krize. Bankama je prijetila kriza likvidnosti i solventnosti zbog poremećaja na međunarodnim međunarodnim bankovnim tržištima, pada cijena dionica na tržištima kapitala te pogoršavanja makroekonomskog ravnoteže. Naime, finansijski je stres transmisijskim kanalom negativno utjecao na realnu ekonomiju. Rastuća nesigurnost smanjila je investicije poduzeća i potražnju za anstavama.

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

automatskih stabilizatora (naknade za nezaposlene i dr.) pojedinih država radi ja anja doma e potražnje i vra anja povjerenja u financijska tržišta.

U narednim godinama ekonomski oporavak bio je spor i neujedna en. Zna ajnim razlikama u ekonomskom oporavku pridonijela je divergencija fiskalnih politika zemalja Europske unije. Vlasti nekih zemalja odgovorile su ekspanzivnom fiskalnom politikom. Neke države lanice europodru ja implementirale su ekonomske politike koje su se usredoto ile na kratkotrajnu potporu gospodarstvu investicijama u javnu infrastrukturu te pove anjem naknada za nezaposlene. Druge zemlje uvele su politiku štednje smanjivanjem državne potrošnje s ciljem smanjenja omjera javnog duga i BDP-a te vra anja fiskalne pozicije države na održivu putanju. Na ekonomsku situaciju negativno se odrazio i jaz konkurentnosti izme u zemalja u europodru ju. Prije nego što se gospodarstvo europodru ja u potpunosti oporavilo od financijske krize iz 2008. godine, u odre enim zemljama na periferiji europodru ja 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 kriju solventnosti te da neke države lanice više ne mogu otplati vati kamate na javni dug. Taj se rizik i ostvario. Te su zemlje zbog visokih kamata i nepovjerenja ulaga a izgubile pristup tržištu kapitala. Dugovna kriza u europodru ju predstavljala je prijetnju financijskoj stabilnosti te oporavku svjetske ekonomije. Fiskalna situacija država nastavila se pogoršavati zbog cikli kih razloga kako se porezna baza nastavila smanjivati. Osim cikli kih 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 ku anstava 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 europodru ja dovela je do dugoro nih 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 provo enje ekonomskih politika koje su se usredoto ile na rješavanje strukturnih problema u gospodarstvu. Iako je prošlo više od desetlje a od posljednje financijske krize, još uvijek postoje nesuglasice me u ekonomistima oko toga što je dovelo do

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

## 2.1. Uzroci nastanka financijske krize u europodru ju

Ekonomisti nude razli ita tuma enja 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 imbenika koji su doveli do krize te zna ajna odstupanja u konkurentnosti tržišta rada i tržišta proizvoda izme u zemalja i nemogu nost externe devalvacije zbog nestanka vlastite valute. Ostali ekonomisti isti u 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 izme u 2002. i 2005. godine, zbog ega je došlo do pojave cjenovnih balona. S druge strane Europska središnja banka provodila je politiku niskih realnih kamatnih stopa, što je zbog heterogenosti europodru ja dovelo do snažnog rasta kredita te cijena nekretnina u zemljama periferije.

Nakon što je stvorena Ekonomski i monetarna unija (EMU), me u ekonomistima se nametnulo pitanje koliko je jedinstvena monetarna politika poželjna za podru je europodru ja. Argument za tezu protiv zajedni ke monetarne politike bio je taj da ona može dovesti do restriktivne monetarne politike u zemljama koje su ostvarivale sporiji gospodarski rast od prosjeka europodru ja te ekspanzivne monetarne politike u zemljama s visokim stopama rasta. Zbog toga bi došlo do poja anja ekonomskih ciklusa i divergencije gospodarskog rasta unutar europodru ja.

Uvo enjem eura došlo je do smanjivanja barijera u kretanju toka kapitala izme u zemalja europodru ja zone. Posljedica toga bilo je snižavanje dugoro nih kamatnih stopa u zemljama na periferiji europodru ja. Zbog toga je posu ivanje financijskih sredstava postalo jeftinije, što je dovelo do rasta deficita na teku em ra unu. 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 te ajni režim. S takvim stajalištem slažu se i drugi autori. De Grauwe (2011.) objašnjava uzrok financijske krize na primjeru Španjolske, za koju kaže da ga podsje a na doga aje u ekonomijama u razvoju koje posu uju financijska sredstva u valuti koju ne kontroliraju. Zbog toga je došlo do naglog zaustavljanja toka kapitala, što je uzrokovalo kriju likvidnosti.

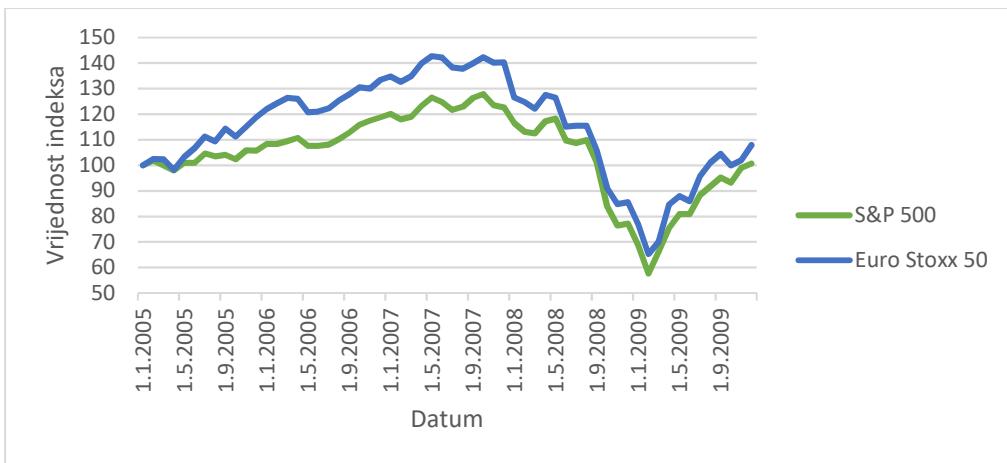
Bernanke (2010.) zagovara tezu kako su za globalnu financijsku kriju odgovorne globalne neravnoteže na teku em ra unu. Zemlje koje su imale deficit na teku em ra unu (azijske zemlje i dr.) financirale su zemlje s deficitom na teku em ra unu (SAD i periferne zemlje europodru ja). Prema toj tezi, tok kapitala doveo je do pada dugoro nih 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 zna ajniju 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 europodru ju 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 ega 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 pove alo financijski stres.

### 2.1.1. Odnos financijske krize u Sjedinjenim Ameri kim Državama i europodru ju

Financijska kriza zapo ela je 2008. godine u Sjedinjenim Ameri kim Državama. Najviše je bila zahva ena financijska industrija. Kriza se zbog efekta prelijevanja, trgovinskim i kapitalnim tokovima i promjenama u cijenama sirovina, proširila na zemlje europodru ja, ali i diljem svijeta. Prijašnje financijske krize uglavnom su bile ograni ene na odre enu zemlju. Zbog utjecaja globalizacije, financijska kriza obuhvatila je cijeli svijet, pa je kriza nazvana još i globalnom financijskom krijom. Pad ekonomskne 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 po etka krize bio jednako velik kao u devet mjeseci nakon Velike depresije. Autori tako er navode kako je u Sjedinjenim Ameri kim Državama pad cijena dionica od 50% nakon financijske krize iz 2008. bio ve i nego nakon Velike depresije. Sli na je situacija bila i u europodru ju. Me utim, vlade zemalja europodru ja ipak su djelovale snažnjom ekspanzivnom fiskalnom politikom nego nakon Velike depresije, što je pomoglo u bržem oporavku ekonomskog rasta. Europska središnja banka tako er je snizila klju nu kamatnu stopu na povjesno niske razine. The Council on Foreign Relations (2018.) navodi kako se 2007. godine kriza na hipotekarnom tržištu rizi nih kredita u Sjedinjenim Ameri kim Državama prelila u globalnu ekonomiju i zahvatila europske banke.

Financijska kriza u Sjedinjenim Ameri kim Državama sli na je financijskoj krizi u europodru ju po na inu na koji je nastala. Snažna kreditna ekspanzija dovela je do rasta cijena imovina, a posebice cijena nekretnina i dionica. U SAD-u i u europodru ju rast cijena bio je toliko izražen da je doveo do balona na tržištu nekretnina. Investicije u stambene nekretnine u europodru ju snažno su rasle do 2007. godine, me utim nakon što je došlo do nagle korekcije u cijenama imovine, privatni nefinancijski sektor prilagodio se novonastaloj situaciji smanjivanjem osobne potrošnje, pove anjem štednje i smanjivanjem osobnoga duga. Smanjena ekonomskna aktivnost i privremena ekspanzivna fiskalna politika dovele su do rasta javnog duga u zemljama europodru ja i Sjedinjenim Ameri kim Državama. U europodru ju postojale su regionalne neravnoteže u tokovima kapitala i bilance na teku em ra unu koje su dodatno pridonijele razvoju financijske krize.



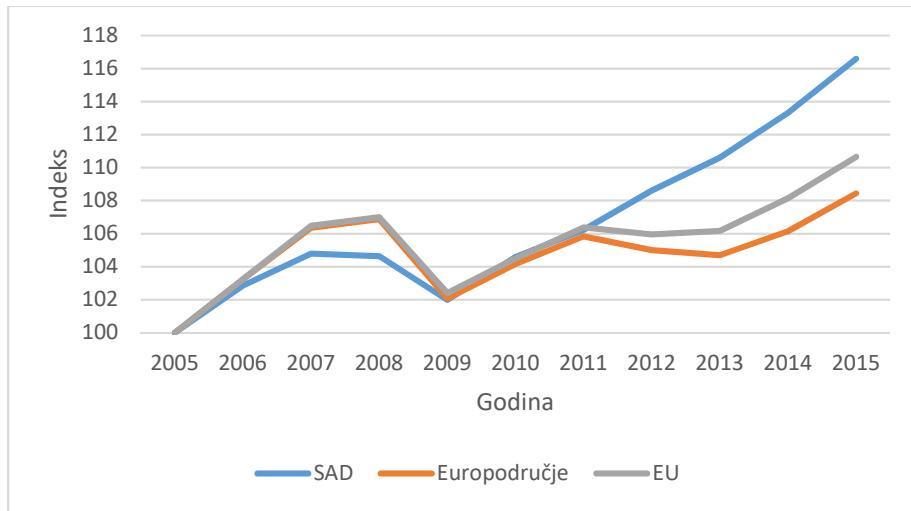
**Slika 1:** Usporedba kretanja cijena dionica na indeksima S&P 500 i EURO STOXX 50 izme u 2005. i 2010. godine (2005.=100)

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 europodružine: Austrije, Belgije, Finske, Francuske, Njemačke, Irske, Italije, Luksemburga, Nizozemske, Portugala i Španjolske. Vrijednost indeksa izražena je u eurima.

Finansijska kriza dovela je do snažnog pada vrijednosti cijena dionica na svjetskim burzama. Kako su se kretale cijene dionica u SAD-u i europodružini mjereno indeksima S&P 500 i EURO STOXX 50 na mjesecnim podacima, prikazano je na slici 1. Iako je trend kretanja cijena dionica u zemljama europodružine i Sjedinjenim Američkim Državama bio isti, amplitude su se razlikovale<sup>1</sup>. Vodeće kompanije u europodružini 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 deficitima i finansijskih paketa pomoći finansijskim institucijama s obiju strana Atlantskog oceana.

<sup>1</sup> 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 pomoći u kretanju tečaja euro/dolar.

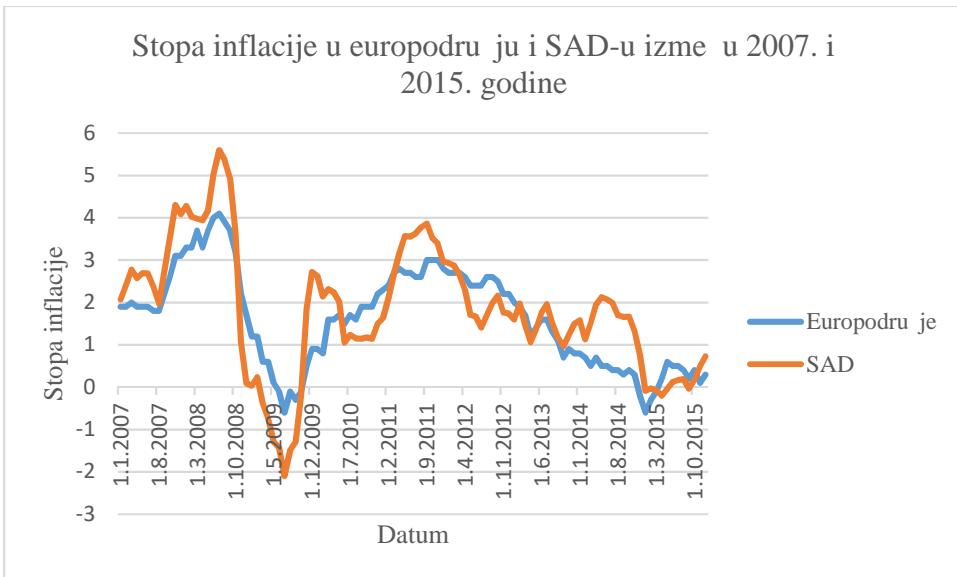


**Slika 2:** Usporedba realnog BDP-a u Europskoj uniji, europodružju i SAD-u između 2005. i 2015. godine

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 finansijske krize iz 2008. godine zemlje europodružje 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 ujedno en do krize javnog duga 2011. godine u zemljama europodružje. Na slici je takođe prikazana divergencija rasta između zemalja europodružje, Europske unije te Sjedinjenih Američkih Država. Divergencija dinamike ekonomskog rasta započela je 2011. godine, kada se putanja bruto domaćeg proizvoda (BDP) Europske unije i europodružje razdvojila od putanje bruto domaćeg proizvoda SAD-a. Kriza javnog duga u zemljama europodružje nije znatno utjecala na kretanje BDP-a SAD-a. Kriza javnog duga najviše je utjecala na bruto domaći proizvod zemalja europodružje. Kako je izravno bruto domaći proizvod zemalja Europske unije ulazi BDP zemalja europodružje, kriza javnog duga odrazila se i na Europsku uniju. Međutim, gospodarski rast u EU bio je veći nakon krize javnog duga nego u zemljama europodružje. Iz tog razloga je euro imao ulogu u promjenama gospodarskog rasta nakon krize. Sporijem opravku BDP-a u europodružje dodatno je pridonijela politika štednje, dok je SAD imao znatan deficit proračuna.



**Slika 3:** Stopa inflacije u europodruju 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 europodruju 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 europodruju. 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 europodru ja na nastanak finansijske krize

Me unarodna se konkurentnost zemlje može mjeriti pomo u stanju na tekusu u odnosu na tekusu i u zemalja trgovinskih partnera. Promjena konkurentnosti zemlje u europodru ju može imati važnu ulogu u promjeni makroekonomiske stabilnosti, kao i posljedica za cijelo europodru je. Za povećanje konkurentnosti na međunarodnom tržištu neka zemlja može koristiti kanal realnog tečaja, međutim u europodru ju to nije moguće. Zemlje europodru ja imaju zajedničku valutu, euro, zbog čega ne mogu devalvacijom ili deprecijacijom svoje valute postati konkurentnije. Ako neka zemlja europodru ja 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 europodru ja, toj će se zemlji smanjiti konkurentnost na međunarodnom tržištu. Tekući će se razvoj pogoršati jer će pasti izvoz, a porast će uvoz. Zbog pogoršanja tekusa će se smanjiti 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 znati vrijeme kako bi se promijenila očekivanja inflacije u zemlji te uravnotežile cijene u odnosu na ostale zemlje europodru ja. Zato znajući neravnotežu na tekusu emra unu može dovesti do krize platne bilance. Dugoro na neravnotežu na tekusu emra unu može sugerirati kako postoje strukturalna neravnoteža u ekonomiji zemlje.

Ulaskom novih zemalja u Europsku uniju došlo je do promjena u konkurentnosti i bilance tekusa emra unih zemalja. Nove zemlje imale su razlike u tečajnim režimima što je druga ije utjecalo na promjene u tekusu emra unu. Bogdan, Cota, i Erjavec (2017.) pronalaze kako su nove zemlje Europske unije s fleksibilnim tečajem imale bolji izvoz i bilancu na tekusu emra unu u razdoblju prije finansijske krize. Autori navode kako su kretanja u bilanci tekusa emra unu pretežito određeni domaćim varijablama, a ne vanjskim utjecajem. Bogdan, Cota, i Erjavec pojašnjavaju kako u zemljama s fleksibilnim tečajem realna i nominalna deprecijacija utječe na povećanje izvoza, ali je stupanj tog utjecaja ograničen za vrijeme krize.

De Grauwe i Schnabl (2004.) navode kako je stabilnost te aja povezana s višim realnim ekonomskim rastom u zemljama srednje i isto ne Europe, iz ega proizlazi kako bi europska monetarna unija imala pozitivan utjecaj na stope rasta tih zemalja. Cota, Erjavec i Bogdan (2017.) pronalaze kako realni te aj ima negativan utjecaj na bilancu teku eg ra una u zemljama u razvoju i razvijenim zemljama Europske unije, ali taj je utjecaj zna ajniji u zemljama u razvoju. Autori navode kako budžetska bilanca, ekonomski rast i proizvodni jaz pozitivno utje u na bilancu teku ega ra una u razvijenim zemljama, a negativno u zemljama u razvoju.

Postoje dva glavna na ina kako se može analizirati promjena konkurentnosti mjerena stanjem na teku em ra unu. Jedan je na in promatranje promjena u izvozu i uvozu, a drugi u promjeni štednje i investicija<sup>2</sup>. Za donošenje ispravnih odluka o djelovanju ekonomske politike potrebno je promatrati promjene u investicijama, štednji te produktivnosti u odnosu na jedini ne troškove rada. Zemlje europodru ja uglavnom imaju problem starenja stanovništva. Zbog loše demografske slike za o ekivati je kako zemlje europodru ja više štede nego investiraju. Iz toga proizlazi zaklju ak kako bi zemlje trebale imati suficit na teku em ra unu. Ako suficieti 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 finansijske krize postojale su neravnoteže na teku em ra unu me u zemljama europodru ja. Jedan od razloga postojanja neravnoteža bile su razli ite stope rasta jedini nih 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 rastu eg jaza konkurentnosti došlo do stvaranja neravnoteža u europodru ju. Prema autorima, u mnogim zemljama europodru ja pla e su rasle brže od produktivnosti, zbog ega je došlo do zna ajnih razlika u stopama inflacije i formiranja jaza konkurentnosti. Autori navode kako su konkurentnije ekonomije imale rast suficita na teku em ra unu, a manje konkurentne zemlje rast deficitia na teku em ra unu.

---

<sup>2</sup>Odnos tih varijabli je u ekonomskoj teoriji ozna en sljede om jednadžbom u reduciranim obliku: $X - M = S - I$ , gdje je X izvoz, M uvoz, S ozna ava sumu privatne i državne štednje, a I sumu privatnih i državnih investicija.

### 2.1.3. Utjecaj toka kapitala od sjevernih prema južnim zemljama europodru ja na nastanak finansijske krize

Sjeverne i centralne europske zemlje prije finansijske krize imale su visoke stope štednje i nisku inflaciju, kao i ekonomsku kulturu koja naglašava dugoro ne investicije, a ne neposrednu potrošnju. U perifernim zemljama prevladavale su negativne stope štednje i višak potrošnje. Tok kapitala zna ajno se pove ao me u zemljama europodru ja (posebice od sjevernih prema južnim zemljama) u godinama prije finansijske krize. Franks, Barkbu, Blavy, Oman i Schoelermann (2018.) navode kako je došlo do pove anja 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 europodru ju. Ekonomска konvergencija zbog zajedni kog valutnog podru ja europodru ja pove ava tokove izravnih stranih ulaganja me u nacionalnim granicama (Warin, Wunnava i Janicki, 2008.).

Pasimeni (2014.) navodi kako u prvom desetlje u od osnutka europodru je nije imalo kriza jer je rastu a finansijska integracija smanjila potrebu za fiskalnim transferima, odnosno višak štednje kretao se od centralnih zemalja europodru ja 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 u inilo cijeli sustav ranjivijim.

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

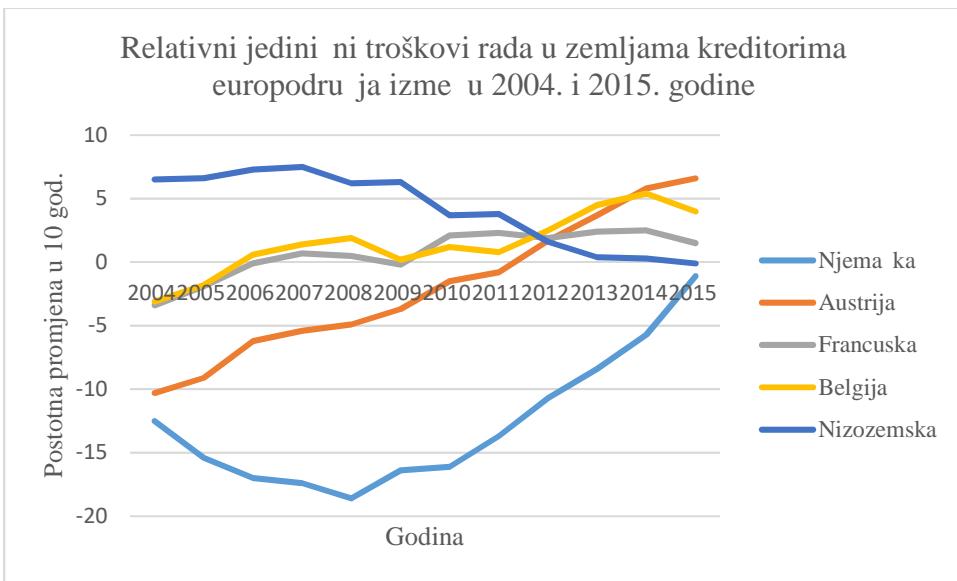
Za stvaranje preduvjeta za formiranje finansijske krize odre eni autori krive formiranje eura. Lin i Treichel (2012.) navode kako je formiranje europodru ja dovelo do pove anja kapitalnih tokova prema perifernim zemljama europodru ja, formiranja balona na tržištu nekretnina u tim zemljama, kao i do ve eg ekonomskog rasta, pove anih prihoda državnih prora una i potrošnje.

Kao rezultat takve ekonomске aktivnosti došlo je do porasta nekonkurentnosti u zemljama periferije, što je negativno utjecalo na izvoz i stvaralo neravnoteže na teku em ra unu. Autori navode kako je situacija bila održiva prije krize zbog rastu ih poreznih prihoda, a nakon finansijske krize 2008. godine došlo je do „puknu a“ balona na tržištu nekretnina i krize u finansijskom sektoru. Prema autorima, pove anje prora unskih deficitova dovelo je do krize javnog duga u perifernim zemljama europodru ja.

Iako je finansijska pozicija perifernih zemalja europodru ja bila ugrožena, centralne su zemlje zadržale konkurentnost pomo u sporijeg rasta pla a, a njihove su banke zadržale profite kroz zajmove koje su dale zemljama periferije.

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

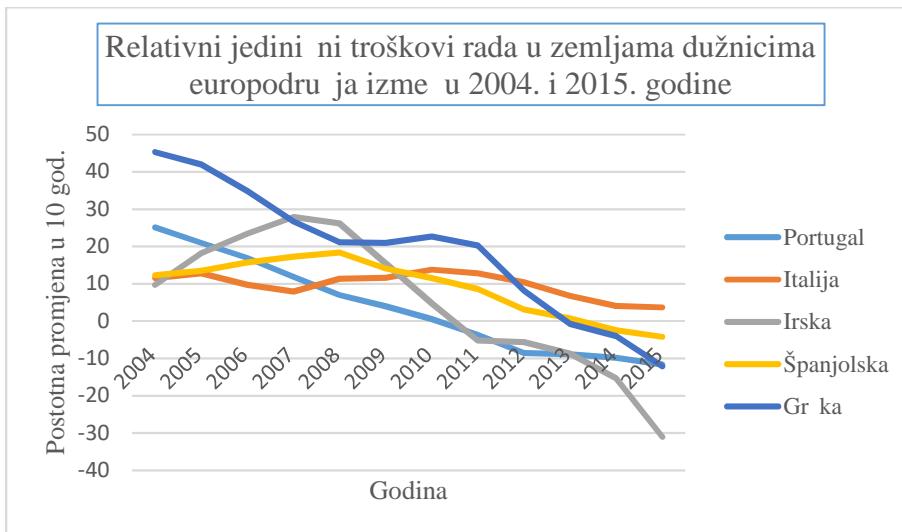
Južne zemlje europodru ja (Španjolska, Italija, Portugal, Gr ka) imale su zna ajan balon na tržištu nekretnina prije finansijske krize iz 2008. godine. Krugman (2010.) smatra kako je do financiranja balona na tržištu nekretnina došlo tokom kapitala od ostalih europskih zemalja, što je uzrokovalo brzi gospodarski rast te rast inflacije. Naime, inflacija je u Španjolskoj porasla za oko 30% u odnosu na Njema ku (slika 4). Zbog rasta cijena proizvoda i usluga, Španjolska i druge južne zemlje europodru ja postale su nekonkurentne u odnosu na ostale zemlje europodru ja. Prema Krugmanu, španjolska vlada nema dobre alate kako bi poboljšala ekonomsku sliku zemlje. Autor pojašnjava kako bi Španjolska u slu aju da ima staru valutu, pezetu, mogla riješiti problem devalvacijom, odnosno smanjenjem vrijednosti pezete u odnosu na druge valute europskih zemalja. Me utim, Krugman navodi kako zbog eura Španjolska nema mogu nost devalvacije pa joj preostaje dugoro ni proces postizanja konkurentnosti pomo u deflacije.



**Slika 4:** Relativni jedini ni troškovi rada u zemljama kreditorima europodru ja izme u 2004. i 2015. godine

Izvor: Eurostat

Kada se usporede relativni jedini ni troškovi rada u zemljama dužnicima europodru ja sa zemljama kreditorima, primijete se znajajne razlike. Viši troškovi rada i cijene u inicijalno su južne europske zemlje manje konkurentnima i tako više podložnima kreditnom riziku. Sjeverne i centralne zemlje europodru ja subvencionirale su potrošnju perifernim zemljama europodru ja.

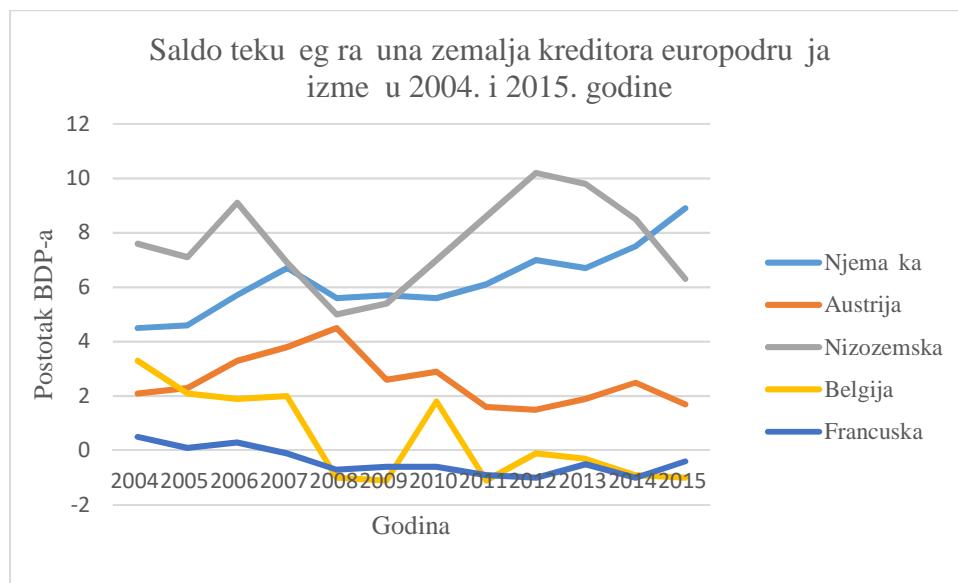


**Slika 5:** Relativni jedini ni troškovi rada u zemljama dužnicima europodru ja izme u 2004. i 2015. godine

Izvor: Eurostat

Od formiranja europodru ja jedini ni troškovi rada rasli su brže u perifernim zemljama nego u centralnim zemljama europodru ja. Nakon 2004. godine dolazi do usporavanja jaza konkurentnosti. Glavni trend zaustavio se tek nakon finansijske krize 2008. godine. Od tada dolazi do stabilizacije razine cijena u centralnim i perifernim zemljama europodru ja. Najviše su porasli jedini ni troškovi rada u Gr koj (slika 5), i to za skoro 50% 2004. godine u odnosu na isto razdoblje 10 godina ranije. Portugal, Irska, Italija i Španjolska tako er su imale zna ajan rast jedini nih troškova rada. Nakon 2014. godine jedini ni troškovi rada u perifernim zemljama postaju negativni u odnosu na isto razdoblje 10 godina ranije.

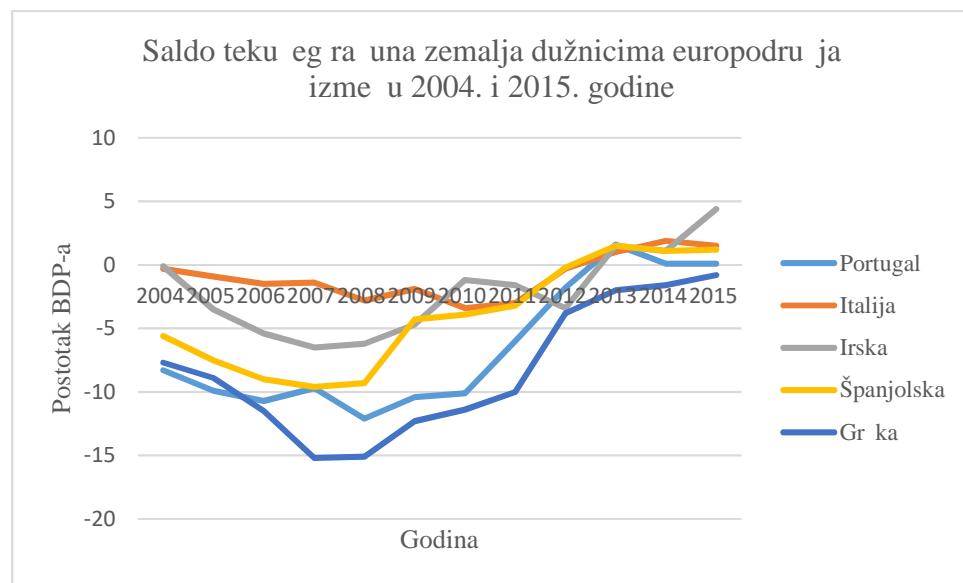
Rasprava u sjevernoj i centralnoj Europi gotovo se isklju ivo odnosila na izdašnost zemalja periferije u kojima su, prema sjevernoj percepciji, gra ani živjeli znatno iznad svojih mogu nosti, a njihove vlade nisu napravile potrebne strukturne reforme. S druge strane, vlade zemalja periferije su prilikom objašnjavanja uzroka za križu, uglavnom zanemaruju i doma e probleme, naglašavale sustavne slabosti eurozone, ulogu trgovinskih neravnoteža u eurozoni i utjecaj globalne finansijske krize na njihova nacionalna gospodarstva.



**Slika 6:** Saldo teku eg ra una zemalja kreditora europodru ja izme u 2004. i 2015. godine

Izvor: Eurostat

Na slici 6 prikazan je saldo teku eg ra una koji pokazuje kako su Njema ka i Nizozemska imale najviše suficite na teku em ra unu u odnosu na ostale zemlje kreditore. Nakon finansijske krize 2008. godine i kasnije krize javnog duga 2012. godine, njema ki suficit na teku em ra unu znatno je porastao sa 6% 2008. godine do 9% bruto doma eg proizvoda 2015. godine. Druga ija je situacija bila u zemljama periferije europodru ja koje su imale zna ajne deficite u razdoblju prije krize javnog duga (slika 7). Najzna ajnije deficite imale su Gr ka, Španjolska i Portugal. Tek nakon krize javnog duga, zemlje periferije europodru ja popravile su neravnotežu na teku em ra unu.



**Slika 7:** Saldo teku eg ra una zemalja dužnika europodru ja izme u 2004. i 2015. godine

Izvor: Eurostat

## 2.2. Tijek financijske krize u europodru ju

Financijska kriza iz 2008. godine nije bila sli na u amplitudi prijašnjim financijskim krizama u svijetu nakon Drugog svjetskog rata. Iako je svojom veli inom i razmjerom ve a od prijašnjih kriza, financijska kriza iz 2008. ima mnogo zajedni kih zna ajki sa sli nim 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 zna ajno je utjecala na korekcije na tržištima imovine. Sli ne su se situacije doga ale i prije u ekonomskoj povijesti (npr. Japan i Nordijske zemlje po etkom devedesetih te azijska kriza u kasnim 1990-ima). Me utim, zbog velike amplitude u negativnim kretanjima bruto doma eg proizvoda, financijska kriza iz 2008. godine bila je druga ija. Zapravo, kriza je bila sli na Velikoj Depresiji 1930-ih godina.

Financijska kriza iz 2008. godine po ela je kao kriza likvidnosti u financijskom sektoru. Zatim je došlo do pove anja neizvjesnosti kod ulaga a zbog solventnosti financijskih institucija, ali u to vrijeme sistemski se kolaps smatrao malo vjerojatnim. Ova percepcija dramati no se promijenila kad je ameri ka investicijska banka Lehman Brothers otišla u ste aj u rujnu 2008. godine. Povjerenje ulaga a znatno je palo, a oni su masovno likvidirali svoje financijske položaje, zbog ega su dionice na tržištima izgubile na vrijednosti. Gospodarstvo Europske unije, pa tako i europodru ja, ušlo je u najbrži pad u povijesti od 1930-ih. Kako je svjetska ekonomija bila zna ajno povezana u me unarodnim lancima nabave, brzina kojom se odvijala kriza bila je bez presedana. Calvo (2016.) smatra kako je financijska kriza iz 2008. godine imala zna ajne negativne posljedice zbog naglog smanjenja koli ine likvidnosti i toka kredita prema realnome sektoru. Reinhart i Rogoff (2010.) navode kako postoje tri zajedni ke karakteristike kod velikih financijskih kriza. Prva, privatni dugovi zna ajno narastu i vode prema bankarskoj krizi, a države pove aju zaduživanje, druga, bankarske krize esto dolaze prije krize javnog duga, i tre a, javno zaduživanje zna ajno se pove a neposredno prije krize javnog duga.

Sinn i Wollmershäuser (2012.) smatraju kako je kriza u europodru ju može promatrati kao kriza bilance pla anja. De Grauwe (2010b) smatra kako je financijska kriza u europodru ju uzrokovana

„animalisti kim 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 finansijska tržišta

Iako se finansijska kriza odvijala zna ajnom brzinom, odgovor Europske središnje banke i drugih donositelja odluka je bio brz. Osim što su donositelji odluka intervenirali u finansijskom sektoru s paketom novane pomo i 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 ulaga a i potroša a te pove ati potražnju koordiniranim poveanjem kupovne mo i u gospodarstvu.

Finansijska kriza oitovala se na tvrtke u smanjenju dostupnosti zajmova. Uzrok tome bila su negativna ekonomска o ekivanja, ali i smanjena mogunost banaka da nude novana sredstva. Kako su poduze a i potroša i bili prisiljeni smanjiti svoje investicijske i potroša ke planove, došlo je do smanjenja povjerenja ulaga a, pada cijena dionica na tržištima te znatne neizvjesnosti oko budu ega 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 europodruju zbog nedostatka zajmodavca u krajnjoj nuždi na tržištu dugoro nih državnih obveznica. Autori smatraju kako su u Europskome monetarnom sustavu nacionalne središnje banke nisu imale dovoljno snažne alate ekonomске politike, a države su bile izolirane od te ranjivosti jer su imale svoju nacionalnu valutu. Prema autorima, u europodruju 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 finansijska tržišta, potrebno je usporediti njihov u inak 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 europodružini imala veći utjecaj na smanjenje kamatnih stopa u zemljama periferije nego u središnjim zemljama europodružine. De Grauwe (2011c) smatra kako samo aktivnija ekspanzivna monetarna politika može riješiti krizu u europodružini.

## 2.2.2. Utjecaj stabilizacijskih politika institucija Europske unije na gospodarski rast europodružine

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

Institucije Europske unije nastojale su spriječiti zanjam pad ekonomskih aktivnosti. Međutim, problem nije bio samo pad realnog bruto domaćeg proizvoda veći i pad potencijalnog BDP-a, koji se mogao dogoditi zbog nekoliko imbenika. Prvi, dugotrajni pad uvećanja nezaposlenosti radne snage vode prema trajnom gubitku vještina, drugi, zalihe kapitalne opreme smanjuju se i depreciraju, 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 provedele su niz mjera za pružanje privremene potpore na tržištu 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 europodružine, politika se usredotočila s kratkoročnog upravljanja potražnjom na strukturne mjere na strani ponude. Iz tog su proizašle preporuke Europske komisije za provođenje strukturnih reformi u zemljama koje su najviše bile pogrešene finansijskom krizom.

Finansijska kriza pokazala je kako vanjske i unutarnje neravnoteže u jednoj zemlji mogu negativno utjecati na drugu zemlju u Europskoj uniji. Stoga je odgovornost za pra enje makroekonomskih neravnoteža 2011. godine stavljena na raspolaganje Europskoj komisiji. Europska komisija (2019c) definira ulogu postupka makroekonomске neravnoteže (engl. *macroeconomic imbalance procedure, MIP*) kao identifikaciju, sprje avanje i rješavanje pojava mogu ih štetnih makroekonomskih neravnoteža koje bi mogle negativno utjecati na ekonomsku stabilnost u odre enoj zemlji Europske unije, europodru ju ili Europskoj uniji kao cjelini. Makroekonomске neravnoteže prate se kao dio Europskoga semestra (engl. *the European Semester*), odnosno šestomjese nog ciklusa pra enja i koordinacije politike zemalja Europske unije. Ako zemlja unutar MIP programa ima prekomjernu neravnotežu, ona može dobiti preporuke za promjenu politike te može u i u postupak prekomjerne neravnoteže (engl. *excessive imbalance procedure, EIP*). Cilj mehanizma EIP je osigurati provo enje 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 zna ajan utjecaj u oblikovanju o ekivanja na finansijskim tržištima za vrijeme panike. Autori navode kako su finansijska tržišta nakon stvaranja krize javnog duga davala lažne signale jer su ulaga i bili vo eni panikom i strahom. Prema autorima, to je dovelo do umjetno visokih razlika u kamatnim stopama na državne obveznice izme u zemalja europodru ja, zbog ega 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 pove ati državnu potrošnju u istom stupnju kao Sjedinjene Ameri ke Države s ciljem borbe protiv recesije zbog njezine podijeljene prirode institucijskoga okuženja, odnosno ne može voditi uspješnu protucikli nu fiskalnu politiku.

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

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

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

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

Unutarnja devalvacija ima manji trošak kada zemlje koje imaju deficit na tekućem raunu naprave unutarnju revalvaciju, odnosno dopuste višu stopu inflacije i rast plaće. Međutim, nakon finansijske krize teret unutarnje devalvacije bio je isključivo na deficitarnim zemljama. Suficitarne zemlje nisu poduzele mjeru kako bi preuzele dio tereta u rješavanja eksternih neravnoteža. Europska komisija predložila je zemljama koje su se nosile sa 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 plaće 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 pogone krizom trebale napraviti strukturne reforme za veću fleksibilnost plaće, zagovarali ekonomsku politiku koja bi pogoršala situaciju.

Europska komisija ne spominje kako će se zemlje s deficitom na tekenu 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 deflačijski pritisci u europodružini nakon krize. Autori smatraju kako će u budućim krizama zemlje kreditori tako da imati više moći od zemalja dužnika jer ne postoji zajmodavac u krajnjoj nuždi na tržištima državnih obveznica<sup>3</sup>.

Nakon što zemlje u europskom području prihvate euro kao nacionalnu valutu, takve zemlje više nemaju kontrolu nad svojom valutom. Europska središnja banka vodi monetarnu politiku koja je zajednička svim zemljama europskog područja. Zbog toga zemlje izdaju dug u valuti koju ne kontroliraju. Eichengreen, Hausmann i Panizza (2003.) takvu situaciju, koja opisuje nemogućnost zemlje da posluže financijska sredstva u inozemstvu u vlastitoj valuti, definiraju kao iskonski grijeh (engl. *original sin*)<sup>4</sup>. To predstavlja problem ako dođe do krize likvidnosti. Naime, nakon što se pogoršava fiskalna pozicija zemlje, ulaga i smanjuje svoja očekivanja o mogućnosti zemlje da otplate svoje dugove. To dovodi do situacije da za novo zaduživanje države trebaju plaćati znatno više kamata. U nedostatku zajmodavca u krajnjoj nuždi, financijska tržišta mogu vršiti pritisak na države.

---

<sup>3</sup>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 interes kreditora. Više o razlozima takvog stava u De Grauwe i Ji (2012.).

<sup>4</sup> Kako je objašnjeno u Eichengreen, Hausmann i Panizza (2003.), treba razlikovati tri različite 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 globalnim 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 europodru ja

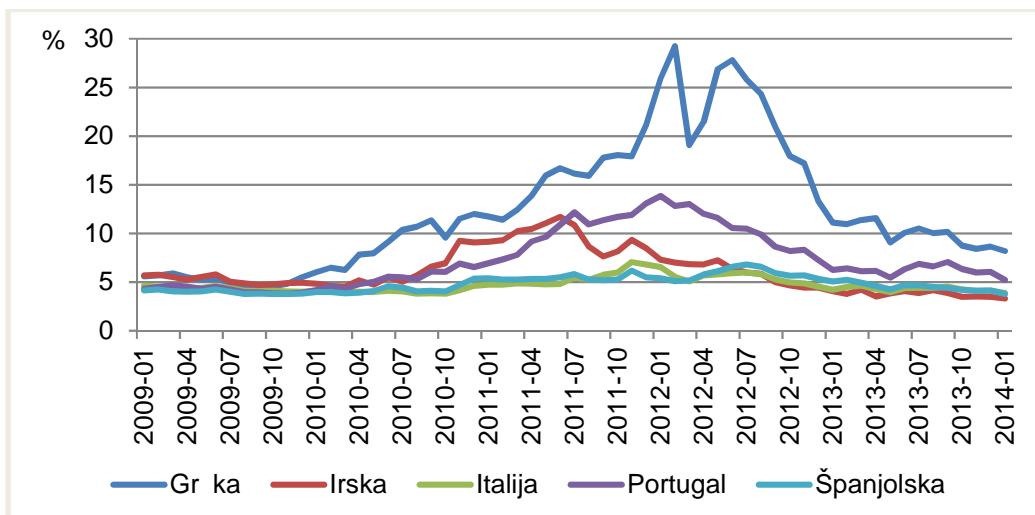
Kriza javnog duga javila se kao posljedica neriješenih problema koji su nastali nakon finansijske krize iz 20008. godine. Naime, finansijska kriza razotkrila je neodrživu fiskalnu politiku i visoku razinu javnog duga zemalja u europodru ju. Zemlje periferije bile su manje uspješne u provo enju strukturnih reformi u poboljšanju institucijskoga okruženja. Krizu javnog duga najviše je osjetila Gr ka, 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 gr ka vlada krajem 2009. godine bila je prisiljena objaviti kako prethodne vlade nisu bile iskrene o veli ini nacionalnoga deficitu i javnog duga. Javni dug Gr ke premašio je bruto doma i proizvod (BDP) zemlje. Investitori su na nove informacije o stanju javnog duga u Gr koj odgovorili traže i ve e prinose na gr ke obveznice, što je pove alo trošak dužni koga optere enja i zahtjevalo niz jamstava Europske unije i Europske središnje banke (ECB). Tržišta su tako er po eli pove avati kamate obveznica u ostalim zaduženim zemljama regije koje su imale visoki udio javnog duga u BDP-u, predvi aju i probleme sli ne onima u Gr koj. Razlog pove anja prinosa obveznica bio je jednostavan: Ako ulaga i smatraju kako postoji ve i rizik za ulaganje u obveznice neke zemlje, zahtijevat e ve i povrat na ulaganje kako bi nadoknadili taj rizik. Time zapo inje za arani krug iz kojega se zemlja koja posu uje nov ana sredstva u valuti koju direktno ne kontrolira teško može izvu i bez vanjske intervencije. Potražnja za ve im prinosima dovodi do viših troškova zaduživanja za zemlju u krizi, što pak dovodi do dalnjeg fiskalnoga pritiska, zbog ega investitori zahtijevaju još ve e prinose. Gubitak povjerenja ulaga a obi no uzrokuje da prodavanje obveznica ne utje e samo na doti nu zemlju ve i na druge zemlje sa sli nim slabim javnim financijama. Tada se može govoriti o „finansijskoj zarazi“.

Donositelji odluka u Europskoj uniji (EU) polako su odgovorili na krizu javnog duga jer su u po etku smatrali kako je problem ograni en samo na periferne zemlje, od kojih se posebno isticala Gr ka s najvišom razinom javnog duga. Kada je Gr ka prihvatala euro 2001. godine, imala je visoki udio duga u BDP-u. Ulaskom u europodru je kamatne su stope na dugoro ne 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 gr ka država iskoristila ih je za dodatno zaduživanje. Kako EU zahtijeva suglasnost svih nacija u Uniji, zemlje na koje u po etku nije utjecala kriza javnog duga nisu bile spremne na spašavanje fiskalnih pozicija perifernih zemalja. Osim toga, do tada je primarni na in djelovanja bio niz spašavanja za problemati na gospodarstva križnim paketima pomo i koji su bili usredoto eni na saniranje financijskoga sustava u europodru ju. Me utim, to se promijenilo 2010. godine kada su Europska unija i Me unarodni monetarni fond Gr koj odlu ili isplatiti financijsku pomo . Gr ka i njezini vjerovnici kasnije su se dogovorili oko restrukturiranja duga, koje je postavilo temelj za još jedan krug nov ane pomo i.

Zemlje lanice europodru ja zatim su stvorile Europski fond za financijsku stabilnost (EFSF) kako bi osigurale hitno kreditiranje zemalja u financijskim teško ama. Uklju ila 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 europodru ju omogu ila kredite po izuzetno niskim stopama. Naziv ovog programa bio je Operacija za dugoro no 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 esto kritizirane kao odga anje istinskoga rješenja za kasniji datum. Pored toga, pojavio se ve i problem. Iako su manje zemlje europodru ja, poput Gr ke, dovoljno male da ih može spasiti Europska središnja banka, velike zemlje, poput Italije i Španjolske, smatrале su se prevelikima za spas nov anim sredstavima. Smanjenje kreditnog rejtinga države (engl. *sovereign rating downgrade*) stvorilo je financijsku nestabilnost i dovelo je do efekta prelijevanja me u zemljama europodru ja i njihovih financijskih tržišta (Arezki, Cielon i Sy, 2011.). Efekti prelijevanja financijske krize s perifernih zemalja na druge zemlje europodru ja bili su izme u 2008. i 2012. godine ja e izraženi za Španjolsku i Italiju prema sržnim zemljama, dok su efekti prelijevanja od Portugala, Gr ke i Irske manje bitni (Galariotis, Makrichoriti i Spyrou, 2015.). De Grauwe i Ji (2012.) pronalaze kako je na zna ajno pove anje kamatnih stopa u Portugalu, Irskoj, Gr koj i Španjolskoj utjecalo negativno raspoloženje ulaga a na financijskim tržištima.

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



**Slika 8:** Kamatne stope u postocima na desetogodišnje državne obveznice izabranih perifernih zemalja europodru ja od sije nja 2009. do sije nja 2014.

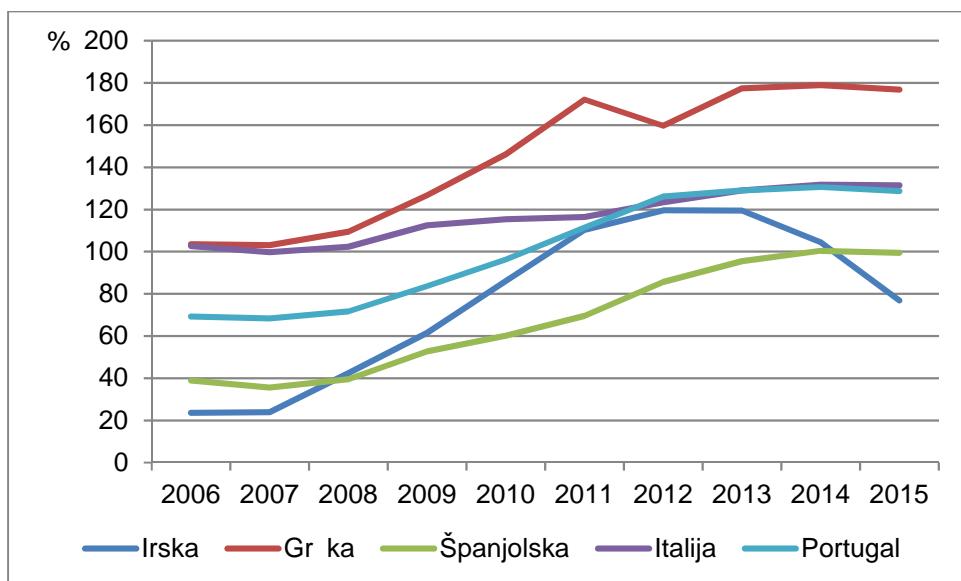
Izvor: Organisation for Economic Co-operation and Development (2018).

Glavno obrazloženje gr ke krize odnosilo se na probleme s financiranjem javnog duga, a kao rješenje za to nametala se politika fiskalne konsolidacije. S druge strane, gr ki su problemi i bili uzrokovani zbog trgovinske neravnoteže prije krize. Problem nedostatka konkurentnosti tako er je pridonio krizi uz realnu aprecijaciju te aja i deficitu na teku em ra unu.

Jedan od estih argumenata koji se spominje je da se kriza u Gr koj mogla izbjeg i da je bilo budžetske discipline. Sinn (2010.) argumentira „da se iz krize treba nau iti lekcija da valutna unija treba oklopjenu budžetsku disciplinu“ kako bi se izbjeglo stvaranje neodrživih poslovnih ciklusa. Dugoro ne kamatne stope na državne obveznice zemalja europodru ja koje su imale lošije javne financije zna ajno su narasle u odnosu na njema ke državne obveznice. Prema De Santis (2012.), to se pove anje može objasniti pomo u agregatnog regionalnog faktora rizika,

kreditnog rizika zemlje te u inkom prelijevanja gr ke krize. Tijekom krize u europodru ju, finansijski problemi u Gr koj prelili su se na druge zemlje europodru ja. Prema Missio i Watzka (2011.), razlike u kamatnim stopama državnih obveznica me u španjolskim, talijanskim i belgijskim obveznicama u odnosu na njema ke narasle su s gr kim.

De Grauwe (2013.) smatra kako je monetarna unija u europodru ju poja ala kretanja u poslovnome ciklusu. Autor navodi kako su automatski stabilizatori koji su postojali na nacionalnoj razini uklonjeni, a nisu uvedeni na zajedni ku razinu monetarne unije, zbog ega su zemlje lanice monetarne unije postale ranjive na finansijske krize.



**Slika 9:** Omjer bruto duga op e države i bruto doma eg proizvoda izabranih perifernih zemalja europodru ja u razdoblju od 2006. do 2015. godine

Izvor: Eurostat

Na slici 9 prikazan je omjer bruto duga op e države i bruto doma eg proizvoda izabranih perifernih zemalja europodru ja. Najzaduženija zemlja u razdoblju izme u 2006. i 2015. godine bila je Gr ka. Njezin je udio duga op e države narastao sa 100% 2006. godine do oko 180% 2013. godine. Op i dug narastao je kod svih izabranih zemalja u razdoblju do 2012. godine. Jedino je Irska uspjela smanjiti udio duga u bruto doma em proizvodu, i to prvenstveno višim ekonomskim rastom.

### 2.3.1. Utjecaj budžetskoga deficitia i javnog duga na makroekonomsku stabilnost u zemljama europodru ja

Prema kejnzijskoj teoriji, kada su potroša i ograni eni s dugom i ne može se o ekivati od privatnoga sektora da zna ajno pove a potrošnju, postoji uloga države u održavanju makroekonomsko stabilnosti. Država može potaknuti ekonomski rast pomo u pove anja deficitia prora una tijekom ekonomsko krize. Država bi se tako er trebala ponašati simetri no za vrijeme snažnog ekonomskog rasta, odnosno trebala bi imati suficit prora una. Me utim, u praksi to nije uvijek tako. Postoje druge okolnosti, od kojih su neke politi ke prirode, pomo u kojih se može objasniti zašto države ignoriraju procikli nu fiskalnu politiku i formiraju prora un kako bi bio cikli an. S vremenom budžetski deficit može dovesti do visoke razine javnog duga, što može predstavljati makroekonomsku ranjivost.

U institucijskome okruženju europodru ja formirana su pravila kako bi se pokušala izbjegi i mogu nost da visoka razina javnog duga predstavlja problem za makroekonomsku stabilnost. Europske institucije su za vrijeme krize javnog duga u europodru ju naglašavala kako bi zemlje trebale fokusirati javne financije prema cilju dugoro ne održivosti. Tako bi održiva fiskalna politika zemljama uz zajedni ku monetarnu politiku usmjerenu prema stabilnosti cijena pridonijela makroekonomskoj stabilnosti u zemljama europodru ja. 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 e otežati smanjenje javnog duga. Visoke kamatne stope tako er mogu utjecati na smanjenje javnih i privatnih investicija, a to se može negativno odraziti na ekonomski rast. Sporiji ekonomski rast negativno utje e na održivost javnih financija zbog upitnosti o makroekonomskoj stabilnosti. Ako situacija postane kriti na, može do i do negativne povratne veze izme u rasta kamatnih stopa na državne obveznice i javnog duga. U takvoj e situaciji izdavanje novog javnog duga dovesti do rasta kamatnih stopa što e u initi budu a 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 ulaga a na financijskom tržištu. Ovaj proces dodatno je zakompliciran u europodru ju jer zemlje posu uju u valuti nad

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

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

De Grauwe i Ji (2015.) pronalaze kako za vrijeme finansijske krize finansijska tržišta mogu prisiliti vlade na provo enje 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 europodru ja. Njihov je zaključak kako promjene u institucijskome okruženju koje su uvedene nakon krize javnog duga nisu dovoljne kako bi europodru je postalo otporno na buduće krize. Ova situacija posebno je problematična ako vlade zemalja pogone ih panikom u finansijskim tržištima smatraju kako je jedini izlazak iz situacije provo enje politike štednje. Naime, politika štednje može dodatno ugroziti makroekonomsku stabilnost zbog pogoršanja recesije i smanjenja očekivanoga ekonomskog rasta u budućnosti. Makroekonomска stabilnost takođe se može pogoršati ako dođe do pojave društvenih nemira i političke nestabilnosti u zemlji.

Dinamika krize javnog duga u europodruju utjecala je na kretanje udjela javnog duga u bruto domaćem proizvodu zemalja koje je zahvatila kriza. Vlade tih zemalja odlučile su se na provo enje 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 pogone nema krizom javnog duga, pojačala negativna kretanja u poslovnom ciklusu u tim zemljama. Naime, autor navodi kako ulaga i uzimaju u obzir stanje gospodarstva kada formiraju svoje mišljenje kako li zemlja može i platiti 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 ulaga i kako će se zemlja u budućnosti moći lakše otplatiti svoj javni

dug. Iz toga proizlazi zaklju ak kako politika štednje u vrijeme ekonomske krize pove ava makroekonomsku nestabilnost.

Kako u europodru ju postoji zajedni ka 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 europodru ja, te njihove vlade razmišljaju o uvo enju eura. Me utim, Fatas i Mihov (2009.) pronalaze kako uvo enje eura nije utjecalo na promjene u fiskalnoj politici koja je bila blago procikli na u europodru ju. Njihovi rezultati pokazuju kako su se mjere štednje provodile za vrijeme recesije ili slabog ekonomskog rasta. Iako je fiskalna politika bila procikli na, mogu e je kako dijelovi prora una imaju protucikli nu komponentu koja je poboljšala makroekonomsku stabilnost u zemljama europodru ja. Naime, autori navode kako automatski stabilizatori najviše pridonose protucikli noj fiskalnoj politici u europodru ju, a oni imaju ve i utjecaj nego u Sjedinjenim Ameri kim Državama.

Alberto Alesina i Silvia Ardagna (2009.) smatraju kako ekspanzivna fiskalna politika bazirana na smanjenju poreza ima ve i utjecaj nego pove anje državne potrošnje na rast bruto doma eg proizvoda, a fiskalna politika kojom se smanjuje državna potrošnja bez pove anja poreza ima ve i utjecaj na smanjenje prora unskog deficitia i manje utje e na stvaranje recesije.

### 2.3.2. Posljedice promjena javnog duga na gospodarstva europodru ja

Za razumijevanje kako promjena javnog duga utje e na gospodarstva europodru ja, potrebno je uzeti i kontekst u kojem je došlo do promjene javnog duga. Naime, na javni jug u zemljama europodru ja utjecala je finansijska kriza iz 2008. godine i kriza javnog duga koja je uslijedila. Rezultat dugotrajne recesije i kratkotrajne fiskalne politike nakon finansijske krize iz 2008. bilo je pove anje javnog duga. Me utim, nakon što su se poboljšali izgledi za oporavak ekonomskog rasta, donositelji odluka odlu ili su kako više nije potrebna ekspanzivna fiskalna politika. Dapa e, oni su smatrali kako e pomo u politike štednje uspjeti vratiti pouzdanje u održivost javnih financija te e to imati ekspanzivni rezultat na ekonomski rast.

Franks, Barkbu, Blavy, Oman i Schoelermann (2018.) navode kako je fiskalna politika u europodru ju poja ala kretanja poslovnoga ciklusa. Autori smatraju kako je Pakt o stabilnosti i rastu trebao sprije iti da nacionalne fiskalne politike stvaraju negativne eksternalije na ostale zemlje u europodru ju i na provo enje monetarne politike. Autori smatraju kako je prije finansijske krize iz 2008. godine nadzor nad provedbom Pakta o stabilnosti i rastu bio slab, zbog ega zemlje tijekom dobrih ekonomskih vremena nisu stvorile dovoljno fiskalnog kapaciteta, pa su bile prisiljene na fiskalnu konsolidaciju za vrijeme recesije. Me utim, provo enje fiskalne konsolidacije dodatno je poja alo negativan utjecaj recesije i amplitude u kretanjima poslovnoga ciklusa u europodru ju.

Kako bi se bolje razumjele posljedice promjene javnog duga na gospodarstva europodru ja, potrebno je uzeti u obzir i ekonomске prilike u kojima se nalazilo gospodarstvo europodru ja nakon finansijske krize. Naime, za vrijeme ekonomskog rasta monetarna politika može poništiti djelovanje fiskalne politike. Ako bi vlada odlu ila voditi procikli nu fiskalnu politiku za vrijeme ekonomskog rasta, tada bi monetarna politika podizanjem klju ne kamatne stope mogla ukloniti u inak eksplanzivne fiskalne politike. Ista logika vrijedi i za protucikli nu fiskalnu politiku za vrijeme ekonomskog rasta. U tom slu aju monetarna politika može smanjivanjem klju ne kamatne stope djelovati eksplanzivno na ekonomski rast, zaposlenost i inflaciju te tako poništiti djelovanje politike štednje. Me utim, zemlje europodru ja odlu ile su provoditi cikli nu fiskalnu politiku za vrijeme recesije i dok su klju ne 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<sup>5</sup>. U tom slučaju fiskalna politika može više utjecati na makroekonomski varijable nego u normalnim vremenima. DeLong i Summers (2012.) navode kako u zamci likvidnosti privremena ekspanzivna fiskalna politika može smanjiti dugoročne troškove otplivanja 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 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 dosegati vrijednosti do 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 europskom području 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 pogodnjima krizom. Prema njegovo ideji, to bi dovelo do poboljšanja izgleda za gospodarski oporavak u europskom području.

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 akcije 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

---

<sup>5</sup> 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 finansijske 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 deflacji uzrokovanoj dugom, a proces oporavka, koji ovisi o mogućnosti dužnika da otplate svoje dugove, slijedi 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 iduće izborima. Međutim, fiskalna pravila sprječavaju preveliku državnu potrošnju vlada kako bi javni dug dugoročno bio održiv. Ova uloga pravila izražena je u dobrom 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 preći 60%.

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

De Grauwe i Foresti (2015.) pronađale su dva različita režima u monetarnoj uniji. Autori navode kako u slučaju kada postoji povjerenje u stabilnost europskog područja, 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, autorи 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 europodruju nakon krize javnog duga u europodruju, smanjila sposobnost vlada da uspješno riješe probleme nastale asimetričkim šokovima, a ne podupiru financijsku stabilnost i slobodno kretanje kapitala u europodruju.

Zbog kretanja poslovnoga ciklusa samo je pitanje vremena kada će doći i 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 finansijske krize iz 2008. godine bila destruktivna te je dovila do politike štednje, koja je usporila ekonomski oporavak. Prema Krugmanu, državna potrošnja na infrastrukturu, obrazovni i zdravstveni sustav dugorođe je isplativa, ak i kada se uzme u obzir ista monetarna vrijednost. Ovo posebno vrijedi kada se kamatne stope na državne obveznice nalaze na niskim razinama, kao što je slučaj u određenim zemljama europodruja. U tim bi zemljama država mogla doprinijeti ekonomskom rastu te uložiti u dugorođe isplative projekte koji imaju visok povrat na ulaganje. Međutim, zemlje su ograničene fiskalnim pravilima koja mogu ograničiti državne investicije. Ak 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.

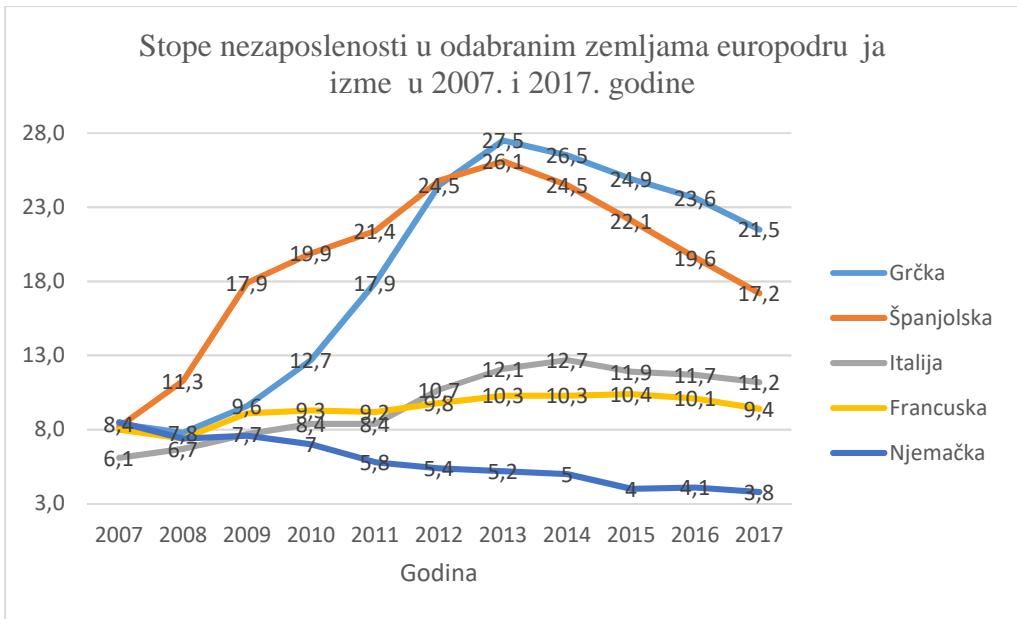
Njemačka vlada 2009. godine u njemački je ustav uvela amandman o uravnoveženom proračunu (njem. *Schuldenbremse*). Prema amandmanu, federalna vlast Njemačke ne smije imati veći strukturni deficit proračuna od 0,35% BDP-a nakon 2016. godine. Njemačke savezne pokrajine (njem. *Länder*) moraju eliminirati strukturni deficit do 2020. godine. Iznimka za ovo pravilo su prirodne katastrofe i snažne recesije. Amandman je postigao određeni uspjeh. Njemačka država uspjela je znajući smanjiti udio javnog duga u BDP-u i održavati blagi deficit proračuna. Austrija, Španjolska i Poljska uvelile su sličan zakon prema kojem javni dug ne smije preći 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 sporije ekonomskog rasta nakon krize i sporije pada nezaposlenosti nakon ekonomske krize.

## 2.4. Posljedice finansijske krize i krize javnog duga u europodruju

Finansijska kriza iz 2008. godine uzrokovala je dugoročne posljedice za zemlje europodruju. Mnoge od tih posljedica i danas se osjeti u određenim zemljama europodruju. Došlo je do značajnog gubitka radnih mesta, pada plaća i porasta finansijske nesigurnosti za mnoge ljudi u europodruju. 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“.

Stopa nezaposlenosti u europodruju naglo su porasle nakon finansijske 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 finansijskoj 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 europodru ja izme u 2007. i 2017. godine

Izvor: Autor prema podacima iz baze podataka Eurostat

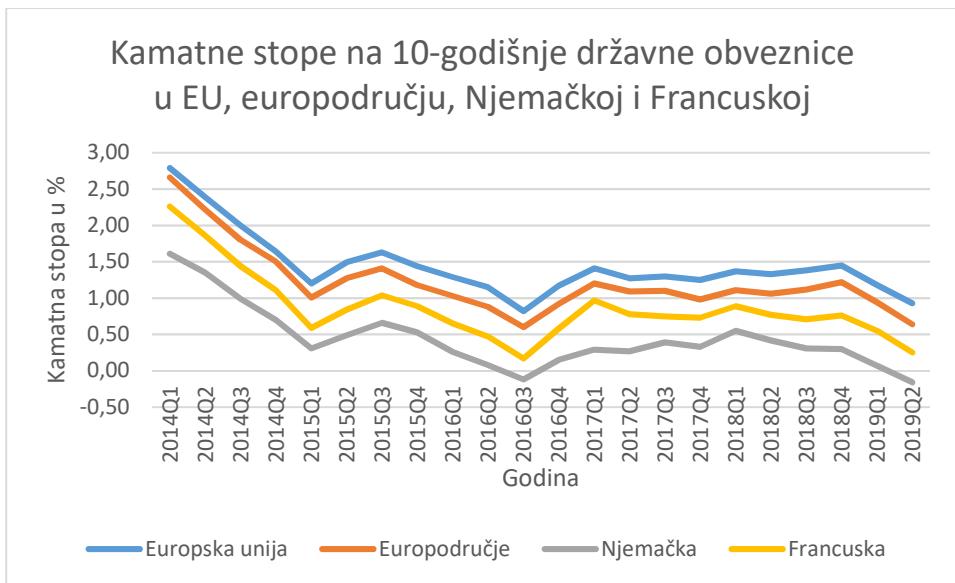
Finansijska kriza iz 2008. godine dovela je do zna ajnog usporavanja stope rasta potencijalnog bruto doma eg proizvoda (BDP-a) u zemljama europodru ja. Snažan pad proizvodnje u odnosu na trend prije krize doveo je do smanjenja udjela radno aktivnog stanovništva u ukupnom stanovništву. Zbog visoke nezaposlenosti u europodru ju u godinama nakon krize dio radnika odlu io je iza i iz radne snage. To je smanjilo produktivni kapacitet zemalja europodru ja. Ball (2014.) navodi kako je potencijalni BDP smanjen za više od 30% u Gr koj i Irskoj, odnosno u zemljama koje su snažnije bile pogo ene finansijskom krizom. Budu i da odre ene zemlje poput Gr ke još uvijek nisu nadoknadile BDP koji su imale 2008. godine te su njihove stope potencijalnog rasta smanjene, izgledno je da e se gubitak proizvodnje tijekom vremena pove ati.

Finansijska kriza oslabila je bilance banaka u zemljama europodru ja. Ostavština krize je zna ajan 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 ve eg 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 europodruju. Kako se razina javnog duga u mnogim zemljama nakon krize nalazila iznad 60% BDP-a, zbog fiskalnih pravila zemlje europodruja 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 ekomska integracija u europodruju održiva. Budućnost uspješne Europske unije i europodruja ovisi o daljnjoj politici koja i ekonomskoj integraciji. Ako izostane potrebna integracija, europski projekt postaje upitan.

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

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 političkoj štednji s ciljem smanjenja javnog duga u europodruju. 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 inflacije 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.

Dugorođene 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 Evropskoj 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 će takođe biti prisutne niske kamatne stope na državne obveznice. Niske stope rasta BDP-a u europodručju takođe 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 znatnih finansijskih kriza obično dolazi do sporog oporavka privatnih investicija na razine prije krize. Isto se dogodilo u europodručju nakon finansijske 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 uinkovita. Međutim, prema autorima, niske kamatne stope dobre su za fiskalnu politiku jer omogućuju lakše smanjenje javnog duga i zahtijevaju smanjenu fiskalnu konsolidaciju.

U europodružinu 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 europodružini, 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 europodružini to na, to bi značilo kako će gospodarski rast ostati usporen bez snažnije ekspanzivne fiskalne politike. Zbog fiskalnih pravila u europodružini i politike smanjenja javnog duga, vjerojatno je kako će izostati potreban fiskalni odgovor.

Iako je tijekom krize javnog duga bilo promišljanja o kraju projekta europodružine, 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 EUROPODRU JA**

Europodru je je monetarna unija u kojoj je odgovornost za zajedni ku monetarnu politiku prepuštena Europskoj središnjoj banci, a zemlje lanice imaju odgovornost za svoju fiskalnu politiku. Zbog takvog ustroja institucijskoga okruženja postoji potreba za fiskalnom odgovornoš u lanica kako bi se fiskalna politika mogla koristiti u kriznim vremenima. Uz fiskalnu odgovornost smanjuje se mogu nost da fiskalna politika postane izvor ranjivosti za lanicu. Ako zemlja vodi odgovornu fiskalnu politiku s niskom stopom deficita prora una i niskim udjelom javnog duga u bruto doma em proizvodu, onda može biti u boljoj poziciji te stimulirati svoje gospodarstvo koriste i ekspanzivnu fiskalnu politiku. Ako zemlja u krizno vrijeme u e s visokim deficitom i javnim dugom, onda pozitivan utjecaj fiskalne politike na gospodarski rast može biti ograni en. Štoviše, fiskalni položaj može postati izvor ranjivosti prije nastanka krize.

Kako bi Europska unija bolje funkcionalala kao cjelina, donesene su odluke za unapre enje institucijskoga okruženja u Ugovoru iz Lisabona. Na razini Europske unije prihva ene su odre ene fiskalne politike kojih se trebaju držati zemlje lanice. Njihova uloga je poboljšanje fiskalne održivosti. Prema Europskoj središnjoj banci (2018.), to su zabrana monetarnog financiranja prora una od strane središnje banke, zabrana privilegiranog pristupa financijskim institucijama, klauzula koja zabranjuje financijsko spašavanje država lanica, mjere za izbjegavanje prekomjernih prora unskih deficitia te Pakt o stabilnosti i rastu. Monetarno financiranje zna i kako Europska središnja banka ne e spašavati lanice europodru ja „tiskanjem primarnog novca“. Takav ustroj omogu ava održavanje stabilnosti cijena u europodru ju. Zabrana privilegiranoga pristupa odnosi se na jednakost pristupa financijskim institucijama. Drugim rije ima, niti jedna nacionalna, regionalna ili lokalna vlada, nacionalne ili nadnacionalne institucije, javna poduze a te druga tijela ne smiju imati privilegirani pristup financijskim institucijama. Klauzula o zabrani financijskog spašavanja država lanica zna i kako se onemogu ava jednoj državi lanici da preuzme dugove druge lanice. Mjere za izbjegavanje prekomjernih prora unskih deficitia odnose se na pravilo kako deficit prora una ne smije prelaziti

3% prora una te javni dug ne smije biti ve i od 60% bruto doma eg proizvoda<sup>6</sup>. Europska središnja banka navodi kako odluku treba li država lanica u i u proceduru prekomjernog deficitia donosi Vije e za ekonomske i financijske poslove (Ecofin), koje se sastoji od ministara financija i gospodarstva iz zemalja lanica Europske unije. Ako Vije e doneše odluku kako jedna ili više zemalja lanica imaju prekomjerne deficite, onda one ulaze u proceduru prekomjernog deficitia. To podrazumijeva prva enje od strane Vije a, a mogu e su i financijske kazne za zemlje lanice koje se ne pridržavaju preporuka Vije a. Pakt o stabilnosti i rastu jedan je od klju nih makroekonomskih pravila Europske unije. Pakt zahtijeva od zemalja lanica odreivanje i koordinaciju fiskalne politike kako zemlje ne bi ušle u proceduru prekomjernog deficitia. Odreivanje prora unskog deficitia ispod 3% bruto doma eg proizvoda moglo bi pomo i zemljama lanicama osigurati održivu fiskalnu putanju prora una i javnog duga. Cilj je Pakta održavanje makroekonomske stabilnosti u zemljama lanicama.

Zemlje europodru ja imaju zajedni ku monetarnu politiku, a samostalnu fiskalnu politiku, koja je ograni ena poštivanjem pravila iz Pakta o stabilnosti i rastu i procedurom prekomjernog deficitia. Zajedni ka monetarna politika zna i kako zemlje izgube svoju nezavisnu monetarnu politiku. Lanice su ulaskom u monetarnu uniju izgubile svoju te ajnu politiku, a time i mehanizam prilagodbe na asimetri ne šokove. Osim ovog problema, De Grauwe (2014.) navodi kako postoji još jedan zna ajan problem. Naime, De Grauwe pojašnjava kako zemlje europodru ja izdaju javni dug u valuti koju ne kontroliraju, zbog ega financijska tržišta mogu onemogu iti zemljama da financiraju javni dug, dok se takav problem ne može pojavit u zemljama koje nisu dio monetarne unije.

Još je jedna specifi nost europodru ja što zemlje imaju razli it stupanj financijske otvorenosti, konkurentnosti tržišta proizvoda i fleksibilnosti tržišta rada. Iz toga mogu nastati ranjivosti u europodru ju koje mogu otežati prilagodbu zemalja na asimetri ne šokove ili ublažavanje zna ajnih amplituda u kretanju poslovnnoga ciklusa.

---

<sup>6</sup> Dopušteno je privremeno nepridržavanje ovog pravila u kriznim vremenima. Me utim, ak i tada putanja kretanja o ekivanog javnoga duga i deficitia treba težiti relevantnim stopama postavljenim u ovom pravilu.

### 3.1. Odre enje pojma institucijskoga okruženja

Pojam institucijsko okruženje koji se koristi u ovome radu definirano je u uvodnom potpoglavlju "Definiranje problema istraživanja". Me utim, u ekonomskoj literaturi razli iti autori na druga iji na in definiraju institucijsko okruženje. Schwab i Sala-i-Martin (2016.) definiraju institucijsko okruženje kao zakonodavni i administrativni okvir u kojem poduze a, pojedinci i države me usobnim djelovanjem odre uju kvalitetu javnih institucija, a institucijsko okruženje zemlje ovisi o efikasnosti i ponašanju javnih i privatnih dionika. Hodgson (2006.) definira institucije kao sustave postavljenih i prevladavaju ih društvenih pravila društvenih interakcija poput jezika, financijskih sredstava i zakona. Prema Scullyju (1988.), institucijsko okruženje utje e na efikasnost i gospodarski rast, a politi ki otvorene ekonomije koje poštuju vladavinu prava, privatno vlasništvo i tržišnu ekonomiju imaju tri puta ve i gospodarski rast od zemalja u kojima su slobode ograni ene. Polazišna to ka u odre ivanju definicije institucijskoga okruženja bilo je odre enje pojma institucija prema North (1991.), koji definira institucije kao „ljudski osmišljena ograni enja koja oblikuju politi ke, ekonomski i društvene interakcije“. Ovakva definicija podrazumijeva dvije klju ne stavke. Prvo, institucije su pravila koja su postavili ljudi i ne proizlaze nužno iz prirodnih zakonitosti, i drugo, institucije imaju u inak na ponašanje.

Institucijsko okruženje može se u op enitom smislu odrediti kao zakonodavna okolina u kojoj djeluju privatne i javne institucije zemlje, odnosno kao skup formalnih zakona, pravila i regulacija te neformalnih obi aja i normi koje utje u na gospodarsku aktivnost te ponašanje pojedinaca i kompanija. Me utim, takva definicija nije dovoljno uska za potrebe ovoga rada niti uzima u obzir posebnosti europodru ja.

U Europskoj uniji postoji pojам „jedinstveno institucijsko okruženje“. Ugovor iz Maastrichta (Commission of the European Communities, 1992.) u lanku 3 definira jedinstveno institucijsko okruženje kao postojanje skupa zajedni kih europskih institucija kroz koje države sura uju, a one lanice koje ne sudjeluju u takvom okruženju prihva aju ga iako u njega nisu uklju ene. To podrazumijeva kako Europska unija djeluje kroz zajedni ke institucije s ciljem postizanja konzistentnosti i kontinuiteta politika.

### 3.2. Razvoj Europske unije od Europske ekonomiske zajednice do ekonomске 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 izbjeganje nove vojne sukobe među europskim zemljama. Sjedinjene Amerike i Države pomoći u Marshallovog plana potaknule su ekonomsku suradnju u europskim zemljama i nastojale zaustaviti širenje komunizma. Belgija, Luksemburg i Nizozemska 1948. godine uveli su zajedničku carinsku uniju. Iduće godine osnovano je Vijeće Europe s ciljem poticanja demokracije i vladavine prava u europskim zemljama.

Znajući da ekonomska integracija započela je osnivanjem Europske zajednice za ugljen i čelič 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 ekonomска zajednica (engl. *European Economic Community, EEC*) te zajedničko tržište (engl. *Common Market*). Europska ekonomска 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 konkurenčije. Na zajedničkom su tržištu zemlje lanice 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 ekonomiske zajednice kada je ona osnovana.

Tijekom 1970-ih i 1980-ih Europska ekonombska zajednica pove ala je broj svojih lanova. Kako navodi Gabel (2019.), Ujedinjeno Kraljevstvo, Danska i Irska su ušle u zajednicu 1973. godine, Gr ka 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 po eli se razvijati daljnja suradnja me u zemljama u podru jima regionalnog razvoja. Regionalna politika bavila se transferom finansijskih sredstava za stvaranje radnih mjesta i infrastrukture u siromašnjim dijelovima, a Europski je parlament pove ao svoj utjecaj, te su lanovi parlamenta 1979. po eli biti birani direktno od strane gra ana (Europa, 2019). U 1970-ima formirana je još jedna važna institucija. To nije, 1974. godine formirano je Europsko vije e (engl. *European Council*), koje se sastaje dva puta godišnje kako bi odredilo dugoro ne planove europskih politi kih i ekonomskih integracija. Kako navodi Gabel (2019.), predsjednik Europskoga vije a birao se me u šefovima država svakih 6 mjeseci, a tek nakon prihvaanja Lisabonskog sporazuma 2009. predsjedništvo postaje trajno na dvije i pol godine.

Tijekom 1970-ih zemlje Europske ekonombske zajednice još uvijek su imale svoje nacionalne valute. Nagle promjene te aja na finansijskim 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 obra unska jedinica novog monetarnog sustava koristila se Europska valutna jedinica (engl. *European Currency Unit, ECU*), svojevrsna košarica valuta koja se kretala prema te ajevima nacionalnih valuta zemalja u zajednici. To je bio prvi korak prema stvaranju monetarne unije.

Kako bi došlo do poboljšanja integracije me u zemljama, bilo je potrebno uvesti slobodno kretanje ljudi me u zemljama. Zato su Njema ka, Francuska, kao i Belgija, Nizozemska i Luksemburg sredinom 1980-ih potpisale Schengenski sporazum, koji je postepeno ukinuo barijere kretanja ljudi. U idu im e desetlje ima ve ina zemalja Europske unije pristupiti Schengenskom sporazumu.

Idu i korak prema daljnjoj integraciji dogodio se 1986. godine, kada je potписан 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 Njemačke 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, sa ciljem realizacije ciljeva Ekonomsko monetarne unije (engl. *Economic Monetary Union*). Rezultat je bilo Delorsovo izvješće koje je osmislio 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 prihvatanje 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 lanice europskog područja.

Nakon produbljivanja ekonomskе integracije bilo je potrebno poboljšati politiku integraciju. Odredeni 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 lanica te kako prilagoditi institucije većem broju lanova. Predloženi ustav trebale su ratificirati sve zemlje lanice, ali to se nije dogodilo jer su Francuska i Nizozemska odbrile ugovor. Ugovor bi formirao funkciju europskog predsjednika, europskog ministra vanjskih poslova, javnog tužitelja te povelju o temeljnim pravima. Prema Gabelu, ugovor bi proširio ovlasti Europskoga parlamenta, a EU bi dobila "pravnu osobnost" koja je podrazumijevala isključivo pravo pregovaranja većine ugovora u ime svojih lanova. Lisabonski ugovor zamijenio je predloženi ugovor i stupio je na snagu 2009. godine. Krajem 2018. godine

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

### 3.2.1. Utjecaj carinske unije na trgovinsku politiku europodru ja

Od ranih dana trgovinske politike EU fokus je bio na regionalnu integraciju zemalja EU i multilateralnu liberalizaciju trgovine. Dugoro ni cilj dublje ekonomske integracije doveo je do ja anja trgovinskih veza me u zemljama. Carinskom unijom uspostavljena je jedinstvena zajedni ka carinska politika prema tre im stranama. Lanovi carinske unije ne mogu sami odre ivati carine prema drugim zemljama unutar carinske unije ili prema zemljama izvan unije. Umjesto toga, institucije Europske unije imaju ovlasti za odre ivanje zajedni ke carine. Upravo su zajedni ke vanjske carine u carinskoj uniji klju na razlika carinske unije i podru ja slobodne trgovine. Uz to, zemlje lanice carinske unije ne mogu same sklapati ugovore o trgovini sa zemljama izvan unije. Me utim, prednost je carinske unije u tome što kod trgovinskih pregovora zemlje lanice unije imaju ve u pregovara ku mo 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 me u 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 funkciranje unutarnjeg tržišta bilo u inkovitije, postoji odre ena centralizacija odluka na supranacionalnoj razini EU. Centralizacija trgovinske politike prinosi ja anju pregovara ke pozicije EU kod me unarodnih trgovinskih pregovora sa zemljama izvan EU. Multilateralni trgovinski pregovori doveli su do smanjenja carina koje napla uju zemlje EU. Iako još postoje zna ajnije carine na poljoprivredne proizvode iz zemalja izvan EU, ostale carine nalaze se na povijesno niskim razinama.

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

zajedni ke 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 podruju slobodne trgovine jer se trgovinske procedure razlikuju među zemljama EU<sup>7</sup>. Oni dolaze do zaključka kako bi harmonizacija trgovinskih procedura povećala izvoz u zemlje EU za 20%.

Funkcioniranje carinske unije upotpunjaje 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 zajedni ke carine pridonijele rastu trgovine Turske za razliku od ukinutih carina na unutarnjem tržištu carinske unije. Ograničenje u inak trgovine Turske sa zemljama EU objašnjavaju ograničenjem pristupa Turske tržištu EU.

Globalizacija, rastu a 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, u inak trgovinske politike EU na zaposlenost ima druga ije 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 jednakе 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 preraspodjeli dijela koristi od slobodne trgovine prema onima koji trpe negativne posljedice (nezaposlenost i dr.). Tako bi koristi od trgovine bile više rasprostranjene.

---

<sup>7</sup> 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. U inci uvo enja eura u zemljama europodru ja

Zemlje EU ne trebaju biti dio europodru ja kako bi imale pristup jedinstvenom europskom tržištu. Ono daje zemljama slobodno kretanje proizvoda, usluga, kapitala i rada. Iako jedinstveno europsko tržište nudi zna ajne slobode, još uvijek postoje barijere kretanja rada me u 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. Prihva anje eura uistinu je dovelo do ubrzanja provo enja i implementacije strukturalnih reformi na tržištu proizvoda, ali ne i na primarnome tržištu rada (Alesina, Ardagna i Galasso, 2008.).<sup>8</sup> Me utim, Franks, Barkbu, Blavy, Oman i Schoelermann (2018.) pokazuju kako lanstvo u europskoj monetarnoj uniji nije pridonijelo provo enju strukturnih reformi u odnosu na reforme koje su provele ostale razvijene zemlje. Autori navode kako su osniva i europodru ja o ekivali da e nacionalne vlade imati poticaj za provo enje strukturnih reformi u svojim zemljama s ciljem poboljšanja produktivnosti, konkurentnosti tržišta proizvoda, ali i fleksibilnosti tržišta rada, uvezši u obzir gubitak te aja kao alata ekonomske politike u smanjenju jaza konkurentnosti. Prema Franks, Barkbu, Blavy, Oman i Schoelermann, zemlje europodru ja pove ale su konkurentnost tržišta proizvoda izme u 1988. i 2013. godine. Mongelli i Vega (2006.) navode kako su nakon stvaranja europodru ja ve e zemlje bile sporije u provo enju strukturnih reformi, ali su imale više koristi od finansijske integracije.

---

<sup>8</sup>U istraživanju Alesina, Ardagna i Galasso (2008.) navode tri mogu a objašnjenja zašto je uvo enje eura potaknulo reforme na tržištu proizvoda. Prvo, radi se o slu ajnosti. Odre ene zemlje su odlu ile provesti reforme krajem 1990-ih, a to se vrijeme podudara s uvo enjem eura. Drugo, tvrtke su izgubile konkurentnost i tražile liberalizaciju u sektorima gospodarstva koji su proizvodili intermedijarna dobra i usluge, uklju uju i one s kojima se ne trguje na me unarodnom tržištu, kako bi zadržale niske troškove. Tre e objašnjenje je da uvo enje eura nije bilo ekonomski bitno, nego je iskorišteno kao politi ki alat i opravdanje da su potrebne reforme na tržištu proizvoda.

Postoji pet makroekonomskih kriterija iz Maastrichta za lanstvo u europodru ju (Tablica 1). Prema kriteriju te aja zemlja treba sudjelovati u ERM II najmanje dvije godine, što podrazumijeva da se nacionalni te aj zemlje treba kretati u rasponu od 15% oko središnje razine u odnosu na euro. Zbog kriterija zemlja se ne može odlu iti 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 finansijska kriterija prema kojima državne financije trebaju biti stabilne. Deficit prora una države ne smije biti ve i od 3% i dug države ne smije biti ve i od 60%. Posljednji kriterij odnosi se na kriterij kamatnih stope. Dugoro ne (10-godišnje) nominalne kamatne stope na javni dug ne smiju biti ve e od 2% u odnosu na prosjek triju zemalja s najnižom stopom inflacije. Europska komisija i Europska središnja banka na temelju formalne procjene odlu uju je li zemlja ispunila sve kriterije konvergencije.

**Tablica 1.** Pet konvergencijskih kriterija iz Maastrichta za lanstvo u europodru ju

Što se mjeri:	Stabilnost cijena	Zdrave javne financije	Održive javne financije	Trajinost konvergencije	Stabilnost te aja
Kako se mjeri:	Stopa inflacije potroša kih cijena	Državni deficit kao% BDP-a	Državni dug kao% BDP-a	Dugoro na kamatna stopa	Odstupanje od središnjeg te aja
Kriteriji konvergencije:	Ne više od 1,5 postotnih bodova iznad stope tri najbolje države lanice	Referentna vrijednost: ne više od 3% prora unskog deficita	Referentna vrijednost: ne više od 60% udjela javnog duga u BDP-u	Ne više od 2 postotna boda iznad stope tri najbolje države lanice u pogledu stabilnosti	Sudjelovanje u ERM II najmanje 2 godine bez ozbiljnih odstupanja cijena

Izvor: Europska komisija (2019b)

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

smanjiti volatilnost kretanja te aja izme u eura i drugih valuta kako bi se održala ekonomska i finansijska 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 prihvat anje eura. Ostatak u ERM II takođe je jedan od kriterija konvergencije koje neka zemlja treba zadovoljiti kako bi ušla u europodru. 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 te aja kojega se onda moraju držati. Ako se te aje pomakne više od dozvoljenog raspona, potrebna je intervencija nacionalne središnje banke zemlje s ciljem da se te aje vrati u dozvoljeni raspon. Ulazak u ERM II donosi i određene rizike. Iako država može biti odlučna u svojim nastojanjima da održi stabilan te aji, zbog uskog raspona kretanja te aja može biti ranjiva na špekulativne napade. Ako središnja banaka odgovori na takve napade intervencijom na tržištu deviza, to može dodatno povećati volatilnost te aja.

Sve zemlje Europske unije osim Danske trebaju prihvatiti euro kao svoju nacionalnu valutu. Odluka o datumu ulaska u europodru je ostavljena vladama država Europske unije, ali pod uvjetom da je zemlja ispunila sve kriterije. Ti se kriteriji odnose na održavanje niske inflacije dugorođnih kamatnih stopa na državne obveznice ispod određene razine, poštivanje pravila Pakta o stabilnosti i rastu te ulazak u ERM II. Nacionalni zakoni takođe 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 te aja unutar određenog raspona, zemlja izgubi alat za ublažavanje eksternih šokova.

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

aprecijacijska premija realnog te aja<sup>9</sup>. Uvo enjem kredibilnog režima ciljane zone (engl. *target zone*) smanjuje se volatilnost te aja jer dolazi do pada špekulantske aktivnosti, a te aj ostaje u sredini zone zna ajno 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 sli nom položaju. To poti e njihove središnje banke na koordinirane intervencije na deviznom tržištu kako bi njihovi te ajevi ostali unutar odre enog ERM II raspona kretanja (Kobor i Székely, 2004.).

Prije nastanka europodru ja 1999. neki autori (Feldstein, 1997.) smatrali su kako bi zajedni ka valuta u najboljem slu aju dovela do malih trgovinskih i investicijskih koristi, ali bi podigla prosje nu cikli ku nezaposlenost, inflaciju, pogoršala strukturnu nezaposlenost te pove ala rizik od protekcionizma. Drugi autori (Wihlborg, Willett i Zhang, 2010. prema De Grauwe (1993.)) naglašavali su kako je stvaranje eura vo eno prvenstveno radi politi kih interesa, te su argumentirali da europodru je ne ispunjava sve kriterije za optimalno valutno podru je, što je preduvjet uspješne monetarne unije.

Prema ekonomskoj teoriji, uvo enje eura vodi prema procesu financijske konvergencije koji bi trebao pove ati vezu me u europskim tržištima dionica, odnosno korelaciju me u tržištima dionica zemlje koja uvodi euro i drugih zemalja europodru ja. Prema Billio i Pelizzon (2002.), uvo enje eura donijelo je neto korist zbog smanjenja volatilnosti za zemlje s povjesno nestabilnim tržištem dionica. Autori tu pojavu objašnjavaju pomo u ve e discipline „ekonomski jakih europskih zemalja na ekonomski slabije zemlje, posebno na Italiju“.

Iako je obaveza ulaska u europodru je nametnuta državama nakon što su ušle u Europsku uniju, vlade država mogu odgoditi ulazak. U tom slu aju država e imati više vremena za usvajanje politike za makroekonomsku stabilnost i uskla ivanje institucijskog okruženja sa zemljama europodru ja. Iz toga proizlazi pitanje kada se zemlji najviše isplati prihvati euro. Prednosti

---

<sup>9</sup>Buiter (2005.) predlaže kako bi tranzicijske zemlje trebale uvesti euro kao paralelnu valutu jer bi se na taj na in euroizirale postepeno, što bi bilo u skladu s kriterijima konvergencije za ulazak u europodru je. Više o razlozima zašto ERM II može u initi zemlju ranjivu na financijske šokove u Buiter (2005.).

ranijeg prihva anja eura kao nacionalne valute su pove anje ekonomske i finansijske integracije s europodru jem te snižavanje premije rizika zemlje, što podupire ekonomski rast (Backé i dr., 2004.). Nedostatak ranijeg prihva anja eura je da se zemlja ranije odri e 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 te aja važan je alat za postizanje cikli ne ravnoteže nakon ulaska u Europsku uniju. Argument za zemlje koje postanu dio Europske unije da ne prihvate euro u prvoj godini lanstva je kako e tijekom vremena imati više trgovinskih veza s Europskom unijom. Prema Frankel (2004.), ekonometrijska analiza pokazuje kako rastu e trgovinske veze vode prema ve oj cikli koj korelaciji, odnosno prema cikli koj konvergenciji. Implikacija je kako se nove lanice EU mogu bolje kvalificirati za kriterij optimalnog valutnog podru ja nekoliko godina nakon ulaska u EU. De Grauwe i Mongelli (2005.) pronalaze kako je europodru je imalo zna ajan utjecaj na promjenu cijena na tržištu proizvoda.

Obstfeld (1997.) smatra kako e euro ukinuti nominalnu devalvaciju te aja kao mehanizam prilagodbe na makroekonomiske šokove, kojim zemlje mogu vratiti izgubljenu konkurentnost smanjenjem realnih pla a za dane nominalne nadnice. Autor smatra kako e euro izvršiti pritisak na sindikate da budu fleksibilniji u svojim zahtjevima. Alesina, Barro i Tenreyro (2002.) pronalaze kako prihva anje strane valute pove ava bilateralnu trgovinu, te dolazi do ujedna avanja cijena me u zemljama. Bekaert (2012.) smatra kako je lanstvo u Europskoj uniji pove alo ekonomsku i finansijsku integraciju me u europskim zemljama, a uvo enje eura kao službene valute nije dovelo do ve e integracije. Tržišta dionica u eškoj, Ma arskoj i Poljskoj imala su ve u pozitivnu korelaciju nakon što su zemlje ušle u europodru je nego prije ulaska (Murinde i Poshakwale, 2004.). Ovi rezultati impliciraju kako ulaskom u europodru je finansijska tržišta tih zemalja postaju više integrirana i korelirana. Prema Jayaraman i Verdi (2013.), zemlje europodru ja imaju gotovo tri puta ve e pove anje u usporedivosti ra unovodstva (engl. *accounting comparability*) u odnosu na zemlje koje nemaju euro kao službenu valutu.

Europska središnja banka (2008.) navodi kako je uvo enje eura bilo pozitivno za ekonomije europodru ja jer se trgovina roba i usluga pove ala za oko 10% poena u odnosu na BDP, a tokovi direktnih stranih investicija pove ali su se za 15% me u zemljama europodru ja. Prema

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

Ideja kako postoji mogućnost raspada europskog područja nije se pojavila po prvi put za vrijeme finansijske krize iz 2008. godine. Mogućnost napuštanja europskog područja postojala je od nastanka europskog područja. 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 mogućnost ekonomskih koristi prevladale troškove te koliko bi vremena trebalo proći da bi se napuštanje eura isplatilo.

Odredeni autori smatraju kako glavne prepreke za napuštanje eura leže u političkim domenima. Zemlja koja se odluči na takav potez ne bi poštovala svoje obaveze prema drugim članicama europskog područja i njihovi donositelji odluka ne bi prisustvovali diskusijama o budućem smjeru europskog područja i Europske unije, što bi ih stavilo u podređeni položaj u odnosu na druge zemlje. Eichengreen (2007.) smatra kako bi tih visokih zajedničkih vrijednosti, koje zemlje članice daju, već u europskom projektu, spriječile u izlasku iz monetarne unije, osim u ekstremnim slučajevima. Izlazak zemlje iz Europske unije vjerojatno bi predstavljal značajni 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 europodru ja i optimalnog valutnog podru ja

Europodru je se može promatrati kao „prirodni eksperiment“ za teoriju optimalnog valutnog podru ja. 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 europodru je pruža jedinstven uvid u funkcioniranje valutnog podru ja. Horvath (2003.) navodi kako postoje prednosti i nedostaci te ajnog režima. Autor smatra kako je jedinstvena valuta više efikasna nego fleksibilni te ajni režim za malu otvorenu zemlju koja ima mobilnost faktora proizvodnje u odre enom geografskom podru ju te diverzificiranu strukturu proizvodnje. Bordo, Markiewicz i Jonung (2011.) smatraju kako su koristi od monetarne unije ve e ako su zemlje otvorene i ako je njihova trgovina duboko povezana s ostalim zemljama u uniji. Me utim, autori navode kako su troškovi ve i ako su makroekonomski šokovi više asimetri ni, te su mehanizmi prilagodbe manje u inkoviti u smanjenju tih šokova<sup>10</sup>. Ako mehanizmi nisu dovoljno razvijeni, onda ekspanzivna fiskalna politika može umanjiti negativne utjecaje šokova.

Prema teoriji optimalnog valutnog podru ja zemlje koje imaju zajedni ku valutu bolje su zašti ene u slu aju da šok pogodi cijelo takvo podru je. Jedinstveno valutno podru je omogu ava dijeljenje rizika od negativnog šoka. Klju na je prepostavka dijeljenja rizika kako me u zemljama lanicama valutnog podru ja postoji ograni ena i relativno niska razina trgovine me u zemljama u obveznicama koje su denominirane u nacionalnoj valuti, odnosno u valuti koja nije zajedni ka cijelom jedinstvenom valutnom podru ju. Ching i Devereux (2000.) zaklju uju kako jedinstveno valutno podru je podržava premisu o dijeljenju rizika koja se ne bi mogla ispuniti pod fleksibilnim te ajnim režimima.

Svako valutno podru je ne treba nužno zadovoljavati uvjet optimalnosti. Mongelli (2002.) navodi uvjete kako bi se valutno podru je moglo smatrati optimalnim. Uvjeti uklju uju sli ne stope inflacije, fleksibilnost pla a i cijena, migraciju faktora proizvodnje, integraciju financijskog tržišta i tržišta rada, visoku trgovinsku otvorenost, diverzifikaciju proizvodnje i potrošnje, ali i sli nost šokova i fiskalnu te politi ku integraciju. Europodru je nema politi ku i fiskalnu uniju, a

<sup>10</sup>Bordo, Markiewicz i Jonung (2011.) navode kako mehanizmi uklju uju fleksibilnost pla a i cijena, kao i mobilnost rada i kapitala. Ovakvo je stajalište konzistentno s teorijom optimalnog valutnog podru ja.

ostali su uvjeti zastupljeni u odre enom 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 poti e ekonomiju obujma i integraciju me u zemljama, zbog ega proizvodnja u tim zemljama postane više specijalizirana. Prema ovoj tezi proizlazi zaklju ak kako e pasti korelacija dohotka me u zemljama, one e postati ranjive na šokove ponude, a krajnji rezultat bit e raspad valutnog podru ja. Druga paradigma odnosi se na tezu endogenosti optimalnog valutnog podru ja. Frankel i Rose (1998.) navode kako jedinstvena valuta ne uklanja samo transakcijske troškove promjene valute ve i smanjuje ostale trgovinske troškove. Autori navode kako e tijekom vremena zemlje u valutnom podru ju imati ve u trgovinsku integraciju zbog koje e koristi od integracije rasti<sup>11</sup>. Dakle, Frankel i Rose zaklju uju kako, ak i ako zemlje ne zadovoljavaju sve uvjete za lanstvo u valutnom podru ju, tijekom vremena e ih zadovoljiti zbog ve e integracije. Mongelli (2002.) se nadovezuje na diskusiju i proširuje pojam endogenosti kako bi uklju ivao politi ku integraciju. Me utim, svi navedeni autori nisu naveli jednu klju nu mogu nost. Integracija u valutnom podru ju može se usporiti ili zaustaviti zbog nedostatka politi ke volje ili promjene u politi kim preferencijama donositelja odluka na razini cijelog valutnog podru ja.

Istraživanja su pokazala kako se europodru je ne može smatrati optimalnim valutnim podru jem prema nominalnim i realnim konvergencijama (Kadarmo, 2008.). Iako euro nije optimalno valutno podru je, do 2007. napravljen je odre en napredak prema tome od uvo enja eura, osobito što se ti e pove anja obujma trgovine me u zemljama europodru ja, financijske integracije te konvergencije inflacije. Me utim, kriterij mobilnosti rada, fleksibilnosti pla a te fiskalne i politi ke integracije još nije bio zadovoljen (Petreski, 2007.). Frankel i Rose (1998.) pronašli su jak pozitivan odnos izme u stupnja intenziteta bilateralne trgovine i bilateralne korelacije poslovnih ciklusa me u zemljama europodru ja. Europa je udaljenija od optimalnog valutnog podru ja nego valutne unije u Sjedinjenim Ameri kim Državama i Kanadi jer je mobilnost rada i brzina prilagodbe tržišta rada niža u Europi (Eichengreen, 1991.). Prema Eichengreen (1991.),

---

<sup>11</sup> Primjerice, u Europskoj uniji postoji djelomi na zajedni ka regulacija koja se odnosi na radno zakonodavstvo, trgovinska pravila, telekomunikacijske usluge i druge direktive te smjernice. Kako su sve zemlje europodru ja ujedno i lanice Europske unije, zajedni ka regulacija odnosi se i na njih. Ovakvo institucijsko okruženje dovodi do ve e integracije u europodru ju.

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

Heterogene karakteristike europodru ja o ituju se u divergenciji inflacije pla a. Razlog su tome zasigurno razlike u gospodarskom rastu me u zemljama lanicama europodru ja. Me utim, to nije jedini razlog. Prema Höpner i Lutter (2018.), zbog razli itih režima odre ivanja pla a došlo je do dodatnog u inka divergencije pla a<sup>12</sup>. U koordiniranim režimima pove anje nominalnih jedini nih troškova rada bilo je ispod ciljane razine inflacije od strane Europske središnje banke, a u nekoordiniranim režimima iznad ciljane razine. Osim što u europodru ju postoje razli iti sustavi odre ivanja pla a, heterogenost europodru ja vidljiva je u na inu na koji poduze a odre uju cijene. Financijska kriza pokazala je kako poduze a u financijskom sektoru imaju važnu ulogu u stvaranju preduvjeta u razdoblju prije krize. Zbog toga su financijska poduze a imala razli it utjecaj u zemljama europodru ja. 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 poduze a u financijski slabijim zemljama nastojala zadržati nov ane tokove podizanjem marži premda je to uzrokovalo smanjenje tržišnog udjela, dok su poduze a u zemljama s ve im 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 zaklju ak kako unilateralna fiskalna devalvacija zemalja sa slabijim financijskim kapacitetom može popraviti blagostanje cijene monetarne unije. Njihovi rezultati imaju sljede e implikacije na oblikovanje politike. U zemljama s boljim financijskim kapacitetom poduze a su reagirala smanjivanjem cijena, što je dovelo do pritiska na unutrašnju devalvaciju. Me utim, 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 poduze a u europodru ju dovelo do suprotnog u inka koji je potreban za unutrašnju devalvaciju, što je poja alo trošak unutrašnje devalvacije financijski slabijih zemalja.

---

<sup>12</sup> Istraživanje je provedeno na podacima od 12 zemalja europodru ja izme u 1999. i 2008. Istraživanje ne uklju uje razdoblje nakon financijske krize, što može utjecati na rezultate sli nih istraživanja.

### 3.3. Utjecaj institucijskoga okruženja europodru ja na makroekonomsku stabilnost

Podru je europodru ja predstavlja jedinstveno institucijsko okruženje u svijetu u kojemu zemlje lanice imaju zajedni ku monetarnu politiku pod kontrolom nezavisne Europske središnje banke s mandatom održavanja stabilnosti cijena. S druge strane odre ivanje fiskalne politike prepušteno je zemljama lanicama koje imaju kontrolu nad formiranjem vlastitog poreznog sustava i državne potrošnje, uz odre ena ograni enja. Pravila pod kojima države lanice smiju upravljati svojom fiskalnom politikom odre ena su Paktom o stabilnosti i rastu te Ugovorom iz Maastrichta. Drugim rije ima, zemlje su se odrekle vlastite monetarne politike te su prihvatile ograni enja na fiskalnu politiku. To predstavlja problem u slu ajevima kao što je finansijska kriza, kada je potrebna državna intervencija. Naime, Europska središnja banka formira monetarnu politiku na temelju kretanja inflacije i drugih ekonomskih pokazatelja u europodru ju, a ne na temelju samo jedne zemlje. Ako do e do efekta prelijevanja krize iz jedne zemlje u drugu, ovakav pristup može dovesti do ignoriranja znakova krize prije po etka krize. Monetarna politika manje je efikasna kada se gleda sa stajališta zemlje u kojoj je kriza po elia. Me utim, Europska središnja banka kroz makroprudencijalnu regulaciju i superviziju može bolje utjecati na održavanje makroekonomiske stabilnosti cijelog europodru ja nego što bi to mogle nacionalne središnje banke.

Ograni enost fiskalne politike može se negativno odraziti na u inkovitost reakcije zemlje na negativne šokove. U slu aju negativnog šoka potražnje, ekspanzivna fiskalna politika može smanjiti ili ukloniti proizvodni jaz te vratiti kretanje BDP-a na putanju prije šoka. Me utim, može se dogoditi da zbog ograni ene fiskalne politike za vrijeme krize zemlje europodru ja nemaju dovoljno fiskalnog prostora za optimalnu fiskalnu politiku. U nekim slu ajevima može se dogoditi i da su zemlje europodru ja zbog fiskalnih pravila prisiljene voditi kontracijsku fiskalnu politiku u vrijeme kada je potrebna ekspanzivna fiskalna politika. To vodi prema poja anju negativnog kretanja poslovnoga ciklusa te ve ih negativnih posljedica na zaposlenost, plati i proizvodnju. Ovakvo institucijsko okruženje pove ava rizik od nestabilnosti prije nego se one materijaliziraju, odnosno dodatno pove ava makroekonomiske nestabilnosti tijekom krize. Makroekonomска stabilnost u europodru ju ne ovisi samo o monetarnoj i fiskalnoj politici nego i o stanju na tržištu proizvoda i tržištu rada koja su neujedna ena u europodru ju. Naime, svaka

zemlja ure uje pravila na ovim dvama tržištima. Kako institucijsko okruženje nije sasvim koordinirano u svim zemljama europodru ja, mogu se pojaviti ranjivosti koje negativno utje u 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 pove anje produktivnosti, zaposlenosti, investicija, kao i efikasniju alokaciju resursa te poboljšanje prilagodbe na šokove. Osim što bi ove reforme pomogle pojedinim zemljama, one bi tako er mogle imati pozitivan utjecaj na funkcioniranje monetarne unije.

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

Strukturne reforme na tržištu proizvoda i tržištu rada tako er se mogu promatrati u kontekstu dugoro nih izazova u europodru ju. Izazovi su postali više istaknuti zbog sporog oporavka bruto doma eg proizvoda nakon finansijske 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 problemati ne zbog smanjenja udjela radno aktivnog stanovništva u ukupnom broju stanovnika. Poboljšanje tržišta proizvoda i tržišta rada s ciljem uklju ivanja ve eg broja radnika u radnu snagu, pove anje ukupnoga broja radnih sati, smanjenje barijera za ulazak novih poduze a na tržište i poticanje konkurenkcije neka su od rješenja koja bi mogla odgovoriti na dugoro ne izazove. Drugi skup rješenja odnosi se na poboljšanje strukture europodru ja kako bi se uklonile ranjivosti koje mogu nastati zbog asimetri nih šokova i endogenih divergencija u konkurentnosti i gospodarskom rastu.

### 3.3.1. Utjecaj zajedni ke monetarne politike na gospodarski rast

Europska središnja banka zadužena je za određivanje i implementaciju zajedni ke monetarne politike za sve zemlje u lanice europoljaju. Njezin je glavni mandat održavati stabilnost cijena, koja je definirana kao postotna godišnja promjena u harmoniziranom indeksu potrošačih 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 sprijeću negativni utjecaji previsoke inflacije te dovoljno visoke da se sprijeću i pojava deflacija. 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 europoljaju. Stoga usmjerenost Europske središnje banke na indeks HICP prikladan je na inzistiranje provedbe monetarne politike za cijelo europoljaju. Iz togaz proizazi kako monetarna politika ne može riješiti one ekonomski probleme koji se odnose na samo jednu zemlju europoljaju, a ne i na ostale.

U oblikovanju monetarne politike Europska središnja banka služi se dvama različitim pristupima: ekonomskom analizom i monetarnom analizom. Ekonomski analiza usmjerena je na istraživanje utjecaja promjena makroekonomskih varijabli tijekom poslovnog 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 središnja banka institucija je nezavisna o političkim odlukama. Ekonomski 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 ključni cilj monetarne politike Europske središnje banke postavljena stabilnost cijena.

Odluke o monetarnoj politici donosi Upravno vije e Europske središnje banke. Vije e se sastoji od 6 lanova Izvršnog odbora te 19 guvernera nacionalnih središnjih banaka zemalja europodru ja. Glavni je instrument za provedbu monetarne politike klju na 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 ve i broj mandata otežao provo enje monetarne politike i time doveo do više stope nezaposlenosti i inflacije. Ovakvo tuma enje odgovornosti središnje banke u suprotnosti je s dualnim mandatom ameri ke središnje banke Federalnih rezervi, prema kojem je ta banka odgovorna za postizanje pune zaposlenosti i stabilnosti cijena.

Postojanje monetarne unije u europodru ju može dodatno doprinijeti složenosti u formiranju ekonomskne politike. De Grauwe (2013.) smatra kako monetarna unija u europodru ju poja ava kretanja poslovnoga ciklusa na nacionalnoj razini. Za svoj argument autor navodi kako Europska središnja banka ne može odrediti klju nu kamatu stopu koja e istovremeno odgovarati svim zemljama europodru ja, 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 ve e stope inflacije u odnosu na zemlje u recesiji, a ta inflacija smanjuje realne kamatne stope koje dodatno poja avaju ekspanziju. Stoga klju na kamatna stopa Europske središnje banke može pridonijeti u formiranju endogenih divergencija u gospodarskom rastu zemalja europodru ja.

### 3.3.2. Utjecaj finansijske otvorenosti zemalja europodru ja na finansijska tržišta

U zadnja etiri desetlje a postoji trend konsolidacije regulatornog okruženja u finansijskom sustavu te liberalizacija finansijskih tržišta. Uzroci se mogu objasniti pomo u globalizacije finansijskih tržišta, ja anja trgovinskih veza, ali i promjene paradigme u pristupu formiranja regulatornog okruženja, što je dovelo do smanjenja stupnja regulacije finansijskih tržišta. Klju nu ulogu imalo je otvaranje finansijskih tržišta, prilagodba prudencijalne regulacije promjenama u finansijskom okruženju, ja a uloga finansijskih posrednika i ve a konkurencija na tržištu finansijskih proizvoda i usluga. Pove anjem finansijske otvorenost može se do i do jednostavnijeg toka kapitala s manje regulatornih barijera, odnosno do pove anja direktnih stranih investicija.

Ekonomski literatura prepoznala je uvjete koji trebaju biti zadovoljeni kako bi poboljšanje finansijske otvorenosti imalo koristi za gospodarstvo. Finansijska otvorenost pridonosi razvoju tržišta vrijednosnica jedino ako postoji odre ena razina stupnja razvoja zakonodavnog sustava i institucija (Chinn i Ito, 2006.)<sup>13</sup>. Prema autorima, trgovinska otvorenost preduvjet je za otvaranje finansijskog sustava i finansijski razvoj, a razvoj bankovnog sustava je preduvjet za razvoj tržišta vrijednosnica. Me utim, mjerjenje finansijske otvorenosti razlikuje se ovisno o metodologiji istraživa a. Iako je u to vrijeme bilo mnogo literature o u incima liberalizacije finansijskog sustava, nije postojao jedinstven na in mjerena finansijske otvorenosti koji bi se mogao koristiti u istraživa ke svrhe. U svom kasnjem radu Chinn i Ito (2008.) predstavljaju novi indeks za mjerjenje finansijske otvorenosti<sup>14</sup>.

Bekaert, Harvey i Lundblad (2005.) pronalaze kako liberalizacija tržišta vrijednosnica i otvorenost kapitalnog ra una smanjuju varijabilnost rasta potrošnje. Prema njihovim zaklju cima,

---

<sup>13</sup> Ovdje Chinn i Ito (2006.) kao uvjet navode visoku razinu vladavine prava, kvalitete birokracije te nisku razinu korupcije.

<sup>14</sup> Autori uspore uju svoj indeks sa metodologijom Me unarodnog monetarnog fonda. Za više o informacija o razlikama u istraživanju vidi Chinn i Ito (2008.).

zemlje koje imaju otvoreniji kapitalni ra un nakon što otvore tržište vrijednosnica imaju ve e smanjenje varijabilnosti rasta potrošnje nego zemlje s manje otvorenim kapitalnim ra unom<sup>15</sup>.

U ekonomskoj literaturi postoji mnogo radova koji povezuju financijsku otvorenost s gospodarskim rastom. Me utim, manji je broj radova koji u odnos stavlaju financijsku otvorenost i ukupnu produktivnost. Kose, Prasad i Terrones (2008.) pronalaze kako direktne strane investicije i portfeljna ulaganja pove avaju ukupnu faktorsku produktivnost. Kao jedan mogu i razlog, autori navode kako financijska otvorenost može utjecati na alokaciju outputa i inputa od manje produktivnih proizvo a a do produtivnijih, kao i na ulazak novih poduze a na tržište, što može pozitivno utjecati na ukupnu faktorsku produktivnost bez zna ajnog pove anja zaposlenosti. Me utim, takve koristi od poboljšanja financijske otvorenosti obi no se vide tek u srednjem ili dugom roku.

Zbog utjecaja globalizacije, koristi od poboljšanja financijske otvorenosti mogu se vidjeti kroz ve a ulaganja u tehnologiju. Otvoreni kapitalni ra un može doprinijeti razvoju financijskih tržišta jer direktne strane investicije u potrazi za ve im prinosima mogu prona i atraktivne investicije u zemljama u razvoju, koje uglavnom imaju više stope rasta od razvijenih zemalja.

Liberalizacija tržišta kapitala ne treba imati pozitivne u inke. Kratkoro na kretanja kapitala, posebice špekulativnog kapitala, mogu pridonijeti nesigurnosti, volatilnosti cijena imovina i rastu rizika. U tom slu aju liberalizacija tržišta kapitala može prouzro iti kratkoro ne ekonomске 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 kamata kod zemalja u razvoju s niskim stupnjem razvoja tržišta vrijednosnica stvara ograni enja 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 isto noazijskim i latinoameri kim zemljama u kasnim 1990-im godinama<sup>16</sup>. Obstfeld (2008.) navodi kako unato brojnim studijama postoji malo uvjerljivih

<sup>15</sup> 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 tako er pokazuju kako postoje razlike izme u zemalja ovisno o veli ini bankarskog sektora i sektora države.

<sup>16</sup> Za primjer navodi kako je središnja banka u Brazilu podignula kamatnu stopu s ciljem sprje avanja odljeva kapitala iz zemlje, što se negativno odrazило na gospodarski rast i zaposlenost. Za više informacija zašto pove anje financijske otvorenosti može dovesti do financijskih i ekonomskih nestabilnosti pogledati Stiglitz (2004.).

dokaza kako financijsko otvaranje zemalja u razvoju ima direktne pozitivne u inke 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 pove ava u estalost i snagu ekonomskih kriza. Me utim, Bekaert, Harvey i Lundblad (2011.) pokazuju kako pove anje ekonomskog rasta zbog poboljšanja financijske otvorenosti nadokna uje gubitak rasta nakon financijskih kriza.

Sloboda kretanja kapitala jedna je od glavnih karakteristika jedinstvenog tržišta EU. Prije nego su zemlje Europske unije pristupile europodru ju i preuzele euro kao službenu valutu, trebale su poboljšati financijsku otvorenost. To je pomoglo u pove anju kretanja kapitala izme u zemalja europodru ja, ali i uklonilo te ajni rizik. Iako ne postoje ograni enja na kapitalne transakcije me u zemljama na razini EU, ostale su djelomi ne nacionalne barijere na slobodno kretanje kapitala. Pristup EU prema financijskoj otvorenosti na tržištu europodru ja temelji se na djelomi noj harmonizaciji institucijskoga okruženja i kontroli financijskoga sektora od strane supranacionalnih institucija. To implicira kako još postoje razlike u financijskoj otvorenosti i liberalizaciji financijske industrije me u zemljama europodru ja. Mogu e je kako novije lanice EU nisu imale dovoljno vremena nakon ulaska u Uniju za poboljšanje svojih tržišta kapitala te razvoja institucijskoga okruženja u kojem e financijski sustav do i do razine koja prevladava u starijim lanicama EU. Konvergencija stupnja razvoja financijskih tržišta unutar europodru ja ovisi o stupnju ekonomskog razvoja zemalja i dinamici provedbe reformi institucijskoga okruženja. U europodru ju 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 u inak na sve zemlje nakon što su postale lanice Europske unije. Zemlje Europske unije imale su koristi od lanstva u Uniji, ali nema zna ajnijega u inka nakon što su prihvatile euro kao nacionalnu valutu (Gehringer, 2012.). Nadalje, istraživanje pokazuje kako su isto noeuropske zemlje imale najsnažniji pozitivni u inak

na gospodarski rast, manji pozitivni u inak uo en je u Portugalu, Italiji, Irskoj, Gr koj i Španjolskoj, a u zemljama centralne Europe nije primije en zna ajan pozitivni u inak<sup>17</sup>.

### 3.3.3. Utjecaj konkurentnosti tržišta proizvoda na gospodarski rast europodru ja

Prednosti i nedostaci reformi tržišta proizvoda ovise o na inu implementacije reformi te o redoslijedu provo enja reformi. Diskusija u ekonomskoj literaturi esto se vodi oko redoslijeda provo enja 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 odre enu rentu postoje im poduze ima na tržištu i sindikatima. Kada bi se prvo provela reforma tržišta proizvoda s ciljem deregulacije, tada bi se smanjile rente, što bi smanjilo otpor postoje ih poduze a i sindikata prema reformi.

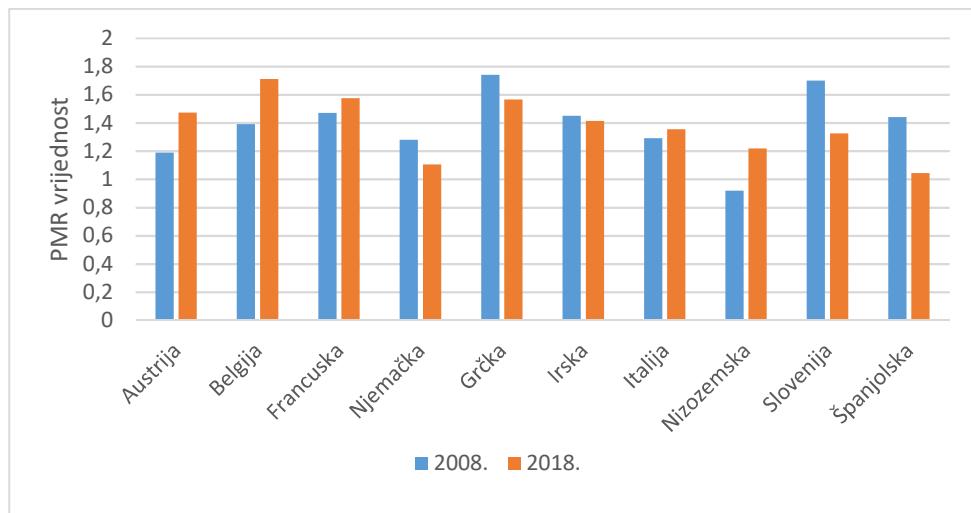
Pri odabiru redoslijeda reformi potrebno je uzeti u obzir trenuta ne ekonomске prilike. Mogu e je kako odgovaraju i redoslijed reformi ovisi o makroekonomskim uvjetima. Nakon finansijske krize, Europska središnja banka snizila je nominalnu klju nu kamatu stopu na razinu blizu 0%. Redoslijed reformi tržišta proizvoda i tržišta rada može ovisiti o zamci likvidnosti. Upravo je to zaklju ak u radu Eggertsson, Ferrero i Raffo (2012.), koji pronalaze kako reforme tržišta rada i tržišta proizvoda imaju u inke 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 europodru ja nakon finansijske krize iz 2008. godine. Sve zemlje europodru ja nisu napravile potrebne reforme koje pove avaju fleksibilnost tržišta rada i konkurentnost tržišta proizvoda. Odre ene zemlje provele su neke od reformi na

---

<sup>17</sup> Gehringer (2012.) kao razlog navodi kako je institucijsko okruženje Europske unije pomoglo u smanjenju negativnih rizika za nove lanice te im omogu ilo da imaju kontinuirane deficite na teku em ra unu 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 europodružine između 2008. i 2018. godine

Izvor: Izrađen 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 strožju regulaciju, a vrijednost indeksa kreće se od 0 do 6.

Alesina, Ardagna i Galasso (2008.) pronalaze kako su evropske 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 europodružine u kojima je došlo do naglog prestanka pozitivnog toka kapitala. Zemlje su trebale napraviti reforme s ciljem uklanjanja rigidnosti strukture gospodarstva. Evropska središnja banka (2015.) navodi

procjenu Europske komisije kako su Direktiva o uslugama na unutarnjem tržištu i reforme poslovnog okruženja napravljene do sredine 2013. godine poveale 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 mogile 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 politiku komponentu. Politika volje ovisi o trenutnoj poziciji gospodarstva u poslovnom ciklusu. U dobrom 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 postoje poduzeća i sindikati imaju koristi od renti na slabo konkurentom tržištu proizvoda, gdje su barijere ulaska novih poduzeća visoke, u dobrom 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 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 znatan 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 konkurenčije, ukidanje kontrole cijena ili uloge države u proizvodnji. Dodatno, reforma tržišta proizvoda takođe je usmjerena na smanjenje ekonomskih renti, odnosno dodatno povećanje u odnosu na trošak koji je potreban kako bi se faktor proizvodnje upotrijebio. Postoje dva različita tumačenja je li ekomska renta pozitivna ili

negativna za gospodarski rast. Prema jednom razmišljanju, ekonomске rente poti u poduze a na ulaganje u fiksni kapital, istraživanje i razvoj te inovacije radi dobivanja prava na intelektualno vlasništvo. To vodi prema ve em ekonomskom rastu i pozitivno je za društvo u cjelini. Drugo razmišljanje pokazuje kako poduze a žele zadržati ekonomске rente i sadašnju poziciju na tržištu, pa se okre u moralno i socijalno upitnim metodama poput lobiranja ili korupcije. Me utim, treba razlikovati pojam ekonomске rente od ponašanja s ciljem traženja renti (engl. *rent seeking behavior*), odnosno od pove anja 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 ve a konkurencija pridonosi zaposlenosti i investicijama, posebno u sektor u sluga<sup>18</sup>. Autori navode kako zemlje s nižom prosje nom razinom renti imaju višu produktivnost, ali i produktivnost faktora proizvodnje i investicija u istraživanje i razvoj. Sli an rezultat dobili su Schwab i Werker (2018.), koji pronalaze snažnu negativnu vezu izme u ekonomskih renti i ekonomskog rasta, posebno u siromašnjim zemljama koje imaju slabije razvijeno institucijsko okruženje.

Jedan od klju nih ciljeva reformi tržišta proizvoda može biti pove anje konkurencije me u poduze ima na tržištu. To uklju uje postoje a poduze a na tržištu, ali i nova poduze a koja e tek u i na tržište zbog provedene reforme liberalizacije tržišta proizvoda. Prema ekonomskoj teoriji pove anje konkurencije na tržištu može voditi prema boljoj alokaciji resursa te nižim cijenama za potroša e. Ve a konkurencija poti e poduze a na ve u inovativnost kako bi imala bolji tržišni položaj. Reorganizacija unutar poduze a zbog promjene strukture tržišta proizvoda može pozitivno utjecati na rast produktivnosti. Griffith, Harrison i Simpson (2006.) potvr uju predvi anja ekonomске 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 pove ale konkurenciju na tržištu, smanjile prosje nu profitabilnost, ali i dovele do rasta inovacija i produktivnosti.

---

<sup>18</sup>Ovo istraživanje potvr uje teoretska predvi anja. Naime, pove anje konkurencije dovodi do približavanja cijena marginalnim troškovima, što pove ava potražnju.

Ako strukturalna 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<sup>19</sup>. Autori pronađene su smanjenje kontrole cijena, skrivenih barijera na uvoz, kao i povećanje kvalitete regulacije te olakšavanje pokretanja novog poduzeća a 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.) pronađene su regulacije imaju negativan učinak na investicije, osobito regulacija barijera ulaska na tržište. Iz tog 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 pronađene su 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.

---

<sup>19</sup>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 europodru ja

Finansijska kriza u europodru ju iz 2008. godine, kao i kasnija dugovna kriza, imale su zna ajan 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 europodru ja. Prema Turrini, Koltay, Pierini, Goffard i Kiss (2014.), u prvoj fazi reforme su u zemljama EU uglavnom bile usredoto ene na smanjenje negativnog utjecaja krize na zaposlenost. Autori navode kako su u drugoj fazi reforme bile fokusirane na pove anje fleksibilnosti tržišta rada, odnosno na fleksibilnije radno vrijeme, smanjenje zaštite rada i kolektivno pregovaranje. Oni tako er pokazuju kako su reforme za smanjenje poreza na rad postale rje e zbog fiskalnih ograni enja prora una, odnosno politike štednje u nekim zemljama europodru ja.

Donositelji odluka u europodru ju nakon finansijske krize smatrali su kako se reformom tržišta rada može unaprijediti gospodarski rast u zemljama europodru ja. Zato su istaknuli kako provo enje strukturnih reformi može imati pozitivan utjecaj na potencijalni bruto doma i proizvod. Me utim, taj utjecaj ovisi o stupnju fleksibilnosti tržišta rada. Naime, što je tržište rada manje fleksibilno, to pozitivan utjecaj reforme tržišta rada može biti ve i. Zemlje koje ve imaju fleksibilna tržišta rada mogu imati manje koristi od liberalizacije tržišta rada, dok zemlje s manje fleksibilnim tržištem rada mogu o ekivati zna ajniji utjecaj. Istu logiku koristi Fatás (2016.), koji smatra kako reforma tržišta rada može imati ve e koristi za zemlje europodru ja s manje fleksibilnim tržištem rada, a koje su tako er imale zna ajan pad bruto doma eg proizvoda nakon finansijske krize te krize javnog duga. Zato Fatás navodi kako bi poboljšanje tržišta rada pove alo potencijalni bruto doma eg proizvod u Gr koj za 20%, a od 3 do 10% u ostalim zemljama u periferiji europodru ja.

Europodru je u odnosu na Sjedinjene Ameri ke 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 europodru ja na provo enje reforme tržišta rada koja je uklju ivala poticanje poduze a na zapošljavanje radnika na odre eno vrijeme. Europske zemlje nastojale su ugovorima na odre eno vrijeme u initi tržište rada fleksibilnjim

bez smanjivanja troškova otpuštanja radnika. Međutim, u inak takve reforme može imati negativne posljedice. Blanchard i Landier (2001.) pokazuju kako ugovori na određeno vrijeme dovode do ešeg zapošljavanja i otpuštanja radnika, što može dovesti do više nezaposlenosti. Autori navode kako je, ak 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 u poduzeće na formiranje rutinskih i niže produktivnih poslova. Blanchard i Landier zaključuju kako je utjecaj ugovora na određeno vrijeme negativan za mlade radnike<sup>20</sup>. Slično istraživanje proveli su Alonso-Borrego, Fernández-Villaverde i Galdon-Sánchez (2005.), koji prema podacima iz Španjolske pronađuju kako ugovori na određeno vrijeme povećavaju nezaposlenost, smanjuju proizvodnju i podižu produktivnost.

Europska središnja banka (2015.) navodi kako je Španjolska provedla znajuću 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 mjesecno.

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

Utjecaj reformi tržišta rada na gospodarski rast moguće je promatrati pomoću specifičnosti europskog rada. Ulaskom u europski rade, 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 znajućih reformi na primarnom tržištu rada. Autori pronađuju kako su jedino sekundarna tržišta rada s privremenim ugovorima o radu narasla u nekim zemljama koje nisu provele reformu primarnog tržišta rada, a

---

<sup>20</sup>Blanchard i Landier (2001.) svoje su empirijsko istraživanje proveli na mladim francuskim radnicima. Oni pronađuju kako negativan u inak prekomernoga prevrtanja poslova (engl. turnover) koji 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, već u fleksibilnost u određivanju plaće 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 mјere 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 dobrom vremenima, ali mogu imati kontracijski učinak u lošim vremenima. Iz tog autori zaključuju kako se u inak 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 pronađele kako uloga zakonodavstva o zaštiti radnika nije znana 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 europodru ja na financijske krize

Pod pojmom ranjivosti europodru ja smatraju se nedostaci koji proizlaze iz utjecaja asimetri nih šokova u europodru ju te uloge same strukture europodru ja na formiranje divergencija izme u zemalja u gospodarskom rastu i konkurentnosti. Ranjivosti europodru ja mogu pove ati negativne utjecaje budu ih financijskih kriza. Me utim, ranjivosti ne zna e nužno kako e se nedostaci europodru ja dogoditi. Zato je klju na uloga donositelja odluka u formiranju institucijskoga okruženja, koje e smanjiti ili ukloniti ranjivosti europodru ja s ciljem boljeg funkcioniranja europodru ja.

Ulaskom u europodru je zemlje su izgubile kontrolu nad nacionalnom valutom. Me utim, zemlje su nastavile stvarati javni dug u valuti koju ne kontroliraju. To može ograni iti alate ekonomsko politike koje donositelji odluka imaju u slu aju financijske krize. De Grauwe (2011b) smatra kako financijska tržišta mogu gurnuti države u nesolventnost, odnosno razvijene zemlje ulaskom u monetarnu uniju postaju sli ne zemljama u razvoju. Autor navodi kako zbog toga europodru je postaje ranjivo na promjenu ponašanja ulaga a na tržištu. Isti argument koriste Eichengreen, Hausmann i Panizza (2003.) za objašnjenje ranjivosti koje proizlaze iz izdavanja javnog duga u slu aju kada zemlja ne kontrolira vlastitu valutu. Naime, ako ulaga i vjeruju kako raste rizik za državne obveznice zemlje u europodru ju, onda e zahtijevati ve u premiju rizika, što e pove ati kamatne stope na državne obveznice. Ulaga i mogu tako er smatrati kako donositelji odluka nemaju odgovaraju e alate ekonomsko politike, te dodatno pove ati pritiske na rast kamatnih stopa. Iz takvog ponašanja ulaga a slijedi za arani krug iz kojega se zemlje u europodru ju ne mogu same izbaviti, te njihove ekonomije dolaze u lošiju ravnotežu. Ovakav slijed doga aja može se dogoditi neovisno radi li se o asimetri nom šoku ili o cikli nom kretanju gospodarstva. U takvoj situaciji mogu e je da se zemlje mogu pomaknuti iz loše ravnoteže samo uz pomo druge zemlje ili zajedni kog djelovanja institucija europodru ja. Zato je klju no brzo djelovanje donositelja odluka na nacionalnoj, ali i na nadnacionalnoj razini europodru ja u budu im financijskim krizama. U razdoblju prije pojave krize potrebno je unaprijediti upravljanje europodru jem s ciljem smanjenja ranjivosti i unapre enja institucijskoga okruženja europodru ja.

### 3.4.1. Utjecaj asimetri nih šokova na zemlje europodru ja

Koncept asimetri nih šokova dobio je na zna aju u ekonomskoj literaturi u radu Mundella (1961.), gdje je autor promatrao ulogu takvih šokova na optimalno valutno podru je. Uzveši u obzir kako je europodru je valutno podru je, teorija o asimetri nim šokovima može se primijeniti i na europodru je. Asimetri ni šokovi predstavljaju odre enu ranjivost koja je specifi na za odre enu zemlju ili skupinu zemalja. Uglavnom je rije o naglim i nepredvidljivim šokovima koji zna ajno promijene kretanje poslovnoga ciklusa. Prema teoriji, postoji više razli itih vrsta asimetri nih šokova, ovisno o makroekonomskoj varijabli koju mijenjaju.

Formiranje eura donijelo je odre enu stabilnost cijena zbog kredibilne uloge Europske središnje banke. Me utim, uvo enje eura ini zemlje europodru ja ranjivima na asimetri ne šokove. U kontekstu europodru ja, asimetri ni šokovi mogu utjecati na usporavanje ekonomskog rasta i pove avanje nezaposlenosti u jednoj zemlji europodru ja, dok ostale zemlje ne trebaju snositi negativne posljedice šoka. U tom slu aju javlja se potreba realne deprecijacije u zemlji koja je negativno pogo ena šokom kako bi se pove ala konkurentnost njezinog gospodarstva.

Eichengreen (2007.) smatra kako su o ekivanja o stabilnosti cijena snizile nacionalne kamatne stope u zemljama europodru ja, 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 pove ane potrošnje zbog u inka bogatstva ku anstava. Rezultat toga bila je niža razina nezaposlenosti i rast pla a. U godinama prije finansijske 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. Me utim, takvo kretanje cijena nije moglo zauvijek trajati. Eichengreen napominje kako prilikom tih investicija nije došlo do zna ajnoga rasta produktivnosti rada, pa je došlo do gubitka konkurentnosti u zemljama europodru ja koje su imale najsnažniji utjecaj cjenovnih balona. Uslijedio je iznenadan pad ekonomskog aktivnosti, visoka nezaposlenost, deflacija i pad pla a dok se cijene relativno ne usklade s ostalim zemljama europodru ja. Ova situacija nije nužno bila jedinstveni doga aj koji se ne može ponoviti u budu im krizama. Zato donositelji ekonomskih odluka trebaju voditi ra una o utjecaju asimetri nih šokova.

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

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

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

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

nezaposlenoš u u one s nižom<sup>21</sup>. Mobilnost rada tako er ovisi sadašnjoj razini pla a u zemlji u odnosu na druge zemlje u europodru ju. Radnici e se kretati iz siromašnijih zemalja u bogatije zemlje europodru ja. Prema ekonomskoj teoriji, kapital e se kretati prema zemljama gdje može ostvariti ve i prinos, odnosno od zemalja koje su bogatije prema siromašnjim zemljama europodru ja. Dakle, kapital se kre e suprotno od rada. Ovaj proces pridonosi dugoro noj konvergenciji pla a me u zemljama. Kod mobilnosti faktora proizvodnje bitno je postoje e institucijsko okruženje, odnosno struktura tržišta proizvoda, tržišta rada i financijska otvorenost. Institucijsko okruženje može pridonijeti prilagodbi cijena i pla a nakon šoka. Me utim, financijska kriza iz 2008. godine pokazala je kako kretanje kapitala prema siromašnjim zemljama europodru ja može naglo prestati te imati negativan u inak na proizvodnju i zaposlenost.

Upravo problemom ekonomske konvergencije zemalja europodru ja bavili su se Franks, Barkbu, Blavy, Oman i Schoelermann (2018.), koji pronalaze nominalnu konvergenciju inflacije i kamatnih stopa. Me utim, autori navode kako se realna konvergencija dohotka po stanovniku nije dogodila kod prvočasnih lanica europodru ja od osnutka zajedni ke valute<sup>22</sup>. Autori smatraju kako zajedni ka monetarna politika u europodru ju 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 odre ene rigidnosti rada u europodru ju, a tokovi kapitala nisu pridonijeli pove anju produktivnosti kako bi se formirala održiva konvergencija realnih pla a.

---

<sup>21</sup> Mobilnost rada u europodru ju ograni avaju sustavi socijalne zaštite te razli iti neekonomski faktori (npr. ostanak u zemlji s visokom nezaposlenoš u zbog obitelji ili kulturnih utjecaja). Zbog toga se ne može govoriti o potpuno savršenoj mobilnosti rada u europodru ju.

<sup>22</sup>Franks, Barkbu, Blavy, Oman i Schoelermann (2018.) navode kako je konvergencija pla a stagnirala u ranijim godinama zajedni ke valute, a ak se i obrnula nakon financijske krize 2007. godine. Iako se kod starijih lanica nije mogla uo iti konvergencija realnih pla a, istraživanje je pokazalo druga iju sliku kod novijih lanica europodru ja. Autori pokazuju kako su poslovni ciklusi postali ujedna eniji, ali s razli itom amplitudom. Sli na situacija dogodila se i kod financijske konvergencije.

## **4. TEORETSKA RJEŠENJA ZA RAZVOJ INSTITUCIJSKOGA OKRUŽENJA EUROPODRU JA**

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

Uspostavljanje otpornijeg institucijskoga okruženja trebalo bi se usmjeriti na pripremu da se jedna ili više lanica europodru ja nađu u situaciji kada ne mogu otplatiti dug. Procedura u slučaju insolventnosti države lanice omogućila bi efikasnije djelovanje donositelja odluka tijekom budućih finansijskih kriza te bi mogla relativno pridonijeti jačanju povjerenja ulaga a u odnosu na scenarij nesreće 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, finansijska tržišta mogu negativno utjecati na zemlje u europodruju, te je stoga potrebna zajednička koordinirana akcija. Drugi je problem postojanje eksternalije u europodruju, zbog čega je takođe potrebna zajednička akcija. Takva akcija može biti u obliku budžetske unije s mehanizmom automatskih transfera. Politika unije takođe bi mogla biti potrebna u europodruju. 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 daljnog razvoja ekonomske i monetarne unije na zemlje europodru ja

Glavni smjer prema kojemu donositelji odluka na razini Europske unije nastoje unaprijediti funkcioniranje europodru ja jest onaj prema dovršetku bankovne unije. Naime, još nije osnovan Jedinstveni fond za sanaciju, ali nije ni formiran zajedni ki sustav osiguranja depozita. Svrha zajedni kog sustava osiguranja depozita u europodru ju jest sprije iti negativnu petlju propasti banaka koja zatim utje e na slabljenje financijske pozicije države. Europodru je zapravo treba imati integrirana financijska i kapitalna tržišta koja tvrtkama omogu avaju 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 slu aju ste aja banaka. Donositelji odluka donijeli su Europsku uredbu o rizi nom kapitalu, koja olakšava poduzetnicima prikupljanje nov anih sredstava financiranjem rizi nog kapitala od ulaga a iz cijele Europske unije. Me utim, to nije dovoljno. Europodru je treba poduzeti korake za uvo enje ve e podjele fiskalnoga rizika. Tijekom posljednje krize došlo je do prevelikog oslanjanja ekonomske politike na monetarnu politiku. Ve a podjela rizika u kombinaciji s ve im nacionalnim zaštitnim policama omogu ila bi zemljama europodru ja izbjegavanje poveanja poreza te smanjenje potrošnje u vrijeme ekonomske krize.

Na sastanku Europskog vije a 2017. godine sudionici su raspravljali o ekonomskoj i monetarnoj uniji te bankovnoj uniji. Rasprava je tekla prema finalizaciji bankovne unije i postupnog uvo enja europskoga sustava osiguranja depozita, ali i pretvorbi Europskog mehanizma za stabilnost (ESM) u Europski monetarni fond, što bi moglo pomo i Europskoj uniji da se bolje suo i s gospodarskim šokovima (Europsko vije e, 2017.). Formiranje europodru ja ne bi se trebalo smatrati krajnjim ciljem u integraciji Europske unije. Potrebna je dodatna integracija u europodru ju kako bi ono moglo boje funkcionirati.

<b>Jedinstveno europsko tijelo</b>	<b>Ne odustajemo</b>  Odgovarajuće jedinstvene pravne aktu (članak 1) i članak 27 održava opravdu trgovine između zemalja	<b>Samo zajedničko tržište</b>  Ponosno je jedinstveno članak 1 (članak 1) i članak članak 27 održava opravdu trgovine između zemalja	<b>Oni koji žele više, čine više</b>  Kao i u scenariju „Ne odustajemo“, vjećnice je jedinstveno tržište, a EU27 dogovara specifične pravne pravilnike	<b>Cinili manje, ali učinkovitije</b>  Zajednički vrednosti između zemalja; me nježnica je pravna zaduženja za razvoj EU; i reglamenti se specifično odnose na zemalje EU-a	<b>Zajedno činimo mnogo više</b>  Jedinstveni jedinstveni članak 1 (članak 1) i članak 27 održava opravdu trgovine između zemalja
<b>Ekonomska i monetarna unija</b>	 Postupan napredak u poslovnim i finansijskim zapoštovanjima	 Organizacija suradnje u članak 1 (članak 1)	 Kao i u scenariju „Ne odustajemo“, vjećnice članak 1 (članak 1) i članak 27 održava opravdu trgovine između zemalja	 Praktično se nastoji dobiti veći kontrole i temeljne reglamente odgovarajuće zaduženja, EU27 preuzme i učini dijeljenje politika zapoštovanja i zemalja zaduženja	 Uspoređuju se ekonomski, monetarni i finansijski kriteriji za učinkovito prepoznavanje i izgradnju
<b>Schengen, migracije i sigurnost</b>	 Saznati u vreme kada članak 1 (članak 1) i članak 27 održava opravdu trgovine između zemalja zaduženja zapoštovanja i sigurnosti između zemalja	 Ne postoji jedinstvena politika za migraciju i arh. hrvatsku zaduženja zapoštovanja i sigurnosti između zemalja zaduženja	 Kao i u scenariju „Ne odustajemo“, vjećnice članak 1 (članak 1) i članak 27 održava opravdu trgovine između zemalja zaduženja	 Sistemni mehanizam uverljivoj garantiji, zaduženja učini i zaduženja prevozima i borbi protiv terorizma	 Kao u scenariju „Čisti evro, ali srednjem“, zaduženja je ostaviti u članak 1 (članak 1) i članak 27 održava opravdu trgovine između zemalja
<b>Vanska politika i obrana</b>	 Postoji u napredak i poliglaziran zapoštovanja i pogodnosti članak 1 (članak 1) i članak 27 održava opravdu trgovine između zemalja zaduženja	 Neka pripadajuće političke i sve vojne članak 1 (članak 1) i članak 27 održava opravdu trgovine između zemalja zaduženja	 Kao i u scenariju „Ne odustajemo“, vjećnice članak 1 (članak 1) i članak 27 održava opravdu trgovine između zemalja zaduženja	 EU jedinstvene mreže u svim članak 1 (članak 1) i članak 27 održava opravdu trgovine između zemalja zaduženja	 Kao u scenariju „Čisti evro, ali srednjem“, EU jedinstveno osigura u članak 1 (članak 1) i članak 27 održava opravdu trgovine između zemalja zaduženja
<b>Pozitivan EU-e</b>	 Djelomično modernizirani kako članak 1 (članak 1) i članak 27 održava opravdu trgovine između zemalja zaduženja	 Pozitivnije na financijske ključne funkcije povezane za članak 1 (članak 1)	 Kao i u scenariju „Ne odustajemo“, vjećnice članak 1 (članak 1) i članak 27 održava opravdu trgovine između zemalja zaduženja	 Buduće predozvane članak 1 (članak 1) i članak 27 održava opravdu trgovine između zemalja zaduženja	 Zadržati modernizaciju i pozitivnost članak 1 (članak 1) i članak 27 održava opravdu trgovine između zemalja zaduženja
<b>Sposobnost održavanja renovirati</b>	 Postavljeni djelomično zadržati je zaduženja zemalja članak 1 (članak 1) i članak 27 održava opravdu trgovine između zemalja zaduženja	 Djelomično održati zaduženja zemalja članak 1 (članak 1) i članak 27 održava opravdu trgovine između zemalja zaduženja	 Kao i u scenariju „Ne odustajemo“, pravne članak 1 (članak 1) i članak 27 održava opravdu trgovine između zemalja zaduženja	 Djelomično dogovoriti članak 1 (članak 1) i članak 27 održava opravdu trgovine između zemalja zaduženja	 Djelomično održati je bilo, a preostala članak 1 (članak 1) i članak 27 održava opravdu trgovine između zemalja zaduženja

**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 Evropske unije. Scenariji se razlikuju po stupnju integracije europodružine i zajedničkih rješavanja problema od strane vlada zemalja.

Prvi scenarij „Ne odustajemo“ oznaava najmanji stupanj ekonomske integracije među zemljama, ali i dalje treba da se integracija europskog tržišta nastavlja. Scenarij prepostavlja kako će zadržavanje eura pridonijeti boljem funkcioniranju Evropske unije. Evropska komisija (2017b) smatra kako će nastavak sadašnjih institucijskih reformi donijeti „postepeni napredak“. Ova se opcija temelji na tome da nacionalne vlade pristaju povećati jedinstveno tržište Evropske 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, Evropska 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 finansijske krize. Tvrdeće se vjerojatno suočiti s više graničnih provjera, a lanice EU-a vratile bi se provođenju bilateralne vanjske politike. Trgovinski sporazumi i obrambena suradnja također bi bili teži. Evropska komisija navodi kako je treći scenarij o Evropi s više brzina temeljen na „koalicijama voljnih“ u određenim područjima politike poput obrane, unutarnje sigurnosti, oporezivanja ili socijalnih pitanja. Prema ovom scenariju, Komisija prepostavlja da bi svih 27 lanica i dalje ostvarilo općenite 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 europskog tržišta. Komisija također predstavila četvrti scenarij „manje efikasno“, u kojemu smatra kako je "bolje baviti se određenim prioritetima". Komisija navodi kako bi u ovom scenariju glavna dostignuća bila europska pogranična i obalna straža, jedinstvena vanjska politika i formiranje Evropske vojske. U četvrtom se scenariju također spominje i produbljivanje suradnje među zemljama Evropske 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 lanica 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 europskog tržišta je bio bilo dovršeno. Komisija u svom izvješću navodi kako preferira peti scenarij. Prema ovom scenariju, EU bi također preuzele ovlasti zastupanja za cijelu Evropu o trgovini i vanjskoj politici, te bi preuzele globalno vodstvo u borbi vezano za humanitarna pitanja i klimatske promjene.

#### 4.2. Utjecaj formiranja bankovne unije u europodruju na financijska tržišta

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

Bankovna unija mogla bi na razini europodruja 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 europodruju i time pozitivno djelovati na stabilnost financijskih tržišta u europodruju. Naime, financijska kriza ukazala je na nedostatke trenutačnog fragmentiranog pristupa jer takav pristup nije uspio zaštitići banke od financijskih eksternalija iz drugih zemalja europodruja. 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 europodruja posluju uglavnom na domaćem nacionalnom tržištu. U Francuskoj, Italiji, Njemačkoj i Španjolskoj banke su uglavnom u domaćem vlasništvu. U manjim zemljama europodruja prevladavaju strane banke. Kako bi se formirala bankovna unija, potrebno je postići određeni transfer ovlasti nad regulacijom banaka prema zajedničkoj razini europodruja i Europske unije. Međutim, Geeroms i Karbownik (2014.) navode kako se zemlje koje imaju visok udio domaćeg vlasništva nad bankama ne žele određi i kontrole nad regulacijom vlastitih banaka, dok je to lakše postići i 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 europodruju je praksa da banke drže velik dio doma ih državnih obveznica. Tako su izložene riziku da država ne može isplatiti svoje obveze. To ima negativne posljedice za stabilnost doma eg financijskog tržišta. Macchiarelli i Koutroumpis (2016.) predlažu kako bi se trebala uvesti regulacija koliko doma e banke smiju imati u svojim bilancama doma ih 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 europodruju mogu biti destruktivni za financijska tržišta. Bankovna unija mogla bi pridonijeti smanjenju negativnih utjecaja tokova kapitala.

#### 4.2.1. Utjecaj formiranja bankovne unije u europodruju na integraciju među zemljama lanicama europodruju

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

Zbog različite regulacije i pravila poslovanja financijskih institucija, financijska tržišta u europodruju još uvek nisu toliko efikasna koliko bi mogla biti. Jedan od ciljeva bankovne unije mogao bi biti ujednačenje regulacije u europodruju. 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 europodruju. Goyal navodi kako bi bankovna unija takođe

mogla pridonijeti smanjenju postojeće fragmentacije finansijskih tržišta u europodruži. 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 ne može riješiti probleme realne ekonomije u europodruži (niske stope ekonomskog rasta i visoka nezaposlenost). De Boissieu (2014.) smatra kako bi bankovna unija u europodruži mogla povećati otpornost finansijskog sektora na buduće finansijske krize.

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

De Grauwe (2013.) smatra kako je bankovna unija ključna za veću integraciju u europodruži 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 europodruži, i drugi, bankovna unija sprječava negativnu vezu među državama i bankama kada su države „prisiljene“ od strane finansijskih tržišta spašavati banke.

#### 4.2.2. Utjecaj zajedni kog osiguranja depozita na finansijsku stabilnost europodru ja

Cilj osiguranja depozita je zaštita finansijskih sredstava štediša do odre enog iznosa, pove anje sigurnosti bankovnog sustava i održavanje finansijske stabilnosti. Ako štediše vjeruju kako su njihova finansijska sredstva sigurna u vrijeme, onda ih imaju manje poticaja povu i kada su ulaga i zabrinuti za solventnost banaka. Tako osiguranje depozita smanjuje rizik likvidnosti, što pridonosi smanjenju rizika od nastanka finansijske krize i njihove ja ine.

U europodru ju postoje nacionalni sustavi osiguranja depozita. U sklopu razgovora o formiranju bankovne unije, institucije Europske unije razmatrale su formiranje zajedni kog sustava osiguranja depozita. Kako bi formiranje bankovne unije bilo uspješno, moglo bi biti potrebno formirati sustav depozita koji bi bio zajedni ki za sve zemlje europodru ja. Europski sustav osiguranja depozita (engl. *European Deposit Insurance Scheme, EDIS*) osigurao bi depozite u bankama europodru ja do 100.000 eura u slu aju propasti banke. Europska je komisija (2015d) 2015. godine predstavila planove prema kojima bi EDIS trebao do i 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 uklju ivala suosiguranje do 80% gubitaka nacionalnih osiguranja depozita, a trebala bi se uvesti do srpnja 2024. godine. Nakon toga bi po eli tre a faza, u kojoj bi Europski sustav osiguranja depozita pokriva 100% osiguranja depozita u bankovnoj uniji u europodru ju.

Zbog nepostojanja zajedni kog sustava osiguranja depozita, rizi nije banke i zemlje ranjivije su na zna ajne asimetri ne šokove ako do e do finansijske panike, a zemlja nema dovoljno finansijskih sredstava za financiranje sustava depozita. Europska komisija (2015c) navodi kako bi se Europskim sustavom osiguranja depozita pove ala otpornost bankovne unije na budu e finansijske krize smanjenjem ranjivosti nacionalnih sustava osiguranja depozita na šokove, ali i smanjenjem veze me u državama i bankama. Europska komisija smatra kako bi to pridonijelo pove anju povjerenja deponenata, finansijske stabilnosti te suradnje izme u nacionalnih sustava osiguranja depozita. Pri formiranju Europskog sustava osiguranja depozita potrebno je voditi ra una o finansijskim troškovima uspostave sustava. Ako bi se pove ali ukupni troškovi banaka zbog uvo enja sustava, tada bi troškovi mogli usporiti ili ograni iti prednosti sustava. Me utim,

Europska komisija predlaže ključno naelo 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<sup>23</sup>.

Postoji više načina kako se može formirati Europski sustav osiguranja depozita. Europska komisija (2015b) navodi kako se postoje i 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 lanica europodružine. Najmanja nadogradnja sustava osiguranja depozita je proširenje postojećeg mehanizma zajmova među zemljama europodružine. Mehanizam reosiguranja i dodatno osiguranje mogu poslužiti kao model ukorak prema formiranju Europskog sustava osiguranja depozita<sup>24</sup>.

Formiranje Europskog sustava osiguranja depozita može predstavljati konaci cilj u zaštiti depozita na razini europodružine. 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 europodružini. Ulaga i i štedište mogli bi smatrati kako je Europski sustav osiguranja depozita sigurniji nego nacionalni sustav osiguranja depozita. Ako dođe do juriša na banku za vrijeme finansijske krize, štedište bi se moglo pouzdati u zajednički sustav. To bi moglo doprinijeti finansijskoj stabilnosti europodružine.

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 europodružini. Naime, dijeljenje rizika na razini europodružine moglo bi smanjiti finansijsku odgovornost određene banke ili zemlje, te bi ona mogla preuzeti više rizika kada bi znala da postoji sustav koji će joj spasiti u krizno vrijeme. U tom slučaju Europski sustav osiguranja depozita mogao bi predstavljati izvor ranjivosti na finansijske šokove umjesto da

<sup>23</sup>Europska komisija (2015c) predlaže da se doprinosi banaka Europskom sustavu osiguranja depozita umanje od doprinosa nacionalnim sustavima osiguranja depozita.

<sup>24</sup>Ovdje Europska komisija (2015b) pojašnjava kako se nametni mogu prilagoditi riziku pojedine zemlje ili bankama (jer su neke zemlje i banke rizične od drugih), a novi sredstva mogla bi se koristiti samo ako je šok veći i nego što nacionalni sustav depozita može podnijeti s ciljem sprečavanja moralnog hazarda.

pridonosi finansijskoj 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 europodružine

Europska komisija (2017b) navodi kako bi se glavni ciljevi daljnje integracije u europodružini trebali usmjeriti na radna mjeseta, društvenu pravdu, finansijsku 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 finansijske unije, veću integraciju ekonomske i fiskalne unije, ali i povećanje demokratske odgovornosti i jačanje institucija europodružine.

Pri oblikovanju novog dizajna institucijskoga okruženja europodružine je potrebno 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 prihvatanja reformi u promjeni institucijskoga okruženja europodružine, 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 europodružine moglo bi se poboljšati formiranjem Europskog monetarnog fonda, koji bi imao ulogu u davanju potpore novanim sredstvima zemljama europodružine 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 pomoći u kojega će zemlje europodružine, kada se nalaze u finansijskoj krizi, napustiti euro i prijeći na vlastite nacionalne valute. Autori navode kako bi takav mehanizam mogao ojačati monetarnu uniju u europodružini.

#### 4.3.1. Odnos fleksibilnosti i stabilnosti u oblikovanju strukture europodru ja

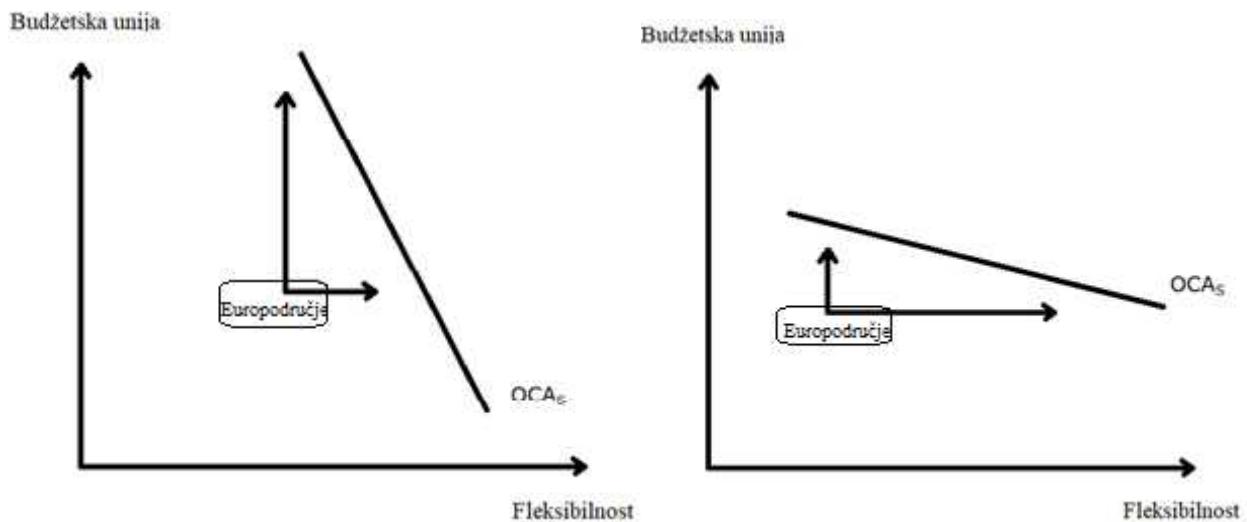
Nakon financijske krize iz 2008. godine fiskalna politika bila je ograni ena Paktom o stabilnosti i rastu, a monetarna politika bila je prepuštena Europskoj središnjoj banci. Sugestije donositelja odluka na razini europodru ja bile su usmjerene prema pove anju fleksibilnosti institucijskoga okruženja europodru ja, odnosno prema pove anju konkurentnosti tržišta rada, fleksibilnosti tržišta rada i financijske otvorenosti. Njihovi argumenti polazili su od teorije optimalnog valutnog podru ja. Prema teoriji, zemlje u monetarnoj uniji trebaju na trajne šokove odgovoriti pove anjem fleksibilnosti kako bi pomaknuli svoju ekonomiju prema novoj ravnoteži. Ako se financijska kriza iz 2008. godine promatra kao trajni šok, onda se pove anje fleksibilnosti može smatrati ispravnom ekonomskom politikom. Me utim, postoji druga ije gledište o uzroku financijske krize. Ako se financijska kriza iz 2008. godine promatra kao negativno kretanje poslovnog ciklusa koje ima privremen u inak, onda pove anje fleksibilnosti ne treba nužno biti ispravno rješenje. Štoviše, pove anje fleksibilnosti može dovesti do pove anja negativnih kretanja u ekonomiji. Pove anje fleksibilnosti rada može dovesti do bržeg otpuštanja radnika, smanjenja pla a i cijena. To može dodatno otežati ekonomski oporavak. Zato se u tom slu aju pove anje fleksibilnosti ne preporu uje. Umjesto toga, ekomska polika stabilizacije može u razdoblju nakon krize pomo i u ekonomskom oporavku. Nakon što zemlje postignu rast bruto doma eg proizvoda, zaposlenosti i pla a, pove anje fleksibilnosti može istovremeno pomo i u lakšem zapošljavanju i umanjiti strukturne nedostatke ekonomije. Dakle, ekomska politika može ovisiti o vrsti šoka.

Kako je pri oblikovanju ekomske politike potrebno uzeti u obzir je li smanjenje ekomske aktivnosti bilo rezultat privremenog ili trajnog šoka, neki autori zagovaraju to da se ekomska politika treba usmjeriti na stabilizaciju i pove anje fleksibilnosti. Franks, Barkbu, Blavy, Oman i Schoelermann (2018.) navode kako bi se monetarna unija u europodru ju poboljšala ako bi se vodila politika stabilizacije za vrijeme ekonomskog ciklusa, a ekomska politika bi se usmjerila prema konvergenciji dohotka. Autori sugeriraju kako zajedni ki fiskalni mehanizmi mogu imati važnu ulogu u makroekonomskoj stabilizaciji. Me utim, stabilizacija je potrebna, ali nije dovoljna kako bi se smanjio jaz konkurentnosti me u zemljama. Zato autori tako er predlažu

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

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

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



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

(a)

(b)

Izvor: De Grauwe i Ji (2016.)

Napomena: Na slici (a) prikazuje pomak europodružju prema optimalnom valutnom podružju kada dominiraju trajni šokovi. Na slici (b) prikazuje pomak europodružju prema optimalnom valutnom podružju kada dominiraju kretanja poslovnog ciklusa. OCA predstavlja liniju optimalnog valutnog podružja. OCA linija takođe održava kako je potrebno birati između koristi od fleksibilnosti i budžetske unije. Zemlje europodružju nalaze se ispod OCA linije, što pokazuje kako europodružju je nije optimalno valutno podružju. Podružju je 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 europodru ju ovisi o vrsti šoka. De Grauwe i Ji (2016.) predlažu kako priroda šoka utje e na nagib OCA linije. Naime, kada su izraženi trajni šokovi u europodru ju (u slu aju (a)), linija optimalnog valutnog podru ja (OCA) je strma. Malo pove anje fleksibilnosti brže vodi zemlje europodru ja prema OCA liniji nego stabilizacijski u inak budžetske unije. Kada su izražena kretanja poslovnog ciklusa (u slu aju (b)), mala promjena budžetske unije može dovesti europodru je na OCA liniju. S druge strane, bila bi potrebna zna ajna promjena fleksibilnosti kako bi se europodru je pomaknulo na OCA liniju.

#### 4.3.2. Uloga Europskog monetarnog fonda u pružanju financijske potpore zemljama lanicama

Ideja o Europskom monetarnom fondu nastala je nakon financijske krize iz 2008. godine kao jedno od rješenja za stabilizaciju financijskog sustava i pružanje pomo i zemljama lanicama europodru ja koje su se našle u financijskim problemima. Zbog iznenadnih i nepredvidljivih šokova na financijskom tržištu tijekom i nakon financijske krize te dugovne krize u europodru ju donositelji politika bili su suo eni s krizama, ali nisu imali unaprijed odre en zajedni ki okvir djelovanja. Razli iti autori predložili su osnivanje Europskog monetarnog fonda kao stabilizacijskog mehanizma za financijsku pomo zemljama u ekonomskim problemima. Europski monetarni fond imao bi sli nu ulogu kao Meunarodni monetarni fond, ali bi se podru je djelovanja ograni ilo na zemlje europodru ja. 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 deficitu prora una u BDP-u. Autori smatraju kako bi se tako smanjio moralni hazard i potaknula ve a financijska disciplina visoko zaduženih zemalja.

Problem takve implementacije financiranja fonda stavio bi ve i teret na zemlje kojima je financijska pomo 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 bilo Europski monetarni fond ostvario svoju ulogu davanja financijske potpore zemljama u financijskim problemima.

Zadača 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 zadača Fonda bila bi pružanje financijske pomoći putem zajmova zemljama koje su izgubile pristup financijskim tržištima. Gortsos (2017.) predlaže kako bi potencijalni 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 takođe mogao pružati konzultantsku pomoć zemljama europodručja u programu makroekonomskih prilagodbi. 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 zajedničkog fonda koji bi bio sličan Međunarodnom monetarnom fondu. Kod azijskih zemalja postojala je ideja o Azijskom monetarnom fonden, ali se ona nije ostvarila<sup>25</sup>. Za postizanje financijske stabilnosti tijekom financijske krize važno je spriječiti financijsku zarazu. Međutim, to nije uvijek moguće. Zato se kao drugo najbolje rješenje ostojeće ograničavajuće 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

<sup>25</sup>Za više informacija o financijskoj integraciji zemalja Isto ne 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 mogu nost provo enja analiza na sli an na in na koji to radi Me unarodni monetarni fond. Uloga analiza bila bi informiranje europskih institucija (Europska komisija i dr.) te država lanica europodru ja o stanju na finansijskim tržištima. S druge strane, Europska središnja banka ve ima takvu ulogu. Ta banka tako er kroz regulaciju, makroprudencijalnu politiku i superviziju ima ulogu u mjerenu sistemskog rizika na podru ju europodru ja. 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 finansijske krize imala ograni eno podru je djelovanja na finansijsku potporu zemljama europodru ja 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 podru jima.

#### 4.3.3. Utjecaj Europske središnje banke na institucijsko okruženje europodru ja

Finansijska kriza iz 2008. godine ukazala je na nedostatke institucijskoga okruženja europodru ja i uloge koju ima Europska središnja banka. Mandat Europske središnje banke je održavanje stabilnosti cijena u europodru ju, 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 klju nu kamatu stopu. Središnja banka tako er može tražiti od komercijalnih banaka držanje minimalnih zakonskih rezervi kao postotak od ukupne koli ine svojih depozita kod središnje banke. Za postizanje finansijske stabilnosti Europska središnja banka koristi makroprudencijalnu regulaciju i superviziju. Me utim, postoje okolnosti u kojima postoje i alati nisu dovoljni ili kada su ove dvije uloge središnje banke u sukobu.

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

klju na 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 pra enje sistemskog rizika u finansijskom 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 e ih pretvoriti u djelo. Me utim, 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 finansijske panike biti prisiljene oti i u ste aj.

#### 4.3.4. Utjecaj zajedni kih makroekonomskih stabilizatora za vrijeme ekonomске krize na promjenu ranjivosti europodru ja

Argument za formiranje zajedni kih makroekonomskih stabilizatora polazi od teze kako u europodru ju ne postoji središnji fiskalni mehanizam koji bi izgla ivao cikli no kretanje gospodarstva. Naime, nacionalne vlade vode vlastite fiskalne politike koje su ograni ene fiskalnim pravilima. Zajedni ki makroekonomski stabilizatori poslužili bi kao mehanizam osiguranja od negativnih asimetri nih šokova ili zna ajnije ekonomске krize. Pri formiranju mehanizma trebalo bi voditi ra una 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 europodru ju. Njihova ideja polazi od premise kako su potrebni fiskalni transferi za izgla ivanje kretanja prihoda i cikli ne državne potrošnje. Naime, doprinosi bi u Fond za makroekonomsku stabilizaciju došli iz nacionalnih prora una, a oni bi se dalje ulagali u sigurnosne i likvidne

vrijednosne papire kako bi mogli pružiti finansijska sredstva zemljama. Autori sugeriraju kako bi to pomoglo zemljama da se drže srednjoro nih fiskalnih planova.

Carnot, Evans, Fatica i Mourre (2015.) navode tri uvjeta koja su potrebna kako bi zajedni ki makroekonomski stabilizator bio uspješan te dobio politi ku potporu. Prvo, treba imati neto koristi u odnosu na sadašnje mehanizme, drugo, ne smije utjecati na smanjenje fiskalne discipline i treće, sustav se treba usredoto iti na cikli no 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 zajedni ki europski fond za osiguranje od nezaposlenosti, koji bi imao ulogu stabilizacije relativnih i zajedni kih šokova.

Nacionalno osiguranje od nezaposlenosti koristi se u zemljama europodru ja kao automatski stabilizator za vrijeme ekonomske krize. Jedan od prijedloga kako u initijativu manje ranjivim na šokove uklju uje formiranje sustava zajedni kog osiguranja od nezaposlenosti. Glavni argument za osnivanje takvog sustava je kako bi se smanjio utjecaj asimetri nih šokova. Naime, centralizirani sustav osiguranja od nezaposlenosti mogao bi pružiti osiguranje dohotka ljudima nakon što ostanu bez radnog mesta. To bi smanjilo ovisnost o nacionalnim sustavima osiguranja od nezaposlenosti i pridonijelo makroekonomskoj stabilnosti. Zajedni ki 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 zajedni kog prora una mjesecno isplatalo 50% prijašnje bruto plave do maksimalno 12 mjeseci. Njihovi rezultati pokazuju kako je to ostvarivo s 47 milijardi eura prora una, a prosječni godišnji neto doprinosi iznosili bi između -0.54% bruto domaćeg proizvoda (BDP) za Španjolsku, koja bi dobila najviše finansijskih sredstava zbog najviše stope nezaposlenosti, do 0.39% BDP-a za Nizozemsku, koja bi najviše uplaivala doprinose u zajedni ki prora un. U kasnijem radu Dolls, Fuest, Heinemann i Peichl (2016.) nadopunjaju svoj prijedlog o formiranju zajedni kog europskog sustava osiguranja od nezaposlenosti s dvama uvjetima koji se odnose na isplate finansijskih sredstava. Prvo, zemlje europodru ja trebale bi biti osigurane od asimetričnog šoka ako je šok nezaposlenosti veći od

prosje ne promjene nezaposlenosti u europodru ju i drugo, ne bi postojalo novo izdavanje javnog duga jer bi fond za zajedni ko osiguranje od nezaposlenosti bio balansiran svake godine. Naime, zemlje koje bi imale manju promjenu nezaposlenosti od prosjeka upla ivale bi u fond, a zemlje s promjenom nezaposlenosti ve om od prosjeka koristile bi transferna davanja za zaštitu od nezaposlenosti.

Zajedni ki sustav osiguranja od nezaposlenosti mogao bi poboljšati postoje u politiku socijalne zaštite u europodru ju. 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 zajedni ki sustav osiguranja od nezaposlenosti mogao djelovati kao ograni ena i kratkoro na ekspanzivna fiskalna politika u zemljama europodru ja koje trpe posljedice recesije.

Kako bi se poboljšala integracija zemalja europodru ja, moglo bi biti potrebno krenuti od proširenja sustava koji gra ani razumiju. Zajedni ki se sustav osiguranja od nezaposlenosti lagano može shvatiti jer bi nadogradio postoje e nacionalne sustave. Otpor bi mogao do i iz razli itih politi kih stajališta jer podrazumijeva odre en stupanj transferne unije. Me utim, otpor bi mogao biti manji nego da idu i korak u integraciji europodru ja bude fiskalna unija. De Geus (2014.) navodi još jedan bitan razlog zašto bi zajedni ki sustav osiguranja od nezaposlenosti mogao biti koristan, a to je vra anje povjerenja u Europsku uniju i njezine institucije. Naime, autor smatra kako bi formiranje zajedni kog sustava moglo pove ati potporu u javnosti za formiranje fiskalne unije.

Andori Pasimeni (2016.) smatraju kako se zajedni ko osiguranje od nezaposlenosti u europodru ju može formirati na dva na ina: kao standardni sustav za zaštitu nezaposlenosti i kao fond za reosiguranje. Autori navode kako se u prvom na inu nacionalni sustavi mogu djelomi no spojiti u zajedni ki europski sustav, a korisnici bi dobivali naknade za nezaposlenost direktno iz zajedni kog sustava. Nacionalni sustavi tada bi imali pravo na dodatno pove anjem naknada za nezaposlene. Autori navode kako bi se u drugom na inu formirao fond za reosiguranje koji bi štitio nacionalne sustave za osiguranje od nezaposlenosti samo u slu aju ekonomске krize. Me utim, upitno je koliko bi reosiguranje od nezaposlenosti zaista pomoglo pri ublažavanju

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

Europski parlament (2016.) navodi kako bi europsko osiguranje od nezaposlenosti moglo više od svih prijedloga pridonijeti održavanju makroekonomskog stabilnosti u europodruju. Europski parlament takođe 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 europodruju

Na zajedničkom europskom tržištu svaka zemlja izdaje vlastite državne obveznice. Međutim, tradicionalnim „euroobveznicama“ na finansijskim 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 dužni koga vrijednosnog papira, koji je zajednički za sve zemlje lanice europodruju, a izdaje se na tržištu europodruju. Pomoću euroobveznice zemlje europodruju zajednički izdaju javni dug.

Stvaranje zajedni kih euroobveznica razmatralo se od nastanka eura. Jedan od glavnih argumenata za euroobveznice bio je kako bi one mogle odgovoriti na potražnju za nerizi nim vrijednosnicama te konkurirati ameri kim državnim obveznicama. Zbog usmjeravanja globalnih kapitalnih tokova prema euroobveznicama, rasla bi i potražnja za eurom kao rezervnom valutom. Formiranje euroobveznica tako er bi predstavljalo daljnju integraciju u europodru ju. Me utim, u dobroim ekonomskim vremenima smatralo se kako je trošak formiranja euroobveznica previsok, a u lošim gospodarskim vremenima prevladavalno je mišljenje kako koristi nisu dovoljno velike. Zbog razli itih stajališta o dalnjem smjeru razvoja institucijskoga okruženja europodru ja nije došlo do formiranja euroobveznica. Formiranje euroobveznica trebalo bi rezultirati ujedinjavanjem fragmentiranog europskog tržišta javnog duga. Obveznice s istim kuponom i dospije em bile bi jednake i razmjerenjive 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 zajedni kih euroobveznica mogao napraviti uz pomo Europskog stabilizacijskog mehanizma (ESM). Tako ne bi bilo potrebno formirati novu instituciju za izdavanje euroobveznica. Me utim, ESM je osmišljen za davanje financijske pomo i zemljama europodru ja. 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 poteško ama.

#### 4.4.1. Utjecaj zajedni kih euroobveznica na održivost javnih financija u europodru ju

Iako ideja o formiranju euroobveznica u europodru ju nije nova, ona je dobila na zna aju nakon krize javnog duga. Naime, u krizi javnog duga došlo je do rasta premije rizika odre enih zemalja, što je dovelo do rasta kamatnih stopa na njihove državne obveznice. Istovremeno, pove ala se razlika me u kamatnim stopa na državne obveznice rizi nijih zemalja u europodru ju u odnosu na one zemlje koje su financijska tržišta smatrala manje rizi nima.

Zajedni ke euroobveznice koje garantiraju sve zemlje lanice europodru ja mogle bi smanjiti rizik da zemlje sa slabijim javnim financijama ne mogu otplatiti svoje dugove. To bi tako er imalo za posljedicu smanjenje rizika financijske zaraze, koja bi se u slu aju da odre ena zemlja ne može platiti svoje dugove mogla proširiti na ostale lanice koje imaju stabilnije javne financije. Tako bi u slu aju formiranja euroobveznica javne financije u europodru ju mogle postati stabilnije.

Formiranjem euroobveznica mogao bi se pojaviti i neželjeni u inak. 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 moglo bi doprinijeti održavanju likvidnosti javnih financija zemalja u europodru ju i olakšati pristup finansijskom tržištu zemljama koje su u prošlosti imale poteško a s održivosti javnog duga. Bonnevay (2010.) navodi kako bi formiranje euroobveznica moglo dovesti do fiskalne fleksibilnosti, bolje koordinacije nacionalnih fiskalnih politika i ve e kredibilnosti u javne financije. Bonnevay je usredoto en na fiskalne politike Njema ke i Francuske jer se radi o dvije najve e ekonomije u europodru ju. Iako njegov prijedlog kako formiranje euroobveznica treba krenuti od Njema ke i Francuske ima odre ene prednosti, mogu e je da to ne e imati dovoljno u inka na koordinaciju me u svim fiskalnim politikama u europodru ju. To bi moglo doprinijeti divergenciji javnih financija u Njema koj i Francuskoj u odnosu na ostale zemlje europodru ja.

#### 4.4.2. Prijedlozi za formiranje euroobveznica

Ho e li euroobveznice uspjeti više integrirati financijska tržišta, a samim time i pomo i europodru ju u prevladavanju budu ih kriza ovisit e i o na inu implementacije euroobveznica. Nakon financijske krize 2007. godine neki autori ponudili su svije prijedloge kako formirati euroobveznice. De Grauwe i Moesen (2009.) predlažu da se zajedni ke euroobveznice na tržištu europodru ja formiraju tako da svaka država ima udio u euroobveznicama jednak vlasni kom

udjelu u Europskoj investicijskoj banci. Oni navode da bi tako države lanice europodru ja imale zajedni ku odgovornost za izdavanje euroobveznice, a takve bi obveznice izdavala europska institucija poput Europske središnje banke ili države lanice europodru ja<sup>26</sup>.

U prijedlogu se ne spominje da je potrebno osnovati nove institucije, primjerice zajedni ko europsko ministarstvo financija koje bi upravljalo europskim prora unom. Dapa e, ovi autori smislili su na in kako se unutar postoje eg institucijskoga okruženja europodru ja mogu uvesti euroobveznice.

Iako bi ovaj prijedlog imao puno koristi kad bi se razmišljanja autora pokazala to nima, ipak postoje odre eni nedostaci. Naime, prijedlog ne objašnjava što bi se dogodilo u slu aju da se euroobveznice ne otplate ili bi li to dovelo do prevelikog zaduživanja nacionalnih država, i što napraviti u takvom slu aju. Dodatno, treba se uzeti u obzir da se De Grauwe i Moesen (2009.) osvr u na krizu u Gr koj i kroz tu situaciju gledaju kako bi se euroobveznice trebale formirati da se pomogne zemljama poput Gr ke. Iz toga proizlazi da se ova ideja odnosi samo na krizna doga anja, a nije jasno kako bi se odrazila na financijska tržišta, posu ivanje financijskih sredstava od strane država europodru ja i razlike kamatnih stopa na državne obveznice tijekom „dobrih“ vremena gospodarskoga rasta.

Bonnevay (2010.) se zalaže za ve u fiskalnu integraciju izme u Njema ke i Francuske koja bi poslužila za uvo enje euroobveznica, što bi pove alo u inkovitost zajedni ke monetarne politike u europodru ju. Prema autoru, u dugom roku euroobveznice bi se proširile i na druge zemlje lanice europodru ja, a države bi me usobno koordinirale svoje prora une, što bi eliminiralo potrebu za izdavanjem nacionalnih obveznica.

Ovakav pristup mogao bi doprinijeti prihva anju ideje izdavanja zajedni kih euroobveznica na tržišta europodru ja zahvaljuju i postepenoj implementaciji euroobveznica kao financijskog instrumenta. Ipak, mogu e je da vlada Njema ke ne e biti sklona ovom prijedlogu iz barem dvaju

---

<sup>26</sup>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 pla ale kamate. Oni navode kako bi ovakvo formiranje euroobveznica omogu ilo jednostavnije i jeftinije financiranje za zemlje koje investitori smatraju rizi nijima i njihove države zadužuju se na tržištu po višim kamatnim stopama, ali bi euroobveznice isto tako bile sigurnije za ulaga e.

razloga. Kao prvo, moguće je kako se njemačke vlasti duže vrijeme protivideći 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 kreće od Njemačke, bitno je uzeti u obzir i politički kontekst, odnosno postoji li dovoljna politička volja da se odrediti način pristupa implementaciji.

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 europskog područja, a predlaže dualnu strukturu državnog financiranja, uključujući i euroobveznice. Kako on predlaže, države članice izdajuće euroobveznice i plaćajuće sve obvezne koji 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 znatnije prihvatanje eura kao valute u kojoj bi se pohranjivale svjetske rezerve.

Međutim, Jones (2010.) želi izbjegići moralni hazard, odnosno to da se buduće vlade država europskog područja potiču na pretjerano posudovanje 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 zemalje članice Evropske 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 europskog područja. 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 svim zemljama europskog područja, 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 pove alo marginalni trošak financiranja javnog duga i održalo financijsku disciplinu.

Svi prije navedeni prijedlozi promatrali su formiranje euroobveznica kroz aspekt dužni ke krize u Gr koj 2009. godine. Iako neki autori nude potencijalna rješenja kako bi europske institucije trebale organizirati euroobveznice u vrijeme izvan finansijskih kriza, njihovi prijedlozi nude okvirne ideje koje su skromne u detaljima. Kako bi euroobveznice, ako se ikada uvedu u europodru je, mogle funkcionirati, bit e potrebno stvoriti šire institucijsko okruženje koje e funkcionirati bez obzira traje li finansijska kriza ili ne. Iz toga proizlazi da su postoje i prijedlozi dosta ograni eni s obzirom na sadašnje institucijsko okruženje, koje ne mora biti dovoljno dobro da podrži formiranje euroobveznica.

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

Schaefer i Bigus (2016.) analiziraju razli ite prijedloge za uvo enje euroobveznica. Autori zaklju uju kako se prijedlog o „plavim“ i „crvenim“ obveznicama teško može realizirati jer se trebaju mijenjati europski ugovori i ustavi odre enih zemalja europodru ja. Glavna kritika Schaefer i Bigus na prijedlog iz Faveroi Missale (2012.) je kako njihove euroobveznice daju poticaje zemljama europodru ja za pove anje javnog duga, ali kako istovremeno nemaju stabilizacijski u inak na ekonomiju europodru ja jer nema dijeljenja rizika.

#### 4.5. Mogunost formiranja fiskalne i politike unije u europodruju

Predlažem kako je argument oko moralnog hazarda manje bitan u inak jer polazi od prepostavke kako vlade zemalja europodruja ne žele voditi politiku održivih javnih financija ako to ne moraju. Moguće je kako je razlog iz kojeg su vlade odredile enih zemalja prekora ile fiskalna pravila iz Ugovora iz Maastrichta u tome što su smatrali kako je njihova fiskalna politika previše ograničena. Ako bi postojalo dijeljenje fiskalnog rizika kroz euroobveznice u europodruju, 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 mogunost ekonomske krize nastale kao posljedice poslovnog ciklusa u svim zemljama europodruja, kao ni dužu krizu kakva je zahvatila europodruju nakon 2009. godine. Iako njihov prijedlog ima potencijala u suzbijanju moralnog hazarda u slučaju nesolventnosti neke zemlje europodruja, ostaje problem efekta preljevanja krize na druge zemlje europodruja. 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
<b>1) Fiskalna podjela rizika</b> J Makroekonomija J Bankovna unija	J Inicijativa malih razmjera centraliziranih investicija J Osiguranje likvidnosti pod uvjetima (Europski Mehanizam stabilnosti) J Jedinstveni fond za rezolucije (engl. <i>Single Resolution Mechanism</i> )	J Makroekonomска подјела rizika odgovarajuće veličine J Zajedničko osiguranje depozita J Zajednički finiran fond za spašavanje banaka
<b>2) Upravljanje</b> J Koordinacija politika J Pravila	J Različite složenije fiskalne reforme upravljanja J Jedinstveni nadzorni mehanizam (engl. <i>Single Supervisory Mechanism</i> )	J Uinkovita koordinacija J Jednostavnija, ali uinkovitija pravila koja smanjuju moralni hazard

<b>3) Tržišta</b>	J Snažnija supervizija i bolji mehanizam za apsorpciju gubitaka J Integracija finansijskih tržišta se nije potpuno oporavila nakon krize J Uvedene su klauzule o kolektivnom djelovanju	J Potpuno ujedinjena supervizija, regulacija i osiguranje depozita J Potpuna unija tržišta kapitala J Vjerodostojna ograničenja na finansijsku 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 europolju je predstavljalo bi komplikiran projekt koji bi trebao imati politiku podršku svih zemalja lanica. Kada bi se nastojala formirati fiskalna unija odjednom, moguće je kako ne bi postojala dovoljna politika volja za provedbu ideje o fiskalnoj uniji. Zato je moguće da postepena fiskalna integracija u europolju ima veću politiku 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 politika 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 europolju moglo formirati dublju razinu fiskalne unije sa zajedničkim poreznim prihodima ili programima potrošnje. Autor navodi kako je takođe moguće usklađenost nacionalnih fiskalnih politika. De Grauwe (2010a) smatra kako je problem u europolju što monetarna unija nije dio politike unije, zbog čega postoje neravnoteže bez mehanizama za otklanjanje.

#### 4.5.1. Mogunost uvođenja zajedničkih poreza za sve zemlje europolitu

Zajednički porezi za sve zemlje ne postoje u europolitu. Nacionalne države imaju suverenost nad svojim poreznim sustavom. Međutim, institucije Evropske 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, Evropska unija odredila je minimalnu standardnu stopu poreza na dodanu vrijednost od 15% te mogunost uvođenja dviju smanjenih stope od kojih najniža mora biti barem 5%.

Evropska komisija predložila je uvođenje poreza na finansijske transakcije među finansijskim institucijama u zemljama Evropske 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 europolitu potrebni. Zajednički porezi mogli bi poboljšati institucijsko okruženje europolitu. Ako dođe do uspostave stabilizacijskog mehanizma koji bi pomoći u transfera pridonio smanjenju utjecaja asimetričnih šokova u europolitu, tada bi postojala potreba za novim sredstvima ija bi namjena bila usmjerena potrebama europolitu kao cjeline. Zajednički porez na dobit mogao bi doprinijeti pravednjem sustavu poreza u europolitu i smanjiti mogunost izbjegavanja poreza. Međutim, takav bi sustav poreza na dobit mogao smanjiti poreznu konkurenčiju među zemljama europolitu. Alternativni prijedlog može pomiriti ova dva stajališta. Institucije europolitu mogu uspostaviti porezno pravilo prema kojem se samo određeni dio poreza na dobit smatra zajedničkim porezom (npr. 10%). Tada bi zemlje europolitu bile slobodne postaviti svoju razinu poreza na dobit, ali samo bi dio iznad 10% poreza išao u nacionalni proračun<sup>27</sup>. Tako bi se mogao osigurati mehanizam prema kojem bi postojala konkurenčija među zemljama europolitu, a istovremeno bi se osigurala dovoljna sredstva za potrebe europolitu.

---

<sup>27</sup> Na primjer, zemlja postavi stopu poreza na dobit od 18%. U tom slučaju, 10% bi išlo za potrebe europolitu, a ostatak od 8% u nacionalni proračun zemlje.

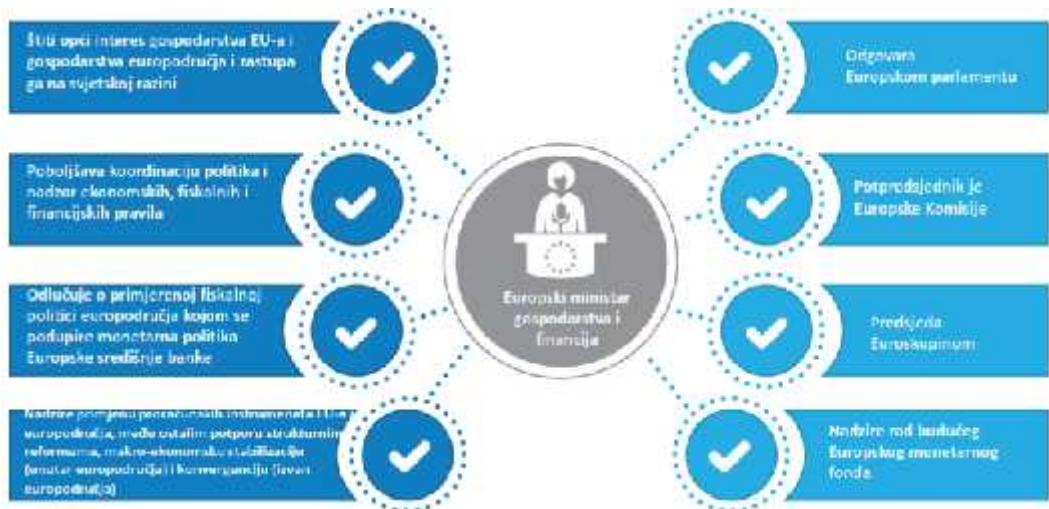
#### 4.5.2. Mogunost formiranja funkcije europskog ministra financija

Ideja o formiranju funkcije europskog ministra financija u ekonomskoj literaturi dobila je na značaju nakon krize javnog duga u europodružju. 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 ekonomski interes europskog podružja. Prema njihovu prijedlogu, uloga ministra bila bi nadgledati koordinaciju fiskalnih i ekonomskih politika zemalja europskog podružja, voditi pregovore za vrijeme krize, pomoći u ublažavanju regionalnih ekonomskih šokova te predstavljati europskog podružja kod međunarodnih institucija i dogovarača. Autori smatraju kako bi europski ministar financija trebao upravljati Europskim investicijskim programom, 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<sup>28</sup>.

Formiranje funkcije europskog ministra financija ne znači nužno i formiranje europskog ministarstva financija. Funkcija europskog ministra financija mogla bi se integrirati u postojećе institucijsko okruženje Europske unije. Prema Europskoj komisiji (2017a), predsjednik Europske komisije Jean-Claude Juncker predložio je u Govoru o stanju unije 2017. godine mogunost 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 je europski ministar financija kao dio Komisije takođe ima istu odgovornost. Juncker je takođe povezao formiranje Europskog monetarnog fonda s ulogom europskog ministra financija koji bi predsjedao Vijeće guvernera tog fonda. To bi značilo proširenje ovlasti postojećeg predsjednika Euroskupine koji se već nalazi na čelu Vijeća guvernera Europskog stabilizacijskog mehanizma.

<sup>28</sup> 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 finansijska pravila. Uloga bi ministra financija također obuhvata i zaštitu općeg interesa gospodarstva EU i europolodra, ja unutar i izvan Unije. Prema prijedlogu Europske komisije (2017a), europski ministar takođe bi odlučivao o fiskalnoj politici europolodra, ja koja pridonosi ciljevima fiskalne održivosti javnog duga u zemljama europolodra, ja, 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 DOMA EG PROIZVODA ZEMALJA EUROPODRU JA 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 na inovacije koji je organizirana proizvodnja. Upravo se zato institucijsko okruženje smatra endogenim imbenikom ekonomskog rasta. Kao jedan od danih 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 se jedan od razloga za objašnjenje niske razine BDP-a po stanovniku pojavljuje slaba razvijenost institucijskoga okruženja.

Nakon finansijske krize iz 2008. godine zemlje europodružine imale su razlike u dinamiku rasta BDP-a. Koliko institucijsko okruženje pridonosi stupnju ekonomskog razvoja ili ekonomskom rastu određene zemlje zbog dostupnosti podataka ili iz drugih razloga nije uvek poznato u kratkom roku. Postavlja se pitanje kakav je utjecaj institucijskoga okruženja na ekonomski rast zemalja europodružine nakon finansijske 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 druga ija 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, u inkovitost regulatornog sustava i pravosuđa, zaštitu vlasnika prava i drugih zakona te normi koje imaju utjecaj na ekonomski rast. Uzveći u obzir širu definiciju institucijskoga okruženja, postoji više suglasja među ekonomistima o pozitivnom utjecaju institucijskoga okruženja na stupanj razvoja zemlje u dugom roku. Dakle, većina 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<sup>29</sup>. 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 u inak poboljšanja kvalitete institucija većina na rast BDP-a po stanovniku.

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

<sup>29</sup> Prema Góes (2015.), veza je pozitivna ukupno 10 godina nakon šoka, ali raste po opadajućoj stopi. Kada se promatra 25 razvijenih gospodarstava, u inak je poboljšanja kvalitete institucija manji i kraće traje, te doseže 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 europodružine mogla bi povećati realni BDP europodružine za 0.7% u prvoj godini, a 3.3% u 5 godina (Anderson, Barkbu, Lusinyan i Muir, 2016.). Prema njihovoj analizi, u inak 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 direktni utjecaj strogih regulacija na ukupnu faktorsku produktivnost veći što je zemlja ili industrija udaljenija od tehnološkog lidera. To znači i kako stroga regulacija negativno utječe na usvajanje postojećih tehnologija osim štetnih direktnih utjecaja na inovaciju, vjerojatno smanjenjem konkurenčnosti, ulaska novih visokoteknoloških poduzeća i preljevanja 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 finansijske otvorenosti na rast faktora produktivnosti važniji nego utjecaj na rast kapitala, što objašnjava zašto je utjecaj liberalizacije uglavnom trajan. Autori objašnjavaju trajni u inak liberalizacije finansijske otvorenosti pomoći u ulozi koju ona igra u razvoju bankovnoga tržišta i tržišta dionica<sup>30</sup>.

Liberalizacija finansijske otvorenosti 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 rasta ima pozitivnu ulogu na rast ukupne faktorske produktivnosti. Kose, Prasad i

---

<sup>30</sup> Bekaert, Harvey i Lundblad (2011.) pronalaze i indirektni utjecaj poboljšanja otvorenosti na višu razinu efikasnosti investicija.

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

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

Ekomska literatura nije pokazala jasnu vezu između finansijske otvorenosti i ekonomskog rasta. Fratzscher i Bussiere (2004.) tvrde kako je to zato što zemlje imaju koristi od poboljšanja finansijske 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 pronađe kako nakon liberalizacije dolazi do ubrzavanja ekonomskog rasta zbog naglog rasta investicija i prinosa kapitala iz inozemstva. Kako se odnos finansijske otvorenosti i rasta mijenja tijekom vremena, to može objasniti zašto neki autori smatraju kako je veza između finansijske liberalizacije i ekonomskog rasta pozitivna, dok drugi navode negativne strane liberalizacije i povezuju finansijske krize s finansijskom 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 europskog područja 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 europskog područja. Botero et al. (2004). u istraživanju na podacima iz 85 zemalja pronađe kako je viša regulacija rada povezana s nižom stopom participacije rada i višom stopom nezaposlenosti.

Ekomska literatura pokazuje kako utjecaj reformi tržišta rada i tržišta proizvoda može ovisiti o poslovnom ciklusu. To upućuje kako neke reforme mogu imati pozitivan u inak za vrijeme ekonomskog rasta, a negativan u vrijeme recesije. Taj razlog može djelomično objasniti razliku među rezultatima u ekonometrijskim istraživanjima raznih autora. Prema Banerji et al. (2017.), smanjenje zaštite radnika daje pozitivne fiskalne uroke 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 takođe pronađeju kako smanjenje poreza na dohodak financirano javnim zaduživanjem ima i pozitivan utjecaj na javne financije tijekom recesije zbog većih fiskalnih multiplikatora. Njihovi rezultati potvrđuju kako ekspanzivna fiskalna politika za vrijeme recesije poja uvećane rezultate reformi i njihov fiskalni utjecaj na javne financije.

Vrijeme provedbe reformi može ovisiti o političkoj volji, ali i o poslovnom 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. Dapađe, upravo ekonomska kriza može potaknuti vlast na provedbu reformi s ciljem poboljšanja institucijskoga okruženja, za koje u uvjetima ekonomske krize ne bi postojala dovoljna politička volja. Adascalitei i Pignatti Morano (2015.) pronađeju kako je u razvijenim zemljama vlast 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 pronađeju kako je suprotno kod zemalja u razvoju, odnosno njihove vlasti 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.

Postojeći institucijsko okruženje bitno je u određivanju uvjeta za provedbu reformi. Vlasti zemalja mogu se odlučiti na provedbu reformi ako smatraju kako je institucionalno 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.) pronađeju kako su reforme tržišta rada veće 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 pronađuje kako ne postoje negativni učinci povećanja zaštite radnika na formiranje novih radnih mjesto, 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 finansijske krize. Posljedice od posljednje finansijske krize u europskom području su pokazale koliko znajući 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%<sup>31</sup>. Fatás pojašnjava kako moguće koristi od strukturnih reformi mogu iznositi koliko i trajni učinci finansijske krize.

McQuinn i Whelan (2015.) pokazuju kako reforma tržišta rada može povećati ekonomski rast za 0.13% godišnje u europskom području, 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 stopa rasta BDP-a u europskom području za 0.49% godišnje u razdoblju između 2014. i 2023. godine.

---

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

## 5.2. Objasnjenje metodologije istraživanja

Za analizu uloge institucijskoga okruženja u oporavku BDP-a zemalja europodru ja nakon finansijske 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 poveaju 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 nezavisnosti varijabli, vremenske varijacije u koeficijentima i varijancama šokova te se u takvima modelima može promatrati heterogenost modela. Sve su varijable u PVAR modelu endogene,ime 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:

$$Y_{it} = \mathbf{A}Y_{it-1} + \mathbf{e}_{it} \quad (1)$$

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

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

Matrica  $\mathbf{Y}$  uključuje sljedeće varijable:

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

- Stopa nezaposlenosti
- Stopa harmoniziranog indeksa potroša kih cijena (HICP)
- Prora unski deficit kao postotak BDP-a
- Kamatnjak na 10-godišnje državne obveznice

Za svaku od zemalja europodru ja 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 potroša kih cijena (HICP), novane 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<sup>32</sup>, 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 objavljaju autori Chinn i Ito. Indeks se bazira na binarnim dummy varijablama koje mijere ograničenja na finansijske 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, već u lokalnu konkureniju i veću inkovitost antimonopolističke politike. Indeks „Efikasnost tržišta proizvoda“ pokazuje koliko je konkurentno tržište proizvoda, a sastoji se od 16 potpоказatelja (Schwab i Sala-i-Martin, 2016.):

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

---

<sup>32</sup>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 finansijskih 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. U inkovitost antimonopolisti ke 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 poduze a (engl. *No. of procedures to start a business*)
7. Vrijeme za po etak poslovanja novootvorenog poduze a u dñima (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 doma eg 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 nagra uje talentirane i produktivne radnike bez diskriminacije na temelju spola, dobi, rase, nacionalnosti i dr. Fleksibilnije tržište rada odražava manju rigidnost pla a, ve u geografsku mobilnost rada zbog profesionalnih razloga te lakše otpuštanje neproduktivnih radnika i zapošljavanje novih, odnosno bržu alokaciju radnika u djelatnosti gdje e ostvariti ve u 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 odre ivanja pla a (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 jedini ni korijen, odnosno kako bi se utvrdilo jesu li panel podaci stacionarni. Nulta hipoteza tog testa jest da postoji jedini ni korijen u skupu podataka, a prema alternativnoj hipotezi da jedini ni korijen ne postoji. U slučaju da se utvrdi jedini ni korijen kod varijabli, testira se jedini ni korijen u prvim diferencijama tih varijabli. Ako se utvrdi postojanje jedini noga korijena u prvim diferencijama, testira se postoji li jedini ni 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:

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

pri čemu lan  $\Delta X_t$  predstavlja vektor  $n$  varijabli u prvim diferencijama, lan  $\Phi_l^* = -\sum_{j=l+1}^p \Phi_j$ ,  $i=1,\dots,p-1$ , a lan  $\Pi = -(I - \Phi_1 - \dots - \Phi_p) = -\Phi(1)$ . Karakteristični polinom iznosi  $I - \Phi_1 z - \dots - \Phi_p z^p = \Phi(z)$ . lan  $\varepsilon_t$  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).

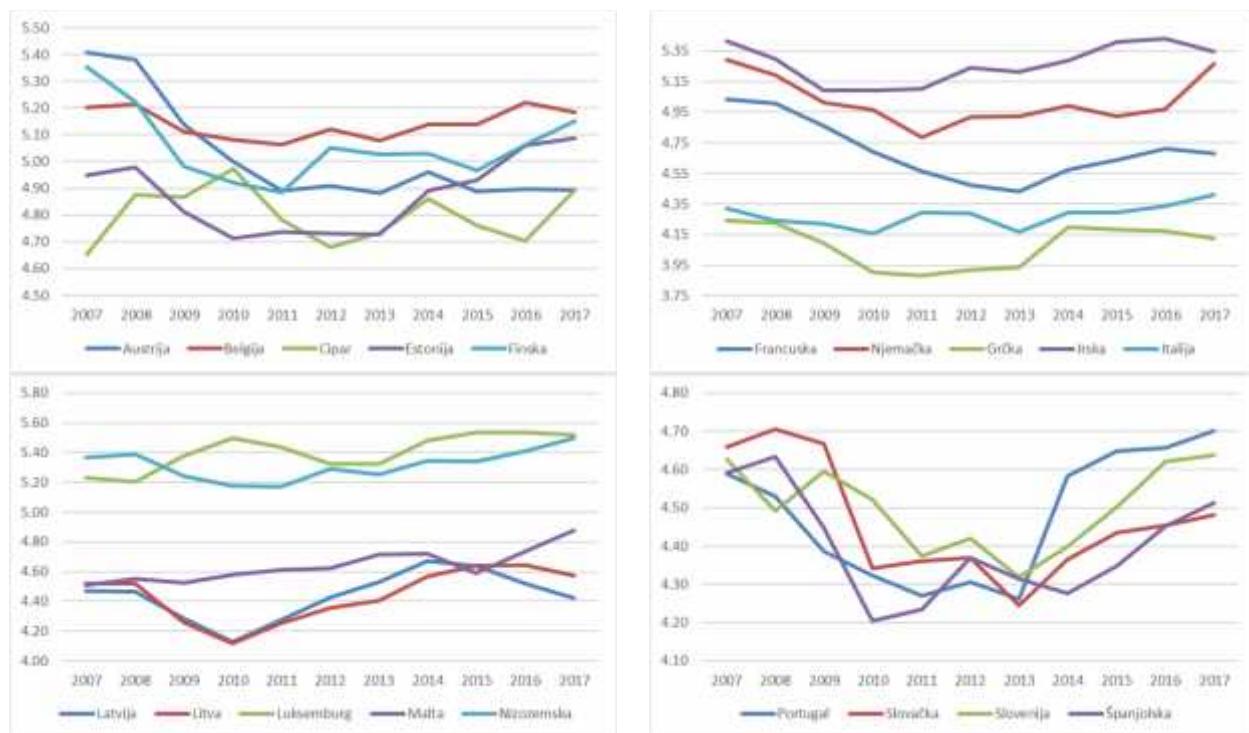
Nakon toga radi se funkcija impulsnog odaziva kako bi se utvrdio utjecaj određene varijable na cijeli PVAR sustav. Posljednji korak je analiza dekompozicije varijance s ciljem dohvatanja bolje interpretacije modela. Na taj se način može objasniti koliko promjene varijabli utjeu na grešku procjene varijance 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 finansijska otvorenost stavljeni su na početak modela zbog najveće relativne egzogenosti, a makroekonomski 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 stavljeni 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 finansijske 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

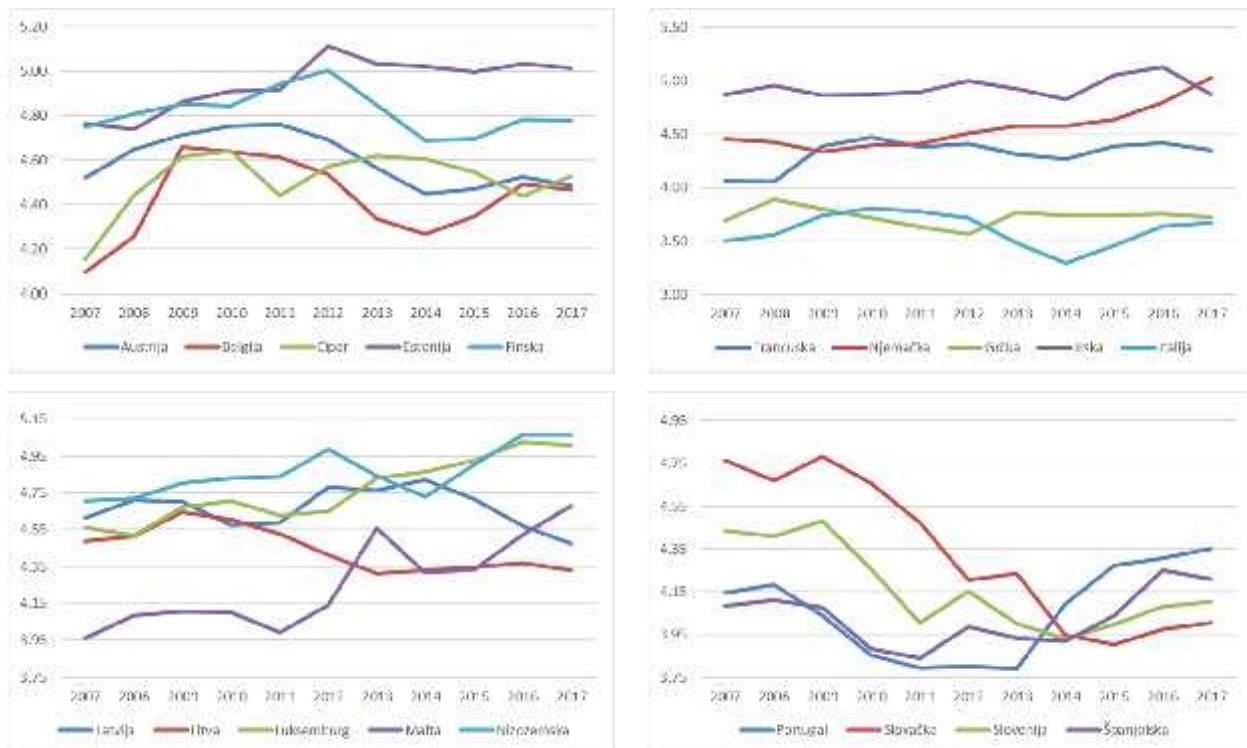
Analiza rezultata istraživanja zapo inje deskriptivnom analizom vremenskih serija pokazatelja institucionalnog okruženja u analiziranim zemljama. Cilj je istražiti dinami ku varijabilnost pokazatelja jer se radi o varijablama za koje se prepostavlja da ne variraju pretjerano iz godine u godinu.



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

Izvor: EViews 8.1

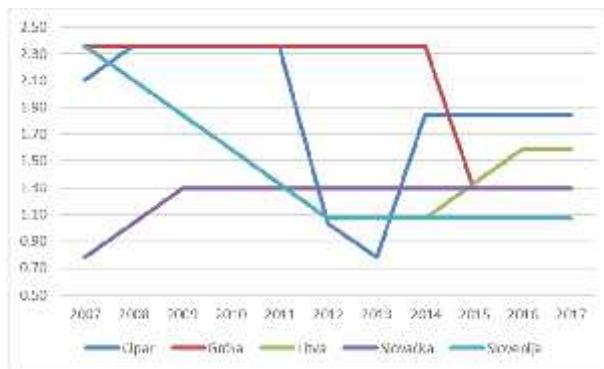
Na slici 16 prikazane su vremenske serije Indeksa „Efikasnost tržišta proizvoda“ u promatranom razdoblju za zemlje europodružine. Vrijednosti varijabli se mijenjaju tijekom vremena, ali s različitim amplitudama. Godine 2009. došlo je do pada vrijednosti indeksa u znakajnom broju zemalja, a uzrok tome mogu biti promjene na tržištu proizvoda nakon finansijske krize. Vrijednosti indeksa u većini zemalja počinju rasti nakon 2014. godine, što može biti povezano s reformama na tržištu proizvoda od strane zemalja europodružine. Većina zemalja europodružine 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 europodružine

Izvor: EViews 8.1

Nakon finansijske krize 2008. godine došlo je do pada vrijednosti indeksa u Gr koj, Portugalu, Slova koj, Sloveniji i Španjolskoj (slika 17). U tim je zemljama zatim došlo do blagog rasta vrijednosti indeksa. Estonija, Francuska, Njema ka, 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).



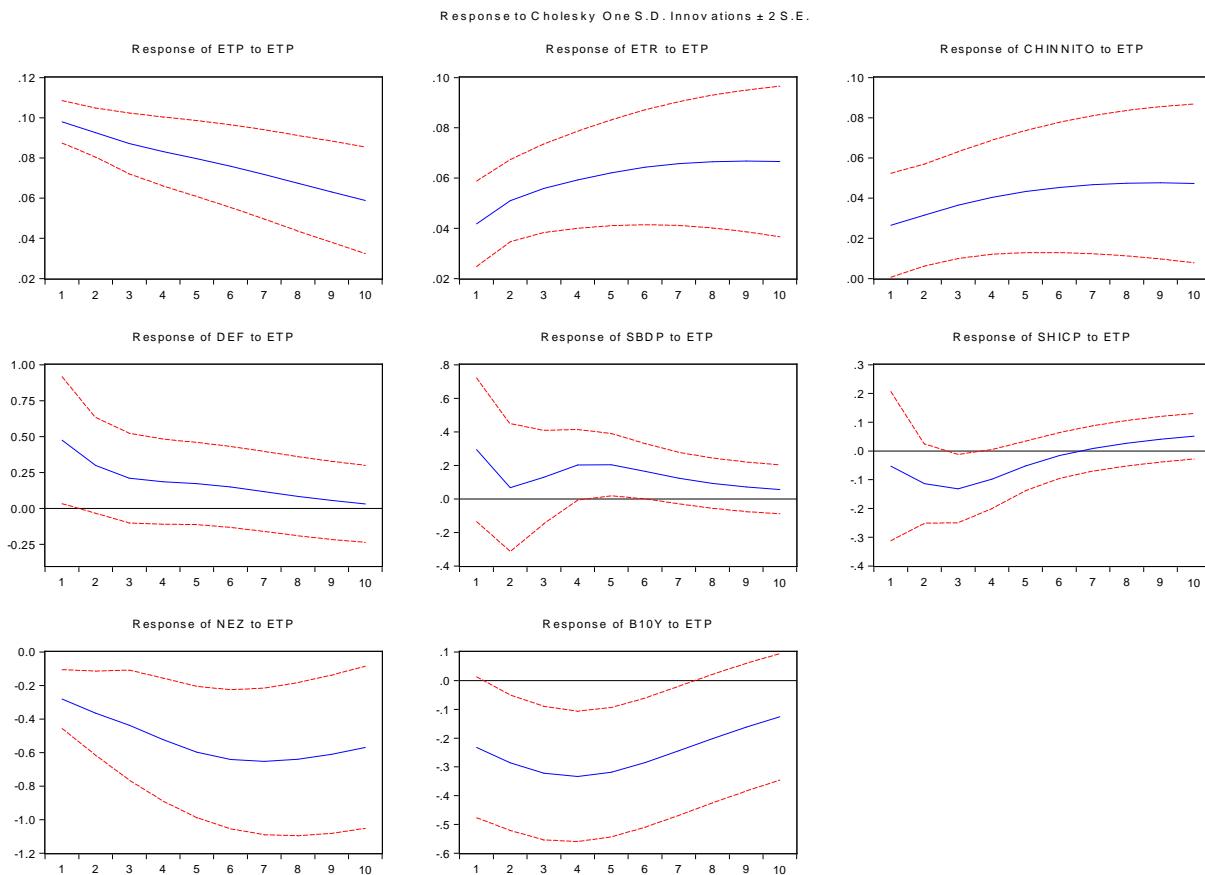
**Slika 18:** Vremenske serije Chinn-Ito Indeksa u razdoblju od 2007. do 2017. godine za izabrane zemlje europodru ja

Izvor: EViews 8.1

Na slici 18 prikazane su vremenske serije Chinn-Ito Indeksa kao mjere finansijske otvorenosti za izabrane zemlje europodru ja. 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. Finansijska otvorenost se mijenja rje e nego promjena Indeksa „Efikasnost tržišta proizvoda“ i Indeksa „Efikasnost tržišta rada“. Iako se finansijska otvorenost rijetko mijenja, amplituda promjene može biti ve a nego kod drugih pokazatelja institucijskog okruženja. Nakon krize javnog duga Cipar, Gr ka i Slovenija imale su manju finansijsku otvorenost nego prije krize. U razdoblju od 2007. do 2017. godine finansijska otvorenost pala je u Cipru, Gr koj i Sloveniji, a narasla u Litvi i Slova koj.

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

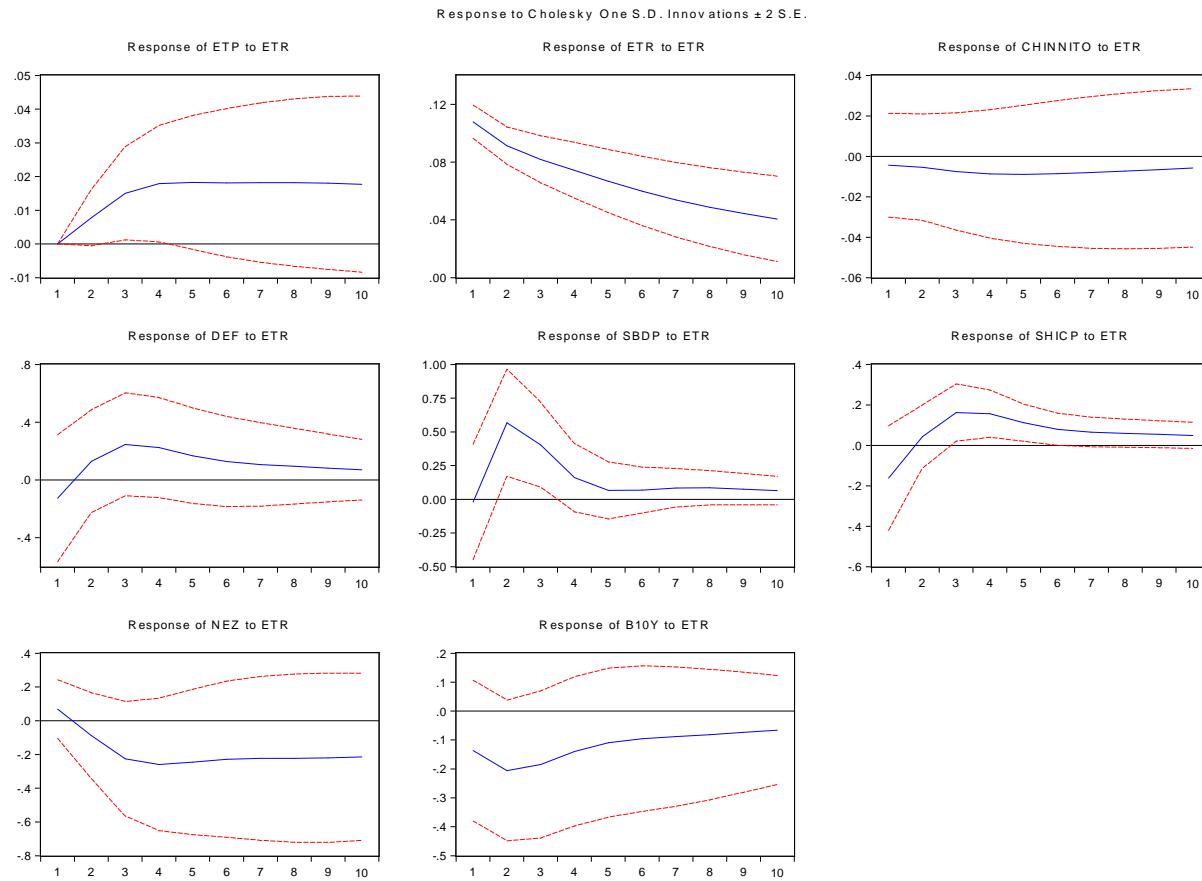
Istraživanje započinje testiranjem stacionarnosti varijabli. Napravljeni su Levin, Lin i Chu testovi jedini noga korijena (engl. *unit root*) za panel podatke, koji su pokazali da su sve varijable stacionarne u razinama. To znači da su varijable integrirane reda nula. Zatim je analiziran VAR model u razinama kako bi se odredio optimalan broj pomaka. Prema kriterijima LR (engl. *sequential modified LR test statistic*), optimalan broj pomaka je etiri. 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 karakteristični pogod AR polinoma manji od jedan po modulu, odnosno ako se nalaze unutar jedini noga 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

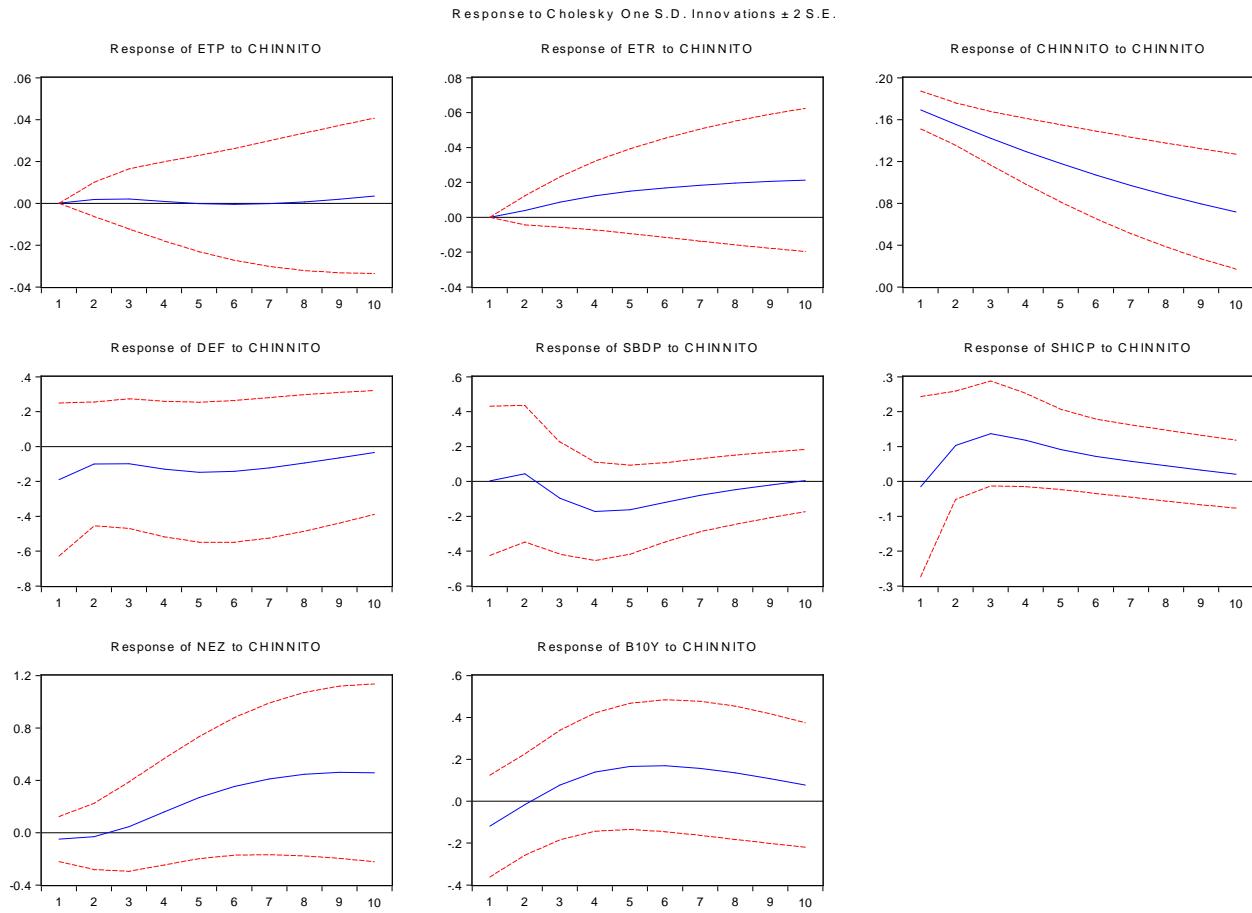
Slika 19 pokazuje kako pozitivan šok efikasnosti tržišta proizvoda pozitivno utjeće na stopu rasta BDP-a s oko 0.3% povećanja u prvoj godini. Utjecaj šoka blago varira u pozitivnim vrijednostima nakon 10 godina, a nakon 5 godina utjecaj šoka se smanjuje. Pozitivan šok efikasnosti tržišta proizvoda utjeće 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 takođe je negativan, odnosno dolazi do pada stope nezaposlenosti. Nakon šoka stopa nezaposlenosti ubrzano pada u prvih 6 godina, a kumulativan u inak 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 takođe utjeće 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 finansijske krize iz 2008. Neke vlade država napravile su strukturne reforme, koje se odnose i na poboljšanje efikasnosti tržišta proizvoda, kako bi smanjile nesigurnost na finansijskim tržištima. Ove rezultate treba uzeti s oprezom zbog varijacije šoka kroz duži period te zbog injenice da su podaci na godišnjoj razini.



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

Izvor: EViews 8.1

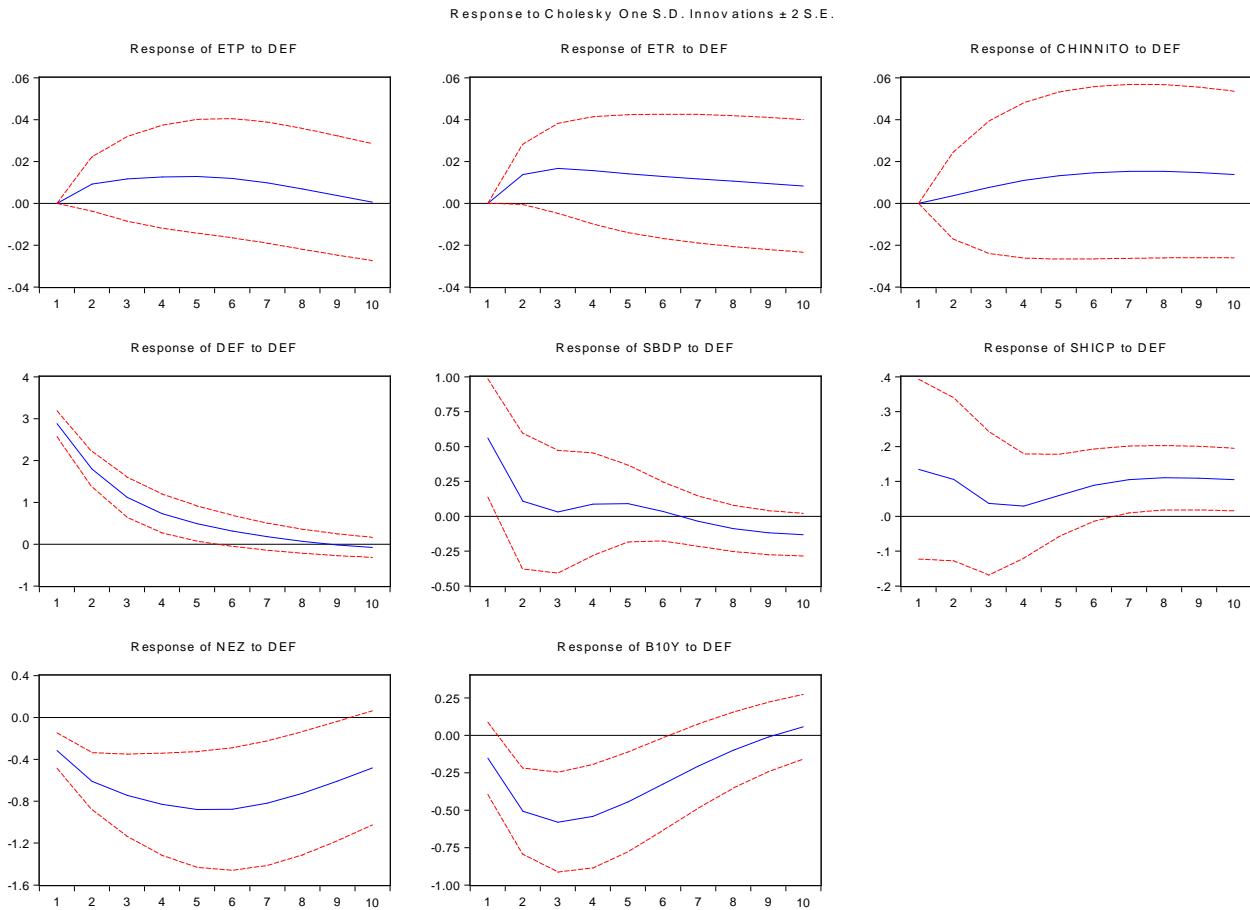
Kada se pogleda uloga šoka indeksa tržišta rada na stopu rasta BDP-a u VAR sustavu (slika 20) dobije se statisti ki zna ajan i pozitivan utjecaj ve u prvim godinama nakon šoka. Utjecaj šoka kontinuirano je pozitivan, ali se u inak nakon 4 godine zna ajno smanji. To ukazuje na pozitivnu ulogu liberalizacije tržišta rada na BDP. Utjecaj šoka na ostale varijable nije statisti ki zna ajan. Pozitivan utjecaj šoka indeksa tržišta rada zna ajno smanjuje stopu nezaposlenosti u 3 godine nakon šoka, ali se zatim taj utjecaj stabilizira. Najve i pozitivan utjecaj šoka indeksa tržišta rada je na stopu rasta ekonomije te pad stope nezaposlenosti. To je, prema teoretskim o ekivanjima, u normalnim vremenima. Me utim, europodru je se u godinama nakon krize nalazilo u zamci likvidnosti zbog ega bi šok tržišta proizvoda trebao negativno utjecati na stopu nezaposlenosti. Na sli an na može se objasniti reakcija rasta 10-godišnjeg kamatnjaka na šok u sustavu. Me utim, stopa inflacije nakon pada u prvoj godini nakon šoka indeksa tržišta rada po ne rasti u idu im 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 mjerен Chinn-Ito indeksom, na ostale varijable u VAR sustavu funkcijom impulsnog odziva. Rezultati pokazuju kako poveanje 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 poveanje stopa nezaposlenosti. Taj utjecaj kontinuirano se ubrzava u prvih 7 godina te značajno utječe na poveanje stopa 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 poveanje 10-godišnjeg kamatnjaka i stopu inflacije. Na ostale varijable nije primjetan statistički značajni utjecaj šoka financijske otvorenosti.



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

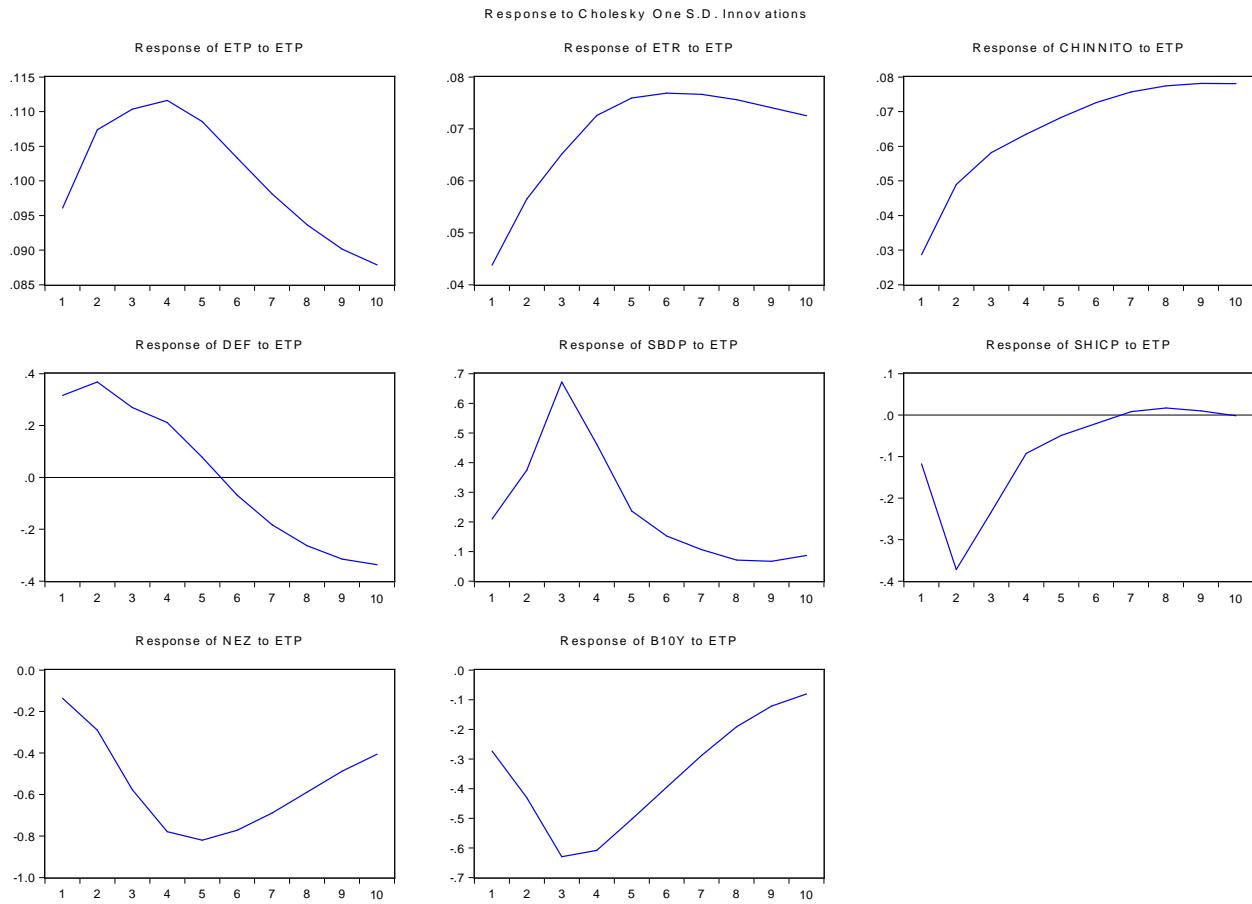
Izvor: EViews 8.1

Utjecaj pozitivnog šoka deficit u VAR sustavu statisti ki zna ajno 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 predvi anjima kako pove anje deficitu pozitivno utje e na agregatnu potražnju i pove ava stopu rasta BDP-a. Prema ekonomskoj je teoriji tako er to da pove anje deficitu pozitivno utje e na rast stope inflacije i na smanjenje nezaposlenosti. Dobiveni rezultati potvr uju takva teoretska predvi anja. U prvoj godini nakon šoka stopa inflacije poraste za 0.1%, a kumulativan utjecaj šoka deficitu na stopu rasta inflacije nakon 10 godina zna ajno je pozitivan. Pove anje deficitu tako er utje e na smanjenje stope nezaposlenosti u VAR modelu. U prvoj godini nakon šoka pove anje deficitu stopa nezaposlenosti smanji se za 0.4%. Taj utjecaj raste prvih 6 godina, nakon ega po inje blago padati. Pove anje deficitu u modelu tako er utje e na smanjenje 10-godišnjeg kamatnjaka. Me utim, 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 ekonomskih 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 europskog područja.

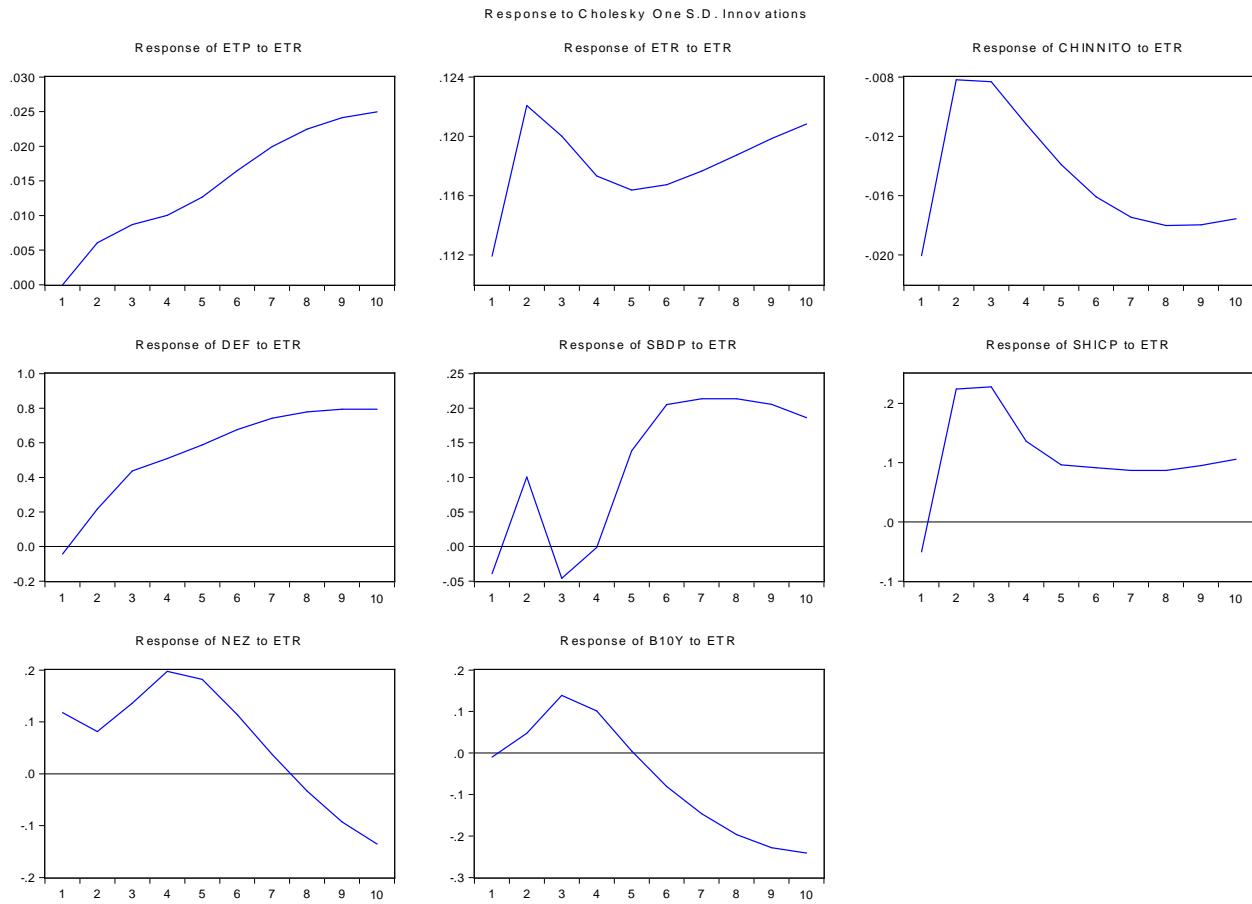
Moguće je da postoji kointegracija varijabli jer su sve varijable stacionarne u razinama. Mogućnost kointegracije varijabli testirana je Kao kointegracijskim testom za panel podatke, koji je pokazao da postoje četiri kointegracijska vektora. Kako postoji kointegracija, to znači da se ne može napraviti VAR model, nego se treba napraviti VECM model. Procijenjen je VECM model sa četiri kointegracijska vektora i jednim pomakom varijabli. U VECM modelu takođe 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 VECKM sustavu

Izvor: *E V i e w s 8.1*

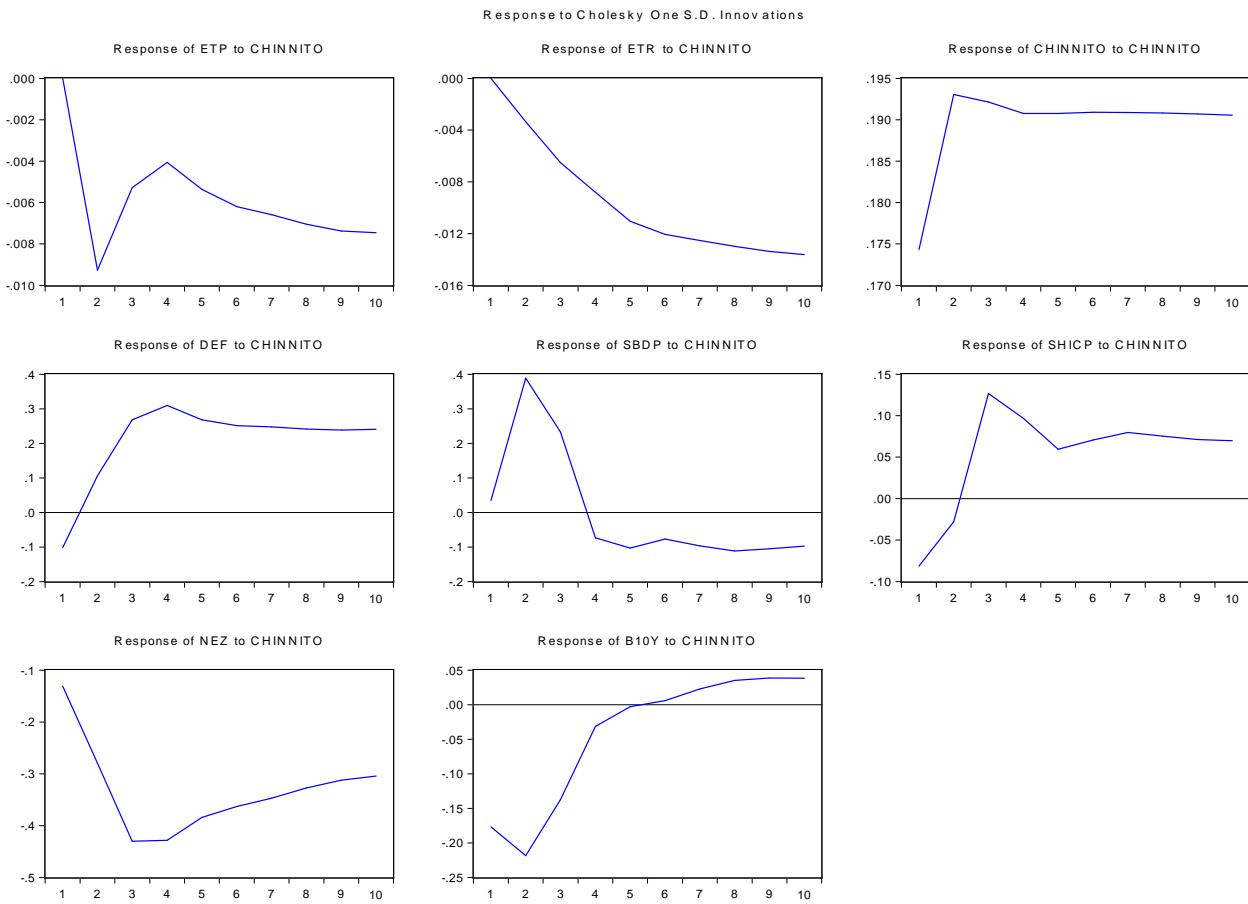
Kako je prikazano na slici 23, pozitivan šok efikasnosti tržišta proizvoda značajno povećava stopu rasta BDP-a. Taj utjecaj u prvoj godini iznosi oko 0.2%, zatim raste te doseže 0.65% u trećoj godini. Nakon toga utjecaj počinje padati, ali kontinuirano održava pozitivne vrijednosti. Nakon šoka od jedne 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 u inak negativan. Impulsni odziv šoka indeksa tržišta proizvoda u VECKM sustavu utječe na smanjenje stope nezaposlenosti od 0.2% u prvoj godini te 0.8% u etvrtoj 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 Evropske središnje banke.



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

Izvor: [EViews 8.1](#)

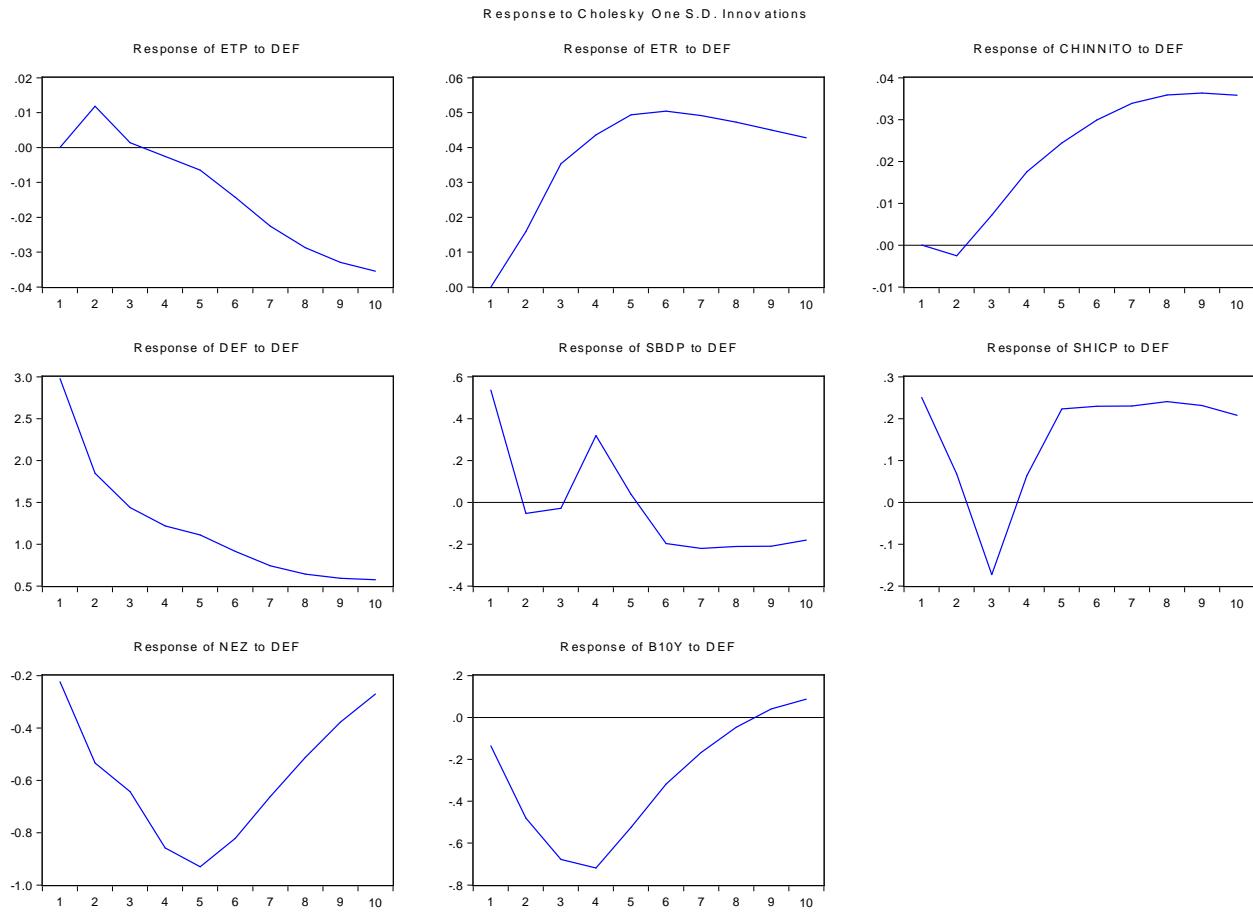
Na slici 24 prikazano je kako impulsni odziv na pozitivan šok indeksa tržišta rada u VECM sustavu pozitivno utječe na stopu rasta BDP-a. Iako taj utjecaj varira, nakon 10 godina utjecaj je šoka indeksa tržišta rada pozitivan. To pokazuje kako liberalizacija tržišta rada ima pozitivnu ulogu na rast BDP-a. Međutim, šok indeksa tržišta rada utječe na povećanje stopi nezaposlenosti u prvih 7 godina. Šok u prvoj godini iznosi oko 0.1%, koji zatim raste te dosije 0.2% u drugoj i petoj godini nakon šoka. Zatim utjecaj impulsnog odziva znatno slabi. To je prema teoretskim očekivanjima da povećanje fleksibilnosti tržišta rada povećava nezaposlenost kada se zemlje nalaze u recesiji i zamči 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 takođe 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 deficit u VECM sustavu

Izvor: EViews 8.1

Uloga šoka povećanja deficit-a na ostale varijable prikazan je na slici 26. Statistički značaj utjecaja 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 deficit-a na stopu rasta BDP-a. Razlog je pozitivnom predznaku utjecaja šoka deficit-a u tome da se radi o razdoblju nakon finansijske krize, odnosno o vremenu kada su vlade zemalja lanica europskega područja 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 deficit-a poprima negativnu vrijednost. Funkcije impulsnog odziva pokazuju kako povećanje deficit-a značajno i kontinuirano smanjuje stopu nezaposlenosti. U prvoj godini nakon šoka deficit-a stopa nezaposlenosti padne za oko 0.3%, a nakon 5 godina dostiže maksimum od oko 0.9%. Rezultati pokazuju i kako šok deficit-a blago povećava stopu inflacije. Ovi rezultati

potvrđuju kako u godinama ekonomske krize povećanje deficit-a ima važnu ulogu u promjeni stope rasta BDP-a i pada stope nezaposlenosti. Povećanje deficit-a 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 deficit-a može objasniti 4,18% varijance stope BDP-a nakon 10 godina. Ovi rezultati pokazuju kako promjena deficit-a 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 deficit-a. Utjecaj šoka deficit-a 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 deficit-a na stopu BDP-a. Najveće objašnjenje varijance indeksa efikasnosti tržišta proizvoda, ne uvezvi u obzir vlastiti šok, dolazi od šoka deficit-a. Nakon 10 godina taj šok objašnjava 3,4% varijance indeksa efikasnosti tržišta proizvoda. Kod objašnjenja varijance indeksa efikasnosti tržišta rada, znajući da 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 finansijske krize iz 2008. godine, zaključak se donosi na temelju funkcija impulsnog odgovora iz VAR modela.

*H1: Promjena institucijskoga okruženja zemalja europskog područja je pozitivno utjecala na promjenu bruto domaćeg proizvoda nakon finansijske 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<sub>1</sub> prihvata. Međutim, utjecaj je statistički manji nego pozitivan šok promjene deficit-a. Prema ovim saznanjima, dolazi se do rezultata kako povećanje deficit-a u razdoblju nakon finansijske krize više utječe na kretanje stope BDP-a nego strukturne reforme. Ovi rezultati podudaraju se s argumentima kako optimalna ekonomска 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 poslovnog 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 deficit-a veći od strukturnih reformi nakon finansijske krize, koja je nastala kao rezultat kretanja u poslovnom ciklusu. Utvrđila se pozitivna veza između finansijske otvorenosti i rasta BDP-a nakon finansijske 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.).<sup>33</sup>

---

<sup>33</sup> Ovdje je bitno naglasiti kako se radi o godinama nakon finansijske krize. Ne ispituje se veza između privremenog ograničavanja finansijske otvorenosti kao odgovora donositelja odluka za vrijeme trajanja krize radi stabilizacije tržišta kapitala i sprečavanja finansijske zaraze. U tom slučaju moguće je da bi rezultati bili drugačiji.

*H2: Utjecaj institucijskoga okruženja zemalja europodru ja na rast bruto doma eg proizvoda ovisi o dinamici promjene institucijskoga okruženja.*

Rezultati su pokazali kako ne postoji dugoro na veza me u varijablama (Prilog 4). Rezultati funkcija impulsnog odaziva potvr uju kako je pozitivan utjecaj poboljšanja financijske otvorenosti na stopu rasta koncentriran u prve etiri 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. Me utim, istraživanje iz ovoga rada ne podudara se sa Stieglitzovim argumentima (2004.), prema kojima poboljšanje financijske otvorenosti u prvih par godina nakon krize negativno utje e na rast BDP-a, ali pokazuje kako taj odnos može postati negativan nakon odre enog vremena.

Rezultati pokazuju kako je utjecaj šoka indeksa tržišta proizvoda ve i od šoka tržišta rada na promjenu BDP-a<sup>34</sup>. Pozitivan utjecaj poboljšanja tržišta proizvoda na stopu rasta sli an je rezultatima od Anderson, Barkbu, Lusinyan i Muir (2016.). Istraživanje u ovome radu tako er potvr uje kako se koristi od liberalizacije tržišta rada na smanjenje nezaposlenosti vide tek nakon odre enog 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 europodru ja nakon krize. Uzrok pove anja 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 odre eno, prema Blanchard i Landier (2001.), ali i Alonso-Borrego, Fernández-Villaverde i Galdon-Sanchez (2005.).

---

<sup>34</sup> Utjecaj promjene tržišta rada i proizvoda na promjenu BDP-a ovisi o dinamici reformi i na inu na koji su reforme implementirane. Zato se kona an 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 europodru ja ima ve i utjecaj na rast bruto doma eg proizvoda nakon finansijske krize 2008. godine nego rast deficit.*

Utjecaj pove anja deficitia i poboljšanja tržišta proizvoda na promjenu stope nezaposlenosti ve i je nego utjecaj promjene indeksa tržišta rada i finansijske otvorenosti. Iz toga razloga hipoteza H3 ne može se prihvati. Razlog dobivenim rezultatima može biti kako reforma tržišta proizvoda i pove anje deficitia imaju ve i utjecaj u kratkom roku, dok se utjecaj reforme tržišta rada i poboljšanja finansijske 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 predvi anjima od Banerji et al. (2017.).

#### 5.4. Ograni enja 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, mogu e je da bi druga iji odabir broja pomaka doveo do druga iih rezultata. Dodatno je ograni enje 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 upotrijebjeni u kratkom vremenskome razdoblju, istraživanje je ograni eno specifi nostima posljedica finansijske krize na zemlje europodru ja. Naime, finansijske 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 finansijskih kriza.

U provedenom istraživanju korišteni su razli iti indeksi iz sekundarnih izvora podataka kako bi se približno dobio utjecaj poboljšanja institucijskoga okruženja. Stoga, ograni enja 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 injenicama“. 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 europskog područja. Istraživanja bi se mogla fokusirati na ulogu Europske središnje banke kao zajmodavca u krajnjoj nuždi te analizirati utjecaj njezine uloge u finansijskim tržištima, bankarski sektor ili makroekonomske varijable. Dodatno, analiza bi se mogla proširiti istraživanjem utjecaja instrumenata koji su stvoreni kao odgovor institucija europskog područja na finansijsku krizu. Analiza uloge instrumenata dodatno bi upotpunila ulogu institucijskog 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 europskog područja napravile da poboljšaju svoje institucijsko okruženje nakon finansijske krize. Identifikacija tih politika pridonijela bi značajnom razumijevanju uloge institucijskog 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 lanicu europskog područja posebno. Takvi bi rezultati doprinijeli razumijevanju posebnosti institucijskog okruženja svake zemlje lanice europskog područja. Na taj način mogli bi se usporediti rezultati istraživanja provedenog za svaku zemlju europskog područja posebno s rezultatima istraživanja provedenog na razini europskog područja. Zbog heterogenih karakteristika europskog područja moguće je da bi došlo do odstupanja rezultata istraživanja.

Institucijsko okruženje europskog područja je podložno je odlukama evropskih institucija i vlada država lanica. Zato će daljnja istraživanja moći i donijeti zaključke o ulozi institucijskog okruženja te upotpuniti ovo istraživanje.

## **6. POSLJEDICE FORMIRANJA FISKALNE UNIJE NA PROMJENU INTEGRACIJE EUROPODRU JA**

Ekonomski i političke integracije unutar Evropske unije, kao ni europoliju, još nisu dovršene. Kako diskusije o budućoj integraciji europoliju još traju, nije poznato u kojem smjeru će se kretati daljnje integracije među zemljama. Kao jedan od mogućih smjerova u kojima bi europolj je moglo biti jest fiskalna unija. Fiskalna unija u pojmovnoj 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 elemenata. 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 finansijskoj pomoći i 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 europolju, kao preduvjet formiranja fiskalne unije je zadovoljen. Kako bi se zadovoljili ostali uvjeti potrebna je politička volja nacionalnih država i zajedničkih institucija Evropske unije. Jedan je od ključnih problema kako izbjegi i formiranje visokih deficitima na razini lanice. Takvi deficiti mogu dovesti do nemogućnosti izvršavanja finansijskih obaveza na području razini fiskalne vlasti, kao i moguća insolventnosti. Fiskalna nedisciplina podstavlja negativno utjecati na centralnu vlast povećanjem kreditnog rizika te višim troškovima zaduživanja.

Rodden (2004.) se ne slaže s argumentima za stroga ograni enja fiskalne politike na podru noj razini fiskalne vlasti kod jedinstvene monetarne vlasti i više fiskalnih vlasti kako bi se izbjegao rizik formiranja visokih deficit. Rodden navodi kako iskustvo ostalih federalnih unija pokazuje da je teško opravdati Pakt o stabilnosti i rastu, koji name e finansijske kazne za zemlje koje imaju prekomjerne deficite. Autor smatra kako se Europska monetarna unija treba oslanjati na disciplinu bira a i kreditnih tržišta bez formiranja ograni enja na sposobnost zemalja lanica u provo enju protucikli ne fiskalne politike.

U slu aju kada postoji zajedni ka monetarna politika kao u europodru ju, a odgovornost o fiskalnoj politici ostavljena je zemljama, nacionalna fiskalna politika postaje jedini glavni alat stabilizacijske politike. Kada bi se provo enje fiskalne politike, djelomi no ili potpuno, dalo na odgovornost centralnoj fiskalnoj vlasti, nacionalne bi vlasti izgubile taj stabilizacijski alat. Me utim, zajedni ka fiskalna politika mogla bi kroz transferna davanja ukloniti rizike od gubitka dijela fiskalne suverenosti.

Prema ekonomskoj teoriji, prednost fiskalne unije jest zajedni ka fiskalna politike koja može kroz transferna davanja pomo i u smanjenju regionalnih nejednakosti. Zajedni ka centralna vlast mogla bi u kriznim situacijama efikasnije djelovati, osobito kada se radi o nacionalnoj dugovnoj krizi nekih zemalja u europodru ju. Zajedni ka fiskalna politika implicirala bi formiranje euroobveznica, što bi više pomoglo zemljama lanicama sa slabijim fiskalnim kapacitetom. Fiskalna unija tako er bi omogu ila pretvaranje europodru ja u podru je optimalnog valutnog podru ja.

Nedostaci fiskalne unije pretežito dolaze iz politi koga konteksta. Zemlje europodru ja imale bi ograni enu suverenost u odre ivanju vlastite državne potrošnje i porezne politike. To bi moglo imati za posljedicu ograni enje demokratske reprezentacije bira a kroz odabir razine potrošnje i poreza u državi jer bi fiskalna politika djelomi no ili potpuno bila na federalnoj europskoj razini.

## 6.1. Pregled literature o dosadašnjoj teoriji

Eichengreen (1991.) navodi kako federalni fiskalni sustav može umanjiti asimetri ne šokove koji pogode jednu zemlju kroz regionalno osiguranje<sup>35</sup>. Prema autoru, transferi finansijskih sredstava iz federalnih poreza me u regijama opravdani su ako tržište ne pruža regionalno osiguranje.

Ekonomski 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 funkciranja monetarne unije. Međutim, kako bi se to ostvarilo potrebno je zadovoljiti određene uvjete. Bordo, Markiewicz i Jonung (2011.) identificiraju peti uvjeta potrebna za uspješnu fiskalnu uniju<sup>36</sup>. Kao prvi uvjet autori navode kredibilna pravila koja ne dozvoljavaju spašavanje regionalnih fiskalnih jedinica jer u protivnom finansijska tržišta ne bi efikasno disciplinirala fiskalnu politiku. Kao drugi uvjet navode kako regionalne fiskalne jedinice mogu imati znatanu 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 u enje 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 sa ciljem ublažavanja ekonomskih i finansijskih kretanja u poslovnom ciklusu koji mogu jačati biti izraženi u određenim regionalnim dijelovima fiskalne unije, a slabije u drugima. To ima implikacije i za područje europske monetarne unije. Prema Berger, Dell'Ariccia i Obstfeld (2018.), europska monetarna unija zahtijeva fiskalnu uniju kako bi uklonila makroekonomske šokove specifične za

<sup>35</sup>Eichengreen (1991.) objašnjava pojam regionalno osiguranje na primjeru Sjedinjenih Američkih Država. Naime, Eichengreen navodi kako u slučaju smanjenja plave za 1 dolar u jednoj saveznoj državi, koliko ina 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 platu među pojedinim saveznim državama.

<sup>36</sup>Bordo, Markiewicz i Jonung (2011.) opisuju kako se ovi uvjeti mogu shvatiti kao preporuke za europsku uniju. Više o fiskalnim unijama u SAD-u, Kanadi, Njemačkoj, Argentini i Brazilu, razlikama među njima te što ih karakterizira u fiskalnoj uniji uspješnom u radu od Bordo, Markiewicz i Jonung (2011.).

pojedinu zemlju. Autori navode kako postoje i valutne unije, koje imaju više regionalnih vlada, uključujući mehanizme automatskoga dijeljenja rizika, što se pokazalo kao najuinkovitiji 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 lanica, zajednička fiskalna politika mogla bi pomoći u 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 trajnjeg šoka, zemlje lanice fiskalne unije mogli bi trebati fiskalne transfere kroz duži period, što ih argumente za fiskalnu uniju snažnijima. Farhi i Werning (2017.) navode kako se efikasno dijeljenje rizika može implementirati pomoći u transfera unutar fiskalne unije, što vrijedi neovisno o tome jesu li finansijska tržišta potpuna<sup>37</sup>. Autori pronalaze kako su koristi od fiskalne unije veće nego što je asimetrični šokovi utječu na zemlje lanice monetarne unije, što su šokovi trajniji te zemlje manje otvorene.

Kako je europodružina 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 finansijskih kriza u europodružini. Određeni autori navode kako je upravo fiskalna unija rješenje dijela makroekonomskih problema koji se pojavljuju u europodružini. Međutim, kako bi se formirala fiskalna unija, potrebna je daljnja zajednička koordinirana politika i integracija u europodružini. Allard et al. (2013.) navode četiri uvjeta koja su potrebna kako bi fiskalna unija ublažila negativan utjecaj budućih kriza i sistemskog rizika u europodružini te u inicijalnoj krizi rješiti. Prema autorima, prvi su uvjet bolji nadzor i jačanje poticajima 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 finansijskih sredstava koje je financirano zajedničkim porezima s ciljem boljeg dijeljenja rizika te

<sup>37</sup>Farhi i Werning (2017.) pokazuju kako su u slučaju nepotpunih finansijskih tržišta koristi od prostupa zajedničkog dijeljenju rizika veće za zemlje koje su lanice valutne unije. U slučaju potpunih finansijskih tržišta privatno je optimalno dijeljenje rizika neefikasno, što znači da postoji uloga državne intervencije 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 me u nacionalnim zemljama. Autori kao posljednji uvjet navode zajedni ki sustav potpora bankarskom sustavu na razini cijelog europodru ja kako u krizama bankarski sustav ne bi ovisio o nacionalnim vladama.

Furceri i Zdzienicka (2013.) pronalaze kako skoro 70% kretanja BDP-a nije izgla eno s politikama dijeljenja fiskalnog rizika u zemljama europodru ja, 20% u Njema koj te 25% u Sjedinjenim Ameri kim Državama<sup>38</sup>. Furceri i Zdzienicka pokazuju kako je ve i broj neizgla enih šokova za vrijeme recesije nego za vrijeme ekonomskog rasta, što je posebice istinito za vrijeme trajnih i neo ekivanih 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 europodru ju.

Fiskalna unija može imati ulogu kada su nacionalne fiskalne politike ograni ene fiskalnim pravilima ili poreme ajima na financijskim tržištima. Fiskalni kapacitet države može biti ograni en visokim kamata na javni dug ili gubitkom pristupa financijskim tržištima. Fiskalna unija tako er može koristiti u slu aju ograni ene konvencionalne monetarne politike u zamci likvidnosti. Me utim, zajedni ka fiskalna politika za zemlje lanice europodru ja 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 zajedni ko fiskalno djelovanje europodru ja koje bi pove alo broj dostupnih alata ekonomske politike za vrijeme šokova ili zamke likvidnosti<sup>39</sup>. Autori navode kako bi se uvo enjem centralnog fiskalnog kapaciteta doprinijelo stabilizacijskoj politici europodru ja te bi se smanjila vjerojatnost nastanka budu ih kriza, a ako bi krize nastale, bile bi slabijeg intenziteta.

---

<sup>38</sup> U ovom kontekstu pojam izgla enosti (engl. *smoothing*) odnosi se na smanjenje odstupanja kretanja cikli ne komponente variable bruto doma eg proizvoda od njezine trend komponente. Ovaj koncept neizgla enosti prisutan je u ekonometriji i makroekonomiji. U slu aju da šok izbací kretanje BDP-a od trend vrijednosti, a ekonomska politika ne djeluje na smanjenje tog odstupanja, tada se može govoriti o neizgla enom šoku.

<sup>39</sup> Arnold, Barkbu, Ture, Wang i Yao (2018.) smatraju kako bi takva politika oja ala otpornost europodru ja na šokove, a od toga bi koristi imale sve zemlje europodru ja.

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 politiku dimenziju jer zajednička fiskalna politika financirana zajedničkim porezima unutar europodružine podrazumijeva određeni gubitak nacionalne porezne politike te dijela demokratske suverenosti zemlje. Iz tih razloga moguće je kako ne postoji politički konsenzus za prihvatanje fiskalne unije sa zajedničkom fiskalnom politikom. Umjesto formiranja fiskalne unije u jednom koraku, proces se može podijeliti na nekoliko manjih koraka koji bi imali politiku podršku. U europodružini može postojati supranacionalni stabilizacijski mehanizam unutar fiskalne unije koji ne uključuje zajedničku 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 finansijskih nestabilnosti koji su dio procedure insolventnosti za zemalje članice europodružine, 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 makroekonomskim stabilizacijskim svrhama 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 europodružina bila održiva 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 zajedni kog europskog prora una i zajedni ke fiskalne politike. Ovo istraživanje samo gleda na mogu u stabilizacijsku ulogu fiskalne unije u zemljama europodru ja i ne uklju uje ulogu zajedni kog europskog prora una, kao ni ostalo korištenje financijskih sredstava koje može ovisiti o politi kom odabiru. Fiskalna unija u europodru ju ne postoji.

Pretpostavka je kako svaka zemlja europodru ja upla uje financijska sredstva proporcionalna svom bruto doma em proizvodu u zajedni ki prora un. Ovaj mehanizam konzistentan je s teorijom o fiskalnoj uniji. Zemlje Europske unije trenuta no upla uju oko 1% BDP-a. U istraživanju se promatra koji bi bio utjecaj pove anja tog postotaka na zemlje europodru ja.

Za simulacije budu ih kriza u europodru ju, koristi se Monte Carlo simulacija. Monte Carlo simulacije daju širok raspon svih mogu ih ishoda, što daje donositeljima politika mogu nost da bolje razumiju prirodu rizika kod promatranog doga aja. Za svaki odabrani izbor postoji odre eni skup mogu ih rezultata, od ekstremnih slu ajeva do najsigurnijih ishoda. Metoda se sastoji od izgradnje modela u kojemu je svaki faktor s odre enom neizvjesnosti prikazan kao distribucija vjerojatnosti. Tako e se dobiti realisti niji prikaz nesigurnosti ishoda varijabli u modelu. Rezultat e se dobiti kroz velik broj ponavljanja simulacija svaki put s razli itom vrijednosti iz distribucije. Rezultat je simulacije distribucija mogu ih ishoda.

Cilj istraživanja jest pokazati bi li fiskalna unija poboljšala institucijsko okruženje europodru ja u budu im krizama. Zato se radi Monte Carlo simulacija, koja daje distribuciju mogu ih budu ih ekonomskih uvjeta. Prema Colonescu (2016.), Monte Carlo simulacija generira slu ajne vrijednosti za zavisnu varijablu kada su dani koeficijenti regresije i distribucija slu ajne greške.

U odre ivanju 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 me u varijablama i strukturne promjene u potencijalnom rastu u odnosu na statisti ke 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 mjeru na kvartalnoj frekvenciji u razdoblju od 1991Q1 do 2018Q4. Koristi se New Keynesian model koji je sličan modelu predstavljenom u Blagrove, Garcia-Saltos, Laxton i Zhang (2015).<sup>40</sup>

U modelu je proizvodni jaz ( $y_{t-1}$ ) u razdoblju  $t$  definiran kao razlika logaritma realnog BDP-a ( $y_t$ ) i logaritma realnog potencijalnog BDP-a ( $\bar{y}_t$ ):

$$y_{t-1} = y_t - \bar{y}_t \quad (3)$$

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 ( $y_{t-1}$ ) cikličnu komponentu.

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

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

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

$$y_{t-1} = \phi y_{t-2} + \varepsilon_t^y \quad (6)$$

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 ( $\varepsilon_t^g$ ), a utjecaj

---

<sup>40</sup> Isti model kasnije je upotrijebljen u Aliche et al (2015.)

šoka postepeno pada ovisno o parametru  $\theta$  prema stabilnoj vrijednosti stope rasta ( $g^s$ ). Niža vrijednost parametra  $\theta$  zna i kako je prilagodba rasta prema ravnotežnoj stopi rasta sporija nakon šoka. Vrijednost  $g^s$  izra unata je kao prosje ni rast u razdoblju od 1991Q1 do 2018Q4. Na potencijalni rast ( $g_t$ ) tako er utje e 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 ( $\varepsilon_t^y$ ). Šok  $\varepsilon_t^y$  može se protuma iti kao šok potražnje.

Radi boljeg objašnjenja šokova, u model je uvrštena Phillipsova krivulja koja povezuje proizvodni jaz ( $y_t$ ) s inflacijom ( $\pi_t$ )<sup>41</sup>:

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

Inflacija u razdoblju  $t$  (sadašnja inflacija,  $\pi_t$ ) ovisi o inflaciji iz prethodnog razdoblja ( $\pi_{t-1}$ ) i budu eg razdoblja (o ekivana inflacija,  $\pi^e$ ), a njihov odnos odre en je parametrom  $\lambda$ . Sadašnja inflacija ovisi i o proizvodnom jazu ( $y_t$ ), a parametar  $\beta$  pokazuje nagib odnosa proizvodnog jaza i inflacije u Phillipsovom krivulji. Sadašnja inflacija tako er je podložna šoku inflacije ( $\varepsilon_t^\pi$ ).

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

$$\bar{u}_t = \varphi \bar{u}^s + \rho \bar{u}_{t-1} + g \bar{u}_t + \varepsilon_t^{\bar{u}} \quad (8)$$

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

$$u_t = \gamma \bar{u}_{t-1} + \delta \bar{u}_t + \varepsilon_t^u \quad (10)$$

$$u_t = \bar{u}_t - u_t \quad (11)$$

---

<sup>41</sup>Blagrave, Garcia-Saltos, Laxton i Zhang (2015.) pozivaju se na istraživanje Me unarogn monetarnog fonda (2013.) koje pokazuje kako je nagib odnosa proizvodnog jaza i inflacije u Phillipsovom krivulji ( $\beta$ ) postao ravniji tijekom zadnjih nekoliko desetlje a, 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  $\bar{u}^S$  izrađena 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  $\varepsilon_t^{g\bar{u}}$  mogu ujutru 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 ( $\varepsilon_t^u$ ). Šok  $\varepsilon_t^u$  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) takođe 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, izrađena se proizvodni jaz prema formuli (12). Procjena buduće proizvodnog jaza radi se na temelju autoregresijskog modela (AR) za stacionarne podatke. Autoregresijski model reda  $p$  ima sljedeći oblik:

$$y_t = a_0 + a_1 * y_{t-1} + a_2 * y_{t-2} + \dots + a_p * y_{t-p} + \varepsilon_t \quad (12)$$

Idući je korak određivanje distribucije i standardne devijacije proizvodnog jaza. Zatim se pomoći u Monte Carlo simulacija odredi simulirana distribucija proizvodnog jaza. Monte Carlo simulacija ponavljati će se 1000 puta.

Zajedni ki prora un u fiskalnoj uniji trebao bi osigurati dovoljna finansijska sredstva. Kako bi prora un to postigao, treba pomo u transfera nadoknaditi proizvodni jaz u dva slu aja. U prvom slu aju, kada odre ena zemlja ili skupina zemalja primi negativan asimetri ni šok, prora un bi trebao kroz fiskalne transfere nadoknaditi proizvodni jaz zemlje. U drugom slu aju prora un treba biti dovoljno velik kod negativnog kretanja poslovnog ciklusa u europodru ju. Za odre ivanje zajedni kog prora una europodru ja korištena je matemati ka metoda.

Zajedni ki prora un europodru ja ( $C_t$ ) jest funkcija upla ivanja finansijskih sredstava od zemalja lanica ( $\tau$ ) i prošlogodišnjeg BDP-a europodru ja ( $Y_{t-4}$ ):

$$C_t = \tau * Y_{t-4} \quad (13)$$

Podaci za fiskalni multiplikator preuzeti su iz publikacije Batini, Eyraud, Forni i Weber (2014.), koja sadrži pregled istraživanja iz ekonomski 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 omogu ava da se analiza ne temelji samo na specifi nom slu aju nego i da nudi širok raspon mogu ih ishoda. Nakon toga se izra una koliko bi trebao iznositi postotak izdvajanja iz prora una ( $\tau$ ) ovisno o proizvodnom jazu i fiskalnom multiplikatoru ( $m$ )<sup>42</sup>:

$$y_t = \tau * m \quad (14)$$

Posljednji je korak uzeti u obzir asimetri ne šokove i izra unati potrebna izdvajanja ovisno o udjelu BDP-a zemalja. Proizvoljno je odabrana vrijednost 0.25 za udio zemalja na koje utje e negativan asimetri ni šok<sup>43</sup>. Pomo u Monte Carlo simulacija pokazalo se koliko bi trebala

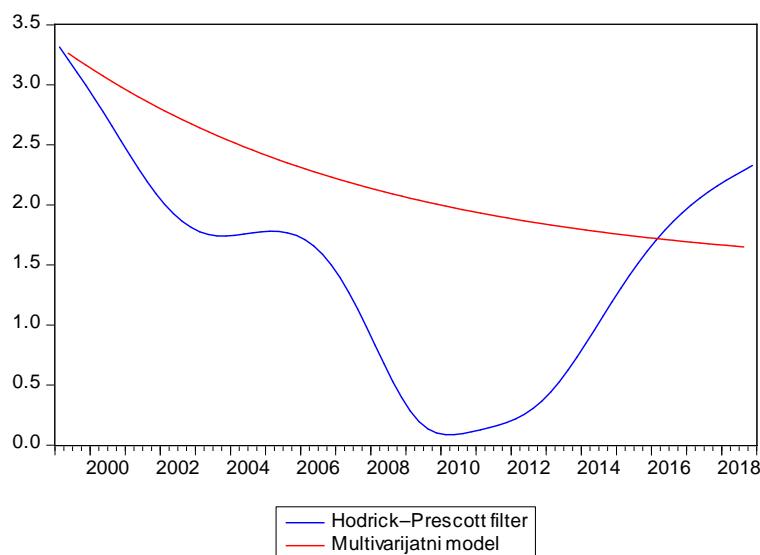
<sup>42</sup> Metodologija za izdvajanje konstruirana je na sli an na in kao doprinosi za fondove Europske unije. Glavni princip je kako sve zemlje europodru ja izdvajaju isti postotak BDP-a, a primaju doprinose prema potrebi ovisno o odstupanju proizvodnog jaza.

<sup>43</sup> Prepostavlja se kako vrijednosti ve e od 0.25 zbog u inka prelijevanja finansijske i ekonomski krize na druge zemlje mogu uzrokovati negativno cikli no kretanje poslovnog ciklusa. Vrijednost 1 ozna avala bi kako zemlje imaju savršeno uskla ene poslovne cikluse.

iznositi izdvajanja iz nacionalnih prorauna kao postotak bruto doma eg proizvoda zemlje europolodru ja.

### 6.3. Analiza rezultata istraživanja

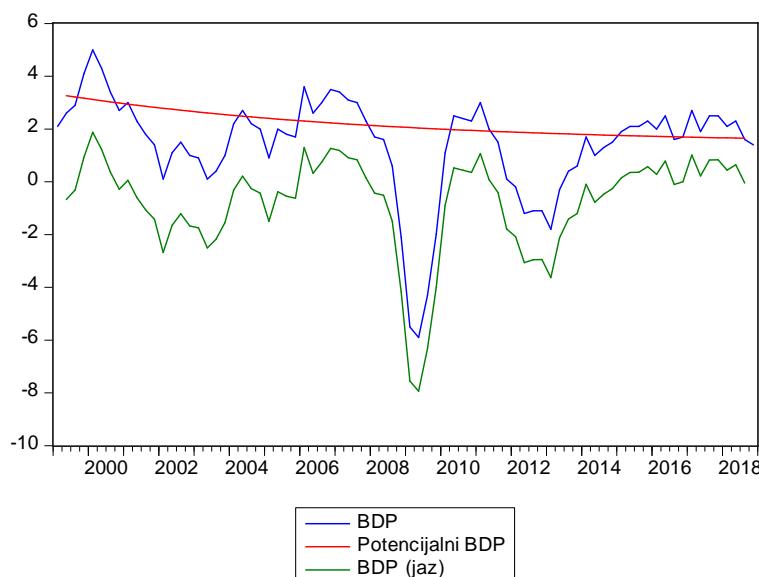
Prije određivanja proizvodnoga jaza, izravnat je potencijalni bruto doma i proizvod. Potencijalni bruto doma i proizvod ne može se direktno izmjeriti, nego samo procijeniti razliitim metodama. Postoje razliite metode procjene potencijalnog bruto doma eg proizvoda (BDP). U istraživanju je korištena metoda 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 potvrđili i Waldovi testovi na koeficijentima. Portmanteau testovi za autokorelaciju pokazali su kako ne postoji autokorelacija reziduala.



**Slika 27:** Usporedba procjene stope rasta potencijalnog bruto doma eg 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 cikli nu komponentu. Kako Hodrick – Prescott filter predstavlja statisti ko izgla ivanje podataka, procjene stope rasta potencijalnog bruto doma eg proizvoda više su osjetljive na promjene realnog bruto doma eg proizvoda. Procjena pomo u Hodrick – Prescott filtera pokazuje kako je stopa potencijalnog rasta bila blizu nule za vrijeme finansijske krize iz 2008. godine. Me utim, metoda multivarijatnog filtera pokazuje postepeno opadanje stope rasta potencijalnog BDP-a. Procjena rasta potencijalnog bruto doma eg proizvoda dobivena pomo u 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 finansijske krize<sup>44</sup>. Ball (2014.) tako er pokazuje kako je u ve ini zemalja europodru ja došlo do usporavanja stope rasta BDP-a od trenda koji je bio prisutan prije finansijske krize te je došlo do pada stope rasta potencijalnog BDP-a.



**Slika 28:** Prikaz kretanja bruto doma eg proizvoda, jaza bruto doma eg proizvoda i potencijalnog bruto doma eg proizvoda u europodru ju od 1999Q1 do 2018Q4

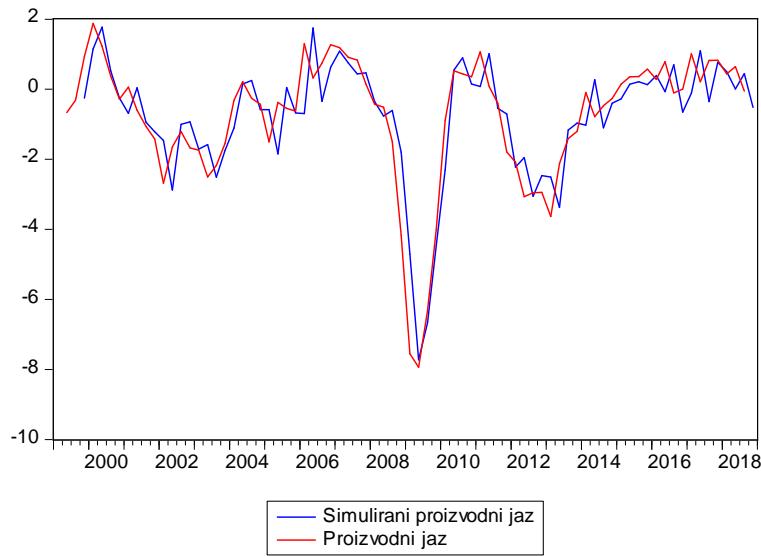
Izvor: EViews 8.1

<sup>44</sup> 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 produktivnoš u. Autori upotrebljavaju model prostora stanja koji koristi Kalmanov filter za razdiobu varijabli (stopa nezaposlenosti, inflacija, realni BDP i rast pla a) u trend i cikli nu komponentu.

Nakon što je određen potencijalni BDP, izrađena je jaz BDP-a (proizvodni jaz). Rezultati jaza predstavljeni su na slici 28. Deskriptivnom analizom analizirata se kretanje proizvodnog jaza. Prije finansijske 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 finansijske 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 europolitu. Proizvodni jaz opet je postao negativan, ali s manjom amplitudom nego za vrijeme finansijske 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 koreogram Q-statistic testu. Rezultati autoregresijskog modela prikazani su u prilogu 6, a u prilogu 7 usporedba procijenjenih podataka u modelu sa stvarnim podacima. Izrađena je prosjećna vrijednost i standardna distribucija parametara. Za svaki parametar formirana je normalna distribucija. Izrađene su simulirane vrijednosti zavisne varijable pomoći u distribucije parametara. Zatim je izrađena prosjek i standardna devijacija simulirane zavisne varijable.

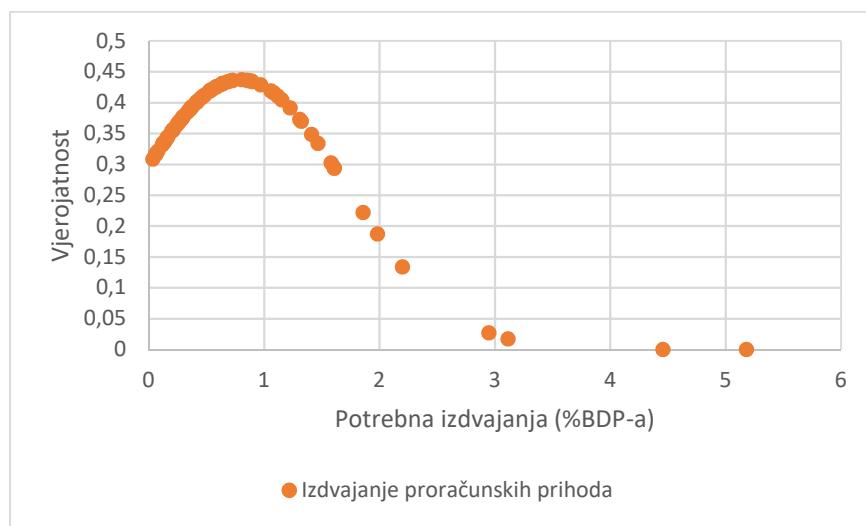
Na slici 29 prikazana je usporedba simuliranog proizvodnog jaza dobivenog pomoći u Monte Carlo simulaciju i proizvodnog jaza koji se temelji na procjeni potencijalnog bruto domaćeg proizvoda u modelu multivarijatnog filtera. Simulirani proizvodni jaz ima asimetriju odstupanja od prosjeka zbog značajnog negativnog utjecaja finansijske krize iz 2008. godine. U ostalim godinama simulirani proizvodni jaz varira oko nule u rasponu od oko -2% do 2%. Prosjećni 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 znacajniji utjecaj nego pozitivan proizvodni jaz.



**Slika 29:** Usporedba proizvodnog jaza i simuliranog proizvodnog jaza

Izvor: EViews8.1

Pomo u simuliranog proizvodnog jaza i distribucije fiskalnih multiplikatora napravljena je distribucija koliko zemlje europodru ja trebaju izdvajati prora unskih prihoda (izražena kao udio BDP-a) za uklanjanje proizvodnog jaza kod kretanja poslovnog ciklusa (Slika 30).



**Slika 30:** Distribucija potrebnih izdvajanja prora unskih prihoda zemalja europodru ja izražena u postocima BDP-a za uklanjanje proizvodnog jaza kod kretanja poslovnoga ciklusa.

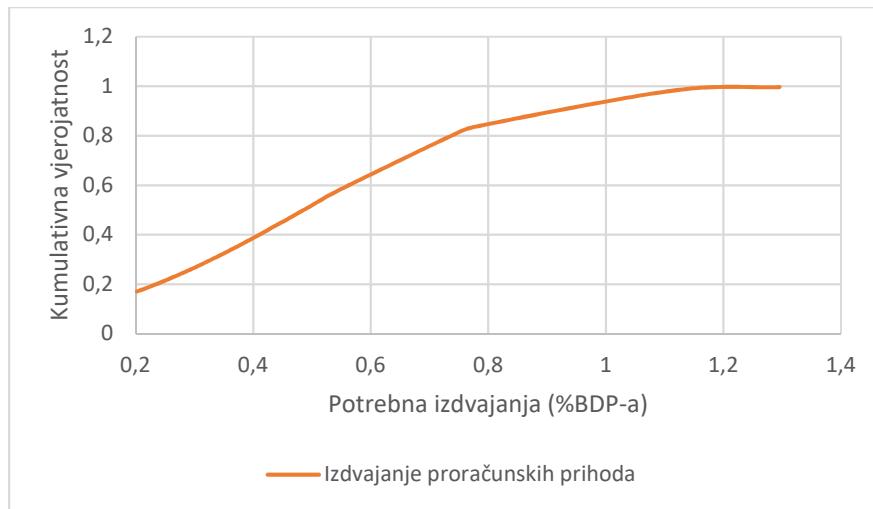
Izvor: EViews8.1

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 većina 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 finansijska kriza iz 2008. godine, potrebna većina izdvajanja kako bi se nadoknadio proizvodni jaz u europskom području. 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 zemaljama europskog područja s ciljem uklanjanja ciklinskih kretanja gospodarstva. U donjih 50% slučajeva dovoljno je izdvajati 0.53% BDP-a. U preostalih 50% slučajeva potrebna su većina izdvajanja zbog asimetrične distribucije koja proizlazi iz snažnih rijetkih negativnih šokova. Ovakvi šokovi trebaju se analizirati jer ostavljaju velike posljedice na gospodarstvo europskog područja.

Predhodna analiza pokazala je kolika su izdvajanja potrebna kod kretanja poslovnog ciklusa. Ako bi se izdvajanja koristila samo u slučajevima asimetričnih šokova, onda se rezultati razlikuju. Proizvoljno je odabранo kako je 25% zemalja europskog područja pogodeno šokom. Vrijednost potrebnih izdvajanja nije nužno etiri puta manja od vrijednosti potrebnih izdvajanja kod kretanja poslovnog 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 zajedničkim proračunima po zemljama vrši se jednakim za sve zemlje neovisno je li riječ o asimetričnom šoku ili ciklinskim kretanjima. Samo zato što su u prošloj krizi neke zemlje europskog područja bile više pogodene asimetričnim šokom to ne znači kako druge zemlje neće biti više pogodene u budućim krizama. Moguće je kako će u slučaju asimetričnog šoka s različitim amplitudama slabije pogodena zemlja biti prisiljena najviše izdvajati za zajednički proračun i oporavak jä u pogodnosti zemalja. Takva politika djelovala bi kao porez na porezne obveznice slabije pogodene zemlje koji djeluju prociklinski.

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



**Slika 31:** Distribucija potrebnih izdvajanja proračunskih prihoda europskog područja izražena u postocima BDP-a za uklanjanje proizvodnog jaza kada asimetrični šokovi zahvataju do 25% BDP-a europskog područja.

Izvor: EViews 8.1

*H4: Veće izdvajanje proračunskih prihoda europskog područja u zajedničkim europskim proračunima smanjilo bi pad bruto domaćeg proizvoda zemalja nakon budućih finansijskih kriza.*

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

5.18% bila bi dovoljna da se pokriju svi slu ajevi. Me utim, to nije nužno potrebno. Iako se ekstremne vrijednosti potrebnih izdvajanja javljaju u manje od 5% slu ajeva, može se argumentirati kako bi visoka izdvajanja bila nepotrebna u ve ini vremena. Rezultati idu u prilog tezi kako formiranje stabilizacijskog mehanizma u bilo kojem obliku može imati stabilizacijsku ulogu u europodru ju. Sli an zaklju ak donijeli su Kirkegaard i Posen (2016.), koji smatraju kako zajedni ka fiskalna unija u Sjedinjenim Ameri kim Državama pridonosi stabilizaciji nakon šokova ili oscilacijama u kretanju poslovnoga ciklusa.

Rezultati prezentirani u ovom istraživanju tako er idu u prilog tome kako postoje koristi od ve e integracije europodru ja. To ne treba nužno zna iti 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 zajedni kog prora una europodru ja. Me utim, zagovornici europodru ja kao zajednice zemalja koje se nalaze u monetarnoj uniji tako er mogu argumentirati kako su dodatna potrebna izdvajanja dovoljno malena da fiskalna unija nije potrebna. Umjesto fiskalne unije, može se formirati zajedni ki stabilizacijski mehanizam koji e koristiti dodatna izdvajanja kao zaštitu od kretanja poslovnog ciklusa i asimetri nih šokova. Kona an sud o tome u kojem obliku e se pojaviti stabilizacijski mehanizam ili ho e li se uop e pojaviti donijet e donositelji odluka na zajedni koj razini europodru ja.

#### 6.4. Preporuke za sljede a istraživanja

Fiskalna unija u europodru ju ne postoji. To je predstavljalo problem prilikom istraživanja jer ne postoje podaci na kojima bi se mogla testirati uspješnost fiskalne unije u europodru ju. 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 matemati ke probleme. Metoda može koristiti deterministi ku analizu bez vjerojatnosti te stohasti ku analizu koja uklju uje vjerojatnosti. Monte Carlo simulacije mogu rješavati probleme optimizacije. Za tu svrhu mogu se koristiti lokalni i globalni ekstremi. Me utim, jedna od glavnih prednosti ove

metode jest formiranje statisti kog uzorka na temelju podataka. Tako bi se bolje formulirao uzrok na temelju kojeg se određivao utjecaj formiranja fiskalne unije na integraciju europodru ja.

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 drugih procjena fiskalnoga multiplikatora imati drugačije rezultate. Daljnja istraživanja također bi se trebala usredotočiti na posebnosti moguće fiskalne unije u europodružini. Formiranje europodružine 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. Usporednom specifičnosti među različitim fiskalnim unijama dobio bi se potpuniji uvid u problematiku fiskalnih unija na teoretskoj, ali i empirijskoj razini. Budući da istraživanja također bi se mogla fokusirati na uvjete formiranja fiskalne unije, odnosno pomoći u empirijskim metodama 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 neekonomski 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 integracije

eupodru ja. Daljnje analize mogu se usredotoiti na politike preferencije birača o razini potrošnje i poreza u zemljama eupodruja te koliko bi birači bili spremni izdvajati za zajednički proračun Europske unije. Politika komponenta istraživanja takođe može obuhvatiti razlike među percepcijama birača u zemljama eupodruja 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 ekonomske i političkih odluka na nacionalnoj razini. Fiskalna unija jedna je od ideja daljnje integracije eupodruja. Uputno je da li dođe 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 eupodruja promijeniti u budućnosti te kakav će utjecaj institucijsko okruženje imati na integraciju eupodruja. Ako dođe do formiranja fiskalne unije uopće, bit će potrebno puno vremena kako bi se prikupili podaci potrebni za istraživanje ovoga fenomena. Ako nastane fiskalna unija, dugoročna istraživanja mogla bi se usredotoiti na empirijsku analizu o posljedicama fiskalne unije u odnosu na teoretska predviđanja prije nego što je fiskalna unija nastala. Slična istraživanja takođe mogu pokazati koliko se fiskalna unija u eupodruju razlikuje od drugih fiskalnih unija u svijetu, kao i istražiti koristi i nedostatke različitih fiskalnih unija. Stoga bi se koncentrirao o posljedicama formiranja fiskalne unije na integraciju eupodruja mogao dati u dugom roku.

## **7. ZAKLJU AK**

Ranjivosti u institucijskom okruženju europodru ja postale su jasnije nakon finansijske krize iz 2008. godine. Iako su donositelji odluka na europskoj razini ekonomskom politikom stabilizirali finansijsku krizu, ekonomski rast u zemljama europodru ja bio je sporiji nego u razdoblju prije krize. Kriza javnog duga dodatno je oslabila strukturu europodru ja. Zbog neadekvatnog institucijskoga okruženja u europodru ju, kriza javnog duga prijetila je samom postojanju europodru ja. Premda je kriza prošla, nedostaci u institucijskom okruženju nisu otklonjeni, što zna i kako se u slu aju budu ih kriza mogu pojaviti isti ili sli ni problemi.

U ovome radu odre en je utjecaj institucijskoga okruženja europodru ja na posljedice finansijske krize. Istraživanje je napravljeno na uzorku od 19 zemalja europodru ja u razdoblju od 2007. do 2017. godine. Procijenjen je panel vektor autoregresijski model s varijablama: stopa rasta bruto doma eg proizvoda, indeks „Efikasnost tržišta proizvoda“, indeks „Efikasnost tržišta rada“, Chinn-Ito indeks, stopa nezaposlenosti, stopa harmoniziranog indeksa potroša kih cijena (HICP), prora unski deficit kao postotak bruto doma eg 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. Me utim, utjecaj pozitivnoga šoka promjene deficitia zna ajniji je na promjenu stope BDP-a. Iz toga proizlazi kako u razdoblju nakon finansijske krize pove anje prora unskog deficitia ima ve i utjecaj na kretanje stope BDP-a nego pove anje konkurentnosti tržišta proizvoda i fleksibilnosti tržišta rada. Rezultati tako er pokazuju kako postoji pozitivna veza izme u stope rasta BDP-a i finansijske otvorenosti nakon finansijske krize. Naime, pozitivan utjecaj pove anja finansijske otvorenosti najve i je u prve etiri godine, a zatim postaje negativan. Nadalje, utjecaj promjene konkurentnosti na tržištu proizvoda ve i je nego utjecaj promjene na tržištu rada na promjenu BDP-a.

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

U drugom istraživanju analizirao se utjecaj daljnje fiskalne integracije na promjenu institucijskoga okruženja europskog područja. Rezultati pokazuju kako bi formiranje zajedništva 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 finansijskih kriza. Provedene Monte Carlo simulacije pokazuju kako zemlje europskog područja u oko 95% slučajeva nužno trebaju izdvajati do 3% BDP-a kako bi se smanjio njihov pad BDP-a u budućim krizama. Novi sredstva koristila bi se za stabilizaciju kretanja poslovnog ciklusa i fiskalno osiguranje od asimetričnih šokova. Zemlje Evropske unije u zajedništvi proračuna Unije trenutno izdvajaju oko 1% BDP-a. To podrazumijeva kako bi dodatno izdvajanje od 2% moglo pridonijeti znatnoj fiskalnoj stabilizaciji u europskog području. Pomoću provedenih simulacija pokazalo se kako bi novi sredstva izdvajanja od 5.18% BDP-a bila dovoljna za stabilizacijsku ulogu zajedništva proračuna kod ekstremnih slučajeva, kao što je bilo u razdoblju nakon finansijske krize 2008. godine. Kako se ekstremne vrijednostijavljaju 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 europskog području. Istovremeno, provedena analiza ide u korist tezi da postoje koristi od veće fiskalne integracije u europskog području.

## **POPIS TABLICA**

**Tablica 1.** Pet konvergencijskih kriterija iz Maastrichta za lanstvo u europodruju .....63

**Tablica 2.** Dovršenje europske monetarne unije i koraci prema funkcionalnoj fiskalnoj uniji...114

## **POPIS SLIKA**

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

<b>Slika 18:</b> Vremenske serije Chinn-Ito Indeksa u razdoblju od 2007. do 2017. godine za izabrane zemlje europodru ja .....	132
<b>Slika 19:</b> Funkcije impulsnog odziva na pozitivan šok indeksa tržišta proizvoda u VAR sustavu .....	133
<b>Slika 20:</b> Funkcije impulsnog odziva na pozitivan šok indeksa tržišta rada u VAR sustavu .....	135
<b>Slika 21:</b> Funkcije impulsnog odziva na pozitivan šok finansijske otvorenosti u VAR sustavu	136
<b>Slika 22:</b> Funkcije impulsnog odziva na pozitivan šok deficitu u VAR sustavu .....	137
<b>Slika 23:</b> Funkcije impulsnog odziva na pozitivan šok indeksa tržišta proizvoda u VECM sustavu .....	139
<b>Slika 24:</b> Funkcije impulsnog odziva na pozitivan šok indeksa tržišta rada u VECM sustavu ...	140
<b>Slika 25:</b> Funkcije impulsnog odziva na pozitivan šok finansijske otvorenosti u VECM sustavu .....	141
<b>Slika 26:</b> Funkcije impulsnog odziva na pozitivan šok deficitu u VECM sustavu .....	142
<b>Slika 27:</b> Usporedba procjene stope rasta potencijalnog bruto doma eg proizvoda pomo u Hodrick – Prescott filtera i multivarijatnog filtera .....	159
<b>Slika 28:</b> Prikaz kretanja bruto doma eg proizvoda, jaza bruto doma eg proizvoda i potencijalnog bruto doma eg proizvoda u europodru ju od 1999Q1 do 2018Q4 .....	160
<b>Slika 29:</b> Usporedba proizvodnog jaza i simuliranog proizvodnog jaza .....	162
<b>Slika 30:</b> Distribucija potrebnih izdvajanja prora unskih prihoda zemalja europodru ja izražena u postocima BDP-a za uklanjanje proizvodnog jaza kod kretanja poslovnoga ciklusa.	162
<b>Slika 31:</b> Distribucija potrebnih izdvajanja prora unskih prihoda zemalja europodru ja izražena u postocima BDP-a za uklanjanje proizvodnog jaza kada asimetri ni šokovi zahva aju do 25% BDP-a europodru ja .....	164

## POPIS LITERATURE

1. Abrigo, M. R.M. and Love, I., (2015.) *Estimation of panel vector autoregression in Stata: A package of programs*, 21. meunarodna panel data konferencija, Central European University, Budimpešta.
2. Adascalitei, D. i Pignatti Morano, C. (2015). *Labour market reforms since the crisis: Drivers and consequences*, Meunarodna organizacija rada, rad u nastajanju br.5, Ženeva. Dostupno na: [https://www.ilo.org/wcmsp5/groups/public/---dgreports/---inst/documents/publication/wcms\\_414588.pdf](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. Aliche et al (2015). *Multivariate Filter Estimation of Potential Output for the Euro Area and the United States*. IMF working paper. Meunarodni 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-Sánchez, 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. velja e 2019.]
11. Anderson, D., Barkbu, B, Lusinyan, L. i Muir, D. (2016.) Assessing the gains from Structural Reforms, Meunarodni 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](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*, Meunarodni 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*. Me unarodni 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 Ameri ke ekonomiske 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. Blagrove, P., Garcia-Saltos, R., Laxton D. i Zhang, F. (2015). *A Simple Multivariate Filter for Estimating Potential Output*. IMF working paper. Me unarodni 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. velja e 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. velja e 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](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 Analysis* , 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 Union*, 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 ameri ke države: Springer.
58. De Boissieu, C. (2014). *Towards a Banking Union: Open Issues. A report*, Joint Research Centre (JRC) of the European Commission. 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](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. sije nja 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. velja a 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 Belgium Working 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](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](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](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](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. velja a 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](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](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-europe-s-economic-and-monetary-union\\_en](https://ec.europa.eu/commission/publications/five-presidents-report-completing-europe-s-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](https://ec.europa.eu/epsc/sites/epsc/files/5p_note_edis.pdf) [12. velja e 2019.]
100. Europska komisija (2015c). *Ususret dovršetku bankovne unije*. Komunikacija Komisije Europskom parlamentu, Vije u, 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. velja e 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](http://ec.europa.eu/budget/explained/myths/myths_en.cfm) [23. studenog 2017.]
103. Europska komisija (2017a). *Komunikacija Komisije Europskom parlamentu, Europskom vije u, Vije u 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](https://ec.europa.eu/taxation_customs/general-information-customs/eu-customs-strategy_en#heading_1) [ 17.sije nja 2019.]
105. Europska komisija (2019b). *Convergence criteria for joining*, Dostupno na: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/euro-area/enlarge-euro-area/convergence-criteria-joining\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/euro-area/enlarge-euro-area/convergence-criteria-joining_en) [15. sije nja 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](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. sije nja 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](https://ec.europa.eu/info/food-farming-fisheries/key-policies/common-agricultural-policy/cap-glance_en) [22. velja e 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](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. velja e 2019.]
110. Europska središnja banka (2018.) *Fiscal Policies*, dostupno na: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/eaec/fiscal/html/index.en.html> [6. sije nja 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](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](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](http://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 a Eurobond?, *Economic Policy*, 70, 231-268. Dostupno na: [http://www.economic-policy.org/wp-content/uploads/2013/03/favero\\_missale.pdf](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 Endogeneity 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, Meunarodni 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. velja e 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. velja e 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, Meunarodni 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, Meunarodni 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 macroeconomic 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 Issues*, 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. Jović, 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](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*, lanak 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?*, lanak 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. European Parliament, 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. Me unarodna organizacija rada (2015). Labour Regulation and Employment Patterns, *World Employment and Social Outlook: The Changing Nature of Jobs*, Me unarodna organizacija rada, Geneva, Switzerland. Dostupno na: [https://www.spcr.cz/images/MO/wcms\\_368626.pdf](https://www.spcr.cz/images/MO/wcms_368626.pdf) [17. ožujka 2019.]
168. Me unarodni 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](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. velja a 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 ameri ke 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 Meunarodni 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](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. Pasimени, 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.

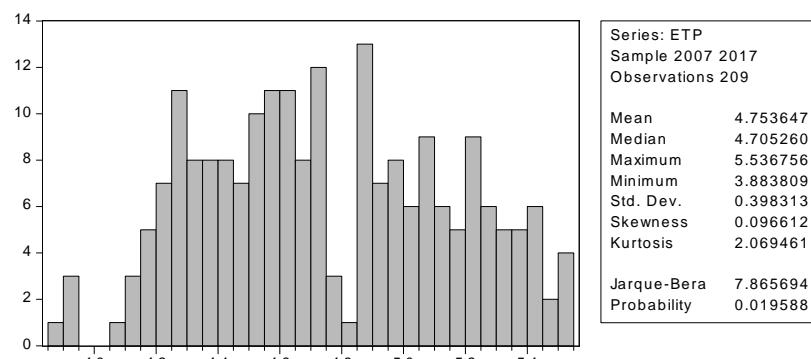
188. Reinhart, C. M. i Rogoff, K. S. (2010). *From Financial Crash to Debt Crisis*, NBER Working Papers 15795, National Bureau of Economic Research, Inc. Dostupno na: <https://www.nber.org/papers/w15795.pdf> [17. svibnja 2019.]
189. Riggi, M. i Venditti, F. (2014). *Surprise! Euro area inflation has 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](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 the manufacturing 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 Political 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](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/COMPIRATION\\_Sept%202016\\_TOPIC\\_2\\_FINAL\\_online.pdf](http://www.europarl.europa.eu/cmsdata/116963/COMPIRATION_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](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:

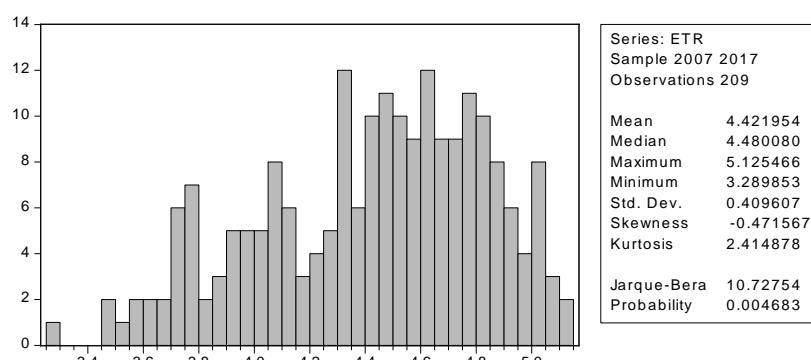
<https://ssrn.com/abstract=1776133> ili <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1776133> [17. travanj 2017.]

## PRILOZI

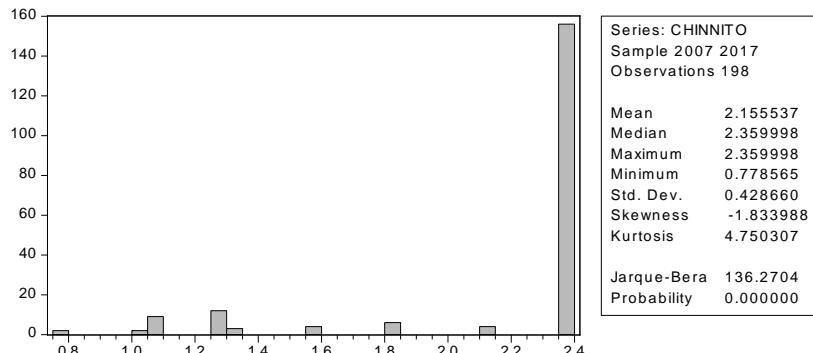
Prilog 1: Histogram vremenskih serija za Indeks „Efikasnost tržišta proizvoda“ (a), Indeks „Efikasnost tržišta rada“ (b) i Chinn-Ito Indeks (c) u razdoblju od 2007. do 2017. godine za zemlje europodru ja (prikaz EViews 8.1)



(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 EVViews 8.1)

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 (pričaz 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

$$\begin{aligned}
 D(SBDP) = & C(53)*( ETP(-1) + 0.174179311836*SBDP(-1) + \\
 & 0.461121930755*SHICP(-1) + 0.0619690992488*NEZ(-1) + \\
 & 0.534275004154*B10Y(-1) - 8.3544353202 ) + C(54)*( ETR(-1) - \\
 & 0.302900784085*SBDP(-1) - 0.33307701311*SHICP(-1) - \\
 & 0.0134344282765*NEZ(-1) + 0.226828069229*B10Y(-1) - \\
 & 4.45772616623 ) + C(55)*( CHINNITO(-1) + 3.48308499952*SBDP(-1) \\
 & + 1.94737631612*SHICP(-1) + 0.27597010677*NEZ(-1) + \\
 & 3.63018607758*B10Y(-1) - 24.7105885269 ) + C(56)*( DEF(-1) + \\
 & 0.319794271363*SBDP(-1) - 4.93289273371*SHICP(-1) - \\
 & 0.240235385133*NEZ(-1) + 0.915249758906*B10Y(-1) + \\
 & 11.1336081241 ) + C(57)*D(ETP(-1)) + C(58)*D(ETR(-1)) + C(59) \\
 & *D(CHINNITO(-1)) + C(60)*D(DEF(-1)) + C(61)*D(SBDP(-1)) + C(62) \\
 & *D(SHICP(-1)) + C(63)*D(NEZ(-1)) + C(64)*D(B10Y(-1)) + C(65)
 \end{aligned}$$

	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 doma eg proizvoda europolodru ja u modelu pomo u metode najmanjih kvadrata i Broyden algoritma (prikaz EVViews 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

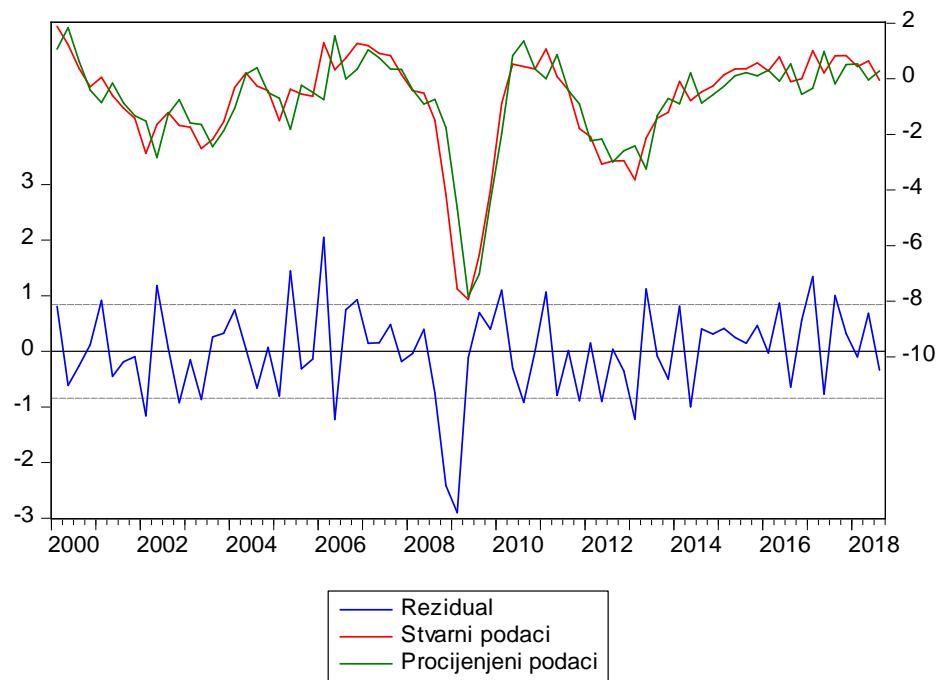
Date: 09/16/19 Time: 09:11

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 Žug i roen 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 meunarodnih 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 njemacki. Od programskega jezika koristi C, Python i SQL. Od 2016. godine dan je udruge Hrvatska Mensa koja okuplja pojedince s kvocijentom inteligencije u gornjih dva posto populacije.

## **POPIS RADOVA**

1. Žug i , 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. Žug i , 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).