

# Institucionalno uređenje europskog monetarnog poretka u interakciji s međunarodnim odnosima unutar Europske unije

---

**Varović, Mario**

**Doctoral thesis / Disertacija**

**2023**

*Degree Grantor / Ustanova koja je dodijelila akademski / stručni stupanj:* **University of Zadar / Sveučilište u Zadru**

*Permanent link / Trajna poveznica:* <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:162:231751>

*Rights / Prava:* [In copyright](#)/[Zaštićeno autorskim pravom.](#)

*Download date / Datum preuzimanja:* **2024-12-25**



**Sveučilište u Zadru**  
Universitas Studiorum  
Jadertina | 1396 | 2002 |

*Repository / Repozitorij:*

[University of Zadar Institutional Repository](#)

SVEUČILIŠTE U ZADRU  
i  
LIBERTAS MEĐUNARODNO SVEUČILIŠTE  
ZAJEDNIČKI POSLIJEDIPLOMSKI SVEUČILIŠNI STUDIJ  
MEĐUNARODNI ODNOSI

**Mario Varović**

**INSTITUCIONALNO UREĐENJE EUROPSKOG  
MONETARNOG PORETKA U INTERAKCIJI S  
MEĐUNARODNIM ODNOSIMA UNUTAR  
EUROPSKE UNIJE**

**Doktorski rad**

Zadar; Zagreb, 2023.

SVEUČILIŠTE U ZADRU

i

LIBERTAS MEĐUNARODNO SVEUČILIŠTE

ZAJEDNIČKI POSLIJEDIPLOMSKI SVEUČILIŠNI STUDIJ

MEĐUNARODNI ODNOSI

**Mario Varović**

**INSTITUCIONALNO UREĐENJE EUROPSKOG  
MONETARNOG PORETKA U INTERAKCIJI S  
MEĐUNARODNIM ODNOSIMA UNUTAR  
EUROPSKE UNIJE**

Doktorski rad

Mentor

Izv. prof. dr.sc. Ante Samodol

Zadar; Zagreb, 2023.

# SVEUČILIŠTE U ZADRU

## TEMELJNA DOKUMENTACIJSKA KARTICA

### I. Autor i studij

Ime i prezime: Mario Varović

Naziv studijskog programa: Zajednički poslijediplomski sveučilišni studij Međunarodni odnosi

Mentor: izv. prof. dr. sc. Ante Samodol

Datum obrane: 03.02.2023.

Znanstveno područje i polje u kojem je postignut doktorat znanosti: Društvene znanosti, Interdisciplinarnе društvene znanosti

### II. Doktorski rad

Naslov: Institucionalno uređenje europskog monetarnog poretka u interakciji s međunarodnim odnosima unutar Europske unije

UDK oznaka: 339.738:061.1EU

Broj stranica: 279

Broj slika/grafičkih prikaza/tablica: 11 / 25 / 42

Broj bilježaka: 156

Broj korištenih bibliografskih jedinica i izvora: 145

Broj priloga: 8

Jezik rada: hrvatski

### III. Stručna povjerenstva

Stručno povjerenstvo za ocjenu doktorskog rada:

1. Izv. prof. dr. sc. Sandra Šokčević, predsjednica
2. Izv. prof. dr. sc. Mihovil Anđelinović, član
3. Izv. prof. dr. sc. Sonja Brlečić Valčić, članica

Stručno povjerenstvo za obranu doktorskog rada:

1. Izv. prof. dr. sc. Sandra Šokčević, predsjednica
2. Izv. prof. dr. sc. Mihovil Anđelinović, član
3. Izv. prof. dr. sc. Sonja Brlečić Valčić, članica

**UNIVERSITY OF ZADAR**  
**BASIC DOCUMENTATION CARD**

**I. Author and study**

Name and surname: Mario Varović

Name of the study programme: Joint postgraduate University study "International Relations"

Mentor: Associate Professor, Ante Samodol, PhD

Date of the defence: 3<sup>rd</sup> February 2023.

Scientific area and field in which the PhD is obtained: Social sciences, Interdisciplinary social sciences

**II. Doctoral dissertation**

Title: Institutional regulation of the European monetary framework in interaction with the International relations in the European union

UDC mark: 339.738:061.1EU

Number of pages: 279

Number of pictures/graphical representations/tables: 11 / 25 / 42

Number of notes: 156

Number of used bibliographic units and sources: 145

Number of appendices: 8

Language of the doctoral dissertation: Croatian

**III. Expert committees**

Expert committee for the evaluation of the doctoral dissertation:

1. Associate Professor, Sandra Šokčević, PhD, chair
2. Associate Professor, Mihovil Anđelinović, PhD, member
3. Associate Professor, Sonja Brlečić Valčić, PhD, member

Expert committee for the defence of the doctoral dissertation:

1. Associate Professor, Sandra Šokčević, PhD, chair
2. Associate Professor, Mihovil Anđelinović, PhD, member
3. Associate Professor, Sonja Brlečić Valčić, PhD, member



## Izjava o akademskoj čestitosti

Ja, **Mario Varović**, ovime izjavljujem da je moj **doktorski** rad pod naslovom **Institucionalno uređenje europskog monetarnog poretka u interakciji s međunarodnim odnosima unutar Europske unije** rezultat mojega vlastitog rada, da se temelji na mojim istraživanjima te da se oslanja na izvore i radove navedene u bilješkama i popisu literature. Ni jedan dio mojega rada nije napisan na nedopušten način, odnosno nije prepisan iz necitiranih radova i ne krši bilo čija autorska prava.

Izjavljujem da ni jedan dio ovoga rada nije iskorišten u kojem drugom radu pri bilo kojoj drugoj visokoškolskoj, znanstvenoj, obrazovnoj ili inoj ustanovi.

Sadržaj mojega rada u potpunosti odgovara sadržaju obranjenoga i nakon obrane uređenoga rada.

Zadar, 3. veljače 2023.

# SADRŽAJ

PREDGOVOR.....	IV
1. UVOD.....	1
1.1 Predmet istraživanja.....	1
1.2 Svrha i cilj istraživanja.....	3
1.3 Ocjena dosadašnjih istraživanja.....	5
1.4 Kompozicija rada.....	11
1.5 Metode istraživanja.....	12
2. INSTITUCIONALNI OKVIR EUROPSKOG MONETARNOG PORETKA.....	15
2.1 Osnivački ugovori Europske unije.....	15
2.2 Osnivanje, uloga, funkcije i organizacijski ustroj Europske središnje banke.....	19
2.3 Europska središnja banka – aktivni sudionik međunarodnih odnosa.....	29
2.4 Eurosustav i Europski sustav središnjih banaka.....	32
2.5 Uloga europskog monetarnog poretka u ostvarivanju monetarne i političke stabilnosti.....	39
3. MEĐUNARODNI ODNOSI UNUTAR EUROPSKE UNIJE U KONTEKSTU STVARANJA EKONOMSKE I MONETARNE UNIJE.....	44
3.1 Povijest europskog povezivanja u cilju stvaranja Europske unije.....	44
3.2 Stvaranje Ekonomske i monetarne unije (EMU) i uvođenje eura.....	50
3.3 Ekonomski razlozi država članica europodručja za prihvaćanje europske monetarne integracije.....	64
3.4 Bankovna unija – jedinstveni supervizijski i sanacijski mehanizmi.....	76
3.5 Jedinstveni euro-budžet i budućnost Ekonomske i monetarne unije.....	82
3.6 Kronološka povezanost međunarodnih ekonomskih događaja u europodručju i monetarne politike Eurosustava.....	89
4. MONETARNA POLITIKA EUROPSKE SREDIŠNJE BANKE I NACIONALNIH SREDIŠNJIH BANAKA ČLANICA EUROSUSTAVA.....	106
4.1 Stabilnost cijena kao temeljni cilj Europske središnje banke.....	106

4.2 Standardni i nestandardni instrumenti monetarne politike Eurosustava.....	118
4.3 Transmisijski mehanizam monetarne politike Eurosustava.....	129
4.4 Prelijevanje efekata monetarne politike Eurosustava na ostale države članice Europske unije izvan europodručja.....	139
4.5 Upotreba nestandardnih mjera monetarne politike Eurosustava u razdoblju ekonomskih kriza.....	143
4.5.1 Globalna financijska kriza (2008.).....	149
4.5.2 Kriza europskog javnog duga (2010.).....	149
4.5.3 Kriza pandemije koronavirusa (2020.).....	154
5. EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE DJELOVANJA MONETARNE POLITIKE EUROSUSTAVA NA GOSPODARSKI RAST I MEĐUNARODNU RAZMJENU DRŽAVA ČLANICA EUROPSKE UNIJE.....	159
5.1 Empirijsko istraživanje djelovanja monetarne politike Eurosustava na gospodarski rast država članica europodručja.....	159
5.1.1 Ekonometrijski model – zavisna varijabla gospodarski rast.....	169
5.1.2 Rezultati istraživanja – zavisna varijabla gospodarski rast.....	178
5.2 Empirijsko istraživanje djelovanja monetarne politike Eurosustava na međunarodnu razmjenu država članica europodručja.....	187
5.2.1 Ekonometrijski model – zavisna varijabla međunarodna razmjena.....	191
5.2.2 Rezultati istraživanja – zavisna varijabla međunarodna razmjena.....	195
5.3 Empirijsko istraživanje djelovanja monetarne politike Eurosustava na gospodarski rast i međunarodnu razmjenu ostalih država članica Europske unije izvan europodručja.....	202
5.3.1 Ekonometrijski model - kontrolna grupa.....	203
5.3.2 Rezultati istraživanja – kontrolna grupa.....	207
5.4 Analiza upotrebe instrumenata i mjera monetarne politike Eurosustava u razdoblju ekonomskih kriza.....	211
5.4.1 Analiza konsolidirane bilance na razini cijelog Eurosustava.....	211
5.4.2 Analiza nekonsolidiranih bilanci nacionalnih središnjih banaka i Europske središnje banke.....	221
5.4.2.1 Analiza bilance središnje banke Austrije.....	221
5.4.2.2 Analiza bilance središnje banke Belgije.....	222



5.4.2.3 Analiza bilance središnje banke Cipra.....	223
5.4.2.4 Analiza bilance središnje banke Estonije.....	224
5.4.2.5 Analiza bilance središnje banke Finske.....	225
5.4.2.6 Analiza bilance središnje banke Francuske.....	226
5.4.2.7 Analiza bilance središnje banke Grčke.....	227
5.4.2.8 Analiza bilance središnje banke Irske.....	228
5.4.2.9 Analiza bilance središnje banke Italije.....	229
5.4.2.10 Analiza bilance središnje banke Latvije.....	230
5.4.2.11 Analiza bilance središnje banke Litve.....	231
5.4.2.12 Analiza bilance središnje banke Luksemburga.....	232
5.4.2.13 Analiza bilance središnje banke Malte.....	233
5.4.2.14 Analiza bilance središnje banke Nizozemske.....	234
5.4.2.15 Analiza bilance središnje banke Njemačke.....	235
5.4.2.16 Analiza bilance središnje banke Portugala.....	236
5.4.2.17 Analiza bilance središnje banke Slovačke.....	237
5.4.2.18 Analiza bilance središnje banke Slovenije.....	238
5.4.2.19 Analiza bilance središnje banke Španjolske.....	239
5.4.2.20 Analiza bilance Europske središnje banke (nekonsolidirani podaci).....	240
 6. ZAKLJUČAK.....	 242
 LITERATURA.....	 247
SAŽETAK.....	256
SUMMARY.....	258
POPIS KRATICA.....	260
POPIS TABLICA, GRAFIKONA I SLIKA.....	263
PRILOZI.....	269
ŽIVOTOPIS AUTORA.....	277

## **PREDGOVOR**

*Ovu doktorsku disertaciju posvećujem svojoj mami i cijeloj obitelji zbog podrške koju su mi uvijek pružali.*

*Mario*

# 1. UVOD

## 1.1 Predmet istraživanja

Predmet istraživanja je interakcija između europskog monetarnog poretka kojeg čine Europska središnja banka (ESB) i devetnaest nacionalnih središnjih banaka članica Eurosustava i međunarodnih ekonomskih odnosa država članica Europske unije (EU) koje su uvele euro (europodručje). Cilj istraživanja je utvrditi da li jedinstvena monetarna politika, putem stabilnosti cijena koja povećava vanjskotrgovinsku razmjenu i potiče gospodarski rast, doprinosi unapređenju međunarodnih ekonomskih odnosa pa time i političkih odnosa u smjeru daljnje integracije Europske unije.

Europski monetarni poredak je institucionalno utemeljen Ugovorom o Europskoj uniji koji je na snazi od 1993. i Ugovorom o funkcioniranju Europske unije koji je na snazi još od davne 1958. godine. To su međunarodni sporazumi između država članica Europske unije koji su proteklih desetljeća imali određenih izmjena i dopuna. Posljednja izmjena je bila na temelju Ugovora iz Lisabona koja je stupila na snagu 2009. Na temelju ovih ugovora, kao i na temelju pripadajućeg Protokola o Statutu Europskog sustava središnjih banaka i Europske središnje banke 1998. je osnovana Europska središnja banka odnosno uspostavljen je Europski sustav središnjih banaka (ESSB). Europska središnja banka je jedna od najvažnijih EU institucija. To je supranacionalna financijska institucija na čelu Europskog sustava središnjih banaka u kojem se nalaze središnje banke svih dvadeset i osam država članica EU. Od 1. siječnja 1999. Europska središnja banka je odgovorna za monetarnu politiku u europodručju kojeg čine devetnaest država članica EU koje su uvele jedinstvenu europsku valutu – euro. Središnje banke država članica europodručja zajedno s Europskom središnjom bankom čine Eurosustav kao podskup unutar Europskog sustava središnjih banaka. Osnivanje Europske središnje banke i uvođenje eura predstavlja treću fazu u stvaranju Ekonomske i monetarne unije (EMU) koja predstavlja visoki stupanj koordinacije ekonomskih i fiskalnih politika država članica europodručja uslijed monetarnog ujedinjenja. Monetarna stabilnost je vezana uz političku stabilnost, a ekonomske koristi koje iz toga proizlaze su najviše vidljive na području pojačane vanjskotrgovinske razmjene između država članica europodručja koje imaju za posljedicu više stope realnog rasta bruto domaćeg proizvoda (BDP). S obzirom da je najvažniji faktor međunarodnih integracija upravo ekonomska korist, onda se uloga monetarnih institucija

Eurosustava (Europske središnje banke / Eurosustava) može promatrati u kontekstu unapređenja međunarodnih ekonomsko-političkih odnosa država članica unutar europodručja odnosno Europske unije. Pod unapređenjem ovih odnosa misli se na prelijevanje efekata jedinstvene monetarne politike unutar monetarne unije na budžetsku politiku, poreznu politiku odnosno općenito makroekonomsku politiku s konačnim ciljem kompletiranja EMU u smislu formiranja jedinstvenog euro-budžeta i stvaranja novog europskog Ministarstva ekonomije i financija, što je moguće provesti jedino na temelju još većeg stupnja političke suradnje između država članica.

Temeljni cilj Europske središnje banke kao "glave" odnosno Eurosustava kao "tijela" koje provodi odluke monetarne politike Europske središnje banke jest održavanje stabilnosti cijena. Ne dovodeći u pitanje stabilnost cijena, Eurosustav treba podržavati opće ekonomske politike u Europskoj uniji. Osnovni zadaci su utvrđivanje i provođenje monetarne politike EU, obavljanje deviznih poslova, držanje i upravljanje službenim deviznim pričuvama država članica i neometano funkcioniranje platnog prometa. U ostvarivanju temeljnog cilja odnosno zadataka, Europska središnja banka i središnje banke članice Eurosustava moraju biti u značajnoj mjeri usmjerene na međunarodnu suradnju. U članku 6. Protokola o Statutu ESSB-a i ESB-a navedeno je da Europska središnja banka odlučuje o načinu zastupljenosti Eurosustava u području međunarodne suradnje te da Europska središnja banka i nacionalne središnje banke mogu sudjelovati u međunarodnim monetarnim institucijama. Ovime je otvorena mogućnost djelovanja na području međunarodnih odnosa koja se u praksi najviše ostvaruje međunarodnom suradnjom s drugim središnjim bankama odnosno s financijskim institucijama u drugim zemljama te s međunarodnim financijskim institucijama. Europska središnja banka je ključna EU institucija u međunarodnim gospodarskim i financijskim poslovima jer je središnja banka drugog po redu najvažnijeg svjetskog gospodarstva (odmah iza gospodarstva Sjedinjenih Američkih Država) i što izdaje jedinstvenu europsku valutu – euro koji predstavlja drugu po redu svjetsku valutu po raširenosti globalne uporabe (odmah iza američkog dolara). Europodručje je izrazito snažno integrirano u međunarodnu ekonomiju čime značajno utječe na međunarodne ekonomske, ali i političke tokove. Europska središnja banka za pravilno oblikovanje i provedbu monetarne politike te očuvanje stabilnosti cijena odnosno financijske stabilnosti ima nekoliko oblika međunarodnog djelovanja. U prvom redu ESB kontinuirano analizira svjetska gospodarska, financijska i monetarna kretanja pri čemu posebno pažljivo prati međunarodnu ulogu eura. Aktivno sudjeluje u međunarodnim financijskim institucijama kao što je Međunarodni monetarni fond (MMF), Banka za međunarodna poravnanja (BIS) i

Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj (OECD). Također sudjeluje u različitim forumima kao što je G-20 (neformalni forum skupine od dvadeset ministara financija i guvernera središnjih banaka najznačajnijih ekonomija). Održava odnose sa središnjim bankama izvan EU radi razmjene stručnih mišljenja kako bi što bolje sagledala vanjsko okruženje, a već prema potrebi moguća je i zajednička bilateralna odnosno multilateralna suradnja (posebno u uvjetima financijske krize) pri čemu ESB zastupa interese monetarne politike Eurosustava.

U radu su istraženi i kvantificirani ekonomsko-financijski učinci europskog monetarnog poretka, a rezultati istraživanja su prikazani nizom numeričkih i grafičkih prikaza iz kojih je vidljivo izravno i neizravno djelovanje na međunarodne ekonomske odnose u europodručju kao središnjem dijelu Europske unije. Posebno su istražene nestandardne mjere monetarne politike koje predstavljaju odgovor europskog monetarnog poretka na financijske krize pa tako i na krizu koja je proizašla iz recentne pandemije uzrokovane koronavirusom.

## **1.2 Svrha i cilj istraživanja**

Glavni cilj znanstvenog istraživanja je utvrditi da li i na koji način monetarni poredak Europske središnje banke i nacionalnih središnjih banaka članica Eurosustava, putem monetarne politike koja je usmjerena na stabilnost cijena kao temeljnog preduvjeta za gospodarski rast, djeluje kao aktivni sudionik međunarodnih odnosa i da li posljedično pozitivno utječe na razvoj i unapređenje međunarodnih ekonomskih odnosa država članica europodručja.

Pomoćni ciljevi istraživanja su:

1. Definirati i konceptualizirati institucionalno uređenje europskog monetarnog poretka;
2. Teorijski pojasniti međunarodne odnose unutar Europske unije u kontekstu stvaranja Ekonomske i monetarne unije (EMU);
3. Integrirati i vrednovati ekonomske razloge država članica europodručja zbog kojih su prihvatile euro i pristupile monetarnoj uniji;
4. Povezati i sintetizirati standardne i nestandardne instrumente te transmisijski mehanizam monetarne politike Europske središnje banke odnosno Eurosustava s temeljnim ciljem stabilnosti cijena;

5. Empirijski istražiti interakciju između monetarne politike Europske središnje banke / Eurosustava i povećanja međunarodne razmjene država članica europodručja odnosno povećanje realnog gospodarskog rasta kao temelja njihove ekonomske i monetarne integracije;
6. Povezati ekonomske efekte monetarne politike Europske središnje banke / Eurosustava i međunarodne odnose između država članica europodručja kako bi se pojasnila dinamika odnosa;
7. Obuhvatiti nestandardne mjere i instrumente monetarne politike Europske središnje banke / Eurosustava za ublažavanje negativnih posljedica ekonomskih kriza s posebnim osvrtom na krizu zbog pandemije koronavirusa.

U skladu s glavnim ciljem istraživanja i pomoćnim ciljevima postavljena je jedna glavna hipoteza koja je raščlanjena na tri pomoćne hipoteze koje predstavljaju moguće odgovore na istraživačko pitanje. Putem potvrđivanja pomoćnih hipoteza dokazati će se glavna hipoteza.

Glavna hipoteza (GH) glasi:

***"Europska središnja banka i nacionalne središnje banke članice Eurosustava, putem standardnih i nestandardnih instrumenata monetarne politike kao sastavnice Ekonomske i monetarne unije (EMU), pozitivno djeluju na razvitak ekonomske i monetarne integracije te odnosa između država članica europodručja".***

Prva pomoćna hipoteza (PH1) glasi:

***"Europska središnja banka i nacionalne središnje banke članice Eurosustava putem standardnih i nestandardnih instrumenata i mjera monetarne politike pozitivno djeluju na gospodarski rast država članica europodručja".***

Druga pomoćna hipoteza (PH2) glasi:

***„Međunarodna razmjena država članica europodručja je u pozitivnoj vezi s mjerama i instrumentima Europske središnje banke / Eurosustava“.***

Treća pomoćna hipoteza (PH3) glasi:

***„Utjecaj mjera i instrumenata Europske središnje banke / Eurosustava na gospodarski rast i međunarodnu razmjenu veći je za države članice europodručja nego za ostale države članice Europske unije“.***

Očekivani znanstveni doprinos je bolje razumijevanje uloge i važnosti koju Europska središnja banka i središnje banke članice Eurosustava imaju na unapređenje ekonomske komponente međunarodnih odnosa država članica europodručja kao temelja za njihovu daljnju ekonomsku i monetarnu integraciju u smjeru kompletiranja Ekonomske i monetarne unije (EMU). Dodatan doprinos je interdisciplinarni pristup ovom istraživanju koji povezuje ekonomska znanja i znanja iz područja međunarodnih odnosa koja su usvojena na doktorskom studiju "Međunarodni odnosi".

### **1.3 Ocjena dosadašnjih istraživanja**

Prof.dr.sc. Radovan Vukadinović kao utemeljitelj međunarodnih odnosa u hrvatskoj politologiji je u "*Teoriji međunarodnih odnosa*" (2005) definirao međunarodne odnose kao relativno mladu znanstvenu disciplinu koja se počela proučavati tek početkom 20. stoljeća. Posebno ističe ekonomsku dimenziju međunarodnih odnosa jer smatra da je štetno odvajati međunarodne političke odluke i međunarodne ekonomske odnose kao zasebne discipline. Pored klasičnih paradigmi kao što su realizam i liberalizam, s jačanjem interesa za ekonomsku stranu međunarodnih odnosa razvija se neorealizam i neoliberalizam. Navodi brojne teorije međunarodnih odnosa od kojih treba s aspekta teme doktorske disertacije izdvojiti teoriju integracije koja polazi od toga da različiti dijelovi stvaraju novu cjelinu u kojoj se formiraju posebni odnosi međuzavisnosti koji podrazumijevaju osjećaj grupne pripadnosti i nove samosvijesti. EU je dobar praktičan primjer regionalne integracije u kojoj se više država povežalo u političko-ekonomskom procesu po filozofiji funkcionalizma koja se temelji na nastojanju da se iz međunarodnih odnosa eliminira napetost i rat. Fokus je na podizanju zajedničkog blagostanja pri čemu se ignoriraju državne granice i uspostavljaju zajedničke međunarodne institucije koje potpomažu ujedinjenju različitih naroda putem zajedničke suradnje u osiguravanju funkcionalnih potreba država članica. Vukadinović i Čehulić Vukadinović (2011) detaljno opisuju kronologiju europskog povezivanja od nastanka ideje o europskoj integraciji do stvaranja Europske unije. Posebno se osvrću na europsko monetarno jedinstvo koje je nastalo zbog stvaranja jedinstvenog europskog tržišta kako bi se uklonile sve zapreke u slobodnom kretanju robe i kapitala. Na ovako velike promjene u europskim međunarodnim odnosima utjecalo je rušenje Berlinskog zida 1989. i intenzivnije uključivanje ujedinjene Njemačke u europske integracijske procese. Njemačka je trebala biti ravnopravna država članica u novoj Europi, a europski okvir zaštita od eventualnog (ponovnog) jačanja

njemačkog nacionalnog identiteta. Šefovi država članica tadašnje Europske zajednice su se sastali u Maastrichtu gdje je 1992. potpisan Ugovor o Europskoj uniji koji je definirao stvaranje europske monetarne unije u tri faze na temelju ispunjavanja tzv. konvergencijskih kriterija. U Maastrichtu je također odlučeno da se na načelima zajedničke vanjske i sigurnosne politike omogući zajednički nastup kada postoji zajednički interes država članica, čime je omogućeno Europskoj uniji da postane samostalan politički subjekt u globalnom političkom i gospodarskom poretku.

Europsku uniju Hill i Smith (2011) promatraju kao specifičnu vrstu subjekta u međunarodnim odnosima s najvišom razinom "supermoći" (uz Sjedinjene Američke Države) na području međunarodne diplomacije unutar multipolarnog svjetskog poretka u kontekstu ravnoteže moći i snažnih globalizacijskih pritisaka. Ipak, naglašavaju da EU nije niti država niti međunarodna organizacija te da države članice EU i dalje aktivno sudjeluju u međunarodnim odnosima, posebno između sebe. EU djeluje na međunarodnoj sceni putem svoje trgovinske politike, putem razvojne suradnje i putem zajedničke vanjske i sigurnosne politike pri čemu ključnu ulogu imaju EU institucije, uključujući Europsku središnju banku. Nakon sloma monetarnog sustava iz Bretton-Woodsa europske države su šezdesetih i sedamdesetih godina prošlog stoljeća trpjele posljedice monetarnih kriza koje je obilježavala relativno visoka inflacija. Tadašnji neoklasični ekonomisti na čelu s Miltonom Friedmanom ustanovili su da je ekonomski rast moguć jedino na temelju niske inflacije odnosno stabilnosti cijena što je vodilo prema prihvaćanju slogana "jedno tržište, jedna valuta" odnosno prema uspostavi EMU i prihvaćanju eura. Ipak, europsko monetarno jedinstvo nije pratilo stvaranje zajedničkog (centraliziranog) europskog budžeta niti ujednačenog oporezivanja u državama članicama EU. Trećoj fazi stvaranja EMU inicijalno se pridružilo 11 država članica koje su napustile svoje domaće valute. Euro je najprije 1999. uveden za elektronička plaćanja, da bi 2002. bio izdan u fizičkom obliku kao novčanice i kovanice. Stvaranje europodručja, koje je obuhvatilo neke od najsnažnijih europskih i svjetskih ekonomija, snažno je utjecalo na globalni monetarni poredak pri čemu je stvorena bipolarnost između američkog dolara i eura.

Kahn i Meade (2016) su među rijetkim autorima koji su istraživali središnju banku sa stanovišta međunarodnih odnosa odnosno kao sudionika diplomacije. Suvremene središnje banke danas proaktivno sudjeluju na različitim međunarodnim forumima odvojeno od svojih ministara financija što u prošlosti nije bio slučaj. Povećanje njihove institucionalne neovisnosti omogućilo im je veću autonomiju u međunarodnim interakcijama koje se mogu klasificirati u



dva tipa. Prvi je izgradnja odnosa odnosno diplomacija koja uključuje svu službenu javnu i neslužbenu komunikaciju (prezentacija sadašnjih i očekivanih budućih ekonomskih uvjeta, statistički ekonomski modeli) kao i sudjelovanje na forumima koji izgrađuju stručne i profesionalne odnose te kredibilitet. Drugi su zajedničke koordinirane akcije (devizne intervencije na tržištu, osiguravanje likvidnosti) koje se obično provode u kriznim razdobljima. Diplomacija uključuje sudjelovanje središnjih banaka u međunarodnim forumima (sastanci G-7 i G-20), u okviru skupine "*Working Party Three*" (WP3) u okviru OECD-a, kao i unutar BIS-a koji djeluje kao banka za središnje banke.

Howarth i Loedel (2005) postavili su pitanje da li je Europska središnja banka postala novi levijatan iz istoimenog djela engleskog političara i filozofa Thomasa Hobbsa objavljenog 1651. Pojam "levijatan" na hebrejskom jeziku označava morskog nemana, ali kod Hobbsa to je sinonim za snažnu državnu vlast koja je po njegovom mišljenju potrebna da prisili ljude na izvršavanje svojih obveza jer bi se ljudi inače ponašali kao da je "čovjek čovjeku vuk". Howarth i Loedel polaze od toga da je ESB postao najmoćnija institucija u Europskoj uniji kojoj na raspolaganju stoje snažni supranacionalni mehanizmi odlučivanja i provođenja ključnih odluka koje se iz domene monetarne politike neizravno prelijevaju na područje nacionalnog budžetiranja, porezne politike, financijske regulacije i općenito na kreiranje makroekonomskog okruženja. Smatraju da je ESB najmoćnija poluga u daljnjem integriranju država članica EU u smjeru konačne Europske superdržave. ESB osiguravanjem stabilnosti cijena štiti europodručje od ekonomske nestabilnosti i osigurava zdrave temelje za stabilan politički poredak i intenzivniju međunarodnu suradnju. ESB je zaštitnik europske monetarne stabilnosti koja ima za posljedicu održivi ekonomski rast, a koji opet podržava političku stabilnost. Autori u knjizi definiraju različite razine međunarodnog djelovanja i koordinacije Europske središnje banke: odnosi između ESB-a i nacionalnih središnjih banaka članica Eurosustava, odnosi između ESB-a i drugih EU institucija, odnosi između ESB-a i središnjih banaka izvan Eurosustava, a posebno s članicama europskog tečajnog mehanizma (ERM II) te eksterno predstavljanje europodručja na globalnoj razini što uključuje i devizni tečaj eura prema drugim svjetskim valutama.

Borio i Toniolo (2006) sagledavaju diplomatske aktivnosti središnjih banaka u okviru međunarodnih odnosa iz stotrideset-godišnje perspektive Banke za međunarodna poravnanja (BIS) iz Basela. Kroz povijest, međunarodna financijska diplomacija je oduvijek bila dio vanjskopolitičke politike koju je vodila vlada. U većini slučajeva, diplomatska aktivnost središnjih banaka je u prošlosti bila dio ove vanjske politike, a guverneri su zapravo bili samo

visokorangirani državni službenici. To znači da su guverneri u svojem međunarodnom djelovanju ipak bili značajno ograničeni cjelokupnim okvirom vanjskopolitičkih odnosa vlastite države, a njihova proklamirana neovisnost je bila dobrim dijelom iluzija. Kao ishodišnu točku u poboljšanju multilateralne međunarodne suradnje između središnjih banaka navodi osnivanje BIS-a 1930. čije je postojanje do današnjih dana glavni argument u prilog važnosti djelovanja ove međunarodne financijske institucije.

Samodol i Brlečić Valčić (2018) smatraju da većina suvremenih istraživanja na temu utjecaja monetarne politike i financijske stabilnosti na gospodarski rast dokazuju postojanje snažnih nelinearnih uzajamnih odnosa. Financijski razvitak vodi gospodarskom rastu na način da postoji dvosmjerni uzročni odnos između monetarno-financijskog i realnog gospodarskog sektora. Ističu važnost koordinacije fiskalne i monetarne politike. U svome radu predstavljaju konceptualni model za analizu financijskog razvitka konstruktivnim mjerama monetarne i fiskalne politike koji se temelji na samo-organizirajućoj neuronskoj mreži (SOM), a koji povezuje pojedine financijske veličine na koje utječe monetarna politika (prije svega novčana masa M1 i bankarski krediti) s povećanjem i smanjenjem bruto domaćeg proizvoda.

Američki makroekonomist Robert J. Barro (2013) je jedan od najcitiranijih autora iz područja monetarne politike jer je proveo znanstveno istraživanje na uzorku 100 država u tridesetogodišnjem razdoblju od 1960. do 1990. kako bi dokazao utjecaj stope inflacije na ekonomski rast (mjeren stopom realnog rasta BDP-a per capita). Rezultati regresijske analize upućuju na zaključak da visoka stopa inflacije ima u dugoročnom razdoblju negativan efekt na privredni rast odnosno pogoršava životni standard građana. Stoga monetarna politika putem djelovanja na kamatne stope odnosno monetarne agregate treba biti prvenstveno usmjerena na održavanje niske i stabilne inflacije. Ovaj zaključak je odavno utkan u temelje djelovanja svih modernih središnjih banaka uključujući i Europsku središnju banku.

Kanadski ekonomist i nobelovac Robert Mundell (1961) je svojom teorijom optimalnog valutnog područja utro put ka stvaranju europske monetarne unije, zbog čega su ga prozvali "ocem eura". Teorija optimalnog valutnog područja argumentira razloge zbog kojih su se europske države dobrovoljno odrekle svoje monetarne suverenosti i prihvatile euro. Države koje pristupaju monetarnoj uniji trebaju zadovoljiti određene uvjete kako bi monetarna unija bila uspješna odnosno kako bi države imale od toga koristi pri čemu je najvažnije istaknuti visok stupanj međunarodne trgovine i veliku pokretljivost rada i kapitala što su zapravo

najvažnije odrednice jedinstvenog europskog tržišta. Međusobna trgovina između država članica monetarne unije je dakle u snažnoj korelaciji s prednostima uvođenja zajedničke valute. Monetarna integracija eliminira troškove volatilnosti tečajeva pojedinačnih nacionalnih valuta što smanjuje trgovinske troškove i time potiče veći stupanj međunarodne trgovine koja opet gradi još bolje međunarodne političke odnose. Monetarna stabilnost osigurava političku stabilnost i obrnuto. Euro kao međunarodna valuta može biti onoliko jak koliko je gospodarsko-politički jaka Europska unija.

Europska središnja banka (2011) svakih desetak godina ažurira dokument o svojoj monetarnoj politici. U njemu je detaljno definiran institucionalni okvir za provođenje jedinstvene monetarne politike u Eurosustavu. U EU osnivačkim ugovorima osigurana je puna politička neovisnost ESB-a u odlučivanju i djelovanju, ali treba napomenuti da je ESB izravno odgovoran Europskom parlamentu. Opisane su mjere i instrumenti monetarne politike od kojih posebno treba izdvojiti operacije na otvorenom tržištu, stalno raspoložive mogućnosti i držanje minimalnih obveznih pričuva. Objasnjen je transmisijski mehanizam kojim ECB putem određivanja kamatnih stopa po kojima se financiraju komercijalne banke neizravno utječe na kamatne stope u europodručju odnosno u konačnici na cijene dobara i usluga. Državni budžeti ostaju u domeni nacionalne fiskalne politike država članica EU, ali postoje mehanizmi koji osiguravaju zdrave državne financije i onemogućavaju prekomjerni deficit. Upravljačko vijeće Europske središnje banke je kvantitativno precizno definiralo svoj temeljni cilj da održava godišnju stopu inflacije ispod 2% tijekom srednjoročnog razdoblja. Pojašnjeno je da monetarna politika ESB-a može najviše pridonijeti gospodarskom rastu i povećanju životnog standarda Europljana putem osiguravanja stabilnosti cijena.

Europska središnja banka (2009) pojašnjava opravdanost svog temeljnog cilja, a to je stabilnost cijena. Ovo je jedan od brojnih dokumenata kojima se pojašnjava zbog čega je borba protiv inflacije odnosno deflacije najveći doprinos koji monetarna politika može dati za ostvarenje ekonomskog blagostanja i privrednog rasta u državama članicama EU odnosno europodručja. Definira inflaciju kao povećanje cijena dobara i usluga na europskom tržištu, promatrano kroz duže vremensko razdoblje, koje dovodi do smanjenja kupovne vrijednosti novca, u ovom slučaju eura. Nabraja koje su to konkretne koristi koje proizlaze iz stabilnosti cijena: povećava transparentnost relativnih cijena dobara i usluga i smanjuje nesigurnost oko daljnjeg kretanja cijena, smanjuje razinu kamatnih stopa zbog reduciranja premije za inflacijski rizik, sprečava negativnu redistribuciju bogatstva i općenito pridonosi financijskog stabilnosti koja je temelj

za više stope gospodarskog rasta. ESB se u svojim ekonomskim analizama fokusira na kretanje bitnih ekonomsko-financijskih varijabli koje su čvrsto vezane za inflaciju odnosno utječu na cjenovnu stabilnost od kojih treba posebno izdvojiti: harmonizirani indeks potrošačkih cijena (HICP), indikatore gospodarskog outputa i agregatne potražnje (visina bruto domaćeg proizvoda i stopa njegovog rasta), statistiku bilance plaćanja i međunarodne trgovine (kretanje izvoza i uvoza) kao i indikatore financijskog tržišta (promjena tečaja i kretanje stope prinosa).

Trichet (2019) tvrdi da su euro kao valuta i europodručje kao jedinstveno tržište dokazali otpornost na najveću svjetsku ekonomsku krizu nakon 2. svjetskog rata (kriza 2008.-2009.) zahvaljujući efikasnoj reakciji monetarne politike, što je pridonijelo povijesnom opravdanju uvođenja eura. Ioannatos (2018) je istraživao razliku između sistemskog rasta europodručja i drugih ekonomija koristeći DiD metodu (engl. *Difference-in-Differences*) i smatra da nema značajnih razlika u visini gospodarskog rasta. Hartmann i Smets (2018) su napravili retrospektivu monetarne politike ESB-a / Eurosustava kroz dva desetljeća od uvođenja eura 1999., s posebnim osvrtom na izazove financijske krize javnog duga 2010.-2013. zbog koje su uvedeni novi instrumenti monetarne politike kako bi se ubrzao ekonomski oporavak.

Šarić (2017) je jedan od rijetkih koji je posljednjih godina za temu svoje doktorske disertacije odabrao Ekonomsku i monetarnu uniju (EMU), ali prvenstveno sa stanovišta ulaska Republike Hrvatske (RH) u EMU odnosno analize pozitivnih i negativnih ekonomskih efekata uvođenja eura u RH. Potvrđuje opravdanost ulaska u EMU sa stanovišta teorije optimalnog valutnog područja te smatra da gubitak vođenja samostalne monetarne politike od strane Hrvatske narodne banke ne predstavlja značajan gubitak za RH, pogotovo što se radi o već "euroziranoj" zemlji (najveći dio pasive hrvatskih banaka je denominiran u eurima). Zaključuje da u promatranom razdoblju do 2016. godine RH nije još bila spremna za pristupanje EMU zbog nedovoljne sinkroniziranosti hrvatskog gospodarstva s europodručjem pri čemu je upozorio na važnost ispunjavanja kriterija konvergencije zbog kojih je nužno provesti reforme u cilju smanjenja državnog deficita i smanjenja javnog duga RH.

## 1.4 Kompozicija rada

Disertacija se sastoji od pet poglavlja nakon kojih slijede zaključna razmatranja, literatura, sažetak, popis kratica, popisi tablica, grafikona i slika te prilozi i na kraju životopis autora.

U uvodnom dijelu definirani su predmet i svrha znanstvenog istraživanja. Uz glavni cilj, postavljeni su i pomoćni ciljevi. Navedena je glavna hipoteza i tri pomoćne hipoteze. Slijedi ocjena dosadašnjih istraživanja iz domaće i strane literature. Uvod završava opisom odabranih metoda znanstveno-istraživačkog rada.

Drugo poglavlje opisuje institucionalni okvir europskog monetarnog poretka. Kronološki su poredani svi osnivački ugovori Europske unije kao najvažniji pravni temelj europske integracije. Posebna pozornost je usmjerena na glavne nositelje europskog monetarnog poretka, a to je Europska središnja banka i središnje banke članice Eurosustava. Opisane su funkcije i način djelovanja Europske središnje banke pri čemu je posebno analizirana njezina uloga kao aktivnog sudionika međunarodnih odnosa. Razjašnjena je razlika između Eurosustava i Europskog sustava središnjih banaka. Identificirana je uloga europskog monetarnog poretka u ostvarivanju monetarne stabilnosti koja je čvrsto vezana za političku stabilnost.

Treće poglavlje je posvećeno međunarodnim odnosima između europskih država i političkim događajima koji su doveli do stvaranja Ekonomske i monetarne unije (EMU) i uvođenja jedinstvene valute – eura. Vrednovani su ekonomski razlozi država članica za dobrovoljno pridruživanje europskoj monetarnoj uniji i za odricanje od monetarne suverenosti. Pojašnjena je važnost bankovne unije čija dva stupa (jedinstveni nadzorni mehanizam i sanacijski mehanizam) predstavljaju važan čimbenik financijske stabilnosti u Europskoj uniji. Napravljena je procjena budućeg kompletiranja EMU i formiranja fiskalne unije koja podrazumijeva jedinstveni europski budžet. Na kraja trećeg poglavlja kronološki su poredani i obrazloženi važni ekonomsko-politički događaji na vremenskoj lenti od osnivanja EMU 1999. odnosno u promatranom razdoblju 2005.-2020. te načini djelovanja monetarne politike za svaku pojedinu godinu, s posebnim osvrtom na prilagodbe djelovanja monetarne politike u kriznim razdobljima.

Četvrto poglavlje se detaljno bavi monetarnom politikom europskog monetarnog poretka. Objašnjena je razlika između standardnih (tradicionalnih) instrumenata i nestandardnih mjera monetarne politike koje su uvedene kao odgovor Europske središnje banke na globalnu financijsku krizu 2008.-2009. Detaljno je istražena upotreba ovih nestandardnih mjera koje su se nastavile koristiti za vrijeme europske dužničke krize i nakon nje za ubrzavanje oporavka gospodarstva europodručja, a naročito su intenzivirane za vrijeme financijske krize zbog pandemije koronavirusom, tako da njihovu upotrebu vežemo za krizna razdoblja. Definirani su novčani agregati, kanali provođenja monetarne politike Europske središnje banke i cijeli transmisijski mehanizam. Iako su europske države izvan europodručja nominalno zadržale svoj monetarni suverenitet, ipak se efekti snažne monetarne politike Eurosustava prelijevaju izvan granica europodručja.

U posljednjem poglavlju nalaze se rezultati empirijskog istraživanja djelovanja monetarne politike Eurosustava na gospodarski rast i međunarodnu razmjenu država članica europodručja odnosno Europske unije. Prikazan je ekonometrijski model i jasno su definirane njegove varijable. Rezultati istraživanja su iskazani posebno za zavisnu varijablu gospodarskog rasta i za zavisnu varijablu međunarodne razmjene. Odvojeni su rezultati istraživanja za države članice europodručja od kontrolne grupe država članica Europske unije koje još uvijek nisu uvele euro (izvan europodručja). Dodatno su analizirane odabrane bilančne pozicije nacionalnih središnjih banaka i Europske središnje banke kako bi se istražila upotreba instrumenata i mjera monetarne politike u kriznim razdobljima.

## **1.5 Metode istraživanja**

U doktorskoj disertaciji provedena je teorijska i empirijska analiza. Od metoda znanstveno-istraživačkog rada korištene su deskriptivna metoda, metoda kompilacije, metoda analize i sinteze, metoda komparacije, metoda apstrakcije i konkretizacije, metoda indukcije i dedukcije te ekonometrijske metode. Prema planu istraživanja prvo je provedena detaljna analiza strane i domaće stručne literature kao sekundarnih izvora podataka. Obuhvaćene su knjige, znanstveni i stručni članci, doktorske disertacije te internetski izvori koji se bave institucionalnim okvirom EU. Pozornost je bila usmjerena na prethodne međunarodne odnose između država članica Europske unije temeljem kojih je došlo do stvaranja Ekonomske i monetarne unije (EMU) odnosno do osnivanja Europske središnje banke i Eurosustava. Istražena je uloga ESB-a kao

supranacionalne monetarne institucije EU i načina na koji, zajedno s nacionalnim središnjim bankama članicama Eurosustava, kreira i provodi monetarnu politiku za države članice europodručja te kako ova monetarna politika putem raspoloživih mjera i instrumenata stvara novu dinamiku ekonomskih, financijskih i političkih odnosa između država članica europodručja.

Glavna hipoteza odnosno tri pomoćne hipoteze provjerene su empirijski putem istraživanja usmjerenog na devetnaest država članica europodručja kao dijela Europske unije u kojem se provodi jedinstvena monetarna politika ESB-a / Eurosustava, ali su obuhvaćene i preostale države članice Europske unije koje još nisu uvele euro (kontrolna grupa od devet država izvan europodručja). Iz sekundarnih izvora podataka prikupljeni su statistički podaci iz područja monetarne politike i makroekonomije, kao i računovodstveni podaci. Varijable korištene u istraživanju najprije su pojašnjene deskriptivnom metodom, a komparativnom metodom su uspoređeni podaci iz različitih država. Prikupljeni podaci su računalno obrađeni uz korištenje aplikativne podrške. Primijenjena je odabrana metoda ekonometrijske analize, a to je panel model fiksnih efekata i model slučajnih efekata koji omogućuje istovremenu analizu više jedinica promatranja u nekom razdoblju. Kao izvor podataka korištene su internet stranice ESB-a, Eurostata, Svjetske banke i internet stranice pojedinih nacionalnih središnjih banaka. Vremenski okvir promatranja je razdoblje od šesnaest godina (2005.-2020.). Kod vremenskih serija podataka uzet je u obzir naknadni ulazak novih članica u europodručje (bilo je više krugova proširenja: 2007., 2008., 2009., 2011., 2014. i 2015.). Istraživanje obuhvaća standardne (tradicionalne) instrumente monetarne politike ESB-a/Eurosustava kao što su stalno raspoložive mogućnosti i operacije na otvorenom tržištu, a posebna pozornost je usmjerena na upotrebu nestandardnih mjera monetarne politike ESB-a/Eurosustava (kao što kupnja vrijednosnih papira u svrhe monetarne politike) koje se obično intenzivnije koriste u razdoblju ekonomskih kriza zbog ublažavanja negativnih posljedica na gospodarstvo. U istraživanju su definirana dva osnovna ekonometrijska modela: jedan za gospodarski rast, a drugi za međunarodnu razmjenu. Zavisna varijabla za prvi ekonometrijski model (za prvu i treću pomoćnu hipotezu) je gospodarski rast (mjereno godišnjom stopom rasta realnog BDP-a per capita). Zavisna varijabla za drugi ekonometrijski model (za drugu i treću pomoćnu hipotezu) je međunarodna razmjena (mjerena indeksom ekonomske otvorenosti odnosno zbrojem uvoza i izvoza kao udjelom u BDP-u). Od nezavisnih varijabli za navedene ekonometrijske modele korištene su različite makroekonomske, statističke i računovodstvene varijable.

Treba napomenuti da se ovo istraživanje temelji na prethodnoj znanstvenoj spoznaji snažnih korelacija između niske inflacije i više stope privrednog rasta odnosno između prihvatanja zajedničke valute i povećanja međunarodne trgovine što također pridonosi ekonomskom rastu. Dakle, daljnje istraživanje se temelji na prethodnoj spoznaji da visoka stopa inflacije ima u dugoročnom razdoblju negativan efekt na privredni rast zbog čega je temeljni cilj monetarne politike ESB-a ostvarivanje stabilnosti cijena. Također se temelji na praktičnoj primjeni teorije optimalnog valutnog područja prema kojoj uvođenje jedinstvene valute – eura odnosno pristupanje monetarnoj uniji – EMU povećava vanjskotrgovinsku razmjenu između država članica EU na jedinstvenom europskom tržištu.

Tijekom cijelog istraživanja, a osobito u procesu zaključivanja, korištene su metode indukcije i dedukcije kako bi se dokazale ili opovrgle postavljene hipoteze. Rezultati istraživanja su ugrađeni u zaključke znanstvenog istraživanja<sup>1</sup>.

---

<sup>1</sup> S obzirom da je autor zaposlenik Hrvatske narodne banke treba napomenuti da su iznesena stajališta u ovome radu osobna i da ne odražavaju nužno stajališta Banke.



## 2. INSTITUCIONALNI OKVIR EUROPSKOG MONETARNOG PORETKA

### 2.1 Osnivački ugovori Europske unije

Europska unija nije nastala primjenom sile nego slobodnom voljom koja je utemeljena na vladavini prava. Pravni izvori Unije tj. pravni temelji EU čine osnivački ugovori s priložima, dodacima i protokolima te kasnijim izmjenama i dopunama. Osnivački ugovori EU su međunarodni sporazumi koje su dobrovoljno prihvatile sve države članice prilikom svog pristupanja Europskoj uniji. Iako je njihovo usvajanje dobrovoljno, riječ je o obvezujućim sporazumima u kojima su definirani ciljevi, organizacija, način rada i osnivanje EU institucija te druga važna pitanja. Ovi ugovori su izmijenjeni kod svakog kruga proširenja EU (1973., 1981., 1986., 1995., 2004., 2007. i 2013.). Temeljem osnivačkih ugovora kao primarnog izvora prava Unije, institucije Unije donose zakonodavne akte koji predstavljaju sekundarni izvor prava Unije. Treći izvor prava Unije su međunarodni sporazumi s državama nečlanicama i drugim međunarodnim organizacijama.

Kronološki gledano, najstariji osnivački ugovor je Ugovor o osnivanju Europske zajednice za ugljen i čelik<sup>2</sup> iz 1951. koji su potpisale Belgija, Francuska, Italija, Luksemburg, Nizozemska i Njemačka zbog osiguravanja zajedničkog tržišta ugljena i čelika koje je trebalo povećati gospodarski rast i životni standard, a istodobno smanjiti tenzije koje su ostale nakon 2. svjetskog rata. Ugovor je bio na snazi punih pedeset godina (od 1952. do 2002.).

U Rimu je 1957. potpisan Ugovor o osnivanju Europske ekonomske zajednice (EEZ) i Europske zajednice za atomsku energiju (Euroatom)<sup>3</sup>. Ovim ugovorima iz Rima istih šest zemalja je osnovalo Europsku ekonomsku zajednicu sa zajedničkim tržištem roba, ljudi i kapitala čime je još više povećana međusobna integracija i napravljen je korak u smjeru jačeg ekonomsko-političkog povezivanja europskih zemalja. Osnovane su zajedničke europske institucije: Komisija, Vijeće ministara, Parlamentarna skupština (preteča Europskog parlamenta) i Europski sud. Također je osnovana i Europska investicijska banka (EIB). Rimski ugovori su više puta izmijenjeni, a danas nose naziv Ugovor o funkcioniranju Europske unije.

---

<sup>2</sup> engl. *Treaty establishing the European Coal and Steel Community*.

<sup>3</sup> engl. *Treaty establishing the European Economic Community and related instruments (EEC Treaty)*.

U Briselu je 1965. sklopljen Ugovor o spajanju<sup>4</sup> kojim su ujedinjene institucije Europske zajednice za ugljen i čelik, Europske ekonomske zajednice i Europske zajednice za atomsku energiju. Osnovani su jedinstveno Vijeće i Komisija, čime su uspostavljeni temelji za stvaranje današnje Europske unije. Zamijenio ga je Ugovor iz Amsterdama koji je stupio na snagu 1999.

U Luksemburgu i Haagu je 1986. potpisan Jedinstveni europski akt<sup>5</sup> kojim su revidirani Rimski ugovori. Proširene su ovlasti europskih institucija i pojačana je usmjerenost prema zajedničkom tržištu te daljnjoj europskoj integraciji.

Za uspostavu europskog monetarnog poretka najvažniji osnivački ugovor je Ugovor o Europskoj uniji<sup>6</sup> koji je 1992. potpisan u nizozemskom gradu Maastrichtu, a stupio je na snagu 1. studenoga 1993. Ugovor iz Maastrichta je spojio Rimski ugovor i Jedinstveni europski akt. Ovim ugovorom je došlo do osnivanja Europske unije, a postavljeni su temelji i za uvođenje jedinstvene europske valute – eura. Time je europsko povezivanje podignuto na višu razinu jer je dosadašnja integracija bila pretežito gospodarska, a sada je prerasla u političku integraciju što znači da države članice moraju razvijati zajedničke politike i donositi zajedničke odluke. Europska unija se temelji na tri stupa. Prvi stup su Europske zajednice, drugi stup je zajednička vanjska i sigurnosna politika i treći stup čini suradnja na području pravosuđa i unutarnjih poslova. Ugovor iz Maastrichta je potpisalo 12 država članica, a to su: Austrija, Belgija, Grčka, Finska, Francuska, Irska, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Njemačka, Portugal i Španjolska. Slika 1. pokazuje kako 7. veljače 1992. ministri vanjskih poslova i ministri financija europskih država članica potpisuju Maastrichtski ugovor.

Slika 1. Potpisivanje Ugovora iz Maastrichta 7. veljače 1992.

---

<sup>4</sup> engl. *Merger Treaty*.

<sup>5</sup> engl. *Single European Act*.

<sup>6</sup> engl. *Treaty on European Union*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-ontent/HR/TXT/?uri=CELEX:11992M/TXT> (pristup: 13.01.2022.)



Izvor: Internetske stranice Centra za studije europskih integracija (CVCE): [https://www.cvce.eu/en/obj/signing\\_of\\_the\\_maastricht\\_treaty\\_7\\_february\\_1992-en-81cd79c8-b4aa-404f-b858-bdb8305cfbc6.html](https://www.cvce.eu/en/obj/signing_of_the_maastricht_treaty_7_february_1992-en-81cd79c8-b4aa-404f-b858-bdb8305cfbc6.html) (pristup: 7. 2. 2022.)

Ugovor iz Amsterdama<sup>7</sup> je potpisan 1997. i njime je revidiran Ugovor o Europskoj uniji. Proširena je nadležnost Unije, ojačana je pozicija Europskog parlamenta i pojačana je suradnja između država članica te je napravljena priprema za pristupanje novih država članica.

Ugovor iz Nice<sup>8</sup> je potpisan 2001. sa svrhom reforme institucija kako bi se prilagodile daljnjem proširenju Europske unije. Na sjednici Europskog vijeća održanoj u Laekenu osnovana je Konvencija o budućnosti Europe s ciljem rasprave o boljoj raspodjeli nadležnosti, jačanju demokracije, transparentnosti i učinkovitosti te o izradi Ustava za europske građane. Iako su Europsko vijeće i Europski parlament 2004. usvojili nacrt Ugovora o Ustavu za Europu, ipak je odbačen na nacionalnim referendumima koji su 2005. održani u Francuskoj i Nizozemskoj, zbog čega postupak ratifikacije Ugovora nije dovršen do danas. Zbog odbacivanja Ugovora o Ustavu, države članice su započele s pripremanjima Ugovora iz Lisabona.

---

<sup>7</sup> engl. *Treaty of Amsterdam*.

<sup>8</sup> engl. *Treaty of Nice*.

Posljednji odnosno najnoviji osnivački ugovor EU naziva se Ugovor iz Lisabona<sup>9</sup>. Potpisan je 2007. a stupio je na snagu 2009. i ratificiran je od strane država članica. Ugovorom iz Lisabona se ne uvode državni simboli Unije kao što je himna ili zastava i nigdje se ne navodi da bi pravo Unije imalo prednost pred nacionalnim zakonodavstvom, ali ipak se Europskoj uniji daje puna pravna osobnost što znači da Unija može potpisivati međunarodne ugovore. Treba naglasiti da Ustav Europske unije još uvijek ne postoji, već indirektno proizlazi iz ukupnog pravnog okvira kojeg su izradile europske institucije. Od stupanja na snagu Ugovora iz Lisabona ustavni okvir EU, pored osnivačkih ugovora, sadrži i Povelju Europske unije o temeljnim pravima<sup>10</sup> čija je svrha zaštita univerzalnih vrijednosti ljudskog dostojanstva, slobode, jednakosti i solidarnosti. Povelja postavlja pojedinca – građanina EU u središte svojeg djelovanja i time uspostavlja građanstvo Unije. Povelja sadrži katalog temeljnih ljudskih prava i sloboda.

Osnivački ugovori EU su važni jer se Europska unija temelji na vladavini prava i na osnovi osnivačkih ugovora institucije EU donose zakonske propise koji se provode u državama članicama EU. Transparentnost zakonodavnog okvira je na visokoj razini što potvrđuje dostupnost potpunih tekstova ovih ugovora kao i vezanih zakonodavnih akata u bazi podataka europskog zakonodavstva EUR-Lex<sup>11</sup>. Od svih nabrojanih osnivačkih ugovora, najvažniji ugovori koji su još danas na snazi su Ugovor o Europskoj uniji (UEU) i Ugovor o funkcioniranju Europske unije (UFEU)<sup>12</sup>. Ova dva ugovora imaju jednaki pravni status. Temeljne ideje i vrijednosti koje su sve države članice prihvatile su jednakost, sloboda, solidarnost i poštovanje ljudskog dostojanstva. Ciljevi EU su očuvanje slobode, demokracije i vladavine prava te zaštita ljudskih prava. U "*Abecedi prava Europske unije*" (2017) Europska komisija putem svojeg Ureda za publikacije naglašava da je Europska unija jamac mira:

"Ne postoji veća motivacija za ujedinjenje Europe od želje za mirom (članak 3. UEU-a). U prošlom stoljeću su se vodila dva svjetska rata između zemalja koje su danas države članice Europske unije. Stoga politika za Europu ujedno znači i politika za mir. Uspostavom EU-a stvoren je najvažniji dio okvira za mir u Europi, kojim je onemogućen rat između država

---

<sup>9</sup> engl. *Treaty of Lisbon*.

<sup>10</sup> engl. *Charter of Fundamental Rights of the European Union*.

<sup>11</sup> Pristup zakonodavstvu Europske unije: <https://eur-lex.europa.eu/homepage.html?locale=hr>

<sup>12</sup> Pročišćeni tekst Ugovora o Europskoj uniji i Ugovora o funkcioniranju Europske unije s protokolima. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A12016ME%2FTXT> (pristup: 13.01.2022.).

članica. Dokaz tomu je sedamdeset godina mira u Europi. Što se više europskih država pridruži EU-u, to će taj okvir biti čvršći."<sup>13</sup>

## **2.2 Osnivanje, uloga, funkcije i organizacijski ustroj Europske središnje banke**

Na internet stranicama Europske središnje banke<sup>14</sup> navodi se da je povijesni put prema osnivanju Europske središnje banke započeo odlukom Europskog vijeća iz 1988. kojom je formirano vijeće koje je dobilo zadatak predložiti konkretne korake u cilju ostvarivanja europske monetarne unije. Na čelu ovog vijeća je bio Jacques Delors (predsjednik Europske komisije), a članovi vijeća su bili Alexandre Lamfalussy (generalni direktor Banke za međunarodno poravnanje – BIS iz Basela), Niels Thygesen (danski profesor ekonomije), Miguel Boyer (predsjednik Banco Exterior de Espana) i guverneri središnjih banaka država članica tadašnje Europske zajednice. Rezultat rada ovog vijeća je Delorsovo izvješće u kojem se nalazi prijedlog koraka koji će dovesti do osnivanja ESB-a.

Sukladno Ugovoru o Europskoj uniji (poznatijim kao Ugovorom iz Maastrichta) 1. siječnja 1994. je osnovan Europski monetarni institut (EMI) kao prijelazna faza prema osnivanju ESB-a. EMI je imao pravnu osobnost, a njegova temeljna zadaća je bila jačanje suradnje između nacionalnih središnjih banaka, priprema za osnivanje Europske središnje banke i priprema za uvođenje nove zajedničke valute. EMI nije bio odgovoran za provođenje jedinstvene monetarne politike Unije, što znači da je monetarna politika i dalje ostala u nadležnosti nacionalnih središnjih banaka. EMI je postojao samo četiri godine (do 1998.), a posljednje dvije godine njime je predsjedavao danski političar i ekonomist Willem ("Wim") Frederik Duisenberg.

Iako se u literaturi mogu pronaći različiti datumi osnivanja Europske središnje banke, u knjizi "*The European Central Bank – history, role and functions*" (2004). kao datum osnivanja navodi se 1. lipanj 1998. kada je započeo mandat predsjednika, potpredsjednika i četiri člana Izvršnog odbora ESB-a koje su imenovala vlade jedanaest država članica EU. ESB je tada zamijenio

---

<sup>13</sup> Europska komisija. (2017). *Abeceda prava Europske unije*. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije

<sup>14</sup> Internet stranice Europske središnje banke: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/history/html/index.hr.html>

EMI, a mjesto prvog predsjednika ESB-a preuzeo je dotadašnji predsjednik EMI-ja Wim Duisenberg, čime je osiguran kontinuitet djelovanja.

ESB je osnovan nakon što je stupio na snagu osnivački Ugovor iz Amsterdama koji je revidirao temeljni Ugovor o Europskoj uniji (Ugovor iz Maastrichta - UEU), a formalno-pravno je započeo s radom odnosno preuzeo svoje pune ovlasti predviđene UEU-om tek s danom uvođenja eura 1. siječnja 1999. Od toga dana ESB je preuzeo odgovornost za vođenje jedinstvene monetarne politike u cijelom europodručju koje predstavlja drugo najveće ekonomsko područje na svijetu, odmah iza američkog. Na internet stranicama Svjetske banke<sup>15</sup> mogu se pronaći sljedeći statistički podaci za europodručje za 2020.:

- populacija = 342 milijuna stanovnika
- površina = 2.760.429 km<sup>2</sup>
- ukupan bruto domaći proizvod (BDP) = 13.021.049 milijuna USD.

UEU daje pravnu osnovu za jedinstvenu monetarnu politiku i osnivanje ESB-a odnosno za formiranje Europskog sustava središnjih banaka (ESSB) koji se sastoji od ESB-a i nacionalnih središnjih banaka (NSB) država članica EU. Prema članku 13. UEU Europska središnja banka je jedna od sedam temeljnih institucija EU: Europski parlament, Europsko vijeće, Vijeće EU, Europska komisija, Sud EU, Revizorski sud i Europska središnja banka.

UEU u članku 282. transferira monetarni suverenitet država članica Ekonomske i monetarne unije (EMU) na supranacionalnu razinu – na Europsku središnju banku odnosno na Eurosustav (kojeg uz ESB čine sve nacionalne središnje banke država članica koje su uvele euro):

#### "Članak 282.

1. Europska središnja banka, zajedno s nacionalnim središnjim bankama, čini Europski sustav središnjih banaka (ESSB). Europska središnja banka, zajedno s nacionalnim središnjim bankama država članica čija je valuta euro, čini Eurosustav i provodi monetarnu politiku Unije.

---

<sup>15</sup> Internet stranica statističkih podataka Svjetske banke – The World Bank Open Data: <https://databank.worldbank.org/reports.aspx?source=2&country=EMU>

2. ESSB-om upravljaju tijela Europske središnje banke nadležna za odlučivanje. Glavni cilj ESSB-a je održati stabilnost cijena. Ne dovodeći u pitanje taj cilj, ESSB podupire opće ekonomske politike Unije kako bi doprinio postizanju njezinih ciljeva.

3. Europska središnja banka ima pravnu osobnost. Samo ona može dopustiti izdanje eura. Neovisna je u izvršavanju svojih ovlasti i upravljanju svojim financijama. Institucije, tijela, uredi i agencije Unije te vlade država članica poštuju njezinu neovisnost.

4. Europska središnja banka usvaja mjere koje su potrebne za izvršavanje njezinih zadaća u skladu s člancima 127. do 133., člankom 138. i uvjetima utvrđenima u Statutu ESSB-a i ESB-a. U skladu s tim člancima, države članice čija valuta nije euro i njihove središnje banke zadržavaju svoje ovlasti u monetarnom području.

5. S Europskom središnjom bankom mora se u područjima njezine nadležnosti savjetovati o svim predloženim aktima Unije i o svim prijedlozima propisa na nacionalnoj razini te o njima Europska središnja banka može dati mišljenje."<sup>16</sup>

Protokol (br. 4) o Statutu Europskog sustava središnjih banaka i Europske središnje banke<sup>17</sup> (dalje: Statut) preciznije definira zadaće, ustroj i poslovanje ESB-a, Eurosustava i ESSB-a, a priložen je Ugovoru o EU i Ugovoru o funkcioniranju EU. Sukladno članku 9. Statuta Europska središnja banka je odgovorna za provođenje zadataka neposredno putem vlastitih aktivnosti ili posredno putem nacionalnih središnjih banaka (članica Eurosustava):

#### "Članak 9 - Europska središnja banka

9.1. ESB, koji u skladu s člankom 282. stavkom 3. Ugovora o funkcioniranju Europske unije ima pravnu osobnost, u svakoj državi članici uživa najširu pravnu sposobnost koja se priznaje pravnim osobama na temelju prava države članice; ESB osobito može stjecati pokretnine i nekretnine ili njima raspolagati te biti stranka u sudskom postupku.

---

<sup>16</sup> Ugovor o Europskoj uniji. (1992). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX:11992M/TXT> (pristup: 13. 1. 2022.)

<sup>17</sup> engl. *Protocol (No 4) and the Statute of the European System of central banks and of the European central bank.*

9.2. ESB osigurava da se zadaće dodijeljene ESSB-u na temelju članka 127. stavaka 2., 3. i 5. Ugovora o funkcioniranju Europske unije provode putem njegovih vlastitih aktivnosti na temelju ovog Statuta ili putem nacionalnih središnjih banaka na temelju članka 12. stavka 12.1. i članka 14.

9.3. U skladu s člankom 129. stavkom 1. Ugovora o funkcioniranju Europske unije tijela ESB-a nadležna za odlučivanje jesu Upravno vijeće i Izvršni odbor."<sup>18</sup>

Uloga i funkcije Europske središnje banke su sljedeće:

- ESB je upravljački centar Eurosustava i ESSB-a čime osigurava konzistentnost provođenja jedinstvene monetarne politike;
- temeljni cilj ESB-a je osiguravanje stabilnosti cijena;
- ESB ima monopol nad izdavanjem euro-novčanica u europodručju;
- ESB kontrolira količinu novca koji je dostupan središnjim i poslovnim bankama u državama članicama europodručja;
- ESB je odgovoran za superviziju banaka u svim državama članicama EU koju provodi kroz Jedinstveni nadzorni mehanizam (SSM<sup>19</sup>) zajedno s nacionalnim nadzornim tijelima;
- provodi operacije na području tečajne politike;
- osigurava dobro funkcioniranje i sigurnost platnog sustava;
- upravlja međunarodnim pričuvama europodručja;
- predstavlja Eurosustav na međunarodnoj razini;
- savjetuje druge EU institucije unutar svog područja nadležnosti kod donošenja zakonodavnih odluka i dr.

Organizacijska shema ESB-a na slici 2. pokazuje upravljačke organe ESB-a (Izvršni odbor i Odbor za superviziju) i direkcije kao osnovne organizacijske jedinice (engl. *directorate*) u kojima se provode funkcije i aktivnosti, pri čemu su strogo razgraničene aktivnosti vezane za monetarnu politiku od aktivnosti vezane za superviziju. U ESB-u je zaposleno oko 3,5 tisuće zaposlenika iz cijele Europe.

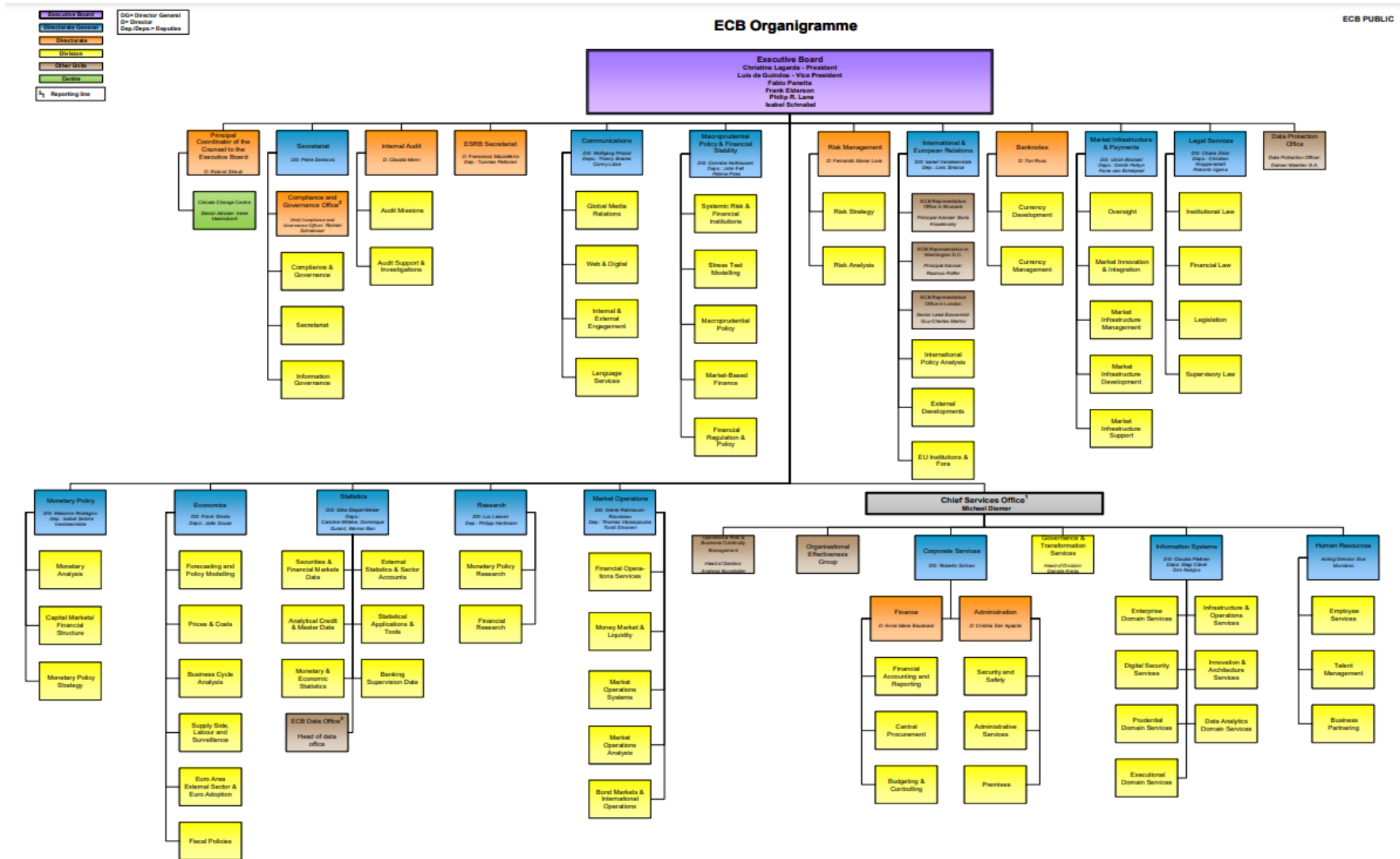
---

<sup>18</sup> Protokol (br. 4) o Statutu Europskog sustava središnjih banaka i Europske središnje banke. (2004). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A12016E%2FPRO%2F04> (pristup: 15. 1. 2022.)

<sup>19</sup> engl. *Single Supervisory Mechanism*.



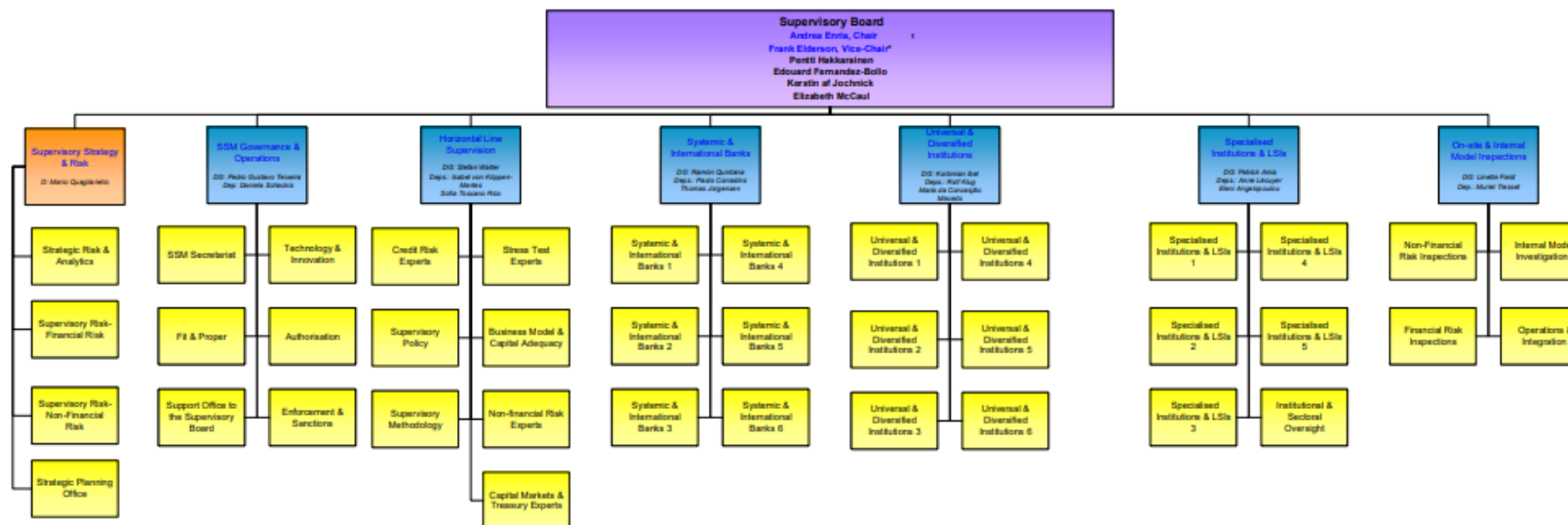
Slika 2. Organizacijska shema Europske središnje banke (prosinac 2021.)





# ECB Organigramme

ECB PUBLIC



Izvor: Internet stranice Europske središnje banke: [https://www.ecb.europa.eu/ecb/pdf/orga/ECB\\_organizational\\_chart.pdf](https://www.ecb.europa.eu/ecb/pdf/orga/ECB_organizational_chart.pdf) (pristup: 15.01.2022.)

ESB ima dva glavna upravljačka tijela koja su odgovorna za kreiranje i provođenje jedinstvene europske monetarne politike, a to su: Upravno vijeće (engl. *Governing Council*) i Izvršni odbor (engl. *Executive Board*). Upravno vijeće je najvažnije upravljačko tijelo ESB-a koje se sastoji od 6 članova Izvršnog odbora i od 19 guvernera nacionalnih središnjih banaka članica europodručja što znači da ima ukupno 25 članova. Upravno vijeće se obično sastaje dvaput mjesečno u zgradi ESB-a u Frankfurtu gdje ocjenjuje gospodarska i monetarna kretanja i donosi odluke o monetarnoj politici. Ove odluke su povezane s monetarnim ciljevima, s ključnim kamatnim stopama i osiguravanjem pričuva u Eurosustavu. Pored navedenog, Upravno vijeće autorizira izdavanje euro-novčanica i količinu kovanja euro-kovanica za europodručje, donosi pravila za standardizaciju računovodstva i financijskog izvještavanja Eurosustava (računovodstvena smjernica ESB-a<sup>20</sup>), odlučuje o međunarodnim pitanjima za Eurosustav, odlučuje o upotrebi financijskih resursa ESB-a i raspodjeli monetarnog prihoda odnosno financijskog rezultata te usvaja Godišnje izvješće i godišnje financijske izvještaje ESB-a. Način odlučivanja je većinom glasova po principu "jedan član = jedan glas", ali je ukupan broj glasova ograničen na 15 tako da se guverneri iz manjih zemalja (prema kriteriju bruto domaćeg proizvoda i udjela u aktivni monetarnih financijskih institucija) rotiraju kroz vrijeme. Izuzetno, kod donošenja financijskih odluka (kao što je alokacija monetarnog prihoda i raspodjela dobiti / gubitka ESB-a), glasovi članova Upravnog vijeća se ponderiraju prema udjelu pojedine nacionalne središnje banke u upisanom kapitalu ESB-a.

Francuska političarka i pravica Christine Madeleine Odette Lagarde je od 1. studenog 2019. preuzela mjesto predsjednice Europske središnje banke, što znači da istodobno predsjedava Upravnom vijeću i Izvršnom odboru ESB-a. Izvršni odbor je operativno upravljačko tijelo koje ima 6 članova: predsjednik/ica, zamjenik predsjednika i četiri člana. Sve članove Izvršnog odbora imenuje Europsko vijeće na prijedlog Vijeća EU, uz suglasnost vlada država europodručja. Članovi izvršnog odbora se imenuju na puno radno vrijeme kod ESB-a. Izvršni odbor ima zadatak implementirati odluke o monetarnoj politici koje je donijelo Upravno vijeće i pri tome dati potrebne instrukcije središnjim bankama članicama Eurosustava. Ovo tijelo je odgovorno za svakodnevno tekuće poslovanje ESB-a. Objavljuje tjedne konsolidirane financijske izvještaje Eurosustava i mjesečne izvještaje. Sastaju se najmanje jednom tjedno i

---

<sup>20</sup> engl. *Guideline of the European Central Bank on the legal framework for accounting and financial reporting in the European System of Central Banks.*

donose odlukom jednostavnom većinom glasova, po načelu "jedan član – jedan glas" (predsjednik ima pravo odlučujućeg glasa).

Pored ova dva glavna upravljačka tijela, sve dok sve države članice EU ne uvedu euro, postoji i treće upravljačko tijelo, a to je Opće vijeće (engl. *General Council*). Opće vijeće predstavlja kariku između Eurosustava i NSB-ova država izvan europodručja. Sastoji se od predsjednika, zamjenika predsjednika i 27 guvernera iz svih država članica EU<sup>21</sup>, što znači da danas ukupno broji 29 članova. Temeljna svrha Općeg vijeća je priprema NSB-ova država izvan europodručja za pridruživanje Eurosustavu. Slijedom navedenoga, Opće vijeće usvaja izvještaje o konvergenciji (engl. *Convergence reports*) i nadzire funkcioniranje Europskog tečajnog mehanizma (ERM II) kako bi se osigurala održivost tečaja nacionalne valute države izvan europodručja prema euru.

Posljednje, četvrto upravljačko tijelo ESB-a je Odbor za superviziju (engl. *Supervisory Board*) koji se sastoji od predsjednika, zamjenika predsjednika, četiri ESB predstavnika i predstavnika nacionalnih supervizora. Ovaj Odbor se sastaje svaka tri tjedna da prodiskutira, planira i provodi funkciju bankovne supervizije te daje prijedloge odluka koje treba donijeti Upravno vijeće. Dakle, konačne odluke iz područja supervizije na razini ESB-a ne donosi Odbor za superviziju nego Upravno vijeće.

Europska središnja banka za konzistentnu implementaciju svojih politika donosi tri vrste zakonodavnih akata, a to su smjernice, instrukcije i interne odluke ESB-a. ESB smjernice i instrukcije kao dio zakonodavstva Unije su "jače" od nacionalnih akata unutar područja njihove primjene. Smjernice ESB-a se odnose samo na Eurosustav i njima se postavljaju osnovna pravila prema kojima nacionalne središnje banke provode zadatke Eurosustava. Smjernice donosi Upravno vijeće ESB-a, a instrukcije donosi Izvršni odbor ESB-a. Instrukcije osiguravaju implementaciju odluka monetarne politike pa tako sadrže detaljnije provedbene upute za NSB-ove članice Eurosustava. Interne odluke ESB-a usmjerene su organizacijskim i administrativnim pitanjima, ali su pravno obvezujuće za sve članice Eurosustava (primjerice odluka o postotnom udjelu NSB-ova u kapitalnom ključu ESB-a, odluka o izdavanju euro-novčanica, odluka o distribuciji monetarnog prihoda između NSB-ova i dr.).

---

<sup>21</sup> Guverner Hrvatske narodne banke g. Boris Vujčić je trenutno član Općeg vijeća ESB-a, a nakon što RH uvede euro postati će član Upravnog vijeća ESB-a.

Treba spomenuti da je Upravno vijeće formiralo stručne odbore čiji je zadatak pomoći upravljačkim tijelima ESB-a pri donošenju ispravnih odluka. Osnovano je ukupno 12 odbora (engl. *Committees*) za različita stručna područja npr. za računovodstvo i monetarni prihod (AMICO), za proizvodnju i izdavanje novčanica (BANCO), za međunarodne odnose (IRC), za pravna pitanja (LEGCO), za monetarnu i tečajnu politiku (MPC) i dr.

Upisani kapital ESB-a na dan 31. prosinca 2020. prema "*Godišnjem izvješću ESB-a za 2020.*" (2021). iznosio je 10.825 milijuna eura, od čega NSB-ovi europodručja imaju upisano 81,3%, a NSB-ovi izvan europodručja imaju upisan preostali kapital od 18,7%. Uplaćeni kapital ESB-a iznosi 7.659 milijuna eura. Kapitalni ključ pojedinih NSB-ova izračunava se po kriteriju udjela pojedine države članice EU u ukupnoj populaciji i udjela u ukupnom bruto društvenom proizvodu EU. Najveći kapitalni ključ ima središnja banka Njemačke (21,4%), a najmanji ima središnja banka Cipra (0,18%)<sup>22</sup>. Monetarni prihod (uglavnom je riječ o *seigniorage*-u temeljem izdavanja euro-novčanica) koji se ostvaruje kroz provođenje monetarnih aktivnosti Eurosustava se raspoređuje između NSB-ova europodručja na temelju upisanih kapitalnih ključeva ESB-a.

ESB je u širem smislu odgovoran prema svim građanima europodručja i zato ESB detaljno izvještava javnost o svojim aktivnostima putem brojnih publikacija (prevedenih na sve jezike Europske unije). Kada govorimo o odgovornosti u užem smislu, ESB održava redovan dijalog s predstavnicima europskih građana putem Europskog parlamenta. ESB mora prezentirati svoje godišnje izvješće o aktivnostima i provedbi monetarne politike za tekuću i prethodnu godinu u Europskom parlamentu, u Vijeću EU, u Europskoj komisiji i u Europskom vijeću. ESB temeljem odredbi Statuta mora publicirati kvartalne izvještaje i tjedne konsolidirane financijske izvještaje Eurosustava, ali u praksi ESB objavljuje ne samo kvartalne, već i mjesečne izvještaje (engl. *Monthly Bulletin*), a dodatno objavljuje i ostale publikacije (*Working Papers*).

ESB je neovisan od političkog utjecaja, što je propisano u osnivačkim ugovorima EU i Statutom. ESB ima institucionalnu neovisnost što znači da ne treba prihvaćati instrukcije od drugih europskih institucija. U ovome poglavlju je već pojašnjeno da ESB ima pravnu osobnost

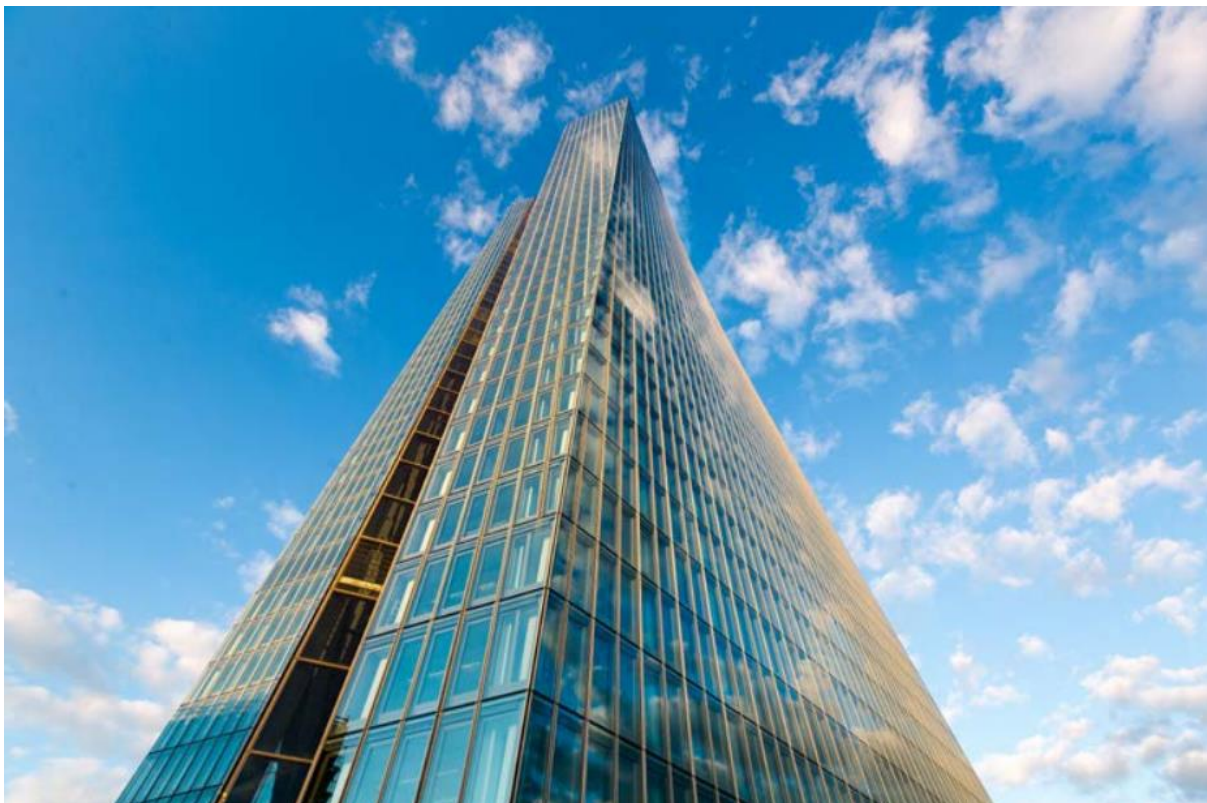
---

<sup>22</sup> Hrvatska narodna banka nakon Brexita od 1. veljače 2020. ima upisani kapitalni ključ 0,66% prema kojem upisani kapital iznosi 71 milijun eura, a uplaćeni kapital iznosi 3 milijuna eura. Preostali iznos upisanog kapitala od 68 milijuna eura treba uplatiti kod pridruživanja Eurosustavu.

iz koje proizlazi pravna neovisnost. Statut štiti personalnu neovisnost članova upravljačkih tijela ESB-a putem osmogodišnjeg mandata i vrlo precizno popisanih razloga za eventualnu smjenu. Ima funkcionalnu i operativnu neovisnost slobodnog izbora instrumenata za ostvarenje svojih ciljeva. Financijski je neovisan jer ima svoj budžet odnosno vlastita financijska sredstva neovisna od ostatka EU. ESB sam odlučuje o zapošljavanju i o unutarnjoj organizaciji (organizacijska neovisnost).

Sjedište ESB-a je u Njemačkoj, u Frankfurtu na Majni (Sonnemannstrasse 20). Na slici 3. vidi se 185 metara visoki toranj nove zgrade ESB čija je izgradnja dovršena 2014.

Slika 3. Toranj nove zgrade Europske središnje banke u Frankfurtu



Izvor: Internetske stranice Europske središnje banke:

<https://www.ecb.europa.eu/ecb/visits/premises/html/index.en.html> (pristup: 15.01.2022.)

### 2.3 Europska središnja banka – aktivni sudionik međunarodnih odnosa

Europska središnja banka zbog svoje pravne osobnosti može biti stranka u pravnim odnosima i može sklapati međunarodne sporazume te participirati u radu međunarodnih financijskih organizacija kao što su Međunarodni monetarni fond<sup>23</sup> (MMF), Banka za međunarodna poravnanja<sup>24</sup> (BIS) i Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj<sup>25</sup> (OECD). ESB od 1998. ima status promatrača na sastancima Izvršnog odbora MMF-a na kojima su teme vezane za euro i europodručje, a također surađuje s MMF-om na razvoju međunarodnih statističkih standarda uključujući posebne standarde financijskog izvješćivanja (SDDS<sup>26</sup>) koji zahtijevaju da države članice prihvate načela pravovremenog i transparentnog objavljivanja osnovnih ekonomskih i financijskih statističkih podataka. S obzirom da BIS još od svog osnutka 1930. promovira suradnju između središnjih banaka, podrazumijeva se da ESB sudjeluje u brojnim aktivnostima BIS-a. ESB je 2000. upisala dio kapitala BIS-a čime je dobila pravo glasa na godišnjim sastancima. Ima status promatrača na sastancima Baselskog odbora za superviziju banaka (BCBS<sup>27</sup>) koji predstavlja međunarodno priznato tijelo za razvoj modernih standarda za regulaciju banaka i prudencijalnu superviziju. Dodatno ima status člana i u BIS-ovim odborima za platni promet, za globalne financijske sustave i za financijska tržišta. ESB od 1999. sudjeluje na svim relevantnim OECD sastancima kao dio delegacije EU, zajedno s predstavnicima Europske komisije. Participira na sastancima Odbora za reviziju ekonomije i razvoja, odbora za ekonomsku politiku i odbora za financijska tržišta.

Sa stanovišta međunarodnih odnosa posebno je zanimljivo sagledati Europsku središnju banku kao sudionika diplomacije. Stručnjaci Međunarodnog monetarnog fonda Kahn i Meade (2016) su analizirali međunarodne aspekte središnjih banaka s fokusom na diplomaciju. Diplomacija središnjih banaka uključuje sve forme izmjene informacija s javnošću, a to su različite analize koje središnja banka provodi i objavljuje na temu sadašnjih ekonomskih uvjeta, ekonomskih prognoza i statističkih modela. Ovakve diplomatske aktivnosti podižu razinu znanja i kredibiliteta što povećava podršku javnosti za djelovanje središnje banke i ostvarenje ciljeva. Središnje banke razvijaju diplomatske sposobnosti participiranjem u različitim visoko-profilnim forumima na kojima se sastaju ministri financija i guverneri te sudjeluju u radu

---

<sup>23</sup> engl. *International Monetary Fund (IMF)*.

<sup>24</sup> engl. *Bank for International Settlements (BIS)*.

<sup>25</sup> engl. *Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD)*.

<sup>26</sup> engl. *Special Data Dissemination Standard*.

<sup>27</sup> engl. *Basel Committee on Banking Supervision*.

međunarodnih financijskih institucija i organizacija. Međunarodna suradnja središnjih banaka se razvijala s vremenom i prilagođavala promjeni globalnog okruženja, pri čemu su krizna vremena bila katalizator ovih prilagodbi i utjecala na promjenu na koji središnja banka komunicira s ostalim dionicima. Pored diplomacije, u međunarodne odnose središnjih banaka ubrajaju se zajedničke koordinirane akcije nekoliko središnjih banaka u provođenju deviznih intervencija na tržištu i osiguravanju likvidnosti. Ovakva zajednička djelovanja su karakteristična za razdoblja globalnih financijskih kriza kakva je bila 2008.-2009. kada su ESB i FED sklopili ugovor o međusobnoj valutnoj razmjeni eura i američkih dolara. Kod pripreme odgovora na ovu krizu središnje banke su promptno razmjenjivale informacije i analize oko sniženja kamatnih stopa. U početku snižavanje kamatnih stopa nije bilo koordinirano, ali kako je kriza jačala, tako su središnje banke SAD-a, Kanade, Engleske, Švedske i Švicarske koordinirano snizile svoje kamatne stope, što je bilo krajnje neobično, ali je dalo snažan signal globalnim financijskim tržištima kako bi se umanjili negativni efekti krize.

Diplomatske aktivnosti središnjih banaka su istraživali i stručnjaci BIS-a Borio i Toniolo (2006) kroz povijesno razdoblje od 130 godina iz perspektive Banke za međunarodna poravnanja (BIS) iz Basela koja je kroz povijest središnjeg bankarstva dala najveći obol poticanju međusobne suradnje središnjih bankara. Želja za suradnjom proizlazi iz interesa središnjih banaka da pruže javno dobro koje se sastoji od stabilnosti i efikasnosti monetarno-financijskog sustava nacionalne države, koje u značajnoj mjeri ovisi o stabilnosti međunarodnog financijskog sustava, dakle izvan nacionalnih granica. U prošlosti je međunarodna suradnja bila isključivo u rukama vlade kao dijela vanjske politike, a guverneri su bili samo visoko rangirani državni službenici koji nisu imali autonomiju donošenja neovisnih odluka. Nakon raspada *Bretton-Woods*<sup>28</sup> sustava u kojem su glavnu riječ imale vlade, sedamdesetih godina prošlog stoljeća u novom sustavu fluktuirajućih deviznih tečajeva započinje proces financijske liberalizacije, a njega prati veća makroekonomska prekogranična suradnja koja uključuje i suradnju na području monetarne i tečajne politike. Ovu suradnju u značajnoj mjeri potiče BIS putem redovnih sastanaka radnih grupa i stručne podrške čime je tradicionalnu bilateralnu suradnju središnjih banaka podigao na razinu multilateralne suradnje i koordinacije.

---

<sup>28</sup> Sustav iz Bretton Woodsa je dobio ime po istoimenom američkom gradu u kojem je 1944. održana monetarno-financijska konferencija Ujedinjenih naroda na kojoj je dogovoreno osnivanje Međunarodnog monetarnog fonda i Međunarodne banke za obnovu i razvoj. Kreiran je međunarodni monetarni sustav fiksnih deviznih tečajeva prema kojem su države članice morale tečajnu politiku svojih nacionalnih valuta vezati uz vrijednost zlata (tzv. zlatni standard). Sustav je propao 1971.



Pored sudjelovanja u radu međunarodnih financijskih organizacija, ESB također participira u različitim međunarodnim forumima i skupinama. Predsjednica ESB-a participira na sastancima skupine G7 koja okuplja ministre financija i guvernere središnjih banaka sedam razvijenih zemalja (SAD, Kanada, Japan, Njemačka, Francuska, Italija i Velika Britanija), na kojima se često vode neformalne stručne diskusije na temu međunarodne monetarne i fiskalne politike. Isto tako predsjednica ESB-a učestvuje na sastancima G10 grupe (koja pored već nabrojenih država iz grupe G7 još okuplja i Belgiju, Nizozemsku i Švedsku, uz Švicarsku kao pridruženu članicu) na kojima su teme obično vezane za aktivnosti MMF-a. Pored G7 i G10, ESB participira i na neformalnom forumu grupe G20 (uključene su još i sljedeće države: Australija, Argentina, Brazil, Kina, Indija, Indonezija, Južnoafrička republika Koreja, Meksiko, Rusija, Saudijska Arabija i Turska) na kojem se razmjenjuju mišljenja na temu međunarodne ekonomske i fiskalne politike. Od 2000. ESB je punopravni član Foruma za financijsku stabilnost (FSF<sup>29</sup>) na kojem ministri financija i guverneri središnjih banaka razvijenih zemalja iz grupe G7 procjenjuju ranjivost međunarodnog financijskog sustava i doprinose međunarodnoj financijskoj stabilnosti kroz razmjenu informacija i putem veće suradnje kod financijskog nadzora.

S obzirom da su države članice europodručja i dalje odgovorne za onaj dio nacionalne ekonomske politike koji se ne tiče monetarne i tečajne politike, to znači da pojedinačne države članice, uključujući i njihove nacionalne središnje banke, mogu i dalje participirati u međunarodnoj suradnji, međunarodnim organizacijama i forumima. ESB u njima participira kako bi na odgovarajući način i konzistentno predstavljao stajalište jedinstvene monetarne politike Eurosustava, a time i vezana politička stajališta Unije. Za politiku tečaja eura, pored ESB-a, još su suodgovorni Vijeće EU (ECOFIN<sup>30</sup>) i Euroskupina<sup>31</sup>. ECOFIN je Vijeće za ekonomske i financijske poslove koje je odgovorno za zajedničku politiku EU na području gospodarstva, poreza i regulacije financijskih usluga, a sastoji se od ministara gospodarstva i financija iz svih država EU. Euroskupina je neformalna grupa unutar ECOFIN-a koja okuplja ministre iz država članica europodručja kako bi se osigurala uska koordinacija ekonomskih politika koja su vezana za euro.

---

<sup>29</sup> engl. *Financial Stability Forum*.

<sup>30</sup> engl. *Economic and Financial Affairs Council*.

<sup>31</sup> engl. *Eurogroup*.

## 2.4 Eurosustav i Europski sustav središnjih banaka

Kada bi sve države članice EU uvele euro, tada ne bi bilo razlike između Eurosustava<sup>32</sup> i Europskog sustava središnjih banaka (ESSB). S obzirom da u stvarnosti nije tako i da od trenutnih 27 država članica EU, njih 19 je uvelo euro, a preostalih 8 nije uvelo euro onda razlikujemo ova dva pojma. Eurosustav obuhvaća Europsku središnju banku i sve nacionalne središnje banke (NSB) onih država članica koje su uvele euro (Eurosustav = ESB + 19 NSB). Europski sustav središnjih banaka obuhvaća Europsku središnju banku i sve nacionalne središnje banke članice EU bez obzira da li su ili nisu uvele euro (ESSB = ESB + 27 NSB<sup>33</sup>).

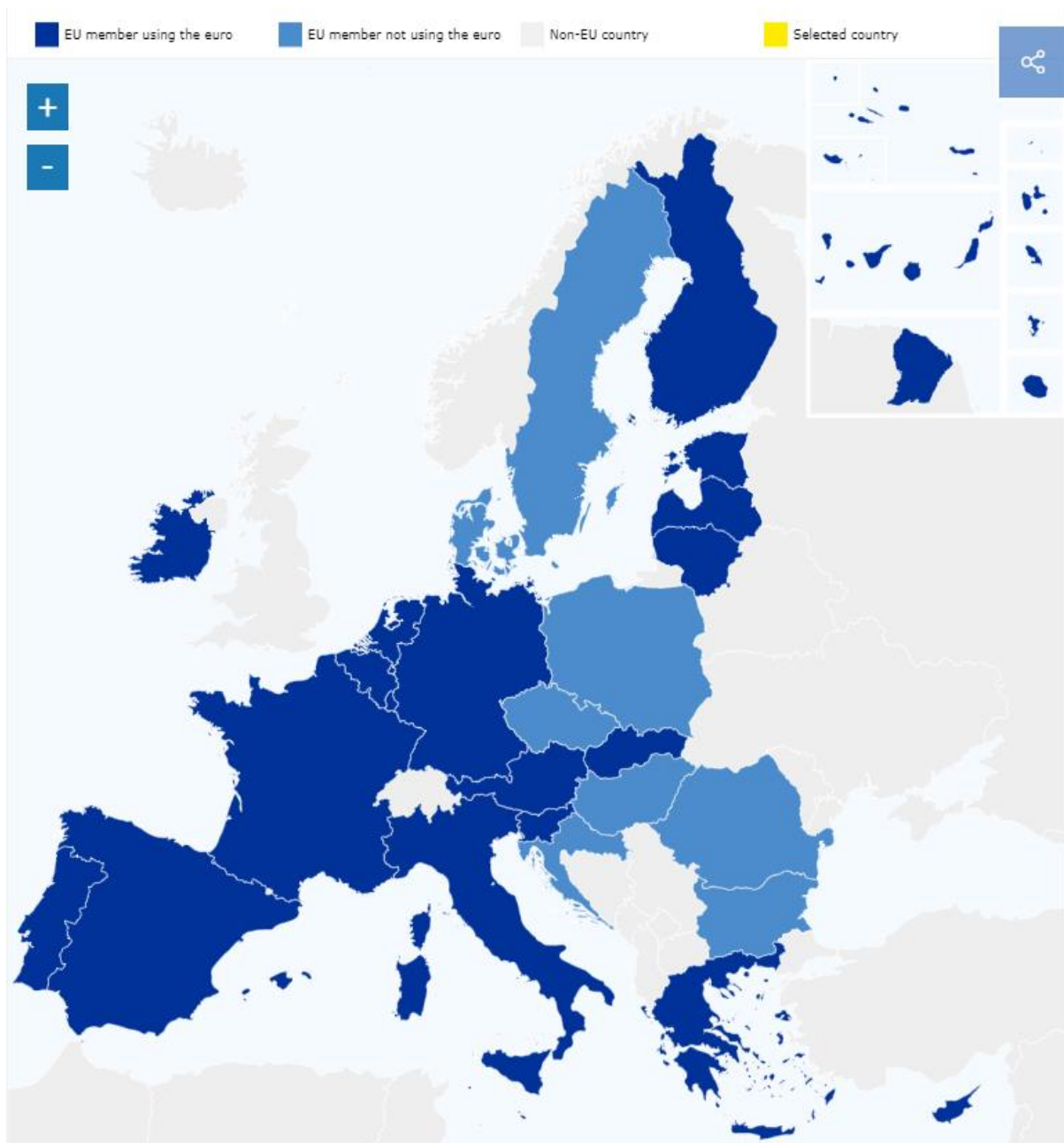
Uz pojam Eurosustava logički se veže pojam "europodručja" ili "eurozone". Dok se pojam Eurosustava odnosi samo na središnje banke koje vode jedinstvenu europsku monetarnu politiku, pojam europodručja se odnosi na države članice u kojima je uveden euro odnosno u kojima djeluju ove nacionalne središnje banke. Na slici 4. tamnoplavom bojom su označene sve države članice koje su uvele euro odnosno koje pripadaju europodručju, a svijetloplavom bojom su označene preostale države EU koje još nisu uvele euro (izvan europodručja).

Slika 4. Karta europodručja

---

<sup>32</sup> engl. *Eurosystem*.

<sup>33</sup> Prije izlaska Velike Britanije iz Europske unije (Brexit) vrijedilo je: ESSB = ESB + 28 NSB.



Izvor: Internet stranice Europske središnje banke: <https://www.ecb.europa.eu/euro/intro/html/index.en.html> (pristup: 16.01.2022.)

U nastavku su dva tabelarna prikaza. Na prvome prikazu (tablica 1) je pregled svih država članica europodručja (razvrstanih po abecednom redu) i svih nacionalnih središnjih banaka članica Eurosustava. Na drugome prikazu (tablica 2) su preostale članice EU izvan europodručja odnosno nacionalne središnje banke koje pripadaju ESSB-u, ali ne pripadaju Eurosustavu.

Tablica 1. Države članice europodručja / nacionalne središnje banke članice Eurosustava

DRŽAVA ČLANICA EUROPODRUČJA	NACIONALNA SREDIŠNJA BANKA ČLANICA EUROSUSTAVA	GODINA PRIDRUŽIVANJA EUROPSKOJ UNIJI	GODINA UVOĐENJA EURA
1. Austrija	Oesterreichische Nationalbank	1995.	1999. (2002*.)
2. Belgija	Banque Nationale de Belgique	1957.	1999. (2002.)
3. Cipar	Central bank of Cyprus	2004.	2008.
4. Estonija	Eesti Pank	2004.	2011.
5. Finska	Suomen Pankki	1995.	1999. (2002.)
6. Francuska	Banque de France	1957.	1999. (2002.)
7. Grčka	Bank of Greece	1981.	2001. (2002.)
8. Irska	Central bank of Ireland	1973.	1999. (2002.)
9. Italija	Banca d'Italia	1957.	1999. (2002.)
10. Latvija	Latvijas Banka	2004.	2014.
11. Litva	Lietuvos bankas	2004.	2015.
12. Luksemburg	Banque centrale du Luxembourg	1957.	1999. (2002.)
13. Malta	Central Bank of Malta	2004.	2008.
14. Nizozemska	De Nederlandsche Bank	1957.	1999. (2002.)
15. Njemačka	Deutsche Bundesbank	1957.	1999. (2002.)
16. Portugal	Banco de Portugal	1986.	1999. (2002.)
17. Slovačka	Narodna banka Slovenska	2004.	2009.
18. Slovenija	Banka Slovenije	2004.	2007.
19. Španjolska	Banco de Espana	1986.	1999. (2002.)

(\*) države koje su prihvatile euro 1. 1.1999. su tek 1. 1.2002. započele koristiti novčanice i kovanice eura

Izvor: Izrada autora na temelju podataka s internet stranice Europske središnje banke: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.pr181203.en.html> (pristup: 16.01.2022.)

Pored ovih 19 država članica europodručja, euro je na bazi formalnog aranžmana s Unijom postao sredstvo plaćanja i u europskim mikro-državama: Andora, Monako, San Marino i grad Vatikan. Dodatno, bez formalnog aranžmana, euro su uvele Crna Gora i Kosovo. Navedenih šest država nisu predmet ove disertacije.

Tablica 2. Države članice EU izvan europodručja / nacionalne središnje banke izvan Eurosustava

DRŽAVA	NACIONALNA SREDIŠNJA BANKA	GODINA PRIDRUŽIVANJA EUROPSKOJ UNIJI	GODINA NAPUŠTANJA EUROPSKE UNIJE
1. Bugarska	Bulgarian National Bank	2007.	-
2. Češka	Česka narodni banka	2004.	-
3. Danska	Danmarks Nationalbank	1973.	-
4. Hrvatska	Hrvatska narodna banka	2013.	-
5. Mađarska	Magyar Nemzeti Bank	2004.	-
6. Poljska	Narodowy Bank Polski	2004.	-
7. Rumunjska	Banca Nationala a Romaniei	2007.	-
8. Švedska	Sveriges Riksbank	1995.	-
9. Velika Britanija	Bank of England	1973.	2020.

Izvor: Izrada autora na temelju podataka s internet stranice Europske središnje banke: <https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2018/html/ecb.pr181203.en.html> (pristup: 16.01.2022.)

Od ovih 9 država izvan europodručja, Velika Britanija je 31. siječnja 2020. napustila Europsku uniju, a Danska ima specifičnu "opt-out" klauzulu zbog koje nema obvezu uvođenja eura. Preostalih 7 država odnosno NSB-ova, uključujući Hrvatsku narodnu banku, obvezalo se kod pridruživanja Europskoj uniji da će uvesti euro kad se zadovolje odgovarajući uvjeti konvergencije predviđeni Ugovorom iz Maastrichta.

Pravni temelj postojanja Europskog sustava središnjih banaka i Eurosustava je isti kao i za osnivanje Europske središnje banke, a to je Ugovor o EU i Protokol o Statutu Europskog sustava središnjih banaka i Europske središnje banke (dalje: Statut). Treba naglasiti da, iako Ugovor o EU nominalno daje u zadatak Europskom sustavu središnjih banaka provođenje centralno-bankarskih funkcija, ipak ESSB formalno-pravno nema svoju vlastitu pravnu osobnost, nema upravljačka tijela i nema mogućost djelovanja. Stoga je stvarni nositelj jedinstvene monetarne politike EU samo Eurosustav. Eurosustav je zapravo jezgra Europskog sustava središnjih banaka. ESB i nacionalne središnje banke članice Eurosustava imaju potrebnu pravnu osobnost na indirektan način unutar nacionalnog zakonodavstva svake pojedine države članice europodručja. Može se reći da ESSB predstavlja institucionalni okvir u kojem postoji snažna organska veza između ESB-a i NSB-ova. Unutar ovog okvira donošenje odluka je centralizirano (odluke se donose u ESB-u u Frankfurtu), a NSB-ovi unutar Eurosustava djeluju zajednički i konzistentno provode odluke. Slikovito govoreći, ESB je "glava", a NSB-ovi su "tijelo" Eurosustava.

ESSB dakle obuhvaća NSB-ove koje pripadaju Eurosustavu, NSB-ove država koje nisu uvele euro zbog svojeg specijalnog statusa (Danska i Velika Britanija prije Brexita), kao i NSB-ove naknadno pridruženih članica EU koje još nisu ispunile uvjete odnosno odlučile uvesti euro (derogacija). Treba naglasiti da su središnje banke u državama izvan europodručja zadržale svoju monetarnu suverenost što znači da ne trebaju provoditi odluke iz Frankfurta. Guverneri ovih središnjih banaka koje nisu članice Eurosustava nisu članovi Upravnog vijeća ESB-a i ne sudjeluju u procesu donošenja odluke Eurosustava pa stoga nisu dužni provoditi jedinstvenu monetarnu politiku Eurosustava. Ipak, svejedno trebaju poštovati orijentaciju monetarne politike na stabilnost cijena i trebaju usko surađivati na nekim zajedničkim područjima (kao što je prikupljanje statističkih podataka). Pri ulasku u Europski tečajni mehanizam<sup>34</sup> (ERM II) potrebno je dodatno uskladiti nacionalnu monetarnu i tečajnu politiku u cilju pripreme za uvođenje eura.

Postavlja se pitanje zašto se jedinstvena monetarna politika ne provodi samo od strane ESB-a odnosno zašto je potreban Eurosustav? U odgovoru na ovo pitanje treba uzeti u obzir tri političko-ekonomska razloga iz domene međunarodnih odnosa. Prvi razlog je da koncentracija centralno-bankarske moći u samo jedan jedini subjekt kao što je ESB ne bi bila politički prihvatljiva u Europi. Drugi je razlog veličina geografskog prostora europodručja što bi jako otežalo fizički pristup pojedinim državama članicama. Treći razlog su povijesne, kulturne i druge nacionalne razlike između država članica europodručja, kao i potreba paralelnog provođenja drugih nacionalnih centralno-bankarskih zadaća, koje ne proizlaze iz jedinstvene politike Eurosustava.

Misija Eurosustava navedena na internet stranicama ESB-a je sljedeća:

"Eurosustav, koji se sastoji od Europske središnje banke i nacionalnih središnjih banaka država članica čija je valuta euro, monetarna je vlast europodručja. Glavni je cilj Eurosustava održavanje stabilnosti cijena za opće dobro. Budući da djelujemo i kao vodeće financijsko tijelo, u toj ulozi nastojimo očuvati financijsku stabilnost i promicati europsku financijsku integraciju. U postizanju ciljeva iznimnu važnost pridajemo vjerodostojnosti, povjerenju, transparentnosti i odgovornosti. Nastojimo ostvariti učinkovitu komunikaciju s građanima Europe. U odnosima s europskim i nacionalnim tijelima dosljedno se pridržavamo odredaba Ugovora, uz poštivanje načela neovisnosti. Pridonosimo, strateški i operativno, ostvarenju

---

<sup>34</sup> engl. *European Exchange Rate Mechanism II (ERM II)*.

zajedničkih ciljeva, uz poštivanje načela decentralizacije. Opređjeljeni smo za dobro upravljanje te učinkovito i djelotvorno obavljanje zadaća, u duhu suradnje i timskog rada. Služeći se bogatstvom iskustava i razmjenom znanja, nastojimo učvrstiti zajednički identitet, govoriti istim glasom i koristiti se sinergijama u sklopu jasno utvrđenih uloga i odgovornosti za sve članice Eurosustava."<sup>35</sup>

Kao što je vidljivo iz misije Eurosustava, a na temelju članka 105. Ugovora o EU, primarni cilj (de iure) Europskog sustava središnjih banaka odnosno (de facto) Eurosustava je održavanje stabilnosti cijena. Ne dovodeći u pitanje ovaj primarni cilj, Eurosustav treba podržavati opće ekonomske politike Unije kako bi dao svoj doprinos većoj stopi zaposlenosti i realnom gospodarskom rastu. Stabilnost cijena kao primarni cilj jedinstvene europske monetarne politike proizlazi iz dugogodišnjeg povijesnog iskustva i niza znanstvenih studija koje su dokazale da monetarna politika može najviše pridonijeti većem standardu građana upravo putem obuzdavanja inflatornih kretanja. Pored navedenog, ekonomske studije su pokazale da monetarna politika u srednjoročnom razdoblju najviše utječe na razinu cijena, dok puno teže ostvaruje promjene kod realnih makroekonomskih varijabli.

Nadalje u članku 3. Statuta nabrojani su preostali temeljni zadaci Eurosustava, koji se nadovezuju na zadatke Europske središnje banke koja predstavlja "glavu" Eurosustava:

- implementacija monetarne politike u europodručju;
- provođenje deviznih operacija;
- upravljanje međunarodnim pričuvama država članica;
- briga oko urednog platnog sustava (Eurosistem je razvio TARGET2<sup>36</sup> za procesiranje velikih plaćanja u eurima u realnom vremenu).

Počevši od 1. siječnja 2002. kada su se pojavile prve euro-novčanice i euro-kovanice (u trogodišnjem razdoblju 1999-2001. euro je figurirao samo kao bezgotovinski novac) Europska središnja banka izdaje gotovi novac – euro zajedno s NSB-ovima. Euro-novčanice ne pokazuju koja ih je središnja banka u europodručju izdala i svaka središnja banka Eurosustava mora prihvatiti euro-novčanice koje je izdala druga središnja banka Eurosustava, bez repatrijacije. Svaka središnja banka Eurosustava vodi izdane euro-novčanice kao novac u optjecaju jer

---

<sup>35</sup> Internet stranice ESB-a: <https://www.ecb.europa.eu/ecb/orga/escb/eurosystem-mission/html/index.en.html>

<sup>36</sup> engl. *Trans-European Automated Real-time Gross Settlement Express Transfer System*.

Eurosustav nema pravnu osobnost, pa pravno gledano gotovi novac izdaju NSB-ovi. Iako ESB izdaje 8% od ukupne vrijednosti euro-novčanica Eurosustava (i prikazuje u svojoj bilanci), u praksi ove euro-novčanice ESB-a stavljaju u optjecaj NSB-ovi. Preostalih 92% izdanih euro-novčanica NSB-ovi prikazuju u svojim bilancama u proporciji prema udjelima u kapitalnom ključu ESB-a. Što se tiče euro-kovanica, ESB donosi godišnju odluku o tome koliko ih svaka zemlja može izdati, a zbog povijesnog nasljeđa u većini europskih zemalja euro-kovanice kuje vlada odnosno ministarstvo financija, a ne središnja banka.

Treba naglasiti da su upravljačka tijela ESB-a ujedno i upravljačka tijela cijelog Eurosustava. Upravno vijeće ESB-a donosi odluke o jedinstvenoj monetarnoj politici, Izvršni odbor ESB-a inicira provedbu ovih odluka i daje detaljnije upute prema nacionalnim središnjim banakama članicama Eurosustava koje operativno izvršavaju odluku. Nacionalne središnje banke članice Eurosustava služe kao "produžene ruke" ESB-a što znači da djeluju u skladu sa smjernicama i instrukcijama ESB-a.

NSB-ovi u trenutku ulaska u Eurosustav trebaju transferirati dio svojih međunarodnih pričuva u ESB sukladno svom kapitalnom ključu, a ESB upravlja ovim deviznim sredstvima sukladno Statutu. Preostali dio nacionalnih međunarodnih pričuva ostaju kod NSB-ova, ali njihovo upravljanje mora biti konzistentno s jedinstvenom monetarnom i tečajnom politikom.

Monetarni prihod koji ostvaruju NSB-ovi kod provođenja monetarne politike Eurosustava biti će im alociran na kraju svake financijske godine sukladno njihovom udjelu u uplaćenom kapitalu ESB-a. Monetarni prihod proizlazi iz imovine koja se drži na aktivnoj strani NSB-ove bilance u odnosu na novčanice u optjecaju i primljene depozite od banaka na pasivnoj strani bilance. Što se tiče godišnje dobiti ESB-a, nakon odbitka najviše 20% dobiti za opće pričuve ESB-a, preostala dobit se distribuira NSB-ovima sukladno njihovim udjelima u uplaćenom kapitalu (to znači da pravo na dio u dobiti ESB-a imaju samo NSB-ovi članovi Eurosustava). U slučaju godišnjeg ostvarenog gubitka ESB-a, on se pokriva iz općih pričuva ESB-a i, prema potrebi, od monetarnog prihoda za tu financijsku godinu.



## 2.5 Uloga europskog monetarnog poretka u ostvarivanju monetarne i političke stabilnosti

Monetarna stabilnost europodručja se temelji na političkoj stabilnosti kao rezultatu međunarodnih političkih odnosa između država članica. Vukadinović (2005). u svom konceptualnom okviru teorije međunarodnih odnosa ističe teoriju integracije prema kojoj različiti dijelovi stvaraju novu cjelinu u kojoj se formiraju novi međuzavisni odnosi. Federalizam, kao važna teorija integracije, promovira stvaranje federalnih institucija kao najbolji način ujedinjavanja različitih naroda. To vodi osjećaju zajedništva, a krajnji cilj bi bio formiranje jedinstvene vlade, kao što postoji povijesni primjer stvaranja Sjedinjenih Američkih Država koji bi se mogao preslikati na buduće formiranje sjedinjenih država Europe. Federalističke ideje su u Europi ojačale nakon 2. svjetskog rata kroz integracijska kretanja, paralelno s filozofijom funkcionalizma koja teži iz međunarodnih odnosa ukloniti napetosti kako bi se smanjio rizik rata. To se može postići na način da se države fokusiraju na rješavanje ekonomskih problema s ciljem podizanja razine ekonomskog blagostanja i pri tome trebaju ignorirati državne granice i trebaju uspostaviti odgovarajuće međunarodne institucije. Analizom Europske zajednice za ugljen i čelik kao prve europske integracije, preteče današnjoj Europskoj uniji, može se zaključiti da je ekonomski interes usmjerio političke odluke odnosno "ekonomski je interes bitan i značajniji od političkih uvjerenja"<sup>37</sup>. Na osnovi ekonomskog interesa, u ovome slučaju teške industrije, politička vlast prelazi državne granice i prenosi se na supranacionalne institucije. Kod stvaranja Europske ekonomske zajednice središnji proces se odvijao na području ekonomije, ali ovaj ekonomski proces prelazi u političku sferu u kojoj se definira način zajedničkog donošenja odluka koji zahtijeva od država članica prilagodbu integracijskoj politici. Liberali negiraju ulogu države kao najvažnijeg sudionika u međunarodnim odnosima. Umjesto nacionalnih granica, oni se zalažu za osnivanje međunarodnih institucija i za međunarodnu suradnju u različitim dimenzijama (ekonomska, pravna, tehnološka, kulturna). Vukadinović na kraju zaključuje da je sedamdesetih godina u središte postavljena ekonomska dimenzija međunarodnih odnosa: "Velika odvojenost međunarodnih političkih odnosa i međunarodnih ekonomskih odnosa kao zasebnih disciplina pokazuje se kao štetna, a veliki događaji na međunarodnom planu traže potvrdu da je nužno povezati ta dva segmenta: politički i ekonomski."<sup>38</sup>

---

<sup>37</sup> Vukadinović, R. (2005). *Teorije međunarodnih odnosa*. Zagreb: Politička kultura.

<sup>38</sup> Ibid.

Tri profesora političkih nauka na sveučilištu u Sheffieldu Bache, George i Bulmer u knjizi "*Politics in the European Union*" (2011) ističu koliko je teško odvojiti ekonomiju od politike i slažu se da je europska integracija ekonomsko-politički proces u kojem politički akteri (države članice) prenose dio svoje suverenosti na centar u kojem će se donositi zajedničke odluke tako da u konačnici nastaje nova politička zajednica koja je nadređena prethodnim nacionalnim zajednicama. Europska integracija je dio fenomena globalizacije u kojem ekonomski akteri kao što su međunarodne kompanije nadilaze nacionalne granice i nemaju lojalnosti prema nijednoj državi. Povećani tokovi investicijskog kapitala dovode do konkurencije između država koje se trude pružiti najpovoljnije uvjete za investiciju. Europski projekt se može promatrati kao otvoreni regionalizam jer je jedan od temeljnih ciljeva bilo uklanjanje prepreka za stvaranje jedinstvenog tržišta unutar europske regije. U Ugovoru o Europskoj uniji iz Maastrichta najvažnija politička odluka je bila stvaranje monetarne unije. Za europske građane jedinstvena valuta – euro je bila najvažniji simbol europske integracije. Ipak, jezgra Europske unije je ideja o jedinstvenom tržištu temeljem koje je pedesetih godina osnovana Europska ekonomska zajednica, a devedesetih današnja Europska unija. Trebalo je ukloniti fizičke barijere (carinske kontrole na granici), fiskalne barijere (porezi i trošarine) i tehničke barijere (nacionalni standardi za proizvode) da bi se osiguralo slobodno kretanje roba, usluga, radne snage i kapitala. Za dobro funkcioniranje jedinstvenog nad-nacionalnog tržišta trebalo je ukloniti fluktuacije između tečajeva različitih nacionalnih valuta država članica europskih integracija, a najbolji način za trajno uklanjanje tečajnog rizika je uvođenje zajedničke valute. Zato se može reći da je politički pritisak za stvaranje monetarne unije nastao kao efekt "prelijevanja" težnje za što boljim funkcioniranjem zajedničkog tržišta. Monetarna unija je trebala ostvariti stabilnost cijena na jedinstvenom tržištu za vlade država članica koje zbog nacionalnih političkih ograničenja ne bi to uspjeli ostvariti vlastitim snagama. U praksi, današnja EU nije ekonomska i monetarna unija nego je samo monetarna unija zato što ekonomsku politiku i dalje pojedinačno vode države članice EU unutar smjernica postavljenih u Paktu o stabilnosti i rastu (dogovor vezan za fiskalnu politiku).

*Working paper ESB-a* (2008) analizira politički utjecaj Eurosustava na države članice, pri čemu polazi od radne pretpostavke da ekonomska politike izvire iz političkog sistema, a povratno političke institucije i te kako ovise o ekonomskom uspjehu što stvara jednu čvrstu uzročno-posljedičnu spregu. Monetarna unija dovodi do smanjenja autonomije političkih odluka na nacionalnoj razini ne samo na području monetarne politike nego djelomično i na području fiskalne i strukturne politike. S druge strane, u monetarnoj uniji države članice moraju poštivati

određena ograničenja u svojim nacionalnim politikama koja smanjuju neizvjesnost naglih političkih zaokreta u budućnosti, čime se povećava stabilnost, naročito u državama koje imaju slabu populističku vlast. Prenošenje monetarne suverenosti na ESB odnosno Eurosustav znači da država članica više ne može zloupotrebjavati tečajnu i kamatnu politiku u korist svojih nacionalnih interesa, a i fiskalna politika je ograničena Paktom o stabilnosti i rastu. Pomak od nacionalnog donošenja odluka prema centraliziranom donošenju odluka na razini Unije ima za posljedicu da su za pojedine države članice relevantni samo vanjski šokovi zbog međunarodne razmjene i globalnih financijskih tokova.

Monetarna unija ima očite prednosti za države članice koje su povijesno bile sklone nestabilnosti i lošem vođenju svojih financija. Njihovo pristupanje Uniji uklanja tečajni rizik i potiče trgovinu, investicije i gospodarski napredak. Za naprednije države koje imaju povijesno uspješnu monetarnu politiku i makroekonomsku disciplinu, kao što su Velika Britanija, Danska i Švedska, puno je interesantnije pristupanje (samo) jedinstvenom tržištu (EU) nego odricanje od vlastitog monetarnog suvereniteta i ulazak u europodručje. Za uspješan opstanak monetarne unije potrebna je podrška političkih autoriteta (Schwartz, 2004).

Europska unija je, uz SAD, jedna od dvije svjetske ekonomske velesile sa "super-moćima" zbog snage utjecaja na ekonomiju i na međunarodne odnose u svjetskoj areni (Hill i Smith, 2011). Europsko jedinstveno tržište je dio svjetskog tržišta i utječe na međunarodnu trgovinsku razmjenu. Povijesne lekcije iz šezdesetih i sedamdesetih pokazale su razorne učinke monetarne krize koju su karakterizirale visoka inflacije i volatilnost tečajeva. Tadašnji vodeći neoklasični ekonomist Milton Friedman<sup>39</sup> isticao je važnost monetarne politike. Vlada mora kontrolirati ponudu novca kako bi putem jeftinog novca (niska inflacija i stabilna ponuda novca) pozitivno utjecala na gospodarski rast. Ova teorija je bila glavni pokretač stvaranja europskog monetarnog sustava čiji je zadatak osiguravanje funkcioniranja jedinstvenog europskog tržišta pod sloganom "jedno tržište, jedna valuta". Na jedinstvenom tržištu potrošači su profitirali od sniženja cijena roba i usluga zbog povećane prekogranične konkurencije koja je srušila dotadašnje nacionalne monopole. Unutar europodručja poslovni subjekti i građani su profitirali od niskih kamatnih stopa i dostupne ponude kredita kao posljedice jedinstvene europske monetarne politike. Država koja prihvati euro ne može više koristiti devalvaciju nacionalne

---

<sup>39</sup> Milton Friedman (1912.-2006.) je američki ekonomist i dobitnik Nobelove nagrade za ekonomiju 1976. Bio je glavni predstavnik monetarističke škole koja je tvrdila da postoji snažna veza između inflacije i ponude novca te da se inflacija može izbjeći ako središnja banka kontrolira stopu rasta monetarne baze.

valute kao instrument umjetnog povećavanja konkurentnosti na europskom tržištu nego mora djelovati na povećanje produktivnosti ili na smanjenje troškova proizvodnih inputa. Europski monetarni sustav unutar EMU ima zadatak povećati konkurentnost i stabilnost na jedinstvenom europskom tržištu.

Francuski ekonomist Jean-Claude Trichet (2019) koji je bio drugi guverner ESB-a u razdoblju 2003.-2011. (nakon Wim Duisenberga, a prije Mario Draghija) smatra da je, gledano unatrag dvadesetak godina, europski monetarni poredak ostvario uspjeh na području stabilnosti, kredibiliteta, fleksibilnosti, otpornosti i ekonomske uspješnosti eura kao valute odnosno europodručja kao jedinstvenog tržišta. Upozorava da kritični članci koje potpisuju autori izvan europskih zemalja, prema kojima je ekonomska uspješnost eura malena u odnosu na SAD, nisu realni. Protuargumente pronalazi u realnom gospodarskom rastu europodručja od uvođenja eura, ali se slaže da razlike između realne i nominalne konvergencije pojedinih država članica europodručja traže dodatne ekonomske, fiskalne i financijske napore. Uspoređuje podatke Međunarodnog monetarnog fonda o BDP-u per capita u europodručju i SAD-u 1999. (europodručje 22.310 USD, SAD 34.600 USD) u odnosu na 2018. (europodručje 42.070 USD, SAD 62.150 USD). Multiplikator rasta BDP-a per capita u promatranom razdoblju od 20 godina je 1,89 za europodručje, a samo 1,80 za SAD. Posebno ističe proaktivnu ulogu jedinstvene europske monetarne politike u globalnoj financijskoj krizi 2008.-2009. kada je bio povećan značaj europskog monetarnog poretka u ostvarivanju ekonomske, a time i političke stabilnosti.

Na dugi rok gledano, zapravo je nevažno kojom valutom građani obavljaju transakcije, pod pretpostavkom da ta valuta osigurava stabilnost, kredibilitet i predvidljivost kao zdrave ekonomske uvjete za gospodarski rast i razvoj. Ipak, politički gledano, jedinstvena valuta je snažan pokretač europskog jedinstva i zato se politička želja pojedine države članice da pristupi monetarnoj uniji može promatrati u prilog europskom jedinstvu, monetarnom i političkom. Jedinstvena valuta u rukama običnih ljudi, EU građana, stvara osjećaj zajedništva, pripadnosti i ponosa. Odricanje od monetarne suverenosti je ujedno politička gesta kojom država poručuje da ne planira tiskati novac kako bi financirala rat sa svojim europskim susjedima. Ovu političku poruku su prve uputile Njemačka i Francuska, dva najveća europska rivala iz 2. svjetskog rata.

Europski monetarni poredak je ključna karika na putu prema Europskoj federalnoj uniji s vlastitim Ustavom. Za efikasno funkcioniranje jedinstvene monetarne unije po teoriji optimalnih valutnih područja nužno je fiskalno poravnanje. Prvi značajan korak u tome smjeru je bilo uvođenje fiskalnih ograničenja u Paktu o stabilnosti i razvoju, a nastavlja se kroz postepeno približavanje poreznih sustava država članica (EU je donijela smjernice o harmonizaciji pojedinih poreza). Iako nominalno svaka država članica ima pravo zadržati vlastiti porezni sustav, ipak mora voditi računa da ne bi negativno utjecala na slobodno kretanje robe, kapitala i da ne bi došlo do porezne diskriminacije (pogodovanjem nacionalnih proizvoda). Najveći stupanj harmonizacije je postignut kod neizravnih poreza (porez na dodanu vrijednost i trošarine na energente, duhan i alkohol). Izravni porezi (porez na dobit i porez na dohodak) se još uvijek prilično razlikuju između država članica. Oporezivanje dobiti načelno ne bi smjelo dovesti do porezne konkurencije, ali može se reći da pojedine države članice i dalje ovo područje smatraju zadnjim bastionom nacionalnog suvereniteta tako da blokiraju donošenje obvezujućih odluka o poreznim pitanjima, što usporava put prema konačnom cilju europske integracije – stvarnoj Ekonomskoj i monetarnoj uniji.

Može se zaključiti da je najvažnija uzročno-posljedična relacija između europskog monetarnog poretka i jedinstvene monetarne politike upravo odricanje od rata i prihvaćanje političke stabilnosti koja je usmjerena miru kako bi se osigurao rast i razvoj. Jedinstvena valuta vodi prema ekonomskoj konvergenciji koja uz monetarnu na dugi rok mora uključiti i fiskalnu komponentu, prema institucionalnoj integraciji i prema socio-kulturološkoj harmonizaciji.

### 3. MEĐUNARODNI ODNOSI UNUTAR EUROPSKE UNIJE U KONTEKSTU STVARANJA EKONOMSKE I MONETARNE UNIJE

#### 3.1 Povijest europskog povezivanja u cilju stvaranja Europske unije

Vukadinović i Čehulić Vukadinović u "*Politici europskih integracija*" (2011). začetke ideje europskog povezivanja vežu uz 2. svjetski rat kada je postalo više nego očito da je Zapadna Europa doživjela strašna ratna stradanja ponajviše zbog svoje podijeljenosti i neorganiziranosti. Kako se to više nikada ne bi dogodilo, bilo je potrebno da se nakon rata stvori jedna drugačija Europa u kojoj bi se sve europske države odrekle dijela svoje suverenosti u korist zajedničke europske integracije. Ova ideja je jačala u poslijeratnoj obnovi Europe za vrijeme napetosti između Istoka i Zapada (tzv. hladni rat). Zbog opasnosti od Sovjetskog Saveza američka politika na čelu s tadašnjim predsjednikom H. Trumanom je podržala ujedinjenje država Zapadne Europe kako bi se stvorio blok prema širenju socijalizma. Državni tajnik G. Marshall je 1947. osigurao konkretnu ekonomsku pomoć europskim državama koja je trebala smanjiti međusobne barijere i ojačati europsko gospodarstvo, čime bi se ispunili američki političko-ekonomski zahtjevi. Engleski državnik Winston Churchill je već 1946. u svom govoru u Zurichu istaknuo potrebu stvaranja Sjedinjenih Država Europe, ali je zanimljivo da je on već tada smatrao da Velika Britanija ne bi trebala biti u sastavu ove ujedinjene Europe. Francuska politika je podržala koncept europskog ujedinjenja jer su smatrali da će tako lakše kontrolirati Njemačku. Nijemci su europsko povezivanje gledali kao put bržeg izlaza iz ekonomsko-političke izolacije i mogućnost ponovnog ujedinjenja Njemačke.

Prvo ostvarenje europske ideje dogodilo se 1948. kada je osnovana Europska organizacija za ekonomsku suradnju (OEEC<sup>40</sup>) u kojoj su članice bile 16 europskih država koje su primale Marshallovu pomoć. Među njima nisu bile istočnoeuropske zemlje. Države članice OEEC-a su 1949. potpisale Statut Vijeća Europe čime su iskazale zajedničko političko djelovanje koje će biti nositelj ekonomske suradnje. Treba naglasiti da je OEEC-a osnovan na temelju snažne američke podrške koja je imala interes osigurati prostor za širenje američkog kapitala. Američka politika je zahtijevala što bržu integraciju Njemačke u ovaj zapadnoeuropski blok i njezin ekonomski oporavak, što je brinulo Francuze, pa se Francuska aktivno uključila u integracijske procese.

---

<sup>40</sup> engl. *Organisation for European Economic Cooperation* – OEEC.

Kao rezultat francuskih napora 1951. je osnovana Europska zajednica za ugljen i čelik - EZUČ<sup>41</sup> koja je okupila 6 zemalja (Francuska, Italija, Belgija, Nizozemska, Luksemburg i Zapadna Njemačka). Englezi su odbili pridruživanje zbog svog specifičnog odnosa sa zemljama Commonwealtha (države koje su nekad bile dio Britanskog Carstva) i zbog mogućnosti stvaranja supranacionalnog europskog tijela vlasti koje bi bilo iznad nacionalnih vlada država članica OEEC-a. Temelj za stvaranje ove "Male Europe" u početku je bila proizvodnja ugljena i čelika, ali se integracija proširila na kompletnu tešku industriju. Osnovana su tijela ove Zajednice: Vijeće, Skupština, Sud i Visoka vlast kao izvršni organ, tako da je došlo do ograničenog umanjivanja nacionalne suverenosti. EZUČ je dakle bila prije svega ekonomska integracija i bila je daleko od političke integracije tako da nije imala zajedničku vanjsku i sigurnosnu politiku.

Nakon značajnog europskog gospodarskog napretka pedesetih godina 20. stoljeća, uz činjenicu uspješne suradnje u okviru Zajednice za ugljen i čelik, 1957. je potpisan Rimski ugovor kojim je osnovana Europska ekonomska zajednica (EEZ<sup>42</sup>). Ugovorom je bilo predviđeno stvaranje zajedničkog tržišta (postepeno ukidanje carina) i stvaranje zajedničke carinske tarife za ostatak svijeta, slobodno kretanje ljudi i kapitala i zajednička privredna i socijalna politika. Također je osnovana i Europska zajednica za atomsku energiju - Euroatom<sup>43</sup> koja je imala za cilj razvoj atomske energije u mirne svrhe, kontrolu atomskog goriva i zaštita zdravlja i sigurnosti. Članice EEZ-a su bile istih šest država koje su bile članice EZUČ-a. Osnovana je Skupština (preimenovana 1962. u Europski parlament), Vijeće ministara i Sud europskih zajednica. Cilj EEC-a nije bio samo ekonomski, već je u pozadini bila težnja da se europska zajednica geostrateški bolje pozicionira kao nova velika svjetska sila zbog čega je trebalo dostići SAD na industrijskom planu. Ministri vanjskih poslova država članica su 1970. podnijeli Luksemburški izvještaj koji je predvidio razvoj jače političke kooperacije u okviru EEZ-a (obveza država članica da se međusobno konzultiraju na području vanjske politike). Slijedom ove inicijative 1974. je osnovano Europsko vijeće kao novo tijelo sastavljeno od šefova država i vlada koje treba nadzirati rad europske zajednice i političke kooperacije. Rimski ugovori su potpisani kao jedan oblik kompromisa nakon propale inicijative za Europskom političkom zajednicom i Europskom obrambenom zajednicom.

---

<sup>41</sup> engl. *European Coal and Steel Community – ECSC*.

<sup>42</sup> engl. *European Economic Community – EEC*.

<sup>43</sup> engl. *European Atomic Energy Community*.

Dvadesetak godina nakon formiranja EEZ-a 1986. je donesen Jedinstveni europski akt koji je modernizirao odredbe Rimskog ugovora, pojačao integraciju europskih država, potvrdio stvaranje jedinstvenog tržišta i popločio put prema modernoj Europskoj uniji. U njemu je politička koordinacija dovela do stvaranja vanjske politike Europske zajednice. Europska zajednica je vodila aktivnu vanjsku politiku na području Mediterana gdje su prednjačile mediteranske države članice Francuska i Italija. Na poticaj NATO-a trebalo je povezati Grčku i Tursku u zapadnu blokovsku strukturu kako bi se ojačalo južno krilo NATO saveza. Tako je sklopljen sporazum s Grčkom 1961. i s Turskom 1963., a kasnije je i s okolnim zemljama osigurana preferencijalna trgovina.

Od 1958. do 1992. Europska zajednica je udvostručila broj država članica zbog utjecaja kojeg je razvoj Europske zajednice imao na trgovinu, politiku, a indirektno i na sigurnost pojedinih država odnosno regija. Kao glavna prednost ističe se najveće svjetsko tržište koje bi trebalo potaknuti gospodarski rast država članica. Velika Britanija se pridružila 1973. čime je zadovoljen američki interes veće prisutnosti NATO članica unutar Europske zajednice, a pridonijela je svojim velikim diplomatskim iskustvom i vezama s brojnim svjetskim državama. Grčka je prihvaćena 1981. kako bi se očuvala demokracija nakon rušenja pukovničkog režima i zbog njezine uloge na Sredozemlju. Španjolska i Portugal su ušli 1985. nakon smrti Franca i Salazara. Uz ulazak svake nove države članice trebalo je ispitati kako će dalje funkcionirati Europska zajednica jer se otvara niz složenih ekonomskih, političkih i sigurnosnih pitanja. Sa svakom novom članicom Europska zajednica je postajala sve više samodovoljna u pogledu prirodnih resursa, radne snage, poljoprivredne proizvodnje, industrije i dr. tako da su zemlje nečlanice imale sve manje šanse za pridruživanje.

Kriteriji prema kojima je Europska zajednica primala nove članice bili su sljedeći: da je riječ o europskoj zemlji (geografski kriterij), da ima višestranačku demokraciju (politički kriterij) i da želi postati dio jedinstvenog europskog tržišta (ekonomski kriterij). Socijalističke zemlje kao što je bila Jugoslavija i Čehoslovačka nisu zadovoljavale političke uvjete. Švicarska je s druge strane zadovoljavala sva tri uvjeta, ali je kao neutralna zemlja odbijala usklađivanje s europskom političkom kooperacijom jer zbog visokog životnog standarda nije imala jaki ekonomski motiv za pridruživanje. Norveški birači su 1972. odbili uključivanje u Europsku zajednicu čime je Norveška ostala jedina europska država članica NATO saveza koja je ostala izvan Europske zajednice. Ocjenjuje se da bi se Norveška mogla predomisлити kada se iscrpe naftni izvori. Uz Norvešku, Turska je također važna država na (djelomično) europskom



kontinentu koja nije dio Zajednice, a njezin ulazak je odgođen argumentima da su nove članice poremetile funkcioniranje Zajednice i da treba vremena za konsolidaciju. Izrael je primjer neeuropske države koja je iskazala interes za pridruživanje tvrdeći da je mediteranska, a slično razmišljaju Maroko i Tunis.

Osamdesetih godina prošlog stoljeća ponovno su počeli jačati integracijski pritisci u smjeru stvaranja zajedničke monetarne unije i proračuna. Već 1979. je počeo djelovati Europski monetarni sustav<sup>44</sup> koji je trebao stabilizirati tečajeve između valuta država članica. Zbog raspada zlatno-deviznog sustava iz Bretton-Woodsa došlo je do velike fluktuacije tečajeva europskih valuta, a tome su dodatno pridonijeli naftni šokovi. Europsko vijeće je 1988. osnovalo u Hannoveru Odbor koji je pripremio program gospodarske i monetarne unije na federalističkim osnovama. Prijedlog su prihvatile sve europske članice, s izuzetkom (ponovno) Velike Britanije. Nakon pada Berlinskog zida 1989. najavljeno je ujedinjenje Njemačke što je stvorilo strah kod njezinih susjeda jer je u međuvremenu postala vodeća po proizvodnji i broju stanovnika. Prevladala je teza da je čvrsta europska integracija najbolja garancija da jaka i jedinstvena Njemačka neće ponoviti greške iz prošlosti. Bilo je očito da je uspjeh europskog integriranja neodvojivo vezan uz njemački razvoj i Frankfurt se sve više profilirao kao financijsko središte Europe, dok je Brisel postao političko središte Europe. Ujedinjenje Njemačke je u prvi plan iznijelo važnost njemačko-francuskih odnosa i vodeću ulogu u daljnjem razvoju europskih integracija. Raspadom Sovjetskog Saveza i Varšavskog pakta 1991. nestala je glavna vojno-sigurnosna prijetnja s Istoka i pojavile su se nove europske države zbog kojih se postavilo pitanje buduće granice Europske zajednice i novih odnosa moći između Europe i Amerike.

Šefovi država članica Europske zajednice su se u prosincu 1991. okupili u malom nizozemskom gradu Maastrichtu gdje su u veljači 1992. potpisali Ugovor o Europskoj uniji. Na dan njegovog stupanja na snagu 1. studenog 1993. napokon je stvorena moderna Europska unija (EU). U Maastrichtu je konačno potvrđeno potpuno njemačko opredjeljenje za ujedinjenu Europu i ova veza između Njemačke i Europe postaje najsnažniji motor daljnjeg razvoja. Duić (2018). navodi da je ovim ugovorom institucionalizirana zajednička vanjska i sigurnosna politika EU kao drugi stup Unije. Europsko vijeće je postalo najviša institucija za kreiranje ove vanjske politike.

---

<sup>44</sup> engl. *European Monetary System – EMS*.

Došlo je 1995. do novog proširenja Unije za tri nove članice (Austrija, Finska i Švedska) što je potvrdilo snagu ideje ujedinjene Europe. Poseban problem bili su zahtjevi za članstvom bivših socijalističkih zemalja Istočne Europe pa je Europsko vijeće na sastanku 1993. u Kopenhagenu izradilo posebne političko-ekonomske kriterije koje moraju zadovoljiti (demokracija, pravna država, poštivanje ljudskih prava i tržišno gospodarstvo). Zbog različitog stupnja gospodarskog razvoja pojedinih članica identificirana je potreba različitih brzina kretanja dakle individualni pristup pojedinim zemljama. U Madridu je 1995. odlučeno da će se definirati gospodarski kriteriji koje pojedina država mora ispuniti da bi se pridružila europskoj monetarnoj uniji.

Nakon Maastrichta, u narednih nekoliko godina uslijedile su revizije Ugovora o EU potpisane u Amsterdamu (1997.) i Nici (2001.) koje su dovele do promjene europskih institucija. Produžen je mandat predsjedanja Europskog vijeća (najviše tijelo EU), povećan je broj predstavnika u Europskoj komisiji (glavni administrativni organ EU), povećan je broj glasova u Vijeću EU (čine ga ministri država članica i predstavlja vezu između država članica i Brisela) i ojačala je pozicija Europskog parlamenta. U Nici je snažno izraženo nastojanje za stvaranjem europske federacije i jedinstvenog europskog Ustava, ali je proces ratifikacije zaustavljen na referendumima u Francuskoj i Nizozemskoj. Analize su ukazivale na nedovoljnu informiranost građana koji su izašli na referendume s negativnim predrasudama prevelike birokratiziranosti u donošenju odluka. Stoga je naglasan stavljen na načelo supsidijarnosti iz Maastrichta koje traži da se na EU institucije prenosi samo odlučivanje o onim problemima koji se ne mogu kvalitetnije riješiti na nacionalnoj osnovi, čime se smanjuje centraliziranost Europe.

Europska unija je od svog osnutka postala samostalan politički subjekt koji zauzima vrlo značajno mjesto u uspostavi novog svjetskog poretka u gospodarskom, političkom i sigurnosnom aspektu. Ipak, niz je primjera gdje članice EU nisu uspjele usuglasiti svoja stajališta i provesti potrebne aktivnosti kod rješavanja kriza u neposrednom susjedstvu (primjerice u ratu u Hrvatskoj i u Bosni i Hercegovini) ili malo dalje (Afganistan, Irak). Pojedini analitičari smatraju da je EU nedovršen i neučinkovit politički subjekt te da će s primanjem novih članica biti sve teže uskladiti zajedničke stavove i interese zbog često suprotstavljenih nacionalnih interesa država članica EU. Prednosti i nedostaci širenja EU najbolje se vide iz "big bang" pristupa kada je 2004. odjednom primljeno čak 10 novih članica. Prednosti su svakako bile širenje tržišta, dobivanje jeftinije radne snage i prostor za angažman kapitala u novim državama članicama, ali sve glasnije su kritike da širenje zaustavlja produblјivanje veza unutar EU i da će možda dovesti do podjele EU na jezgru i periferiju.

Proširenje je zahvatilo čak osam bivših socijalističkih zemalja "nove demokracije" koje su se nakon pola stoljeća zaostajanja odlučile pridružiti bogatim zapadnoeuropskim zemljama, iako EU nikome ne garantira blagostanje niti brzo dostizanje životnog standarda građana starih država članica. Može se reći da je ovo proširenje za Istočnu Europu bilo motivirano uključanjem u europske tokove, a za Zapadnu Europu je to bilo prevladavanje dotadašnjeg izoliranog zapadnoeuropskog modela.

Postavlja se pitanje gdje su granice širenja EU u budućnosti i da li će zaživjeti nekadašnja politička vizura od Atlantika do Urala. Kroz proces širenja, Europska unija pokazuje svoju snagu i ova snaga ima magnetsku privlačnost za nove članice koje slijede moderne globalističke obrasce. Svojim primjerom EU pokazuje da može približiti države i narode te potaknuti međunarodne odnose u kojima se problemi rješavaju na miran način, usprkos razlikama u povijesnom, civilizacijskom i kulturnom smislu. Europska integracija je uspješno otklonila ratne rizike između svojih članica.

Proces europskog povezivanja ne može se promatrati odvojeno od globalnih globalizacijskih procesa koji su usmjereni stvaranju svjetskog tržišta sa slobodnim kretanjem robe, ljudi i kapitala. Povijesno gledano, financijski tokovi su oduvijek prelazili granice. Nakon 2. svjetskog rata, a posebno sedamdesetih godina prošlog stoljeća došlo je do snažne financijske globalizacije. Pitanje financijske globalizacije je usko vezano uz odluku o monetarnoj i tečajnoj politici (Caprio, 2013). Mundell i Fleming su ovaj problem nazvali "nemoguće trojstvo" jer su ih rezultati istraživanja naveli na zaključak da je moguće ostvariti samo dva od tri politička ciljeva (financijska integracija, stabilnost tečaja i monetarna neovisnost). Drugim riječima, država koja krene putem globalne financijske integracije može zadržati stabilnost tečaja ako se odrekne monetarne suverenosti. Takvo rješenje vodi pridruživanju monetarnoj uniji kao što je Ekonomska i monetarna unija (EMU) o kojoj će više riječi biti u idućem poglavlju.

### 3.2 Stvaranje Ekonomske i monetarne unije (EMU) i uvođenje eura

Ekonomski i monetarna unija (EMU) vuče svoje korijene od Europskog monetarnog sustava (EMS) osnovanog 1979. koji je imao zadatak stabiliziranja fluktuacija tečajeva nacionalnih europskih valuta za osam država članica (Belgija, Danska, Francuska, Irska, Italija, Luksemburg, Nizozemska i Njemačka). Srce EMS-a je bio formalni Europski tečajni mehanizam (ERM<sup>45</sup>) u kojem su nacionalne valute smjele fluktuirati do 2,25%. U drugoj polovici osamdesetih godina uočeno je da je zahvaljujući ERM-u došlo do osjetnog pada inflacije i do snižavanja kamatnih stopa (Chang, 2016). Ipak, pojedini autori (James, 2012) smatraju da je za stvaranje Ekonomske i monetarne unije nezaobilazno bilo osnivanje Odbora guvernera središnjih banaka<sup>46</sup> država članica Europske ekonomske zajednice 1964. sa zadatkom međusobnih konzultacija oko nacionalnih centralno-bankarskih politika i redovne razmjene informacija o monetarnim mjerama, čak i prije nego budu provedene. Odbor guvernera je uobičajeno zasjedao u Banci za međunarodna poravnanja (BIS) koja je pružala logističku podršku. Odbor guvernera je u konačnici zamijenjen Europskim monetarnim institutom (EMI).

Predsjednik Europske komisije Jacques Delors je u svojem izvještaju iz 1989. pod nazivom "Izvještaj o ekonomskoj i monetarnoj uniji u Europskoj zajednici" prezentirao plan za formiranje EMU. Delorsov odbor za proučavanje ekonomske i monetarne unije je okupio guvernera središnjih banaka država članica tadašnje Europske ekonomske zajednice. Retrospektivno gledano, Delorsov izvještaj je zapravo bio detaljan nacrt za europsko monetarno ujedinjenje, za uvođenje jedinstvene europske valute i za osnivanje Europske središnje banke, u tri faze.

Prva faza EMU je započela 1. srpnja 1990. i uključivala povećavanje kooperacije između središnjih banaka na području monetarne politike i suradnju na području financijske integracije, nacionalnih ekonomskih politika i budžetske politike. Za iduće dvije faze je bilo potrebno izmijeniti Rimski ugovor kako bi se uspostavio pravni temelj za novu institucionalnu strukturu. To je otvorilo put prema potpisu najvažnijeg osnivačkog ugovora sa stanovišta stvaranja EMU, a to je Ugovor iz Maastrichta koji je potpisan 7. veljače 1992., a čiji je sastavni

---

<sup>45</sup> engl. *Exchange Rate Mechanism*.

<sup>46</sup> engl. *Committee of Central Bank governors*.

dio Protokol o Statutu Europskog sustava središnjih banaka i Europske središnje banke. Zbog dugotrajne ratifikacije u parlamentima država članica Maastrichtski ugovor je stupio na snagu tek 1. studenog 1993.

Druga faza EMU je predviđala uspostavu Europskog sustava središnjih banaka (ESSB) i postepenog prijenosa vođenja monetarne politike prema europskim institucijama. Stoga je 1. siječnja 1994. osnovan Europski monetarni institut (EMI<sup>47</sup>) kao prijelazna karika prema budućem osnutku Europske središnje banke. Europsko vijeće je 1995. odlučilo o imenu zajedničke valute – euro i zacrtalo početak treće faze na 1. siječanj 1999. Europsko vijeće je 1997. na prijedlog EMI-ja donijelo Rezoluciju o načelima i osnovnim elementima novog tečajnog mehanizma (ERM II). ERM II iz 1997. je nasljednik izvornog tečajnog mehanizma ERM-a iz 1979. EMI je 1996. definirao izgled budućih euro-novčanica. Europsko vijeće je 1997. usvojilo Pakt o stabilnosti i rastu<sup>48</sup> s ciljem osiguravanja okvira za budžetsku disciplinu država članica, koja je neophodna za učinkovito funkcioniranje monetarne unije. Pakt je do danas imao nekoliko izmjena i dopuna kojima su proširene obveze nacionalnih fiskalnih vlasti (1998., 2005. i 2011.). Na kraju druge faze 1. lipnja 1998. je započeo mandat predsjednika, potpredsjednika i četiri člana Izvršnog odbora što se smatra početkom rada Europske središnje banke i kraj rada EMI-ja.

Treća, posljednja faza je obuhvatila 11 država članica koje su ispunile uvjete za prihvaćanje jedinstvene valute 1. siječnja 1999. (Austrija, Belgija, Finska, Francuska, Irska, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Njemačka, Portugal i Španjolska). Započela je neopozivim fiksiranjem tečajeva nacionalnih valuta i njihovom zamjenom za jedinstvenu europsku valutu - euro uz potpuni transfer odgovornosti za monetarnu politiku na ESB odnosno ESSB. Na dan ulaska u europodručje, nacionalne središnje banke iz država članica su postale dio Eurosustava.

Ekonomska i monetarna unija (EMU) je europska integracija koja objedinjava koordinaciju ekonomske politike i zajedničke monetarne politike što olakšava funkcioniranje jedinstvenog tržišta i doprinosi gospodarskom rastu i razvoju, smanjenju nezaposlenosti i stabilnijim državnim financijama. EMU se dakle temelji na dva stupa: prvi je jedinstvena valuta sa

---

<sup>47</sup> engl. *The European Monetary Institute (EMI)*.

<sup>48</sup> engl. *Stability and Growth Pact (SGT)*. Internet stranice Europske komisije: [https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/stability-and-growth-pact\\_en](https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/economic-and-fiscal-policy-coordination/eu-economic-governance-monitoring-prevention-correction/stability-and-growth-pact_en) (pristup: 22.1.2022.).

zajedničkom monetarnom i tečajnom politikom, a drugi stup je koordinacija nacionalnih ekonomskih (prije svega fiskalnih) politika. EMU u praksi znači da se države članice koordiniraju kod donošenja ekonomske politike, surađuju kod donošenja fiskalnih odluka uz poštivanje dogovorenih ograničenja za visinu javnog duga i državnog deficita. EMU implicira uporabu eura kao jedinstvene valute unutar europodručja i vođenje jedinstvene monetarne politike koju kreira Europska središnja banka, a provodi Eurosustav. EMU još obuhvaća i zajednički supervizorski nadzor banaka i drugih financijskih ustanova unutar europodručja.

EMU kao krajnji rezultat dva desetljeća europskih monetarnih integracija temeljito mijenja europsku političku ekonomiju (Martin i Ross, 2004). Nigdje do sada nije bilo takve centralizacije moći kao što je to slučaj s EU institucijama. ESB je dobila veliku samostalnost kakvu nema niti jedna druga središnja banka na svijetu i dobila je veliku autonomiju donošenja odluke iz područja monetarne politike. EMU i monetarna integracija imaju efekt "europeizacije" nacionalne politike na način da domaći akteri prihvaćaju europsku perspektivu. Iako ESB ima potencijal da nađe rješenja za problem visoke nezaposlenosti koji opterećuje europski socijalni model od osamdesetih godina, zbog svog primarnog cilja očuvanja stabilnosti cijena, briga oko zaposlenosti i socijalne politike ostala je u rukama država članica. Države članice su zadržale europski socijalni model koji obuhvaća socijalnu državu s transferima i zajedničkim financiranjem socijalne službe, kao i zaštitu radnika putem zakonodavnog okvira i sindikata. Ovaj model se razlikuje od američkog modela i zbog svoje rigidnosti utječe na smanjenu pokretljivost europske radne snage što umanjuje efikasnost jedinstvenog europskog tržišta.

Vijeće Europske unije (2017) ističe da upotreba eura olakšava usporedbu cijena roba i usluga između 19 država članica europodručja te da eliminira tečajne rizike i transakcijske troškove (nema troška konverzije) čime podupire funkcioniranje jedinstvenog europskog tržišta. Sve države koje su se pridružile Europskoj uniji bi trebale uvesti euro, s izuzetkom Danske, ali za pristup europodručju nužno je da država ispuni konvergencijske kriterije gospodarske i financijske stabilnosti.

Ugovor iz Maastrichta o Europskoj uniji je dakle postavio temelje za Ekonomsku i monetarnu uniju, za uvođenje jedinstvene valute – eura i za osnivanje Europske središnje banke. Ugovor o funkcioniranju EU iz 2009., kako je uspostavljeno Ugovorom iz Maastrichta, a na temelju Ugovora iz Lisabona, zapravo je razvijen iz starog osnivačkog ugovora o osnivanju Europske

zajednice. U članku 140. Ugovora o funkcioniranju EU (starom stavku 121.) definirani su konvergenijski kriteriji (Maastrichtski kriteriji):

"1. Najmanje jedanput svake dvije godine ili na zahtjev države članice s odstupanjem, Komisija i Europska središnja banka izvješćuju Vijeće o napretku koji su države članice s odstupanjem ostvarile u ispunjavanju svojih obveza u odnosu na ostvarenje ekonomske i monetarne unije. Ta izvješća obuhvaćaju provjeravanje usklađenosti nacionalnog zakonodavstva svake od tih država članica, uključujući statute njezine nacionalne središnje banke, s člancima 130. i 131. i Statutom ESSB-a i ESB-a.

U izvješćima se razmatra i postizanje visokog stupnja održive konvergencije s obzirom na ispunjavanje sljedećih kriterija od strane svake države članice:

- postizanje visokog stupnja stabilnosti cijena; to će biti vidljivo iz stope inflacije koja je blizu stope zabilježene u najviše trima državama članicama koje su najuspješnije u smislu stabilnosti cijena,
- održivost stanja javnih financija; to će biti vidljivo iz proračuna države u kojem neće biti prekomjernog deficita kako je određen u skladu s člankom 126. stavkom 6.,
- pridržavanje uobičajenih granica fluktuacije predviđenih mehanizmom deviznog tečaja Europskog monetarnog sustava tijekom najmanje dvije godine, bez devalvacije u odnosu na euro,
- trajnost konvergencije koju je ostvarila država članica s odstupanjem te njezina sudjelovanja u mehanizmu deviznog tečaja koje se odražava u razinama dugoročnih kamatnih stopa.

Četiri kriterija navedena u ovom stavku te odgovarajuća razdoblja tijekom kojih se moraju poštovati, dodatno su razrađena u Protokolu koji je priložen Ugovorima. U svojim izvješćima Komisija i Europska središnja banka vode računa i o rezultatima integracije tržišta, stanju i razvoju tekućeg računa platnih bilanci te ispitivanju razvoja jedinične cijene rada i ostalih indeksa cijena.

2. Nakon savjetovanja s Europskim parlamentom i nakon rasprave u Europskom vijeću, Vijeće, na prijedlog Komisije, odlučuje koje države članice s odstupanjem ispunjavaju potrebne uvjete na temelju kriterija određenih stavkom 1. te odlučuje o prestanku odstupanja dotičnih država članica.

Vijeće odlučuje nakon što dobije preporuku kvalificirane većine onih članova Vijeća koji predstavljaju države članice čija je valuta euro. Ti članovi odlučuju u roku od šest mjeseci nakon što Vijeće primi prijedlog Komisije. Kvalificirana većina navedenih članova iz drugog podstavka utvrđuje se u skladu s člankom 238. stavkom 3. točkom (a).

3. Ako je u skladu s postupkom određenim u stavku 2. odlučeno o prestanku odstupanja, Vijeće, jednoglasnom odlukom država članica čija je valuta euro i dotične države članice, na prijedlog Komisije i nakon savjetovanja s Europskom središnjom bankom, neopozivo utvrđuje tečaj prema kojem će euro zamijeniti valutu dotične države članice i poduzima druge mjere potrebne za uvođenje eura kao jedinstvene valute u dotičnoj državi članici."<sup>49</sup>

Detaljne odredbe o ovih četiri kriterija koje mora zadovoljiti ona država članica EU koja želi uvesti euro<sup>50</sup> se nalaze u Protokolu o statutu ESSB-a i ESB-a i Protokolu o konvergencijskim kriterijima<sup>51</sup> (sastavni dio Ugovora o funkcioniranju Europske unije). Skupina autora iz Hrvatske narodne banke (Faulend, Lončarek, Curavić i Šabić, 2005) navode da ovi kriteriji vode ispunjenju dvije vrste konvergencije, a to su ekonomska konvergencija i pravna konvergencija (prilagodba nacionalnog zakonodavstva). Zadovoljenje Maastrichtskih kriterija je u domeni makroekonomske politike kojom država treba dokazati svoju orijentiranost na stabilnost. Iako se u Ugovoru o EU spominje samo četiri kriterija (stabilnost cijena, zdrave javne financije, stabilnost deviznog tečaja i dugoročne kamatne stope) zapravo je riječ o ukupno pet ekonomskih kriterija konvergencije, a to su:

## 1. KRITERIJ STABILNOSTI CIJENA

Stabilnost cijena je temeljni cilj svake moderne središnje banke u Europi i ostatku razvijenog dijela svijeta, uključujući i Europsku središnju banku. Stabilne cijene imaju nisku premiju inflacijskog rizika što utječe na niže kamatne stope i efikasnu alokaciju resursa zbog veće transparentnosti relativnih cijena. De Grauwe (2000) pojašnjava da je niska i uravnotežena stopa inflacije nužna u svim članicama europodručja da bi se mogli iskoristiti pozitivni efekti monetarne unije. U suprotnom, ako država koja pristupi monetarnoj uniji ima značajno nižu

---

<sup>49</sup> Pročišćeni tekst Ugovora o Europskoj uniji i Ugovora o funkcioniranju Europske unije s protokolima. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A12016ME%2FTXT> (pristup: 13. 1. 2022.)

<sup>50</sup> Od sudjelovanja u trećoj fazi EMU su bile izuzete samo dvije tadašnje države članice (Velika Britanija i Danska) koje su imale poseban status (*opt-out* klauzulu) zbog čega nisu bile u obvezi uvođenja eura. Sve ostale države koje su se pridružile EU nakon 1992. više nisu mogle dobiti izuzeće od uvođenja eure, ali u praksi pojedine države (primjer Švedske) odugovlače s ulaskom u tečajni mehanizam ERM II.

<sup>51</sup> engl. *Protocol (No 13) on the Convergence criteria*.



stopu inflacije od ostalih članica monetarne unije, onda bi zbog toga imala veći trošak od ostalih (gubitak blagostanja). Zato takva država očekuje i od ostalih članica monetarne unije da održavaju nisku i stabilnu inflaciju u skladu s prosjekom preferencija svih članica. Stoga se stopa inflacije države kandidatkinje komparira s prosječnom stopom inflacije tri države članice EU s najnižim stopama inflacije za proteklih godinu dana, uvećana za 1,5 postotnih poena. Stopa inflacija države kandidatkinje treba imati stopu inflacije manju od ove referentne vrijednosti da bi ispunila prvi kriterij.

Za mjerenje stope inflacije uobičajeno se koriste indeksi potrošačkih cijena, ali zbog otežane usporedivosti različitih nacionalnih indeksa Eurostat<sup>52</sup> je u suradnji s Europskom središnjom bankom, Europskom komisijom i nacionalnim statističkim uredima razvio harmonizirani indeks potrošačkih cijena (HICP<sup>53</sup>). Za ESB je najvažniji MUICP<sup>54</sup> koji prikazuje agregirani indeks potrošačkih cijena država članica europodručja, a postoje još indeksi koji obuhvaćaju nacionalne države članice EU i cijelu EU. Nacionalne statističke institucije<sup>55</sup> izrađuju nacionalne indekse, a Eurostat ih agregira i mjesečno objavljuje.

## 2. KRITERIJ JAVNIH FINANCIJA (dva potkriterija)

S obzirom da se država kandidatkinja u trenutku ulaska u monetarnu uniju odriče svoje monetarne suverenosti, tada joj jedino preostaje fiskalna politika za vođenje ekonomske odnosno makroekonomske politike. Kriteriji državnih financija se temelje na održivoj nacionalnoj fiskalnoj politici koja neće negativno utjecati na temeljni cilj jedinstvene monetarne politike, što znači da ne smije utjecati na povećanje inflacije. Zdrava fiskalna politika ima 2 kriterija:

- 2.1) da uravnoteži proračunske prihode i rashode tako da godišnji budžetski deficit nije veći od 3% BDP-a;
- 2.2) da javni dug ne bude veći od 60% BDP-a.

Postoji fleksibilnost kod primjene ova dva kriterija za države koje imaju veći proračunski deficit odnosno veću razinu javnog duga na način da se smatra zadovoljavajućim ako država

---

<sup>52</sup> Eurostat je statistički ured Europske unije sa zadatkom prikupljanja i objave statističkih podataka vezanih za Europu kako bi se omogućila usporedba između država članica EU. Eurostat je razvio metodologiju za izradu službene europske statistike. Internet stranice eurostata: <https://ec.europa.eu/eurostat>

<sup>53</sup> engl. *Harmonised Indices of Consumer Prices* (HICP).

<sup>54</sup> engl. *The Monetary Union Index of Consumer Prices*.

<sup>55</sup> Za Republiku Hrvatsku nacionalni indeks potrošačkih cijena objavljuje Državni zavod za statistiku. Internet stranice: <https://podaci.dzs.hr/hr/podaci/cijene/indeks-potrosackih-cijena/> (pristup: 23. 5. 2022.).

ima jasan trend smanjivanja deficita / udjela javnog duga tako da se približava referentnoj vrijednosti. Bitno je da država koja ima problema s javnim financijama ne pokušava putem ciljane povećane inflacije umanjiti realni iznos vanjskog duga. Europska komisija je dužna pokrenuti postupak protiv one države članice EU koja je premašila budžetski deficit iz Pakta za stabilnost i rast jer u suprotnom slijede sankcije. Metodološki okvir za izračun javnog duga i budžetskog manjka je definiran u Protokolu o postupku u slučaju prekomjernog deficita (EDP<sup>56</sup>).

### 3. KRITERIJ STABILNOSTI TEČAJA

Ovaj kriterij treba spriječiti manipulaciju nacionalnog tečaja u smislu namjerne devalvacije / deprecijacije prije trenutka fiksiranja tečaja po kojem država kandidatkinja ulazi u monetarnu uniju. Takva manipulacija bi imala za posljedicu podizanje vlastite konkurentnosti na štetu ostalih članica monetarne unije (relativne cijene njezinih roba i usluga bi pojeftinile). Država članica za zadovoljenje ovog kriterija treba sudjelovati u tečajnom mehanizmu ERM II barem dvije godine. Ulazak u ERM II je dobrovoljan. U trenutku ulaska u ERM II postiže se sporazum oko referentne vrijednosti – srednjeg tečaja između nacionalne valute i eura (središnji paritet) kao i oko raspona fluktuacije (od 2,25% do najviše 15%). Ovaj sporazum moraju potvrditi sve države članice europodručja. Središnji paritet ne mora biti konačni tečaj pri uvođenju eura, ali najčešće jest. Država kandidatkinja mora najmanje 2 godine<sup>57</sup> održavati stabilan tečaj bez značajnih poremećaja i biti spremna na intervencije na deviznom tržištu.

### 4. KRITERIJ DUGOROČNIH KAMATNIH STOPA

Ovaj posljednji kriterij zahtijeva usklađenost razina dugoročnih kamatnih stopa između država članica monetarne unije. Uvođenje ovog kriterija treba spriječiti potencijalni kapitalni dobitak imatelja državnih obveznica čija je kamatna stopa visoka zbog visoke premije na tečajni rizik. U državi kandidatkinji koja bi imala više kamatne stope prije ulaska u monetarnu uniju došlo bi do njihovog smanjenja (nakon fiksiranja tečaja) odnosno do povećanja cijene, što bi dovelo do nepoštenog ostvarenja kapitalne dobiti. Promatra se prosječna nominalna dugoročna kamatna stopa u tri države članice europodručja koje imaju najbolju stabilnost cijena, uvećana

---

<sup>56</sup> engl. *Excessive deficit procedure (EDP)*.

<sup>57</sup> Slovenija je u ERM II provela samo 2,5 godine, a Latvija čak 10 godina.

za 2 postotna boda. Promatraju se 10-godišnje obveznice koje je izdala središnja država<sup>58</sup>, a kojima se likvidno trguje na sekundarnom tržištu.

Maastrichtski kriteriji propisuju nominalnu konvergenciju u smislu ekonomskih, monetarnih i fiskalnih uvjeta koji su nužni jer jedinstvena monetarna politika može polučiti pozitivne efekte samo u državama koje imaju nisku inflaciju i koje su stabilizirale svoj fiskus. Pored ovih nominalnih kriterija koji se velikim dijelom mogu ostvariti na administrativan način, jako je važan stupanj stvarne, realne ekonomske konvergencije. Realna konvergencija države kandidatkinje za ulazak u europodručje bi trebala značiti da je država dosegla prosječnu razinu razvijenosti postojećih članica mjereno BDP-om per capita, stopom nezaposlenosti, paritetom kupovne moći, strukturom platne bilance i sl. Puno je lakše i brže dostići nominalnu konvergenciju nego realnu konvergenciju. Za realnu konvergenciju su nužne (bolne) strukturne reforme.

Europska komisija izrađuje Izvještaj o konvergenciji<sup>59</sup> i u njemu ocjenjuje stupanj napretka prema uvođenju eura za svaku državu članicu EU koja još nije postala članica EMU. Izvještaj se standardno izrađuje svake dvije godine ili na zahtjev države članice s derogacijom<sup>60</sup> koja želi uvesti euro. Ocjena se temelji na Maastrichtskim kriterijima. U trenutku pisanja ove disertacije bio je dostupan Izvještaj o konvergenciji za 2020. (European Commission, 2020) čija naslovna stranica je prikazana na slici 5. koji je obuhvatio sedam država članica koje su se obvezale uvesti euro (Bugarska, Češka, Hrvatska, Mađarska, Poljska, Rumunjska i Švedska).

Slika 5. Izvještaj o konvergenciji za 2020. (naslovna strana)

---

<sup>58</sup> Prema statističkoj metodologiji središnja država obuhvaća tijela državne uprave (vlada, ministarstva, državna uprava) i ostale središnje agencije.

<sup>59</sup> engl. *Convergence Report*.

<sup>60</sup> Pojam *derogacije* odnosi se na nemogućnost ulaska države članice EU u EMU, sve do ispunjenja kriterija.



Izvor: European Commission. (2020). *Convergence Report 2020*. Institutional paper 129.

U ovome izvještaju ocijenjeno je da sve države potencijalne kandidatkinje, s izuzetkom Rumunjske, zadovoljavaju kriterije javnih financija i dugoročnih kamatnih stopa. Dodatno, Švedska i Hrvatska zadovoljavaju i treći kriterij stabilnosti cijena. Napomenuto je da niti jedna država ne ispunjava četvrti kriterij deviznog tečaja jer nisu sudjelovale<sup>61</sup> u tečajnom mehanizmu ERM II. Uz ova četiri konvergenzijska kriterija Europska komisija je provjeravala i pravnu usklađenost nacionalnog zakonodavstva s pravilima EMU. Ocijenjeno je da je Hrvatska jedina država članica koja je ostvarila i pravnu usklađenost.

---

<sup>61</sup> Izvještaj o konvergenciji za 2020. je sastavljen u lipnju 2020., a Republika Hrvatska je pristupila tečajnom mehanizmu ERM II tek idućeg mjeseca (u srpnju 2020.), uz središnji paritet 1 euro = 7,53450 kuna.

Otmar Issing, njemački ekonomist i istaknuti bivši član Izvršnog odbora ESB-a u vrijeme osnivanja ESB-a, u svojoj knjizi "*The birth of the Euro*" (2008) ističe da je rođenje eura 1. siječnja 1999. bio jedinstveni događaj u svjetskoj monetarnoj povijesti. Nikada ranije nije skupina suverenih zemalja prepustila svoju odgovornost za vođenje monetarne politike nekoj supranacionalnoj instituciji. U tome trenutku bila su otvorena pitanja opstanka nove valute odnosno može li uopće nova europska monetarna unija funkcionirati bez istodobne čvrste političke unije između država članica. Prve tri godine svog postojanja (1999.-2001.) euro je bio nevidljiva valuta koja je služila za elektronička plaćanja i u računovodstvene svrhe. Euro kao gotov novac (euronovčanice i eurokovanice) uveden je tek 1. siječnja 2002. kada su nepovratno u povijest otišle novčanice i kovanice nacionalnih valuta, a među njima i čuvena (nikada prežaljena) njemačka marka<sup>62</sup>. Središnja banka Njemačke<sup>63</sup> je uživala ogromno povjerenje javnosti i zato je napuštanje njemačke nacionalne valute tražilo puno političke hrabrosti. U prilog toj odluci išle su dvije važne stvari: prvo, Statut buduće Europske središnje banke je bio utemeljen na primjeru Bundesbanke (skraćeno: Buba), i drugo, nije slučajno da je za buduće sjedište ESB-a odabran isti grad gdje se nalazi i Buba – Frankfurt na Majni. Simbolično je time euro trebao nastaviti putem stabilnosti i kredibiliteta.

EU vijeće je, na prijedlog Europske komisije, u skladu sa člankom 109. Ugovora o Europskoj uniji 31. prosinca 1998. donijelo odluku o utvrđivanju neopozivih konverzijskih tečajeva prema euru koji su stupili na snagu 1. siječnja 1999. (slika 6.).

Slika 6. Konverzijski tečajevi nacionalnih valuta država članica EMU na dan 1. 1. 1999. (jedinica nacionalne valute za 1 euro)

---

<sup>62</sup> njem. *Deutsche Mark (DM)*.

<sup>63</sup> njem. *Deutsche Bundesbank*.

Currency	Units of national currency for € 1
Belgian franc	40.3399
Deutsche Mark	1.95583
Spanish peseta	166.386
French franc	6.55957
Irish pound	0.787564
Italian lira	1936.27
Luxembourg franc	40.3399
Dutch guilder	2.20371
Austrian schilling	13.7603
Portuguese escudo	200.482
Finnish markka	5.94573

Izvor: Internet stranice Europske središnje banke:

[https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1998/html/pr981231\\_2.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/1998/html/pr981231_2.en.html) (pristup: 23. 1. 2022.)

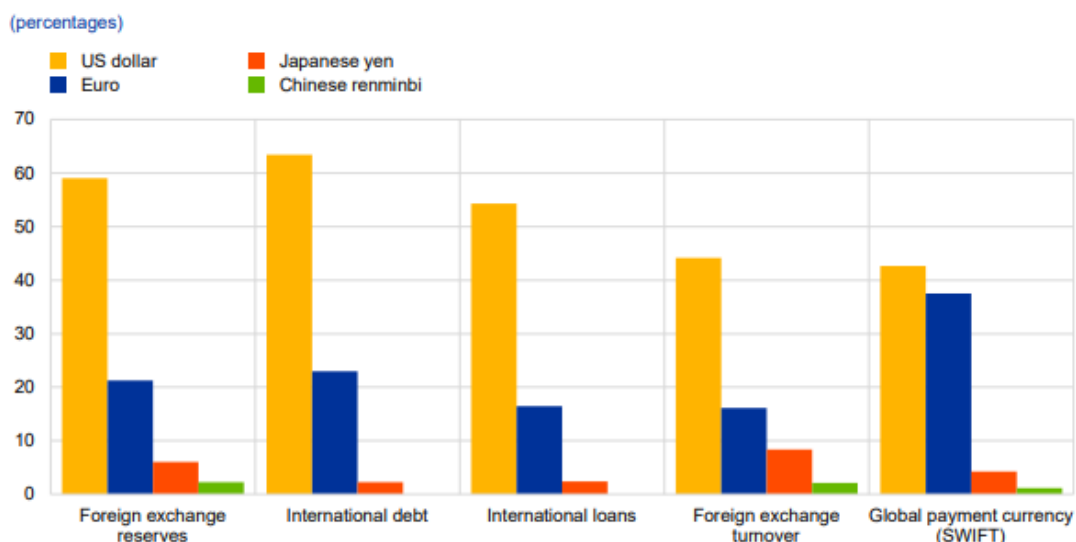
Globalno, uvođenje eura je stvorilo drugu po važnosti valutu nakon američkog dolara. Investitori širom svijeta ulažu u euro-denominirane dugoročne vrijednosne papire čime potvrđuju svoje povjerenje u stabilnost eura koje je odraz niskih inflacijskih očekivanja (u prosjeku je godišnja stopa inflacije oko 2%).

Svaka država članica EU je potpisivanjem Ugovora o pristupanju postala stranka u osnivačkim ugovorima EU tako da je obvezna poštivati njihove odredbe od kojih je najznačajnija odredba u članku 3. pročišćene verzije Ugovora o EU da mora uvesti euro kao službenu valutu kada budu ispunjeni propisani uvjeti. Pored osnivačkih ugovora postoje tri uredbe Vijeća EU kojima je regulirano uvođenje i upotreba eura u državama članicama EMU, a to su: Uredba Vijeća (EZ) br. 103/97 iz 1997. o uvođenju eura, Uredba Vijeća (EZ) br. 974/98 iz 1998. o uvođenju eura i Uredba Vijeća (EZ) br. 2866/98 iz 1998. o stopama konverzije između eura i valuta država kandidatkinja. Navedene tri uredbe se izravno primjenjuju u državi koja ulazi u europodručje. Država kandidatkinja mora provesti opsežne pripreme pri uvođenju eura, od zakonodavnih do logističkih. U pravilu se donosi nacionalni zakon o uvođenju eura koji daje normativni okvir za postupanje središnje banke, financijskih institucija i drugih poslovnih subjekata, a nužno je prilagoditi i desetke ostalih zakonodavnih akata koji su direktno ili indirektno vezani za novac i financijski sustav države. Pored zakonodavnih, važne su i

logističke pripreme za zamjenu gotovog novca u nacionalnoj valuti za euronovčanice i eurokovanice, pri čemu treba istaknuti da svaka država kod ulaska u europodručje odlučuje koje će nacionalne simbole otkovati na prednjoj strani (aversu) eurokovanica i to na osam različitih apoena: 1 cent, 2, 5, 10, 20 i 50 centi te 1 euro i 2 eura.

ESB posvećuje veliku pozornost međunarodnoj ulozi eura kao svjetske valute pa svake godine izdaje poseban dokument na ovu temu pod nazivom Međunarodna uloga eura<sup>64</sup>. U izdanju iz lipnja 2021 (European central bank, 2021) obuhvaćen je razvoj upotrebe eura od strane nerezidenata europodručja u 2020. Globalna atraktivnost eura za međunarodne investicije, financiranje i namiru proizlazi iz procesa jačanja odnosno kompletiranja EMU, uključujući razvoj unije kapitalnih tržišta i europske bankovne unije. Na grafikonu 1. vidi se da je euro u četvrtom kvartalu 2020. druga najvažnija svjetska valuta u međunarodnom monetarnom sustavu, odmah iza američkog dolara. Slijedi japanski jen i kineski renminbi. Euro ima 21% udjela u globalnim međunarodnim pričuvama (USD ima udjel od 58%), ima 23% udjela u međunarodnom javnog dugu (USD ima 63%), ima 17% udjela u međunarodnim kreditima (USD ima 54%), ima 16% udjela u međunarodnim transakcijama (USD ima 43%). Euro najbolje stoji u relativnom odnosu s američkim dolarom kod plaćanja putem SWIFT<sup>65</sup>-a (euro ima udio od 38%, a USD ima udio od 42%).

Grafikon 1. Relativni udio eura u međunarodnom monetarnom sustavu u 2020. (u postocima)



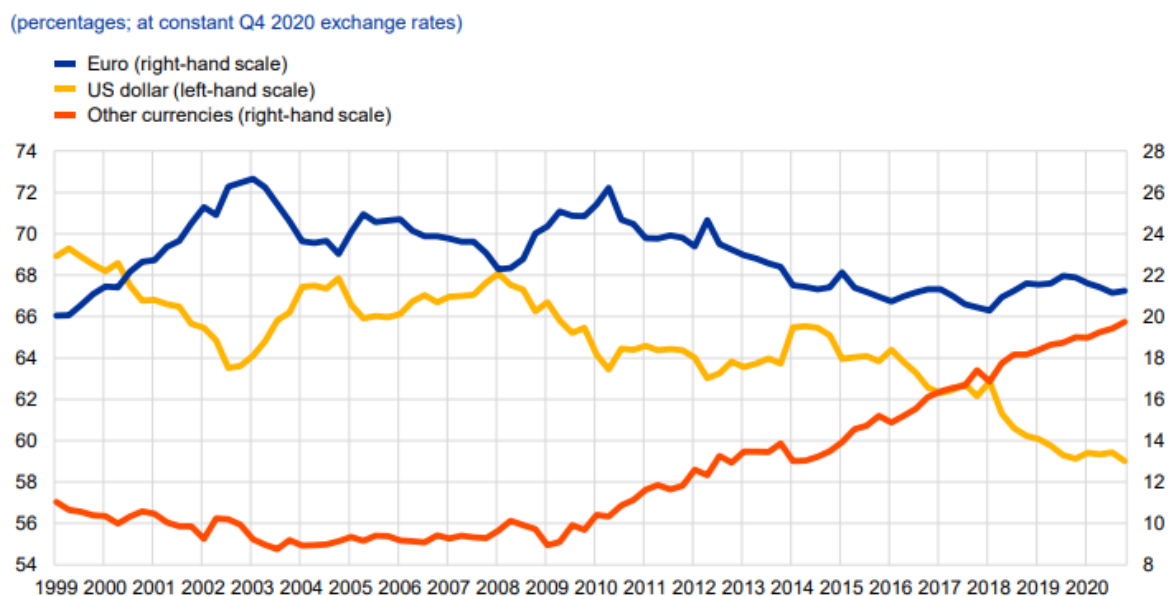
Izvor: European central bank. (2021). *The international role of the euro*.

<sup>64</sup> engl. *The international role of the euro*.

<sup>65</sup> Društvo za svjetsku međubankovnu financijsku telekomunikaciju (engl. *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication*).

Ako promatramo kretanje uloge eura za držanje međunarodnih deviznih pričuva od strane svjetskih središnjih banaka u proteklih dvadeset godina (grafikon 2.) vidljive su oscilacije. Plava krivulja pokazuje relativni udio kretanja eura, a crvena krivulja pokazuje ostale valute pri čemu se koristi desna skala vrijednosti. Žuta krivulja pokazuje kretanje američkog dolara pri čemu se koristi lijeva skala vrijednosti. Euro je od svog uvođenja 1999. imao početni udio od 20% u međunarodnim pričuvama (USD je tada imao udio od 69%). Euro je u 2003. i 2010. dosegao najveći relativni udio od 27%. Vrijednost mu je padala 2005. (23%), kao i u vrijeme svjetske ekonomske krize 2008. (22%). U razdoblju od 2011. do 2020. vidi se kontinuirani trend opadanja relativnog udjela eura u međunarodnim pričuvama, otprilike po 1% godišnje, tako da je 2020. euro dočekao na 21%. Slično kretanje s kontinuiranim trendom opadanja relativne važnosti ima i američki dolar, a posebno nakon 2008. Od 2009. pa nadalje uočljiv je veliki rast ostalih valuta čiji udio je porastao s 9% na 20% (najveći udio imaju japanski jen i kineski renminbi).

Grafikon 2. Udio eura, američkog dolara i ostalih valuta u globalnim međunarodnim deviznim pričuvama u razdoblju 1999.-2020.



Izvor: European central bank. (2021). *The international role of the euro*.

Držatelji pri odlučivanju o valutnoj strukturi međunarodnih deviznih pričuva polaze od kriterija stabilnosti i likvidnosti, ali negativan utjecaj na njihovu investicijsku strategiju zasigurno imaju niske ili čak negativne kamatne stope. Kamatne stope u europodručju su već godinama niže



nego u drugim svjetskim ekonomijama (kao što je SAD, Velika Britanija, Australija i Kanada). Primjerice prinos petogodišnje državne obveznice u europodručju je -0,6%, a prinos usporedive američke obveznice je +0,5%. Države koje imaju snažne trgovinske i financijske veze s europodručjem u pravilu imaju veći udio eura u svojim deviznim pričuvama.

Dobru indikaciju snage eura kao svjetske valute odnosno snage gospodarstva europodručja daje prikaz kretanja tečaja (grafikon 3.) između dvije najjače svjetske valute, američkog dolara i eura, u razdoblju 1999.-2020. Uvođenjem eura stvoren je bipolarni globalni monetarni poredak. U trenutku uvođenja (siječanj 1999.) euro je vrijedio nešto manje od 1,2 USD. Iduće tri godine (1999.-2002.) je uslijedio pad vrijednosti eura. Euro je u kolovozu 2000. dosegao rekordno najnižu vrijednost od 0,8252 USD. Od 2002. pa sve do 2008. uslijedilo je jačanje eura. U srpnju 2008. euro je dosegao rekordno najvišu razinu tečaja prema američkom dolaru (1,5990 USD). U preostalom razdoblju 2009.-2020. vidi se trend slabljenja vrijednosti eura, tako da je kraj 2020. dočekaao na razini 1,2 USD. Prosječni tečaj eura u cijelom promatranom razdoblju bio je 1,1997 USD što odgovara inicijalnom tečaju eura u trenutku osnivanja Europske središnje banke. Može se zaključiti da je ESB uspjela osigurati dugoročnu stabilnost deviznog tečaja eura u odnosu na američki dolar.

Grafikon 3. Kretanje tečaja EUR vs. USD u razdoblju 1999.-2020.



Izvor: Internetske stranice Europske središnje banke: [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/euro\\_reference\\_exchange\\_rates/html/eurofxref-graph-usd.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/euro_reference_exchange_rates/html/eurofxref-graph-usd.en.html) (pristup: 21. 2. 2022.)

### 3.3 Ekonomski razlozi država članica europodručja za prihvaćanje europske monetarne integracije

Najstariji članak u popisu literature ove disertacije je *Teorija o optimalnim valutnim područjima*<sup>66</sup> (Mundell, 1961) kanadskog ekonomista Roberta A. Mundella za koju je 1999. dobio Nobelovu nagradu. Iako je izvorni članak objavljen davne 1961., osnovna ideja je i danas aktualna te predstavlja ishodišnu točku ideje o stvaranju europske monetarne unije i uvođenju jedinstvene valute – eura. Optimalno valutno područje je geografski prostor odnosno skup regija unutar kojeg je najisplativije uvesti jedinstvenu valutu. Jedinstvena valuta će biti održiva pod pretpostavkom da je mobilnost radne snage i drugih faktora proizvodnje dovoljno velika da može smiriti asimetrične šokove povećane potražnje unutar regije. Ova valuta fluktuirala samo prema valutama drugih država ili regija. Teorija se zapravo bavi izborom optimalnog deviznog režima između fluktuirajućeg ili fiksnog deviznog tečaja. Monetarna unija je makroekonomski model s fiksnim deviznim tečajem i zajedničkom središnjom bankom.

U vrijeme objave ove teorije postojala je tadašnja Europska ekonomska zajednica sa šest država članica koja je prerasla u modernu Europsku uniju odnosno EMU tek 1999., dakle punih 38 godina kasnije, što daje ovoj teoriji proročansku dimenziju, a Mundellu zasluženi nadimak "otac eura". U dolje priloženom citatu iz ovog članka (prijevod autora s izvornog teksta na engleskom jeziku) Mundell realnu aplikaciju svoje ideje čvrsto veže uz potrebne političke promjene:

"U stvarnom svijetu, naravno, valute su prije svega izraz nacionalne suverenosti, tako bi stvarna valutna reorganizacija bila provediva jedino ako bi bila popraćena dubokim političkim promjenama. Stoga koncept optimalnog valutnog područja može imati praktičnu primjenu jedino u regijama gdje je politička organizacija u promjenama, kao što je u bivšim kolonijalnim područjima i u Zapadnoj Europi."<sup>67</sup>

Mundellova teorija je potakla brojne znanstvenike širom svijeta na promišljanje odnosno na pisanje preglednih radova na ovu temu. Od hrvatskih autora može se izdvojiti Bilas (2005) koja je analizirala primjenjivost teorije o optimalnim valutnim područjima na primjeru EMU

---

<sup>66</sup> engl. *A Theory of Optimum Currency Areas*.

<sup>67</sup> Mundell, R. A. (1961). *A Theory of Optimum Currency Areas*. The American Economic Review, Vol. 51, No.

odnosno europodručja. Države kandidatkinje trebaju prilagoditi svoje tečajeve prije uvođenja eura kako bi ušle u monetarnu uniju s ravnotežnom razinom tečaja. Problem je što se države razlikuju makroekonomski i institucionalno pa je stabilnost tečaja najjednostavnije postići kroz devizni režim fiksnog tečaja koji za sobom povlači zajedničku valutu i monetarnu uniju. Država kandidatkinja ima interes pridruživanju monetarnoj uniji zbog smanjivanja rizika i nesigurnosti u poslovanju jer se izbija tečajni rizik pa se poslovnim subjektima olakšava ulazak na strana tržišta (unutar regije). Drugi razlog je postizanje niske stope inflacije pridruživanjem monetarnoj uniji čija središnja banka osigurava stabilnost cijena. Treći razlog je eliminacija transakcijskih troškova zamjene jedne valute za drugu i transparentnost relativnih cijena između članica monetarne unije. Četvrti razlog je bolje funkcioniranje financijskih tržišta jer se povećava likvidnost i manji je rizik šokova (nagle promjene cijena) na velikom nego na manjem nacionalnom tržištu države kandidatkinje.

Monetarna unija predstavlja visoki stupanj ekonomskog integriranja. Faze ekonomskog integriranja država započinju s dogovorenom zonom slobodne trgovine u kojoj se postupno snižavaju carine. Iduća faza je carinska unija koja ukida carine između država članica unije, a definiraju se jedinstvene carine prema trećim državama. Treći korak je stvaranje zajedničkog tržišta sa slobodnim kretanjem roba, usluga, radne snage i kapitala. Četvrta faza ekonomske integracije je ekonomska unija u kojoj postoji visoki stupanj koordinacije ekonomskih politika. Monetarna unija bi bila peti stupanj ekonomske integracije za koji je karakteristična jedinstvena valuta i jedinstvena monetarna politika. Ostaje još samo jedan, posljednji stupanj ekonomske integracije, a to je politička unija koja podrazumijeva ekonomsku i monetarnu uniju kao i fiskalnu uniju s jedinstvenim budžetom. Europska unija je zapravo četvrti stupanj ekonomskih integracija u kojem se podrazumijeva postojanje zajedničkog tržišta i visokog stupnja koordinacije u provođenju nacionalnih ekonomskih politika država članica EU. EMU (europodručje) je pretposljednji, peti stupanj odnosno monetarna unija koja uz zajedničko tržište i koordiniranu ekonomsku politiku podrazumijeva jedinstvenu monetarnu politiku i jedinstvenu valutu – euro. EU odnosno EMU još nije uspjela dosegnuti šesti, posljednji stupanj ekonomskih integracija koji podrazumijeva fiskalnu uniju.

Brkić i Šabić (2017) su identificirali kriterije koje država kandidatkinja treba ispuniti da bi mogla uspješno participirati u monetarnoj uniji odnosno kriterije za dugoročnu održivost monetarne unije, a to su visoki stupanj trgovinske integracije, financijska integracija, visoka mobilnost rada i fleksibilnost cijena i plaća, usklađenost poslovnih ciklusa, diversifikacija

gospodarstva te fiskalna i politička podrška. Države koje su već snažno ekonomski vezane mogu imati koristi od povezivanja u monetarnu uniju i uvođenja jedinstvene valute ako postoji visok stupanj međusobne vanjskotrgovinske razmjene. Trgovinska integracija smanjuje potrebu za monetarnom neovisnošću, a to posebno vrijedi za manje države s otvorenim gospodarstvima. Integriranost tokova kapitala smanjuje potrebu za tečajnim prilagodbama. Vođenje jedinstvene monetarne politike je lakše ako države članice imaju usklađene poslovne cikluse jer će im svima podjednako odgovarati. Radnici koji su mobilni mogu lakše prelaziti iz jedne članice u drugu članicu što također smanjuje potrebu za prilagodbama tečaja i plaća. Fleksibilnost cijena i plaća pomaže pojedinim državama članicama lakše savladati šokove bez negativnih posljedica na zaposlenost i visinu dohotka. Ako je gospodarstvo dovoljno diversificirano onda šokovi u jednom industrijskom sektoru neće negativno djelovati na ukupno nacionalno gospodarstvo. Mehanizam fiskalnih transfera pomaže ublažiti posljedice šokova. Posljednji kriterij se odnosi na političku podršku za integracijom koja je nužna zbog koordinacije nacionalnih ekonomskih politika. Najviši stupanj integracije, politička unija, zahtijeva fiskalnu uniju u kojoj će postojati međunarodni fiskalni tokovi između članica.

Ako ove kriterije primijenimo na izvorne države članice u trenutku stvaranja EMU može se zaključiti da je između njih postojala snažna trgovinska integracija (preko polovice ukupne robne razmjene). Financijska integracija se produbila nakon ulaska u EMU što je vidljivo iz približavanja stope prinosa na tržištima državnih obveznica država članica (uklonjen je rizik deprecijacije nacionalne valute, smanjena inflacijska očekivanja i snižena premija za kreditni rizik države). Ipak, mobilnost radne snage je ograničena jezičnim i kulturološkim barijerama i puno je manja nego u SAD-u. Nije izgrađen sustav nadsacionalnih fiskalnih transfera, niti je moguće da jedna članica ili EU preuzme javni dug druge članice (pravna odredba "*no bail-out*"). Politička integracija nije bila na visokom stupnju pa su države članice zadržale vođenje fiskalne politike, politike dohotka i strukturne politike. Usprkos dogovorenim fiskalnim ograničenjima u Paktu o stabilnosti i rastu, u praksi nije bila rijetka pojava budžetskih deficita niti drugih makroekonomskih neravnoteža kao što su negativna kretanja platne bilance i dokapitalizacija banaka financirana iz državnog proračuna (u početku je supervizorski nadzor nad poslovnim bankama bio isključiva odgovornost države članice). Sveukupno gledano, EMU u određenoj mjeri zadovoljava većinu kriterija za optimalno valutno područje, ali potrebno je ojačati fiskalnu i političku harmonizaciju te povećati mobilnost radne snage kako bi se smanjila ranjivost europodručja na vanjske šokove i povećala korist članica od pripadnosti monetarnoj uniji.

Potrebno je naglasiti da se znanstveno istraživanje ove doktorske disertacije djelomično temelji na praktičnoj primjeni Mundellove teorije kod stvaranja europske monetarne unije. Osnovni razlog pristupanju monetarnoj uniji je dakle iskorištavanje pozitivnih efekata pristupa jedinstvenom europskom tržištu kako bi se povećala vanjskotrgovinska razmjena između država članica europodručja. Uspostava jedinstvenog europskog tržišta kao najvažnijeg ekonomskog razloga za europske integracije odnosno europske monetarne integracije počela je Rimskim ugovorom. S vremenom je nastala carinska unija sa slobodnim kretanjem proizvoda, usluga, kapitala i radne snage. Zahvaljujući jedinstvenom europskom tržištu došlo je do gospodarskog napretka, do stvaranja novih radnih mjesta odnosno pada nezaposlenosti, do smanjenje cjenovnih razlika između pojedinih država članica i do povećanja prekograničnih investicija (Wallace, Pollack i Young, 2010). Slijedom navedenog, uvođenje jedinstvene valute bi dakle trebalo povećati stupanj međunarodne trgovine, a zajednička monetarna politika s ciljem cjenovne stabilnosti bi trebala osigurati održivi gospodarski rast.

Monetarna stabilnost unutar država članica EMU je jedna od najvažnijih komponenti makroekonomske stabilnosti koja je osnovna pretpostavka zdravog i održivog gospodarskog rasta. Šokčević i Štokovac (2011) su analizirali odnos između makroekonomske stabilnosti i ekonomskog rasta u europskim tranzicijskim zemljama od kojih su neke članice europodručja (Estonija, Latvija, Litva, Slovenija i Slovačka), a neke su članice EU koje još nisu uvele euro (Češka, Mađarska i Poljska). Moderna ekonomska politika suverenih europskih zemalja usmjerena je na traženje mjera i instrumenata da se održi stabilnost i ostvare što više stope ekonomskog rasta. Ovaj problem posebno dolazi do izražaja u vremenu gospodarskih kriza. Ekonomski rast je kompleksan makroekonomski fenomen koji nije u potpunosti objašnjen, ali smatra se da dugoročno gledano ovisi o različitim varijablama kao što su kapital, prirodni resursi, ljudski potencijali, tehnologija, inovacije, otvorenost tržišta i dr. Različita istraživanja i ekonomske teorije su isticale važnost pojedinih varijabli, a jedna od njih je varijabla izvoza odnosno vanjskotrgovinske razmjene. Izvozna orijentiranost predstavlja motor rasta jer vuče cijelu ekonomiju prema naprijed. Rezultati analize potvrđuju ekonomske razloge država članica EMU koje su prihvatile europske monetarne integracije kako bi se osigurala makroekonomska stabilnost i povećao izvoz u vanjskotrgovinskoj razmjeni s ostalim članicama europodručja u cilju dugoročnog ekonomskog rasta.

Na primjeru Republike Hrvatske koja je od svog ulaska 2020. u tečajni mehanizam ERM II kandidatkinja za ulazak u EMU moguće je sagledati ekonomske razloge u korist uvođenja eura,

a koji su navedeni u Strategiji za uvođenje eura kao službene valute u Hrvatskoj (2018). Glavna korist je ukidanje valutnog rizika koji proizlazi iz tečaja hrvatske kune prema euru kojem su izloženi svi poslovni subjekti u vanjskotrgovinskoj razmjeni. Drugi razlog je veliki dug poduzeća, države i stanovništva denominiran u stranoj valuti zbog kojeg bi deprecijacija tečaja kune dovele do povećanja tereta otplate duga i slabljenja potražnje. Hrvatski građani zbog svog povijesnog nasljeđa (visoka inflacija) oduvijek su imali sklonost štednje u stranoj valuti tako da udio deviznih (eurskih) depozita iznosi više od 80% ukupnih depozita. Devizni depoziti u bilancama banaka su doveli do toga da su krediti odobravani uz valutnu klauzulu što povećava deviznu izloženost banaka i nameće potrebu za dodatnim makroprudencijalnim mjerama središnje banke koje smanjuje efikasnost financijskog sustava. Uvođenje eura će eliminirati valutni rizik duga koji je denominiran u eurima, a bitno će se smanjiti i inducirani kreditni rizik. Trebalo bi doći do smanjivanja kamatnih stopa banaka što će poboljšati uvjete financiranja i dati poticaj za investicije u gospodarstvo.

Zbog usklađivanja instrumenata monetarne politike Hrvatske narodne banke (HNB) smanjit će se regulatorni trošak za poslovne banke što će dodatno pozitivno djelovati na smanjenje kamatnih stopa. Poboljšati će se reputacija zemlje što bi trebalo približiti kreditni rizik RH nižim razinama rizika drugih članica europodručja. Smanjit će se rizik izbijanja valutne krize koji može drastično ugroziti međunarodne pričuve ili dovesti do deprecijacije domaće valute što dalje povećava rizik bankovne krize. Potpuno će nestati mjenjački troškovi zamjene domaće valute za euro. Uvođenjem eura bi se naknade za eurska plaćanja trebale izjednačiti s naknadama za kunska plaćanja, što će smanjiti transakcijske troškove u vanjskotrgovinskoj razmjeni s državama članicama europodručja. Ulazak u europodručje povećava pogodnost za izravna strana ulaganja u nacionalno gospodarstvo. Transparentnost cijena će povećati vjerojatnost odabira Hrvatske kao turističke destinacije za europske građane. Zajednička valuta će zbog gore nabrojanih razloga pridonijeti konkurentnosti hrvatskih izvoznika i jačanju međunarodne trgovine (dvije trećine robne razmjene RH ostvaruju se sa članicama europodručja). Središnje banke članice Eurosustava sudjeluju u raspodjeli zajedničkog monetarnog prihoda koji povećava financijski rezultat središnje banke odnosno državnog proračuna. Članica europodručja može dobiti kredit iz Europskog mehanizma za stabilnost (ESM) u slučaju financijskih problema, a ESM predstavlja i zaštitni mehanizam za bankovnu uniju u slučaju velikih bankarskih poremećaja.

Troškovi uvođenja eura za kandidatkinju na primjeru RH su gubitak vođenja samostalne monetarne i tečajne politike. HNB smatra da ovo nije veliki trošak za RH zbog toga što se dosadašnja monetarna politika zasnivala na održavanju stabilnosti cijena putem vezivanja tečaja kune na euro. Ipak, iako je teško kvantificirati u ekonomskim terminima, uvođenje eura zasigurno predstavlja gubitak nacionalne valute kao simbola hrvatskog suvereniteta i nacionalnog identiteta. Postoji rizik da zajednička monetarna politika ESB-a i Eurosustava neće biti primjerena za Hrvatsku ovisno o tome u kojoj će fazi poslovnog ciklusa biti u odnosu na druge članice europodručja. Povećava se važnost vođenja razborite fiskalne i strukturne politike koja bi trebala držati pod kontrolom javni dug. Konverzija u euro može potaknuti rast cijena ako se troškovi prilagodbe (npr. informatički troškovi) prebace na potrošače, a moguća su i manja zaokruživanja cijena naviše. Također su mogući snažni kapitalni priljevi i nastanak makroekonomskih neravnoteža. Kod fizičke zamjene valute država ima određene jednokratne troškove zbog povlačenja i uništavanja stare domaće valute odnosno zbog tiskanja i kovanja nove valute (eura). Poslovni subjekti imaju trošak prilagodbe informatičko-računovodstvenih sustava. HNB će morati izvršiti uplatu preostalog dijela upisanog kapitala ESB-a i uplatu u pričuve ESB-a te prenijeti ESB-u dio svojih međunarodnih pričuva, a RH će trebati uplatiti alikvotni dio kapitala Europskog mehanizma za stabilnost (ESM).

Šarić (2017) je za potrebe izrade doktorske disertacije istraživao opravdanost ekonomskih razloga Republike Hrvatske za prihvaćanje europske monetarne integracije. Zemlja koja želi postati članica monetarne unije treba utvrditi da EMU za nju predstavlja optimalno valutno područje u smislu mobilnosti proizvodnih faktora i sinkroniziranosti poslovnih ciklusa te da jedinstvena monetarna politika može efikasno uravnotežiti gospodarstvo monetarne unije u situacijama egzogenih šokova na strani ponude i potražnje. Istraživanjem<sup>68</sup> je potvrđena hipoteza da RH nije u dovoljnoj mjeri iskoristila pretpristupno razdoblje pridruživanja Europskoj uniji kako bi prilagodila svoje gospodarstvo i osnažila svoju vanjsku trgovinu prema članicama EU i EMU. Analizom kretanja BDP-a i stope inflacije utvrđeno je da RH nema sinkronizirane poslovne cikluse s postojećim članicama EMU. Za promatrano razdoblje do 2016. zaključuje da je potrebna strukturna prilagodba prije ulaska u EMU kako bi se RH približila poslovnim ciklusima europodručja odnosno kako bi izbjegla dodatne troškove stabilizacije gospodarstva pogođenog asimetričnim šokovima ponude i potražnje na koje više

---

<sup>68</sup> Treba naglasiti da je ovo znanstveno istraživanje provedeno prije više od pet godina tako da se rezultati zbog vremenskog pomaka trebaju uzeti s rezervom.

neće moći djelovati mjerama suverenog vođenja monetarne politike od strane HNB-a. Uz pretpostavku dostizanja potrebnog stupnja spremnosti hrvatskog gospodarstva, gdje posebno ističe odgovorno vođenje javnih financija, potvrđuje osnovnu hipotezu da su prednosti koje će RH kao mala i otvorena ekonomija imati od EMU članstva biti veće od troškova te da će ulazak u europodručje doprinijeti hrvatskom ekonomskom rastu i blagostanju u budućnosti.

U postupku uvođenja eura u novu državu članicu Europska komisija treba ocijeniti u svojem izvješću da su ispunjeni konvergencijski kriteriji predviđeni Maastrichtskim ugovorom i uputiti prijedlog Vijeću EU koje je dužno u roku od šest mjeseci provesti savjetovanje s Europskim parlamentom i Europskom središnjom bankom. Postupak uvođenja eura završava kada Vijeće EU donese odluku o tome da država kandidatkinja ispunjava propisane kriterije i tada se neopozivo fiksira tečaj zamjene nacionalne valute za euro. Posljednja takva odluka donesena je 23. srpnja 2014. o uvođenju eura u Litvi 1. siječnja 2015. (slika 7.).

Slika 7. Odluka Vijeća Europske unije o usvajanju eura u Litvi objavljena u Službenom listu Europske unije (naslovna strana)



**ODLUKA VIJEĆA**  
**od 23. srpnja 2014.**  
**o usvajanju eura u Litvi 1. siječnja 2015.**

(2014/509/EU)

VIJEĆE EUROPSKE UNIJE,

uzimajući u obzir Ugovor o funkcioniranju Europske unije, a posebno njegov članak 140. stavak 2.,

uzimajući u obzir prijedlog Europske komisije,

uzimajući u obzir izvješće Europske komisije,

uzimajući u obzir izvješće Europske središnje banke,

uzimajući u obzir mišljenje Europskog parlamenta,

uzimajući u obzir raspravu u Europskom vijeću,

uzimajući u obzir preporuku članova Vijeća koji predstavljaju države članice čija je valuta euro,

budući da:

- (1) Treća faza ekonomske i monetarne unije („EMU“) započela je 1. siječnja 1999. Vijeće je, u sastavu šefova država i vlada na sastanku u Bruxellesu 3. svibnja 1998., odlučilo da su Belgija, Njemačka, Španjolska, Francuska, Irska, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Austrija, Portugal i Finska ispunili uvjete potrebne za usvajanje eura 1. siječnja 1999. <sup>(1)</sup>
- (2) Odlukom 2000/427/EZ <sup>(2)</sup> Vijeće je odlučilo da je Grčka ispunila uvjete potrebne za usvajanje eura 1. siječnja 2001. Odlukom 2006/495/EZ <sup>(3)</sup> Vijeće je odlučilo da je Slovenija ispunila uvjete potrebne za usvajanje eura 1. siječnja 2007. Odlukama 2007/503/EZ <sup>(4)</sup> i 2007/504/EZ <sup>(5)</sup> Vijeće je odlučilo da su Cipar i Malta ispunili uvjete potrebne za usvajanje eura 1. siječnja 2008. Odlukom 2008/608/EZ <sup>(6)</sup> Vijeće je odlučilo da je Slovačka ispunila uvjete potrebne za usvajanje eura. Odlukom 2010/416/EU <sup>(7)</sup> Vijeće je odlučilo da je Estonija ispunila uvjete potrebne za usvajanje eura. Odlukom 2013/387/EU <sup>(8)</sup> Vijeće je odlučilo da je Latvija ispunila uvjete potrebne za usvajanje eura.

<sup>(1)</sup> Odluka Vijeća 98/317/EZ od 3. svibnja 1998. u skladu s člankom 109. i stavkom 4. Ugovora (SL L 139, 11.5.1998., str. 30).

<sup>(2)</sup> Odluka Vijeća 2000/427/EZ od 19. lipnja 2000. u skladu s člankom 122. stavkom 2. Ugovora o usvajanju jedinstvene valute u Grčkoj 1. siječnja 2001. (SL L 167, 7.7.2000., str. 19.).

<sup>(3)</sup> Odluka Vijeća 2006/495/EZ od 11. srpnja 2006. u skladu s člankom 122. stavkom 2. Ugovora o usvajanju jedinstvene valute u Sloveniji 1. siječnja 2007. (SL L 195, 15.7.2006., str. 25.).

<sup>(4)</sup> Odluka Vijeća 2007/503/EZ od 10. srpnja 2007. u skladu s člankom 122. stavkom 2. Ugovora o usvajanju jedinstvene valute u Cipru 1. siječnja 2008. (SL L 186, 18.7.2007., str. 29.).

<sup>(5)</sup> Odluka Vijeća 2007/504/EZ od 10. srpnja 2007. u skladu s člankom 122. stavkom 2. Ugovora o usvajanju jedinstvene valute u Malti 1. siječnja 2008. (SL L 186, 18.7.2007., str. 32.).

<sup>(6)</sup> Odluka Vijeća 2008/608/EZ od 8. srpnja 2008. u skladu s člankom 122. stavkom 2. Ugovora o usvajanju jedinstvene valute u Slovačkoj 1. siječnja 2009. (SL L 195, 24.7.2008., str. 24.).

<sup>(7)</sup> Odluka Vijeća 2010/416/EU od 13. srpnja 2010. u skladu s člankom 140. stavkom 2. Ugovora o usvajanju eura u Estoniji 1. siječnja 2011. (SL L 196, 28.7.2010., str. 24.).

<sup>(8)</sup> Odluka Vijeća 2013/387/EU od 9. srpnja 2013. o usvajanju eura u Latviji 1. siječnja 2014. (SL L 195, 18.7.2013., str. 24.).

Izvor: Službeni list Europske unije: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/hr/TXT/PDF/?uri=CELEX:32014D0509&from=EN> (pristup: 23.01.2022.)

Postoje brojne analize u kojima se na temelju prikupljenih podataka procjenjuje u kojoj su mjeri države članice europodručja ostvarile očekivane ekonomske koristi temeljem prihvaćanja europske monetarne integracije. U empirijskoj studiji Centra za Europsku politiku (CEP<sup>69</sup>) Gasparotti i Kullas (2019) putem sintetičke kontrolne metode analiziraju koje su države članice profitirale više, a koje manje u promatranom razdoblju od uvođenja eura 1999. do 2017. Izračunali su kumulativni efekt povećanja bruto nacionalnog proizvoda po stanovniku (BDP per capita) za promatranih 8 država (Belgija, Francuska, Grčka, Italija, Nizozemska, Njemačka, Portugal i Španjolska) u ovome razdoblju. Zaključili su da je najviše profitirala Njemačka čiji se BDP per capita kumulativno povećao za 23.116 eura u razdoblju 1999.-2017. što znači da je njemačko gospodarstvo najviše profitiralo od uvođenja eura odnosno da su njemački građani

<sup>69</sup> engl. *Centre for European Policy (CEP)*.

najviše prosperirali unutar europodručja. Odmah iza Njemačke na listi "dobitnika" nalazi se Nizozemska, a nakon nje Grčka. Na dnu ljestvice nalaze se Italija i Francuska koje su imale najmanje koristi od uvođenja eura.

Središnja banka Litve na svojim internetskim stranicama<sup>70</sup> navodi, nakon pet godina od uvođenja eura u Litvi kao najmlađoj državi članici europodručja, da je došlo do snažnijeg ekonomskog rasta te da su koristi od pridruživanju europskoj monetarnoj uniji puno veće od troškova. Od koristi navode da je svake godine ekonomski rast bio za 0,5 postotnih poena viši od prosječnog, da su neto primanja rasla pet puta brže nego cijene i da su kamatne stope pale za 0,3-0,4 postotna poena. Poslovni subjekti su u pet godina uštedjeli 144 milijuna eura, građani su uštedjeli 153 milijuna eura, a državni proračun je zbog jeftinijeg zaduživanja uštedio čak 334 milijuna eura. Ovo su vrlo konkretne brojke koje dokazuju da su u praksi potvrđeni ekonomski razlozi odnosno pozitivna očekivanja država članica europodručja za prihvaćanje europske monetarne integracije.

Za opstanak eura kao jedinstvene europske valute, pored nabrojanih razloga koji započinju s političkom voljom da se osigura trajni mir na europskom kontinentu i poveća stupanj ekonomskog blagostanja, treba uzeti u obzir i političko-ekonomske troškove koji bi nastupili u slučaju propasti eura i raspada EMU (Mayer, 2012). Za očekivati je da bi došlo do snažnog geopolitičkog šoka koji bi poništio sve ove kumulirane pozitivne efekte, što demotivira države članice od eventualne odluke o izlasku iz europodručja.

Američki profesor ekonomije Ionnatos (2018) je s pozicije euro-skeptika testirao opravdanost očekivanja država članica da će uvođenje eura promovirati gospodarski rast europodručja. Istaknuo je provođenje nepopularnih mjera štednje koje su pojedine države članice europodručja (Italija, Irska, Cipar, Grčka, Portugal i Španjolska) morale provoditi kada su bile suočene s krizom javnog duga. Smatra da je euro prouzročio negativne efekte na njihove nacionalne ekonomije. Proveo je empirijsko istraživanje u kojem je usporedio stopu rasta europodručja sa stopom rasta tri kontrolne grupe država izvan europodručja. Prvu kontrolnu grupu čine Velika Britanija, Danska i Švedska, drugu kontrolnu grupu čine Švicarska i Norveška, a u trećoj kontrolnoj grupi su SAD, Kanada, Australija i Japan. Rezultati ovog

---

<sup>70</sup> Internetske stranice središnje banke Litve (Lietuvos Bankas): <https://www.lb.lt/en/news/5-years-with-the-euro-obvious-benefits-for-lithuania> (pristup: 29.01.2022.)

istraživanja pokazuju da nema velike razlike u stopama rasta europodručja u odnosu na kontrolne grupe zemalja. U prvoj kontrolnoj grupi su tri države koje su članice EU tako da velikim dijelom koriste prednosti jedinstvenog europskog tržišta iako nisu uvele euro. U drugoj kontrolnoj grupi su dvije države koje nisu članice EU, ali su ekonomski čvrsto vezane za pojedine države članice europodručja. Treba uzeti u obzir da je riječ o izuzetno bogatim državama sa snažnim gospodarstvom koje se po stupnju razvijenosti mogu mjeriti s najjačim članicama europodručja. U trećoj grupi su najrazvijenije države izvan Europe, primjerice tu je SAD čija je ekonomija u trenutku osnivanja EMU bila razvijenija. Generalno se može uočiti da se namjernom usporedbom isključivo s najrazvijenijim i najbogatijim državama Europe i svijeta ne mogu izvući ispravni zaključci oko opravdanosti ekonomskih razloga nastanka europodručja jer je skupina od 19 država članica europodručja jako heterogena, što se odražava na izračun prosječnog gospodarskog rasta. Bila bi primjerenija usporedba država iz kontrolnih grupa s jezgrom europodručja koju čine najrazvijenije države sa sličnim stupnjem razvijenosti ekonomija, a za očekivati je da bi tada zaključci bili bitno drugačiji što autoru možda ne bi odgovaralo.

Ekonomske koristi koje proizlaze iz članstva u europskoj monetarnoj integraciji usko su vezane sa stupnjem realne konvergencije kojeg je postigla država kandidatkinja odnosno postojeća članica europodručja. Europska središnja banka (2017) povremeno objavljuje u svojim publikacijama analizu realne konvergencije u europodručju koja predstavlja dugoročan proces s ciljem povećanja realnog rasta BDP-a per capita u siromašnijim državama članicama s nižim BDP-om kako bi se smanjio jaz u odnosu na bogatije članice s višim BDP-om. Održiva ekonomska konvergencija može smanjiti izloženost pojedine nacionalne ekonomije asimetričnim šokovima. Najvažnija komponenta realne konvergencije je ukupna faktorska produktivnost, a posebno produktivnost komponente radne snage. Za proces konvergencije važno je ispravno funkcioniranje institucija odnosno napredak u radu institucija. Na grafikonu 4. nalazi se rangiranje država članica europodručja odnosno EU prema indikatorima institucionalnog progresa koje su razvile različite institucije kao što su Svjetska banka, Transparency International<sup>71</sup>, Svjetski ekonomski forum<sup>72</sup> i Međunarodna financijska korporacija<sup>73</sup>. Prati se progres u razdoblju 2008.-2016. Pored 19 država članica europodručja

---

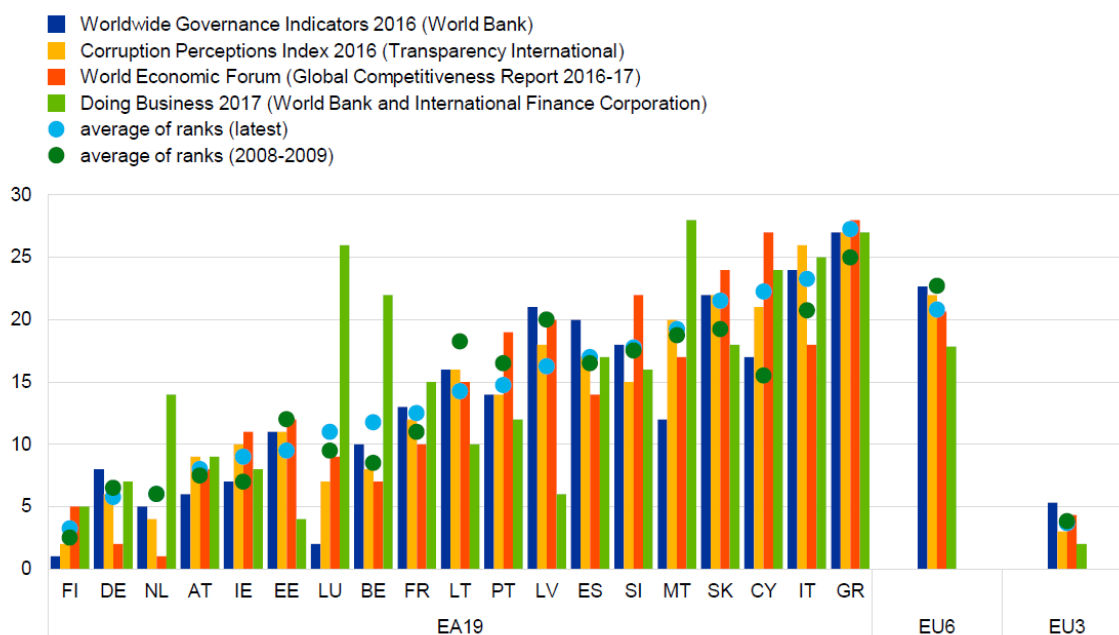
<sup>71</sup> Međunarodna nevladina organizacija sa sjedištem u Berlinu osnovana 1993. koja se bavi suzbijanjem korupcije.

<sup>72</sup> Neprofitna međunarodna organizacija osnovana 1971. sa sjedištem u Ženevi koja okuplja vodeće političare i poslovne ljude radi rješavanja aktualnih globalnih problema.

<sup>73</sup> Međunarodna financijska institucija i članica grupe Svjetske banke za usluge investiranja, savjetovanja i upravljanja imovinom u manje razvijenim zemljama.

prikazan je institucionalni progres šest država izvan europodručja (EU6), a to su Bugarska, Češka, Hrvatska, Mađarska, Poljska i Rumunjska. Također su u skupini EU3 prikazane tri najrazvijenije države članice EU izvan europodručja (Danska, Švedska i Velika Britanija<sup>74</sup>).

Grafikon 4. Rangiranje država članica europodručja / Europske unije po institucionalnom progresu u razdoblju 2008.-2016.



Izvor: European central bank. (2017). *Real convergence in the euro area: a long term perspective*. Occasional Paper Series No. 203

Na gornjem grafikonu je vidljivo da je najbolje rangirana Finska (FI), zatim Njemačka (DE) pa Nizozemska (NL) i Austrija (AT). Na začelju europodručja se nalazi Grčka (GR), Italija (IT) i Cipar (CY). Skupina manje razvijenih država EU6 izvan europodručja ima prosječan indeks (točkica plave boje) na razini Slovačke, malo lošije od Malte (MT), a malo bolje od Cipra. Najrazvijenija skupina izvan europodručja EU3 ima prosječnu vrijednost indeksa usporedivu s najbolje rangiranom članicom europodručja Finskom. To upućuje na zaključak da je veći stupanj realne konvergencije između jezgre europodručja i razvijenih država izvan europodručja (EU3) nego u odnosu na pojedine članice na periferiji europodručja. Dodatno, uspoređujući prosječne indekse 2016. (plava točka) i 2008. (zelena točka) vidi se da pojedine države nisu pokazale napredak (Španjolska), kod nekih je došlo do manjeg pogoršanja usprkos

<sup>74</sup> Velika Britanija je u promatranom razdoblju (2008.-2016.) bila članica EU. Napustila je EU tek 2020.

započetim reformama nakon krize (Italija i Grčka), a kod nekih je došlo do značajnijeg nazadovanja (Cipar).

Proces konvergencije ne dolazi automatski sam po sebi činom pridruživanja EMU nego kao rezultat upornog političkog zalaganja prije i nakon uvođenja eura, a odgovornost je na nacionalnim vladama država članica. Europske institucije (Europska komisija, Europski parlament i Eurogrupa) trebaju olakšati proces konvergencije putem definiranja odgovarajućeg regulatornog okvira. Može se zaključiti da trenutno zadovoljenje Maastrichtskih kriterija u trenutku ulaska u EMU nije garancija da će država ostvarivati ekonomske koristi od članstva ako iza toga ne slijede kontinuirani napori na podizanju realne konvergencije.

### 3.4 Bankovna unija – jedinstveni supervizijski i sanacijski mehanizmi

Službene internetske stranice Vijeća EU i Europskog vijeća<sup>75</sup> definiraju europsku bankovnu uniju kao ključni element Ekonomske i monetarne unije (EMU). Osnovana je 2008. za vrijeme velike ekonomsko-financijske krize kako bi se pojačala stabilnost i sigurnost bankarskog sustava u europodručju odnosno u Europskoj uniji. Cilj bankovne unije je povećati otpornost banaka za buduće financijske krize, omogućiti sanaciju banaka mimo državnog proračuna i uskladiti pravila za bankarsko-financijski sektor. Države članice europodručja su automatski članice bankovne unije. Ostale države EU izvan europodručja se mogu dobrovoljno uključiti u bankovnu uniju putem intenzivnije suradnje s Europskom središnjom bankom, kao što su to napravile Hrvatska i Bugarska. Ulaskom u bankovnu uniju odgovornost za banke se pomiče s nacionalne razine na razinu EU. Također se smanjuje osjetljivost bankarskog sustava na šokove kao što je pad vrijednosti nekretnina koji se obično prenosi na bilance banaka i putem spašavanja posrnulih banaka završava kao javni dug.

Bit bankovne unije je da se na sve banke primjenjuje isti normativni okvir tako da nema razlike između država članica, a to je postignuto jedinstvenim pravilnikom. Ovaj pravilnik osigurava jednake uvjete unutar jedinstvenog europskog tržišta i njega moraju poštivati sve kreditne institucije unutar bankovne unije (cca 8.300 banaka). Jedinstveni pravilnik uklanja razlike između nacionalnih zakonodavnih okvira kako bi potrošači u različitim državama imali jednaku sigurnost. Uvođenje ovih jedinstvenih pravila započelo je slijedom zaključaka Europskog vijeća od lipnja 2009. Implementacija ovih pravila u bankarskom sektoru predstavlja veliki korak prema konačnoj uspostavi jedinstvenog europskog tržišta financijskih usluga. Za bankovnu uniju su najvažnija tri pravna akta: 1. direktiva i uredba o kapitalnim zahtjevima, 2. izmijenjena direktiva o sustavima osiguranja depozita i 3. direktiva o oporavku i sanaciji banaka. Ovim aktima se propisuju kapitalni zahtjevi za banke, sustavi osiguranja depozita i pravila za oporavak i sanaciju banaka.

Kapitalni zahtjevi za bankarski sektor (CRD<sup>76</sup>) osiguravaju veću spremnost banaka u financijskoj krizi, bolje upravljanje rizicima te reguliranje kreditiranja kod usporavanja gospodarstva. Obuhvaćaju i primjenu supervizorskih pravila za kapitalnu adekvatnost Banke

---

<sup>75</sup> Vijeće EU i Europsko vijeće. <https://www.consilium.europa.eu/hr/> (pristup: 29.01.2022.).

<sup>76</sup> engl. *Capital Requirements Directive for the banking sector*.

za međunarodna poravnanja (BIS) koja je smještena u Baselu u Švicarskoj, pa se ova pravila nazivaju "Basel III"<sup>77</sup>. Regulacija traži da banke imaju dovoljno vlastitog kapitala da bi mogle pokriti nenadane gubitke odnosno zadržati solventnost (najmanje 8% od aktive ponderirane rizicima). Banke moraju posjedovati likvidne imovine najmanje 25% svojih odljeva kako bi mogle zadržati likvidnost u stresnim situacijama u razdoblju od 30 dana. Regulacija smanjuje preveliku upotrebu financijske poluge<sup>78</sup> kao odnosa kapitalne baze i ukupne imovine.

Drugi dio jedinstvenih pravila odnosi se na uspostavu sustava osiguranja depozita (DGS<sup>79</sup>) u bankama kako bi građani imali sigurnost i povjerenje u bankarski sustav čime bi se izbjegla masovna povlačenja depozita. Njime se osigurava jednoobrazna zaštita depozitara unutar EU i veća financijska stabilnost. Zaštićeni su depoziti do iznosa od 100.000 eura po jednoj banci. Sustav osiguranja depozita garantira isplatu depozita unutar 20 radnih dana (do 2024. će isplata biti u najdužem roku do 7 dana) u slučaju propasti banke. Sve banke su članice ovog sustava i uplaćuju novac u zajednički fond sukladno profilu rizika. Visina sredstava u fondu treba biti maksimalno 0,8% ukupnih zaštićenih depozita do 2025.

Treći dio regulira oporavak banaka pogođenih krizom i sanacija onih banaka koje se ne uspiju oporaviti (BRRD<sup>80</sup>). Cilj ovih pravila je spriječiti bankarske krize i umanjiti negativan utjecaj na realno gospodarstvo kao i na troškovnu stranu državnog proračuna (sanacija banaka javnim novcem poreznih obveznika). Na taj način se povećava povjerenje depozitara u banke i bankarski sustav i smanjuje se trošenje javnog novca. Ova pravila daju ovlasti nacionalnim tijelima kako bi mogla efikasno intervenirati unutar države ili izvan nacionalnih granica u slučajevima izgledne propasti banke. Nacionalna sanacijska tijela moraju napraviti za svaku banku poseban sanacijski plan, a na razini cijele bankovne unije osnovano je Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo (EBA<sup>81</sup>) koje izrađuje obvezatne tehničke standarde i smjernice za oporavak i sanaciju banaka. EBA je osnovana 1. siječnja 2011. kao nezavisno nadzorno tijelo EU (specijalizirana agencija) koje treba osigurati efikasnu i konzistentnu prudencijalnu regulaciju i superviziju unutar cijelog bankarskog sektora EU. Glavni zadatak je izrada već spomenutog jedinstvenog europskog pravilnika<sup>82</sup>. EBA je dio europskog sustava financijske

---

<sup>77</sup> Internetska stranica BIS-a za pravila Basel III: <https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm> (pristup: 29.01.2022.).

<sup>78</sup> engl. *leverage*.

<sup>79</sup> engl. *Deposit Guarantee Schemes*.

<sup>80</sup> engl. *Bank Recovery and Resolution Directive*.

<sup>81</sup> engl. *European Banking Authority (EBA)*.

<sup>82</sup> engl. *European Single Rulebook*.

supervizije (ESFS<sup>83</sup>). EBA ima oko 160 zaposlenika, a zbog Brexita u ožujku 2019. njezino sjedište je preseljeno iz Londona u Pariz.

Slično kao i kod sustava osiguranja depozita, predviđeno je osnivanje sanacijskih fondova iz kojih bi se trebala financirati potpora propalim bankama. Svaka država treba osnovati ex-ante sanacijski fond u koji će banke uplaćivati sredstva sukladno rizicima (do 2025. visina sredstava u nacionalnom fondu treba biti najmanje 1% osiguranih depozita). Kod propasti banke, najprije troškove snose dioničari i vjerovnici banke, a tek se razlika pokriva iz sanacijskog fonda.

U skladu s jedinstvenim pravilnikom, bankovna unija se temelji na dva stupa, a to su Jedinstveni nadzorni mehanizam (SSM<sup>84</sup>) i Jedinstveni sanacijski mehanizam (SRM<sup>85</sup>). Još uvijek nedostaje treći stup bankovne unije, a to je Europski sustav osiguranja depozita (EDIS<sup>86</sup>), zbog čega bankovna unija nije kompletna.

Jedinstveni nadzorni mehanizam (SSM) je zapravo sustav bonitetnog nadzora europskih banaka koji se sastoji od Europske središnje banke i nacionalnih nadzornih tijela država članica (u većini država članica nadzor banaka je jedna od organizacijskih jedinica središnje banke, ali kod nekih država postoje zasebna tijela za nadzor banaka izvan središnje banke). SSM je osnovan Uredbom Vijeća EU iz 2013. Financijska kriza je pokazala da je potreban nadzor na razini EU jer se šokovi u financijskom sektoru brzo šire preko granice, a pogotovo unutar država članica monetarne unije kao što je to slučaj u europodručju. Europska središnja banka je odgovorna za funkcioniranje SSM-a i njezina uloga je provoditi nadzorne radnje, izdavati ili oduzimati odobrenja za rad banaka i osigurati dosljednu primjenu propisa i usklađenost s bonitetnim pravilima EU. ESB je od 2014. odgovoran za izravan nadzor stotinjak značajnih banaka u bankovnoj uniji. Nadzor značajnih banaka (velikih sistemskih banaka) provode zajednički nadzorni timovi formirani od zaposlenika ESB-a i nacionalnih supervizora. Ostale banke nadziru nacionalna nadzorna tijela u bliskoj suradnji s ESB-om. Članice SSM-a su sve države iz europodručja, uz Hrvatsku i Bugarsku koje su se dobrovoljno priključile od 2020. Pridruživanje SSM-u doprinosi povjerenju građana u bankarski sustav, a time gradi financijsku stabilnost. U ESB-u je za područje nadzora banaka osnovano već spomenuto četvrto

---

<sup>83</sup> engl. *European System of Financial Supervision (ESFS)*.

<sup>84</sup> engl. *Single Supervisory Mechanism (SSM)*.

<sup>85</sup> engl. *Single Resolution Mechanism (SRM)*.

<sup>86</sup> engl. *European Deposit Insurance Scheme (EDIS)*.



upravljačko tijelo pod nazivom Odbor za superviziju. Sastoji se od predsjednika, zamjenika predsjednika, četiri člana iz ESB-a i po jednog predstavnika nacionalnih nadzornih tijela iz država članica SSM-a.

Jedinstveni sanacijski mehanizam (SRM) osnovan je Uredbom Europskog parlamenta i Vijeća od 2014. za potrebe sanacije problematičnih banaka u državama članicama europodručja (odnosno državama koje se dobrovoljno pridruže bankovnoj uniji). Ciljevi SRM-a su povećati povjerenje depozitara kako oni ne bi u panici naglo povlačili depozite i dodatno povećali problem, kao i smanjiti troškove za porezne obveznike da se banke ne saniraju iz državnog proračuna. SRM se sastoji od Jedinstvenog sanacijskog odbora (SRB<sup>87</sup>) i Jedinstvenog fonda za sanaciju (SRF<sup>88</sup>). Jedinstveni sanacijski odbor je upravljačko tijelo koje donosi odluke o programu sanacije banaka i odgovoran je za sanaciju značajnih banaka i upotrebu jedinstvenog fonda za sanaciju. Sastoji se od predsjednika, potpredsjednika i četiri stalna člana te predstavnika iz države članice koja ima banku koju treba sanirati, a na sjednicama je po jedan predstavnik iz ESB-a i Komisije. Jedinstveni fond za sanaciju je zajednički sanacijski fond na europskoj razini koji se financira doprinosima banaka i njegova sredstva će se koristiti za sanaciju onih banaka koje nemaju drugih alternativa. Fond se puni doprinosima u osmogodišnjem razdoblju (2016.-2023.) kako bi dosegnuo 1% od osiguranih depozita u kreditnim institucijama u 21 državi članici (cca 55 milijardi eura). Međuvladini sporazum iz 2014. između država članica bankovne unije je potvrdio uzajamno korištenje sredstava.

Postupak izgradnje bankovne unije još uvijek nije dovršen i tijekom 2021. je održano nekoliko sastanaka Euroskupine na kojima se raspravljalo o planu rada na dovršetku bankovne unije te je iniciran sastanak na vrhu država europodručja na kojem je istaknuta važnost dovršetka bankovne unije i integrirane unije tržišta kapitala. Očekuje se stupanje na snagu izmijenjenog Ugovora o Europskom stabilizacijskom mehanizmu i formiranje zaštitnog mehanizma u jedinstvenom fondu za sanaciju.

Pored navedenih stupova bankovne unije koji su primarno usmjereni na bankarski sektor, za stabilizaciju financijskog sektora uključujući probleme javnog duga koji su započeli sa spašavanjem Grčke 2010., a nastavili s proračunskim problemima Irske, Italije, Portugala i

---

<sup>87</sup> engl. *Single Resolution Board (SRB)*.

<sup>88</sup> engl. *Single Resolution Fund (SRF)*.

Španjolske, u lipnju 2010. je osnovan Europski fond za financijsku stabilnost (EFSF<sup>89</sup>). Ovaj program je bio privremeno rješenje za europsku krizu javnog duga odnosno za pružanje financijske pomoći Irskoj (studeni 2010.), Portugalu (svibanj 2011.) i Grčkoj (tijekom 2014.). Pružanje financijske podrške je bilo financirano putem izdavanja obveznica i drugih dužničkih instrumenata na tržištu kapitala. Cilj je bio očuvanje financijske stabilnosti europodručja. Sjedište EFSF-a je bilo u Luksemburgu. EFSF je imao kreditni kapacitet od 440 milijardi eura u kombinaciji s još dodatnih 60 milijardi eura od Europskog mehanizma financijske stabilnosti (EFSM<sup>90</sup>). To je mehanizam hitnog financiranja država članica europodručja s ekonomskim poteškoćama putem sredstava prikupljenih na financijskim tržištima za koje garantira Europska komisija uz upotrebu europskog budžeta. Od rujna 2012. oba programa financiranja (EFSF i EFSM) je zamijenio Europski stabilizacijski mehanizam (ESM<sup>91</sup>). ESM je međuvladina organizacija sa sjedištem u Luksemburgu. ESM štiti i pruža promptni pristup programima financijske pomoći za države članice europodručja koje imaju financijskih poteškoća. Maksimalni kreditni kapacitet ESM-a je 500 milijardi eura. Pojedina članica kao uvjet za spašavanje (engl. *bailout*) treba potpisati Memorandum o razumijevanju (MoU<sup>92</sup>) u kojem će prikazati plan provedbe potrebnih reformi i fiskalne konsolidacije kako bi ponovno uspostavila financijsku stabilnost. Odluka o odabiru jednog od pet programa pomoći koje nudi ESM donosi se na temelju evaluacije koju provodi tzv. *Troika* (konzorcij sastavljen od tri strane: Europska središnja banka, Europska komisija i Međunarodni monetarni fond). ESM je pružio financijsku pomoć Španjolskoj i Cipru za dokapitalizaciju njihovih banaka. ESM bi trebao dosegnuti razinu upisanog kapitala od 700 milijardi eura od čega je 80 milijardi uplaćeni kapital od država članica europodručja (prema ključu relativne veličine BDP-a), a preostali iznos kapitala se treba prikupiti izdavanjem ESM obveznica na tržištu kapitala.

Skupina francuskih autora (Bignon, Breton, Rojas Breu, 2019) analizirali su međuodnos između monetarne integracije i integracije kreditnih tržišta. Monetarna unija utječe na dostupnost kredita jer se smanjuje granični trošak za prekogranične transakcije. Razvili su model koji analizira da li poželjnost pridruživanja valutnoj uniji, kakva je europska monetarna unija, ovisi o stupnju integracije kreditnih tržišta neovisno o državnim granicama. Smatraju da je ova integracija bankarskog tržišta nedovoljno uzeta u obzir kod osnivanja monetarne unije.

---

<sup>89</sup> engl. *European Financial Stability Facility (EFSF)*.

<sup>90</sup> engl. *European Financial Stabilisation Mechanism (EFSM)*.

<sup>91</sup> engl. *European Stability Mechanism (ESM)*.

<sup>92</sup> engl. *Memorandum of Understanding (MoU)*.

Podsjećaju da je kod uvođenja eura monetarna unija inicijalno bila dizajnirana na način da su regulacija rada banaka i supervizija bili isključivo u rukama nacionalnih tijela, a s vremenom je došlo do povezivanja bankarskih tržišta i do razvoja zajedničke bankarske odnosno supervizorske regulative pod jedinstvenim nazivom "bankovna unija". Rezultati njihovog istraživanja potvrđuju da razvoj ove integracije nije plod slučajnih događaja nego je u zoni niske inflacije integracija bankarsko-kreditnog tržišta nužna kako bi se iskoristile prednosti zajedničke valute – eura. Europska središnja banka i Europska komisija stoga potiču ovaj oblik financijske integracije kako bi se kompletirala monetarna unija. Zaključuju da integracija kreditnih tržišta država članica europodručja dovodi do veće optimalizacije europske monetarne unije.

Hoffmann, Maslov, Sorensen i Stewen, (2019) se fokusiraju na kanale dijeljenja rizika u EMU. Uvođenje eura je potaklo povećano dijeljenje rizika između država europodručja. Dijeljenje rizika se povećava u situaciji većeg prekograničnog ulaganja na tržištu kapitala i bankarskog kreditiranja, a smanjuje u situaciji bankarske integracije. Uočili su interakciju između tržišta kapitala i bankarske integracije koja upućuje na zaključak da su unija tržišta kapitala i bankovna unija međusobno komplementarne. Stoga je za uspješnost daljnje europske integracije važno da se obje realiziraju.

Colliard (2019) razmatra optimalnu strukturu za supervizorski nadzor i financijsku integraciju u europskoj bankarskoj uniji. Jedinstveni nadzorni mehanizam (SSM) ima zajedničku supervizorsku arhitekturu koja objedinjava centralni (federativni) nadzor ESB-a i domaći nadzor nacionalnih tijela država članica. Optimalna arhitektura traži ravnotežu između centralnog i lokalnog nadzora. Centralni supervizorski nadzor (ESB) uzima u obzir prekogranične aspekte koje lokalni supervizor ne uzima u obzir. Lokalni supervizor je obično popustljiviji prema domaćoj banci u odnosu na centralnog supervizora. Banka koja ima centralni nadzor pojačava svoje prekogranične aktivnosti te lakše nalazi inozemne izvore financiranja u odnosu na ostale banke unutar iste države koje su nadzirane samo od strane lokalnog supervizora. Može se zaključiti da centralizirana supervizija i financijska integracija imaju čvrsto uzajamno djelovanje.

### 3.5 Jedinствeni euro-budžet i budućnost Ekonomske i monetarne unije

Važan dokument na putu kompletiranja Ekonomske i monetarne unije je izvještaj predsjednika Europskog vijeća H. V. Rompuy (2012) pod nazivom "*Prema pravoj ekonomskoj i monetarnoj uniji*"<sup>93</sup> koji je pripremljen u suradnji s Europskom središnjom bankom i Eurogrupom. Izvještaj daje viziju buduće EMU kako bi se ostvario još veći stupanj rasta, zaposlenosti i stabilnosti. Predlaže jaču EMU arhitekturu kroz četiri aspekta: prvi je integrirani financijski sektor koji treba minimizirati troškove sanacije banaka i garantiranja stabilnosti za bankarske depozite, drugi je integrirani budžet na europskoj razini koji uključuje fiskalnu solidarnost između država članica i koji će omogućiti izdavanje vrijednosnih papira za zajednički javni dug, treći je integrirana ekonomska politika koja je kompatibilna s monetarnom unijom, a posljednji je osiguravanje demokratskog legitimiteta i odgovornost. Za realizaciju ovih kompleksnih aspekata biti će potrebne godine kao i potrebne promjene osnivačkih EU ugovora, kada za to dođe vrijeme.

Prvi aspekt, integrirani financijski okvir, treba pokriti cijelu Europsku uniju uz potrebne specifičnosti za europodručje zbog funkcioniranja monetarne unije. Uključuje upotrebu jedinstvenog pravilnika za europske banke kako bi se omogućila jedinstvena europska supervizija i uključuje sheme osiguranja depozita i sanacije banaka. Na ovome području je u proteklih sedam godina učinjen veliki napredak.

Drugi aspekt je integrirani fiskalni okvir koji treba popločiti put prema fiskalnoj uniji. Kao sastavni dio fiskalne unije biti će zajednički javni dug kao produkt fiskalne integracije i fiskalne solidarnosti između država članica. Nužno je osigurati čvrsti model za budžetsku disciplinu koja demotivira moralni hazard i potiče odgovornost. Fiskalna unija bi omogućila jači fiskalni kapacitet na europskoj razini jer bi europodručje postalo jedinstveno fiskalno tijelo s vlastitom riznicom. Trebat će jasno definirati odnos između europskog i nacionalnih budžeta. Sve do tada, ostaje dosljedna primjena mjera koje su dogovorene u okviru Pakta o stabilnosti i rastu kao i Ugovora o stabilnosti, koordinaciji i upravljanju (TSCG<sup>94</sup>).

---

<sup>93</sup> engl. *Towards a genuine Economic and Monetary Union*.

<sup>94</sup> engl. *Treaty on Stability, Coordination and Governance (TSCG)*; skraćeno "Fiscal Stability Treaty" je ugovor između država članica EU potpisan 2012. kojim se postrožuju pravila iz Pakta o stabilnosti i rastu.

Treći aspekt je produbljivanje ekonomske unije na način da se poveća koordinacija i konvergencija između nacionalnih ekonomskih politika država članica europodručja kako se ne bi ugrozila monetarna unija odnosno stabilnost EMU kao cjeline. Posebno je važno harmonizirati mobilnost radne snage i porezne politike.

Četvrti aspekt je jako važan jer je za budući pomak budžetiranja s nacionalne razine na supranacionalnu razinu potrebno osigurati legitimnost i odgovornost kod donošenja i provođenja ovih važnih i politički osjetljivih odluka. Jedini način je jačanje povjerenja europskih građana u EU institucije kao što je Europski parlament koji mora imati tijesnu suradnju s nacionalnim parlamentima.

Mnogobrojni sastanci europskih čelnika koji su uslijedili istakli su činjenicu da je bolja koordinacija ekonomskih politika nezaobilazna stanica na putu prema kompletiranju Ekonomske i monetarne unije. Naziv ove europske integracije jasno upućuje da cilj osnivača EU nije bio samo monetarna unija, već i ekonomska unija. Ipak, iako su dobre namjere više puta potvrđene, do sada nije bilo dovoljno političke volje da se poduzmu svi neophodni koraci u smjeru ostvarivanja jače ekonomske konvergencije i solidarnosti u europodručju.

EMU je kao kuća koja se desetljećima gradila, ali njezina gradnja još uvijek nije završena (Juncker, 2015). Pri tome treba imati na umu da euro nije samo valuta, nego predstavlja politički i ekonomski projekt. Države članice su odlučile dijeliti zajedničku sudbinu i to podrazumijeva uzajamno poštivanje dogovorenih pravila i međusobnu solidarnost u krizi. Problem predstavljaju divergencije između država članica Unije (primjerice stopa nezaposlenosti u jednoj državi je na visokoj razini, a u drugoj državi je na niskoj razini) i to povećava ranjivost cijele Unije. Jedini način da se ova ranjivost eliminira je stvaranje stvarne ekonomske, financijske, fiskalne i političke unije za sve države članice europodručja. Za kompletiranje EMU je nužno da umjesto današnjih pravila i smjernica koje se primjenjuju na nacionalnoj razini u budućnosti dođe do većeg prijenosa suverenosti na zajedničke europske institucije. To znači da će se odluke o budžetima i ekonomskim politikama u budućnosti sve više donositi u zajedničkoj europskoj areni. Juncker predviđa da bi finalna faza trebala biti najkasnije 2025. Postojeći okvir ekonomskog upravljanja pojačan je 2015. osnivanjem neovisnog savjetodavnog Europskog fiskalnog odbora<sup>95</sup>. Europski fiskalni odbor predlaže

---

<sup>95</sup> engl. *European Fiscal Board*.

razvoj budućeg fiskalnog okvira Unije odnosno smjera fiskalne politike na razini europodručja i na nacionalnoj razini. Iste godine osnovan je Europski fond za strateške investicije (EFISI<sup>96</sup>) kao odvojeni entitet odnosno račun unutar Europske investicijske banke (EIB<sup>97</sup>) s ciljem da se omogući javno financiranje i potakne investiranje za projekte unutar EU (infrastruktura, obrazovanje, zdravlje i dr.). Buduća fiskalna unija ne mora značiti da će se sve fiskalne odluke donositi centralizirano, ali će se značajno povećati broj odluka koje se moraju donijeti kolektivno. Ove odluke će se najvjerojatnije donositi u budućem europskom Ministarstvu financija.

Bivši guverner ESB-a Trichet (2019) slaže se da za uspješno ostvarivanje ekonomskih ciljeva unutar EMU treba povećati stupanj odgovornosti i solidarnosti. Navodi pet prijedloga za budućnost EMU. Prvi je dovršetak stvaranja bankovne unije zbog konsolidacije europskog bankovnog sektora, posebno u dijelu spašavanja propalih banaka. Drugi je strogo poštivanje dva stupa fiskalnog upravljanja, a to su Pakt o stabilnosti i rastu i Postupak makroekonomske neravnoteže. Treći je imenovanje ministra financija europodručja koji će predsjedati Eurogrupi koju čine ministri financija država članica. On će biti potpredsjednik Europske komisije, a biti će usmjeren isključivo na fiskalno i financijsko upravljanje europodručjem. Također treba kreirati budžet europodručja koji u početku može biti usmjeren pomaganju država koje trebaju provesti strukturne reforme. Posljednji prijedlog je da konflikte između nacionalne vlade i europskih institucija rješava Europski parlament.

Europska komisija (2017) je objavila svoje refleksije<sup>98</sup> oko budućnosti EU financija. U tome dokumentu je izneseno pet mogućih scenarija: 1. Svih 27 država članica EU (EU27) nastavlja dalje s pozitivnim reformama (engl. "*carrying on*"), 2. EU27 će manje činiti zajedno na svim političkim područjima (engl. "*doing less*"), 3. Neke države članice će činiti više na specifičnim područjima (engl. "*some do more*"), 4. radikalna redizajn – više u nekim područjima, a manje u svim drugim područjima (engl. "*radical redesign*") i 5. EU27 odlučuju da će učiniti puno više zajedno na svim političkim područjima (engl. "*doing much more together*"). Ovih pet varijanti se razlikuju po stupnju eurooptimizma odnosno euroskepticizma, pri čemu je možda najrealnija varijanta br. 1, a najoptimističnija varijanta br. 5. Varijanta br. 3. se odnosi na najrazvijenije države članice koje čine jezgru europodručja. Preostale varijante 2. i 4. bi mogle

---

<sup>96</sup> engl. *European Fund for Strategic Investments (EFISI)*.

<sup>97</sup> engl. *European Investment Bank (EIB)*.

<sup>98</sup> engl. *Reflection Paper on the future of EU finances*.

biti korak unatrag. Nema 6. varijante "status quo" što znači da su neminovne promjene oko EU budžeta. EU budžet mora biti jednostavan, fleksibilan i mora podržavati efikasnu potrošnju zajedničkih sredstava. Muresan (2017) je na temelju refleksije Europske komisije analizirao što bi bila posljedica formiranja budžeta europodručja. Smatra da bi takav budžet unutar EU potvrdio da postoje dva različita europska integracijska procesa koji nemaju istu brzinu. Budžet europodručja bi doveo do imenovanja ministra financija za europodručje, a možda i do formiranja posebnog parlamentarnog odbora za europodručje. To bi još više odvojilo države članice europodručja od onih koje još nisu uvele euro. Članice europodručja bi podigle stupanj svoje integracije što bi moglo biti poticaj ostalima da se aktivnije uključe u buduće integracijske procese.

Cabral (2016) razmatra da li je kreiranje budžetske unije u EMU izvedivo i da li bi to pomoglo kod prevladavanja financijskih kriza. Francuski predsjednik F. Hollande je 2015. predložio stvaranje budžetske unije koju bi vodila nova vlada europodručja pri čemu ističe da inicijativa treba doći od jezgre europodručja (Francuske, Njemačke, Italije, Belgije, Nizozemske i Luksemburga). Ova ideja može dovesti do smanjenja europodručja tako da preostale članice napuste europodručje, o čemu se razmišljalo za vrijeme euro krize jer se pokazalo da EU nije optimalno valutno područje za sve države članice, već prije svega za države iz jezgre europodručja. Glavni problem heterogenosti europodručja je asimetrija u stupnju gospodarske razvijenosti i brzine rasta. Alternativno, stvaranje euro-budžeta može kompletirati EMU odnosno ojačati monetarnu uniju i paralelno stvoriti pravu budžetsku uniju s klasičnim modelom fiskalnog federalizma. S obzirom na političku nespremnost za potpuni fiskalni federalizam moguća je alternativna koncepcija djelomične fiskalne unije sa specifičnim mehanizmima osiguranja. To bi značilo da svaka država članica treba kontribuirati u zajednički euro-budžet dogovoreni postotak svog BDP-a.

Chatzigagios, Dokas i Panagopoulos (2020) kritički primjećuju da europska monetarna unija nije u cijelosti iskoristila potencijalne prednosti jedinstvenog tržišta zbog nedovoljne ekonomske konvergencije što je dovelo do manjeg gospodarskog rasta, veće nezaposlenosti i rastuće nejednakosti između država članica. Zbog toga se smanjilo povjerenje europskih građana u institucije EU, a ojačale su nacionalne političke snage koje se protive europskom jedinstvu. Smatraju da je formiranje jedinstvenog europskog budžeta prije svega političko pitanje. S obzirom da su potrebe država članica EU izvan EMU drugačije od potreba europodručja, postavljaju pitanje da li možda potrebno formirati dva različita budžeta unutar

EU, jedan za europodručje, a drugi izvan europodručja. U vrijeme globalne financijske krize 2008.-2009. postalo je evidentno da mnoge države članice ne mogu držati svoje budžetske deficite unutar dogovorenih Maastrichtskih granica odnosno da njihove ekonomije ne mogu apsorbirati šokove. Pokazalo se da EMU nije dobro reagirala na eksterne šokove i da je nužna njena transformacija. U međuvremenu je glavni fokus ostao na jačanju postojećih fiskalnih pravila i promoviranje strukturalnih reformi koje bi trebale dovesti do višeg stupnja realne konvergencije. Wolff (2018) je također tražio odgovor na pitanje o tome da li je potrebno odvojiti budžet europodručja od budžeta EU odnosno kako bi ta dva budžeta bili povezani. Za sada postoji višegodišnji EU budžet odnosno financijski okvir (MFF<sup>99</sup>) kao financijski program za razdoblje od sedam godina (2021.-2027.) kojim se financiraju glavni EU programi. MFF ima tri glavna izvora financiranja: 1. carine kod uvoza iz trećih zemalja izvan EU, 2. direktne kontribucije iz nacionalnih budžeta (maksimalno do 1,2% od bruto nacionalnih prihoda) i 3. iz dijela nacionalnih poreza na dodanu vrijednost po jedinstvenoj stopi od 0,3%. Više od 90% odljeva iz ovog programa odnosi se na programe iz područja rasta i razvoja. Najveći neto priljev u program imale su Njemačka, Velika Britanija i Francuska, a najveći neto odljev iz programa imale su Poljska, Češka i Rumunjska. Ovakva nejednakost u priljevu i odljevu predstavlja redistribuciju javnih sredstava jedne države članice (bogatije) u korist druge države članice (siromašnije). Postavlja se pitanje da li je ovakva prekogranična redistribucija sa socijalnim implikacijama dugoročno održiva ili je redistribucija moguća samo unutar nacionalnih granica. Budući EU budžet se može financirati putem poreza na dobit kojeg će plaćati poslovni subjekti, a o kojem će odlučivati europski parlament. Alternativno se može financirati naknadama po uzoru na formiranje fonda za sanaciju banaka ili se može financirati kontribucijama iz nacionalnih budžeta država članica. Traženje odgovora na ova pitanja dovesti će do preispitivanja uloge Europskog parlamenta u odnosu na nacionalne parlamente i na definiranje veze između nacionalnog budžeta, federalnog europskog budžeta i Europske središnje banke. Odgovori na ova pitanja su najvećim dijelom u političkoj sferi jer su javne financije snažno ugrađene u politički sustav.

S obzirom da bankovna unija nije dovršena i da nema dovoljno političke volje da se postigne fiskalna unija s jedinstvenim euro-budžetom, za sada najveća garancija za stabilnost i opstanak Ekonomske i monetarne unije jest Europska središnja banka. ESB u financijskoj krizi otkupljuje državne obveznice čime sprječava krizu likvidnosti i onemogućava da se

---

<sup>99</sup> engl. *Multiannual Financial Framework (MFF)*.



potencijalna nelikvidnost pretvori u insolventnost i recesiju. Howarth i Loedel (2005) se slažu da je ESB postala najvažnija i najmoćnija institucija u Europi. ESB ima snažne supranacionalne mehanizme kojima provodi svoje odluke. Iako je formalno-pravno odgovorna za monetarnu i tečajnu politiku, njezin se utjecaj širi na sva ostala važna politička područja kao što su financijska regulacija, proračunska politika, porezna politika i opća ekonomska politika. Stoga ESB djeluje kao najsnažnija poluga za produbljivanje europske integracije odnosno za kompletiranje EMU. Može se reći da je ESB temelj buduće nove federalne europske države. Takva velika moć koncentrirana u jednoj instituciji upućuje na pitanje da li je ESB postala novi europski Levijatan<sup>100</sup>. ESB slično kao i Hobbsov legendarni "levijatan" ima uporište u političkoj volji i pokušava pomiriti individualne (nacionalne) slobode sa supranacionalnim političkim autoritetom. Kada ESB ne bi imao dovoljno snage, ne bi mogao razriješiti monetarne konflikte proizašle iz kompetitivnih nacionalnih interesa država članica. ESB je zapravo čuvar europske monetarne stabilnosti, a indirektno i sveukupne političke stabilnosti koja ovisi o gospodarskom rastu i prosperitetu. Ukratko, ESB je temelj za postizanje političke unije u Europi.

Mayer (2012) smatra da u sagledivoj budućnosti nije izgledno očekivati nastanak europske vlade s političkim ovlastima po uzoru na Sjedinjene Američke Države odnosno monetarnu uniju s financijskim transferima od jačih prema slabijim članicama. Takva arhitektura bi zahtijevala snažan politički centar koji bi imao vlastite izvore financiranja iz zajedničkih europskih poreza. Umjesto toga, moguće je kompromisno rješenje u kojem će nacionalne vlade i dalje biti odgovorne za svoje financijske odluke, a EU bi prikupila samo manji dio budžetskih prihoda što podrazumijeva i manji kapacitet trošenja. Ako pojedina država bude insolventna, Unija neće preuzeti njezin dug i dozvolit će se bankrot ili čak i izlazak iz EMU. Ne smije se dozvoliti monetarno financiranje nesposobnih i nesolventnih vlada od strane ESB-a.

Na pitanje da li će EU postati jedinstvena europska država koja će preuzeti suverenitet od nacionalnih vlada može se dati odgovor da nije nužno da EU poprimi institucionalnu formu nacionalne države. Današnja EU nije federacija niti je konfederacija, nego nešto između nadnacionalne i međudržavne organizacije suverenih država. EU je jedinstvena regionalna

---

<sup>100</sup> Pojam "Levijatan" je u Bibliji predstavljao mitološku vodenu neman (zmiju ili kita), a engleski filozof Thomas Hobbs je 1651. objavio istoimeno djelo iz područja političke filozofije u kojem koristi ovaj pojam za suverenu državnu vlast koja mora biti dovoljno snažna da prisili građane na izvršavanje svojih obaveza. Ljudi zbog straha od međusobnog neprijateljstva ("čovjek je čovjeku vuk") predaju monopol nad korištenjem sile višem tijelu (monarhu) kako bi silom osigurao mir u kojem ljudi mogu ostvariti blagostanje.

političko-ekonomska integracija koja se temelji na principu dijeljenja suvereniteta. Europske političke aktivnosti se vode izvan nacionalnih granica pa ih nazivamo transnacionalnim politikama (Lasić, 2016). Europski i svjetski procesi umanjuju važnost nacionalnih država za političke i ekonomske procese. Moderne države ne robuju nacionalnim simbolima nego ulaze u integracije kako bi uspješno ostvarile svoje ciljeve. EU odnosno EMU kao njezin središnji dio je prostor geopolitike "vrijednosti i osjećaja" u kojem se poštuju različiti nacionalni identiteti, a njezina budućnost je zalog dugoročno održivog mira u Europi.

### **3.6 Kronološka povezanost međunarodnih ekonomskih događaja u europodručju i monetarne politike Eurosustava**

Kako bi se međunarodni ekonomski odnosi mogli bolje razumjeti i povezati s mjerama monetarne politike Eurosustava potrebno je uvažiti vremensku komponentu nastanka ekonomsko-političkih događaja koji su važni za nastanak i razvoj Ekonomske i monetarne unije. U nastavku slijedi kronologija odabranih događaja po godinama počevši od nastanka EMU i osnivanja ESB-a odnosno za razdoblje koje je obuhvaćeno znanstvenim istraživanjem (2005.-2020.) kako bi se logički povezali ključni aspekti međunarodnih ekonomskih odnosa unutar europodručja s ekonomskim efektima monetarne politike Europske središnje banke odnosno Eurosustava.

#### **1999. – godina osnivanja EMU i uvođenja eura**

To je godina početka djelovanja europskog monetarnog poretka. Zahvaljujući političkoj suradnji 11 europskih država (Austrija, Belgija, Finska, Francuska, Njemačka, Irska, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Portugal i Španjolska), a u skladu s osnivačkim ugovorom iz Maastrichta započela je treća faza stvaranja Ekonomske i monetarne unije. Od 1. siječnja 1999. neopozivo su fiksirani konverzijski tečajevi za 11 dotadašnjih nacionalnih valuta i uvedena je jedinstvena europska valuta – euro, ali samo u virtualnom obliku za računovodstvene svrhe. Istoga dana je započela s radom Europska središnja banka kao supranacionalna središnja banka koja je dobila u zadatak kreiranje jedinstvene europske monetarne politike za države članice europodručja. Stupio je na snagu Pakt o stabilnosti i rastu čiji je cilj stabiliziranje državnih financija odnosno konzistentna fiskalna politika država članica monetarne unije.

Izvadak iz godišnjeg izvješća Europske središnje banke (2000.) za 1999. godinu:

- Inicijalne ključne kamatne stope ESB-a: MRO kamatna stopa 3,0%, stopa za marginalno kreditiranje 4,5% i stopa za primljene prekonoćne depozite 2,0%.
- Niska stopa inflacije HICP od 0,8%.
- Stopa rasta monetarnog agregata M3 oko 5% zbog rasta kredita poduzećima i kućanstvima (malo iznad referentne vrijednosti).
- Negativan utjecaj krize iz Azije i Rusije, usporavanje gospodarskog rasta europodručja, smanjena potražnja, smanjenje industrijske proizvodnje.
- Devizni tečaj eura je oslabio prema najvažnijim svjetskim valutama za oko 8%.

- U međunarodnim odnosima usmjeravanje na pridruživanje budućih članica EU (Bugarska, Cipar, Češka, Estonija, Mađarska, Latvija, Litva, Malta, Poljska, Rumunjska, Slovačka i Slovenija). Turskoj je odobren status kandidatkinje, ali još ne zadovoljava uvjete. Uspostavljena je suradnja sa središnjim bankama Švicarske, Norveške i Islanda.

### **2000.-2001.**

Prvo proširenje europodručja – Grčka se pridružuje od 1. siječnja 2001. što povećava broj članica na dvanaest. Čelnici EU 26. veljače 2001. potpisuju Ugovor iz Nice s ciljem reformiranja EU institucija kako bi osigurali što uspješnije djelovanje ESB-a i kako bi se provele pripreme za prihvrat novih EU članica.

Izvadak iz godišnjeg izvješća Europske središnje banke (2002.) za 2001. godinu:

- HICP je u siječnju iznosio 2,4%, ali je u svibnju povećan na 3,4% ponajviše zbog rasta cijena energenata i hrane.
- MRO kamatna stopa je povećana na 4,75%, marginalno kreditiranje na 5,75%, a depoziti na 3,75%.
- Prosječni rast M3 je bio 5,5% (u 2000. je bio 4,9%).
- Ekonomski uvjeti u europodručju se pogoršavaju od 2000. (posebno od terorističkog napada u SAD-u 11. rujna 2001. koji je povećao neizvjesnost). Rast BDP-a je 1,4%.
- Prosječni budžetski deficit država članica europodručja je povećan na 1,3% BDP-a što je pogoršalo fiskalnu poziciju, suprotno ciljevima iz stabilizacijskih programa.

### **2002.**

Od 1. siječnja 2002. se uvode u optjecaj euro-novčanice i euro-kovanice kao zakonsko sredstvo plaćanja u 12 država članica europodručja. Nacionalne valute država članica europodručja se trajno povlače iz optjecaja i prestaju se koristiti.

Izvadak iz godišnjeg izvješća Europske središnje banke (2003.) za 2002. godinu:

- HICP je malo smanjen i iznosio je prosječno 2,2%. Rast cijena je bio djelomično vezan za zamjenu euronovčanica i eurokovanica.
- Godišnja stopa rasta M3 je porasla na 7% (što je jako premašilo referentnu vrijednost od 4,5%) zbog velike volatilnosti financijskih tržišta i niske kamatne stope. Likvidnost europodručja je veća nego što je potrebno za održivi dugoročni rast.
- Ekonomski rast je 0,8% (1,4% u 2001.) što je relativno malo.

- Upravno vijeće je dva puta smanjivalo ključnu kamatnu stopu. Minimalna bid MRO kamatna stopa je bila 3,25%, a u prosincu je smanjena za 50 baznih bodova.
- Neizvjesnosti prisutne u ekonomskom razvoju ukazuju na važnost okvira za stabilnu makroekonomsku politiku. Posebno je istaknuta važnost očekivanog donošenja Ugovora o Ustavu za Europu.
- Fiskalni razvoj u europodručju je razočaravajući. Prosječni budžetski deficit je porastao na 2,2% BDP-a što znači da dosta država nije zadovoljilo dogovorene fiskalne ciljeve (Portugal, Francuska i Njemačka imaju prekomjerne deficite).

### **2003.-2004.**

Peto proširenje EU (prvi dio) – od 1. svibnja 2004. primljeno je 10 novih država, uključujući osam država srednje i istočne Europe (Češka, Estonija, Mađarska, Latvija, Litva, Poljska, Slovačka, Slovenija te Cipar i Malta). To je najveći broj država koje su odjednom primljene u EU (ukupno 25 članica EU). Estonija, Litva i Slovenija su ušle u ERM II.

Izvadak iz godišnjeg izvješća Europske središnje banke (2005.) za 2004. godinu:

- Zbog oporavka ekonomske aktivnosti ostvaren je umjereni rast u europodručju (godišnja stopa realnog rasta BDP-a bila je 1,8%, u odnosu na 0,5% u 2003.).
- MRO stopa je bila 2% (na niskoj razini), marginalno kreditiranje 1%, a depoziti 3%.
- HICP je bio 2,1%.
- Smanjila se stopa rasta M3.
- Globalna ekonomija je zabilježila najbrži rast od sredine sedamdesetih stimuliran povoljnim financijskim uvjetima i stimulativnim nacionalnim makroekonomskim politikama.

### **2005. - prva godina u promatranom razdoblju 2005.-2020.**

Na glasanju u Nizozemskoj i Francuskoj odbačen je Ugovor o Ustavu za Europu.

Izvadak iz godišnjeg izvješća Europske središnje banke (2006.) za 2005. godinu:

- Rast BDP-a europodručja je bio 1,4%. Ekonomska aktivnost je bila umjerena, s jakim rastom globalne potražnje i vrlo povoljnim financijskim uvjetima.
- HICP je bio 2,2% zbog rasta cijena energenata i roba.
- Ključna MRO stopa je ostala na povijesno niskoj razini od 2%.

- U sustavu platnog prometa važan cilj je stvaranje SEPA (engl. *Single Euro Payments Area*) kako bi građani mogli plaćati sa svog bankovnog računa u cijelom europodručju.
- Četiri države su ušle u ERM II.
- Neizglasavanje Ugovora o Ustavu nije utjecalo na stabilnost ESB-a niti EMU.

## **2006.**

Zaustavljeni su pregovori za ulazak Turske u EU.

Izvadak iz godišnjeg izvješća Europske središnje banke (2007.) za 2006. godinu:

- HICP je bio 2,2% zbog poremećaja u cijeni nafte i roba.
- Kako bi smanjio rizik za stabilnost cijena identificiran u ESB-ovoj monetarnoj i ekonomskoj analizi Upravno vijeće je povećalo MRO stopu na 3,5%.
- Zabilježena je visoka stopa rasta od 2,8%. Glavni poticaj rasta je bila domaća potražnja, zatim jaka ekspanzija svjetske ekonomije i stabilnost financijskih tržišta.
- Fiskalna kretanja su bila povoljna i prosječni fiskalni deficit u europodručju je bio 2,0% BDP-a (granica je 3% BDP-a) što je poboljšanje u usporedbi s 2,4% u 2005. Razlozi poboljšanja nisu efikasnije mjere fiskalne konsolidacije već povećani nacionalni dohodak.
- Relativno je slab rast produktivnosti radne snage u europodručju (1.1%) u odnosu na SAD (2,2%).

## **2007.**

Treće proširenje europodručja – Slovenija se pridružuje od 1. siječnja 2007. (ukupno 13 članica europodručja). Peto proširenje EU (drugi dio) – primljene su Bugarska i Rumunjska od 1. siječnja 2007. (ukupno 27 članica EU). U prosincu 2007. potpisan je Ugovor iz Lisabona koji mijenja sve prethodne osnivačke ugovore i kojim se jača demokracija, transparentnost i učinkovitost EU.

Izvadak iz godišnjeg izvješća Europske središnje banke (2008.) za 2007. godinu:

- HICP je bio 2,1% zbog cijena energenata i hrane, kao i povećanja indirektnih poreza.
- Ekonomska aktivnost je nastavljala rasti po solidnoj stopi od 2,6% usprkos financijskim previranjima u drugoj polovici godine.
- Blago je povećana ključna kamatna stopa (MRO bid) na 4,0%.
- Prosječni fiskalni deficit je pao na 0,8% BDP-a, ali se za iduću godinu već projicira povećanje zbog nedovoljno zdravih fiskalnih pozicija.

- Stopa nezaposlenosti je nastavila padati s 8,3% u 2006. na 7,4% u 2007. što je najniža zabilježena stopa nezaposlenosti u europodručju posljednjih dvadesetak godina.
- Od kolovoza su zabilježene značajne korekcije na svjetskim financijskim tržištima s velikim turbulencijama zbog čega je ESB pružio dodatnu likvidnost na eurskom novčanom tržištu.
- TARGET2 kao druga generacija izvornog platnog sustava TARGET je počeo s radom 19. studenog 2007.

## **2008.**

Četvrto proširenje europodručja – Cipar i Malta se pridružuju od 1. siječnja 2008. (ukupno 15 članica europodručja). U rujnu 2008. zbog problema s hipotekarnim kreditima propada američka investicijska banka Lehman Brothers i započinje globalna financijska kriza koja pogađa i europsko gospodarstvo. Dolazi do destabilizacije europskog financijskog tržišta i do velikih likvidnosnih problema banaka. Europska središnja banka snažno reagira i uvodi nove nestandardne mjere monetarne politike.

Izvadak iz godišnjeg izvješća Europske središnje banke (2009.) za 2008. godinu:

- Zbog izvanrednih ekonomskih okolnosti HICP je sredinom godine dosegnuo čak 4%, a prosječna stopa je bila 3,3% što je najviša zabilježena stopa inflacije od uvođenja eura.
- Neizvjesnost je jako narasla i negativno je utjecala na likvidnost, cijene imovine i na bilance banaka.
- U koordiniranoj akciji ESB-a s drugim središnjim bankama drastično je smanjena ključna kamatna stopa za 275 baznih bodova. Zbog toga je pala prekonoćna kamatna stopa na novčanom tržištu. ESB je značajno povećao pristup likvidnosti za banke europodručja.
- Stopa rasta BDP-a je usporena na 0,8%.
- Zbog jačanja financijske krize makroekonomski uvjeti su se drastično pogoršali i prosječni državni deficit u europodručju je narastao na 1,7%. Očekuje se da će u idućoj godini još više porasti (na 4,0% BDP-a).
- Na europskom novčanom tržištu pojavili su se veliki kreditni rasponi i jako mali volumeni trgovanja. ESB je povećao rokove dospijeca operacija refinanciranja i omogućio prihvaćanje svih primljenih ponuda banaka na tenderima kao nove, nestandardne mjere monetarne politike.

- Napravljen je prvi SEPA kreditni transfer.
- Započela je nova platforma za namiru vrijednosnih papira TARGET2-Securities (T2S).

## **2009.**

Peto proširenje europodručja – Slovačka se pridružuje od 1. siječnja 2009. (ukupno 16 članica europodručja). Europsko gospodarstvo i dalje je pogođeno svjetskom financijskom krizom koja krajem 2009. prelazi u krizu europskih javnih financija, najprije u Grčkoj.

Izvadak iz godišnjeg izvješća Europske središnje banke (2010.) za 2009. godinu:

- Nastavljen je rapidan pad globalne ekonomske aktivnosti.
- Došlo je do pada BDP-a za 4%.
- Godišnja inflacija je bila 0,3%.
- Zbog ublaženih inflacijskih pritisaka Upravno vijeće je smanjilo MRO stopu na samo 1% što je (do tada) povijesno najniža stopa u europodručju.
- Zbog osiguravanja efikasne transmisije impulsa monetarne politike u situaciji narušenog financijskog sustava nastavljene su nestandardne mjere kreditne podrške kako bi se osigurao da kreditni tok dopre do ekonomije. Dodatno su produženi rokovi dospijeca za refinanciranje. Mjere su pozitivno utjecale na financijske uvjete (smanjili su se kreditni rasponi i volatilnost tržišta).
- Pojavili su se znaci stabilizacije ekonomske aktivnosti u europodručju i izvan njega.
- Budžetski deficiti su rekordno narasli na 6,4% zbog snažne ekonomske kontrakcije i ekspanzivnih fiskalnih mjera. Potrebne su korektivne mjere i konsolidacijske strategije za smanjenje troškova.
- Potrebne su strukturne reforme, a naročito u financijskom sektoru u smislu restrukturiranja bankarskog sektora kako bi se povećala otpornost banaka na šokove.
- Provedeno je prvo SEPA direktno terećenje.

## **2010.**

Dolazi do produbljivanja europske krize javnog duga država članica na periferiji europodručja (Grčka, Italija, Španjolska, Portugal i Irska). Sedamnaest europskih država je u svibnju 2010. odlučilo osnovati Europski fond za financijsku stabilnost (EFSF) kojeg financiraju članice europodručja s ciljem pružanja financijske pomoći kod rješavanja krize javnog duga. Pružena je pomoć Grčkoj od strane EU i MMF-a uz mjere smanjenja državne potrošnje i povećanje poreza.



Izvadak iz godišnjeg izvješća Europske središnje banke (2011.) za 2010. godinu:

- Započeo je gospodarski oporavak u jezgri europodručja, a u periferiji još uvijek postoji destabilizacija financijskih tržišta. Pozitivna kretanja je potaknuo oporavak svjetske ekonomije.
- Realni rast BDP-a bio je 1,7%.
- Inflacijski pritisci su bili umjereni tako da je godišnja inflacija (HICP) porasla na 1,6%.
- MRO stopa je ostala na 1% jer su srednjoročna očekivanja za inflaciju poravnata sa stabilnošću cijena u 2010., a očekivanja gospodarskog rasta ne povećavaju rizik rasta cijena.
- U svibnju su se pojavili financijski poremećaji zbog rastuće zabrinutosti oko javnih financija pojedinih država članica (posebno Grčke), sa znakovima širenja ovog problema na druga tržišta državnih obveznica unutar europodručja. Likvidnost na sekundarnom tržištu javnog duga je presušila, smanjili su se kreditni rejtinzi i cijene su pale što je opteretilo aktivnu stranu bilanci banaka jer se drastično smanjila vrijednost njihovih kolaterala. Problem se prelio na tržište pokrivenih obveznica i korporativnih obveznica.
- Eurosustav je nastavio s dugoročnim refinanciranjem uz fiksnu kamatnu stopu. Pokrenut je program kupnje vrijednosnih papira (SMP) putem kojeg je Eurosustav mogao intervenirati na tržište obveznica kako bi se uspostavila transmisija monetarne politike.
- Provedena je financijska reforma kako bi se povećala otpornost financijskog sektora (paket Basel III). U prosincu je osnovan Europski odbor za sistemske rizike (ESRB) koji bi trebao provoditi makro-prudencijalni nadzor u EU.

## **2011.**

Šesto proširenje europodručja – Estonija se pridružuje od 1. siječnja 2011. (ukupno 17 članica europodručja). Nastavlja se duboka kriza europskog javnog duga.

Izvadak iz godišnjeg izvješća Europske središnje banke (2012.) za 2011. godinu:

- HICP je bio 2,7% zbog rasta cijena energije i robe.
- Nastavljen je ekonomski oporavak, uz globalni rast i jačanje domaće potražnje.
- Ključna kamatna stopa (MRO) je tijekom godine korigirana četiri puta, a u prosincu je ponovno vraćena na 1%.
- Realni rast BDP-a je bio 1,4%.

- Nastavljene su tenzije na financijskim tržištima javnog duga u nekoliko država europodručja zbog čega je smanjena ekonomska aktivnost. U drugom dijelu 2011. se pogoršao učinak na bankarski sektor što je smanjilo dostupnost kredita. Upravno vijeće je u kolovozu usvojilo niz nestandardnih mjera monetarne politike (reaktivacija programa SMP-a, drugi program kupnje pokrivenih obveznica i pružanje likvidnosti u stranoj valuti, kao i dugoročno financiranje s rokom dospijeca 3 godine te smanjenje stope obvezne pričuve na 1%). Cilj ovih mjera je bilo osiguravanje likvidnosti za banke kako bi se ublažila ponuda kredita kućanstvima i poduzećima.
- Čelnici država su pristali na novi dogovor o fiskalnoj stabilnosti (engl. *Treaty on stability, coordination and governance in the EMU*) koji predstavlja strožu verziju Pakta o stabilnosti i rastu. Potpisan je iduće godine, a stupio je na snagu 1. siječnja 2013.

## **2012.**

Nastavlja se europska kriza javnog duga. Cipar i Španjolska su u lipnju 2012. zatražile financijsku pomoć. Kao odgovor na krizu banaka u europskim državama započeto je stvaranje bankovne unije kao prijenos odgovornosti za bankarski sektor s nacionalne razine na razinu europodručja odnosno EU. U rujnu 2012. je osnovan Europski stabilizacijski mehanizam (ESM) koji je zamijenio EFSF i EFSM i koji će u budućnosti pružati pomoć u stabiliziranju državnih financija za članice europodručja.

Izvadak iz godišnjeg izvješća Europske središnje banke (2013.) za 2012. godinu:

- Realna ekonomska aktivnost je usporena najviše zbog smanjenih investicija, niske razine ekonomskog povjerenje, povećane neizvjesnosti, tvrde fiskalne pozicije te visoke nezaposlenosti.
- Stopa inflacije (HICP) je i dalje ostala malo povišena (2,5%) zbog cijena energenata i povećanja indirektnih poreza.
- Monetarna ekspanzija je smanjena (rast M3 od 3,1%) tako da je ključna ESB-ova stopa smanjena za 25 baznih poena (MRO 0,75%).
- Upravno vijeće je u rujnu 2012. objavilo spremnost poduzimanja izravnih monetarnih transakcija (OMT). Eurosustav će nakon ispunjenja potrebnih uvjeta moći kupovati neograničene količine (rizičnih) obveznica javnog duga na sekundarnom tržištu, a sterilizirati likvidnost izdavanjem drugih obveznica. Ovaj program je izraz spremnosti

tadašnjeg guvernera ESB-a Mario Draghija da poduzme sve potrebne mjere da sačuva euro ("*commitment to do whatever it takes to preserve the euro*").

### **2013.**

Šesto proširenje EU – primljena je Hrvatska od 1. srpnja 2013. (ukupno 28 članica EU). U listopadu 2013. je osnovan Jedinostveni nadzorni mehanizam (SSM) kao prvi stup bankarske unije. ESB će provoditi supervizorski nadzor nad značajnim europskim bankama u suradnji s nacionalnim tijelima.

Izvadak iz godišnjeg izvješća Europske središnje banke (2014.) za 2013. godinu:

- Ekonomija europodručja je izašla iz zone recesije uslijed postupnog oporavka domaće potražnje, ali visoka nezaposlenost i proces uravnoteženja bilance javnog i privatnog sektora je smanjio gospodarsku aktivnost.
- Inflacija je pala na 1,4% (HICP).
- Monetarni rast je ostao smanjen kao i kreditni rast.
- MRO stopa je smanjena na 0,25% zbog perspektive slabe inflacije.
- Ostvaren je daljnji progres u fiskalnoj konsolidaciji (prosječni deficit oko 3% BDP-a).
- SSM i SRM zajedno trebaju spriječiti vezu između propalih banaka i države (spriječiti da se propale banke saniraju iz državnog proračuna).

### **2014.**

Sedmo proširenje europodručja – Latvija se pridružuje od 1. siječnja 2014. (ukupno 18 članica europodručja). Smiruje se kriza javnog duga – Irska, Portugal i Španjolska su provele potrebne fiskalne i strukturne reforme. U kolovozu 2014. je osnovan Jedinostveni sanacijski mehanizam (SRM) kao drugi stup bankovne unije.

Izvadak iz godišnjeg izvješća Europske središnje banke (2015.) za 2014. godinu:

- Usporen je oporavak. Monetarni i kreditni rast je ograničen. Zbog značajnog pada cijena nafte smanjen je inflacijski pritisak. Raste zabrinutost da je inflacija preniska već predugo vremena. Stoga je potrebna snažna reakcija monetarne politike.
- Ponovno su potrebne nestandardne mjere monetarne politike jer treba popraviti transmisiju kroz države europodručja koje se međusobno razlikuju. Osim toga, kanal kamatne stope ima ograničenu efikasnost jer su kamatne stope već jako blizu svoje donje granice.
- Upravno vijeće je uvelo negativnu stopu na marginalne depozite (-0,2%), zatim ciljano dugoročno refinanciranje (TLTROs), kao i program kupnje imovine (APP).

- Stopa gospodarskog rasta je bila 0,9%, a HICP je bio 0,4%. Stopa rasta M3 je bila 3,8%, a MRO stopa 0,05%.
- Budžetski deficit je prosječno iznosio 2,6% BDP-a.

## **2015.**

Osmo i za sada posljednje proširenje europodručja – Litva se pridružuje od 1. siječnja 2015. (ukupno 19 članica europodručja). U Grčkoj je nastavljena duboka ekonomska recesija koja je dovela do političkih problema i mogućeg izlaska iz EMU i EU. Osnovan je Jedinствeni fond za sanaciju (SRF) u cilju osiguravanja sanacije propalih banaka unutar europske bankovne unije (postupno se puni uplatama banaka od 2016. do 2023.). Predloženo je i osnivanje budućeg trećeg stupa bankovne unije – Europskog sustava osiguranja depozita.

Izvadak iz godišnjeg izvješća Europske središnje banke (2016.) za 2015. godinu:

- Ekonomija europodručja se oporavila, ali inflacija je ostala na niskoj razini zbog niskog povjerenja potrošača za potrošnju. Smanjen je rizik za deflaciju.
- Proširen je program kupnje imovine (APP). Bez APP-a bi inflacija bila negativna (deflacija). Očekuje se da će APP povećati BDP europodručja za oko 1,5 postotnih bodova u razdoblju 2015.-2018.
- Eurosustav je pružio grčkom bankarskom sustavu likvidnosnu pomoć.
- Godišnja stopa rasta je bila 1,5%. HICP je prosječno bio 0,0%. Rast M3 je bio 4,7%

## **2016.**

Na referendumu u Velikoj Britaniji (lipanj 2016.) glasači su donijeli odluku o izlasku iz EU nakon više od 40 godina članstva u europskim integracijama što je povećalo euroskepticizam. Zbog tržišne volatilnosti i političke nedosljednosti došlo je do problema u bankarskom sektoru Italije.

Izvadak iz godišnjeg izvješća Europske središnje banke (2017.) za 2016. godinu:

- Smanjila se ekonomska neizvjesnost, ali se povećala politička neizvjesnost zbog ishoda engleskog referenduma. Zbog niske inflacije postoji rizik deflacije.
- Uvedene su nove mjere ekspanzivne monetarne politike (smanjenje kamatnih stopa, povećanje programa kupnje imovine APP, kupnja korporativnih obveznica po prvi puta i novo ciljano refinanciranje).

- Stopa realnog rasta BDP-a je bila 1,7%; HICP je bio prosječno 0,2%, godišnji rast M3 je bio 5,0%. Fiskalni deficit je smanjen na 1,8% BDP-a. MRO stopa je pala na nula posto, što je povijesni presedan u europodručju.

## **2017.**

Započeo je proces Brexita i pregovori Velike Britanije i EU.

Izvadak iz godišnjeg izvješća Europske središnje banke (2018.) za 2017. godinu:

- Došlo je do najveće gospodarske ekspanzije (stopa rasta je bila 2,5%) u posljednjem desetljeću. Zaposlenost je dosegla rekordnu razinu.
- Smanjile su se asimetrije u transmisijskom mehanizmu monetarne politike i stabilizirali financijski uvjeti u cijelom europodručju. Povećani su krediti privatnom sektoru, najviše od krize iz 2008. Smanjena je brzina kupnje u programu APP-a. Udio loših kredita u europskim bankama je pao s 8% u 2014. na 5,2% u 2017.
- Stopa inflacije (HICP) je prosječno iznosila 1,5%. Budžetski deficiti su iznosili 1.1% BDP-a. Rast M3 je iznosio 4,6%. MRO stopa je ostala nula posto.

## **2018.**

Izvadak iz godišnjeg izvješća Europske središnje banke (2019.) za 2018. godinu:

- Smanjena je brzina gospodarskog rasta na 1,8% zbog oslabljene svjetske trgovine.
- Stopa inflacije je malo porasla na 1,7%, ponajviše zbog viših cijena energije.
- Upravno vijeće je u svojoj komunikaciji izrazilo namjeru da ključne kamatne stope ostanu na niskoj razini (MRO stopa je ostala na 0%, marginalno kreditiranje na 0,25%, a polaganje depozita na -0,40%).
- Stopa rasta M3 je bila 4,1% zbog rasta kredita prema privatnom sektoru i smanjene brzine kupnje imovine u programu APP. Na kraju godine kupnja je prekinuta, ali kod dospijeca postojećeg portfelja provodi se reinvestiranje.

## **2019.**

Izvadak iz godišnjeg izvješća Europske središnje banke (2020.) za 2019. godinu:

- Na dvadesetu obljetnicu od uvođenja eura podrška građana europodručja je dosegla rekordnu razinu od 76% na Eurobarometru. Gospodarski rast je bio umjeren (stopa rasta je bila 1,2%) uz povoljne financijske uvjete i blagu ekspanzivnost fiskalne pozicije.

- Prosječni HICP je bio 1,2%, a ako se izdvoji utjecaj energije i hrane onda je prosječna inflacija bila 1%, kao i prethodne dvije godine. M3 je bio 4,9%.
- ESB je koristio ciljano dugoročno refinanciranje, smjernice buduće monetarne politike, smanjenje negativne kamatne stope na primljene depozite na -0,50% i nastavak programa APP-a. Preostale ključne kamatne stope se nisu mijenjale.
- Bankarski sektor je adekvatno kapitaliziran, ali uz slabu profitabilnost.

## 2020.

Velika Britanija od 31. siječnja 2020. nije više članica EU (dovršen je Brexit). Ovo je prvi izlazak iz Europske unije i broj članica EU se smanjio s 28 na 27 članica. Svjetska zdravstvena organizacija je 11. ožujka 2020. proglasila pandemiju koronavirusa (COVID-19) koja uzrokuje globalnu gospodarsku krizu uslijed čega dolazi do usporavanja gospodarskog rasta u EU.

Izvadak iz godišnjeg izvješća Europske središnje banke (2021.) za 2020. godinu:

- Christine Lagarde u svojem osvrtu na 2020. ističe da je ekonomija europodručja doživjela neočekivani šok uslijed jake pandemije koronavirusa. U prvoj polovici godine došlo je do oštrog pada ekonomske aktivnosti tj. recesije zbog epidemioloških mjera sprječavanja širenja ove bolesti. U drugoj polovici godine je došlo do stabilizacije uslijed snažne i koordinirane akcije monetarne i fiskalne politike.
- Gospodarski rast europodručja se smanjio za 6,6%.
- Stopa inflacije (HICP) je pala na 0,3% velikim dijelom zbog pada cijena energije i posljedica pandemije (smanjenje hotelskih i transportnih usluga).
- ESB je popustila svoju monetarnu poziciju kao reakcija na pandemiju putem seta mjera: uvođenjem novog programa hitne kupnje imovine PEPP s limitom od 1.850 milijardi eura, novih dugoročnih operacija refinanciranja i širenjem kruga prihvatljivog kolaterala. U bankarski sustav je pružena dodatna likvidnost od 2,2 bilijuna eura. ECB je omogućio privremene swap i repo ugovore sa središnjim bankama izvan europodručja kako bi povećao njihovu likvidnost u eurima i spriječio prelijevanje negativnih efekata na financijska tržišta europodručja. Uslijed svih ovih mjera M3 je dosegno rekordnih 12,4%.
- U usporedbi s globalnom financijskom krizom 2008.-2009. i krizom europskog javnog duga 2010.-2013., ova recesija zbog pandemije je u početku bila jača, ali je zbog najave razvoja cjepiva brže došlo do razvoja pozitivnih očekivanja. Utjecaj pandemije na gospodarstvo je bio sektorski nejednolik. Najgore je prošao sektor uslužnih djelatnosti.

- Fiskalna pozicija u pandemiji je bila opterećena na dvije strane, kroz rast budžetskih troškova i kroz smanjenje budžetskih prihoda tako da je deficit dosegnuo 8,0% BDP-a.
  - Ponuda novca je naglo porasla ponajviše zbog rasta najužeg monetarnog agregata M1 uslijed povećane likvidnosti odnosno smanjene mogućnosti trošenja.
- 

Stručnjaci iz Europske središnje banke Hartmann i Smets (2018) su na vremenskoj lenti analizirali monetarnu politiku ESB-a u prvih 20 godina (1999.-2018.). Kronološki su poredali makroekonomska zbivanja i oblike djelovanja monetarne politike u europodručju. Posebno su istaknute reakcije ESB-a na izazove globalne financijske krize 2008.-2009. i krize europskog javnog duga 2010.-2013. nakon koje je uslijedio spori ekonomski oporavak.

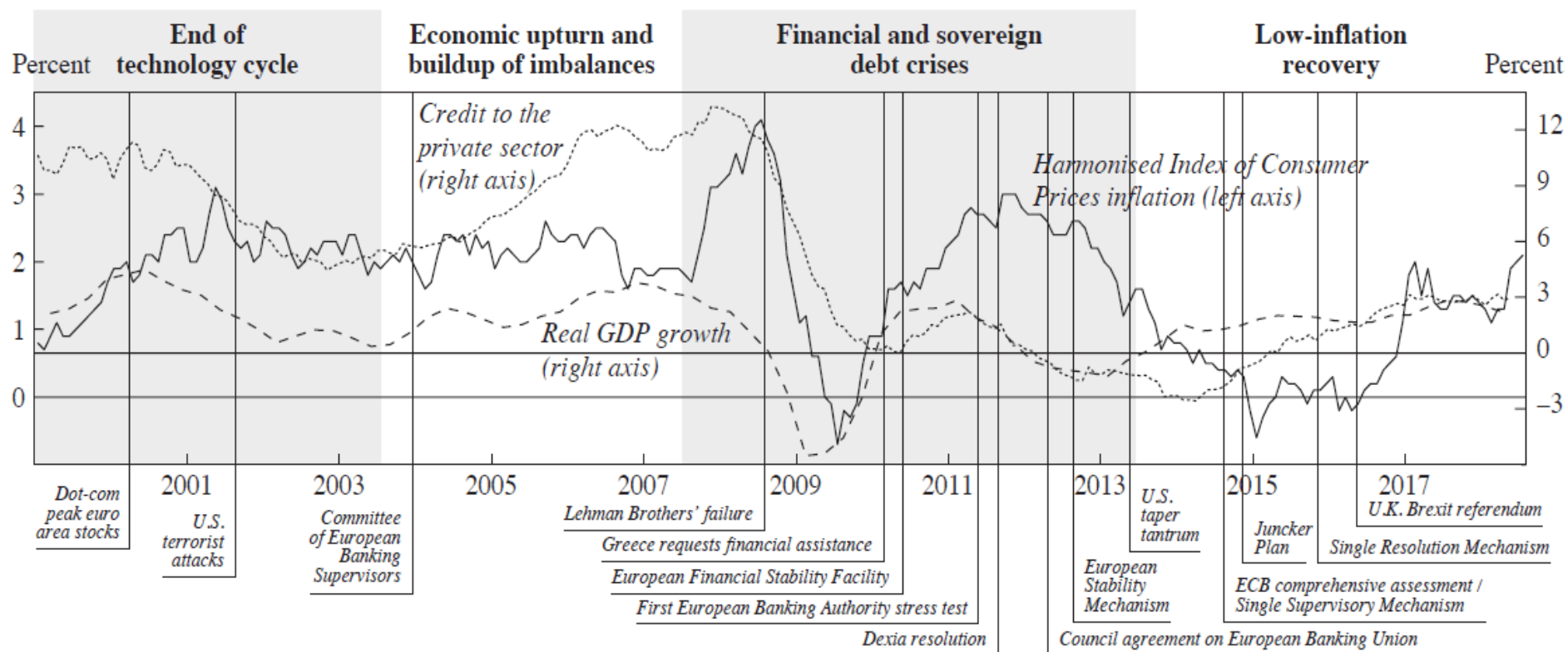
Na iduća dva grafikona vidljive su 4 cikličke faze monetarne politike ESB-e. Na grafikonu 5. označeni su najznačajniji ekonomsko-politički događaji, a na grafikonu 6. vide se oblici djelovanja monetarne politike u svakome od sljedeća četiri razdoblja:

1. Inicijalno razdoblje (1999.-2003.) nakon propasti "dot-com" internetskih kompanija s usporenim rastom i slabim tečajem eura (engl. *End of technology cycle*).
2. Razdoblje bržeg rasta (2003.-2007.) s rastom novčane ponude i kredita sa stabilnom inflacijom (engl. *Economic upturn and buildup of imbalances*).
3. Krizno razdoblje (2007.-2013.) koje započinje američkom krizom, a nastavlja se europskom krizom javnog duga (engl. *Financial and sovereign debt crises*).
4. Razdoblje oporavka nakon krize (2013.-2018.) s niskom inflacijom (engl. *Low-inflation recovery*).

Na grafikonu 5. prikazane su tri krivulje. Točkasta krivulja prikazuje kretanje kredita privatnom sektoru (desna os je iskazana u postocima). Puna crta prikazuje kretanje HICP indeksa (lijeva os je iskazana u postocima). Isprekidana krivulja prikazuje realnu stopu rasta BDP-a (desna os je iskazana u postocima).

Na grafikonu 6. prikazane su dvije krivulje. Puna crta prikazuje kretanje dviju ključnih kamatnih stopa ESB-a, a to su MRO stopa i stopa za primljene depozite (lijeva os je iskazana u postocima). Isprekidana crta prikazuje ukupan financijski iznos operacija monetarne politike (desna os je iskazana u bilijunima eura).

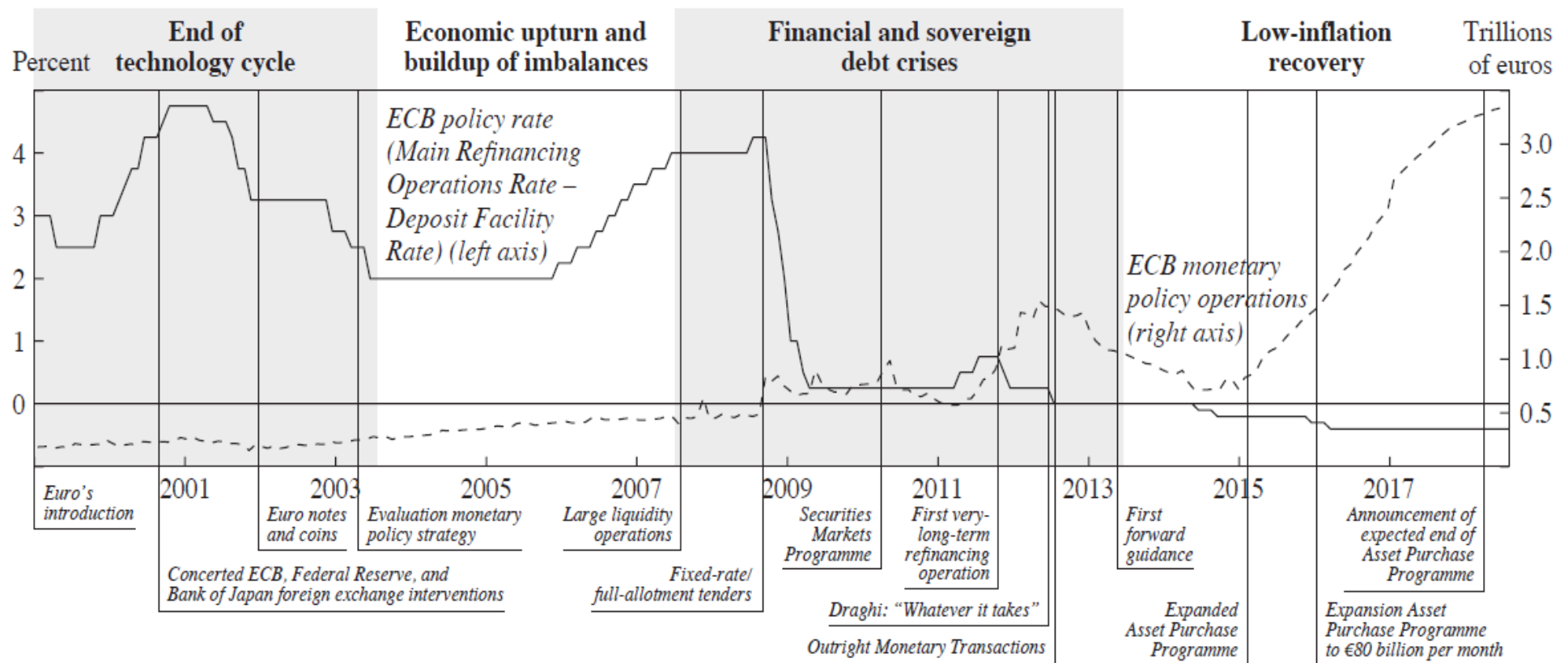
Grafikon 5. Četiri cikličke faze monetarne politike Europske središnje banke - ključni ekonomsko-politički događaji u razdoblju 1999.-2018.



Izvor: Hartmann, P., Smets, F. (2018). *The European central bank's monetary policy during its first 20 years*. Brookings papers on Economic activity vol. 49 – issue 2 (Fall)



Grafikon 6. Četiri cikličke faze monetarne politike Europske središnje banke – oblici djelovanja monetarne politike u razdoblju 1999.-2018.



Izvor: Hartmann, P., Smets, F. (2018). *The European central bank's monetary policy during its first 20 years*. Brookings papers on Economic activity vol. 49 – issue 2 (Fall)

U 1. cikličkom razdoblju (1999.-2003.) uveden je euro, najprije kao elektronički novac pa nakon toga euro-novčanice i euro-kovanice. Započela je primjena nove strategije monetarne politike i razvoj operativnog instrumentarija za njezinu implementaciju. ESB je trebala u najkraćem roku pridobiti kredibilitet za ostvarenje temeljnog cilja stabilnosti cijena. Teroristički napad na SAD u rujnu 2001. označio je početak geopolitičkih tenzija koje su se negativno odrazile na ekonomsku aktivnost. Stoga je stopa realnog rasta BDP-a na početku razdoblja bila oko 3%, ali je prema kraju razdoblja pala ispod 1%. Krediti privatnom sektoru su opadali, a stopa inflacije je bila niska (1-2%). Došlo je do deprecijacije tečaja eura.

U 2. cikličkom razdoblju (2003.-2007.) je revidirana strategija monetarne politike ESB-a. Došlo je do oporavka ekonomske aktivnosti i stope realnog rasta BDP-a per capita europodručja su povećane na 2-3%. Stopa inflacije (HICP) je ostala malo iznad referentne vrijednosti od 2%. Ova faza je bila obilježena snažnim rastom novčane mase i kredita privatnom sektoru.

Treće cikličko razdoblje (2007.-2013.) započelo je globalnom financijskom krizom koja je dovela do pada velike američke investicijske banke Lehman Brothers u rujnu 2008. ESB je reagirao na krizu provodeći velike operacije za podizanje likvidnosti bankarsko-financijskog sustava (dugoročnije refinanciranje banaka, smanjenje ključnih kamatnih stopa, uvođenje programa kupnje imovine). Posebno se ističe izjava predsjednika M. Draghija iz srpnja 2012. u kojoj demonstrira snažnu volju ESB-a da spasi euro odnosno EMU "po svaku cijenu" (engl. "*whatever it takes*"). Monetarna politika ESB-a je u ovome razdoblju bila u režimu kriznog upravljanja i uvedene su potpuno nove nestandardne mjere monetarne politike. U svinju 2010. potpisan je ugovor s grčkom vladom o prvom programu ekonomske prilagodbe za spašavanje posrnule grčke ekonomije čiji su turizam i brodogradnja bili pogođeni recesijom svjetskog gospodarstva. Uslijedili su slični problemi s budžetskim deficitom i financiranjem javnog duga drugih država članica (Irska, Italija, Portugal i Španjolska). Ove dvije krize su dovele do drastičnog smanjenja gospodarskog rasta tako da je negativna stopa kretanja BDP-a per capita dosegla skoro -5% u 2009. U iduće dvije godine (2010.-2011.) je došlo do oporavka gospodarskog rasta, ali se u posljednje dvije godine razdoblja (2012.-2013.) ponovno bilježe negativne stope uslijed recesije. Problemi su jasno ukazali na nekompletnost EMU na području bankarske i fiskalne unije odnosno na nedostatak institucija i instrumenata za rješavanje ovih problema.

Četvrto, posljednje promatrano razdoblje (2013.-2018.) bilježi pozitivne stope realnog rasta BDP-a per capita (u prosjeku oko 2%). Oporavak nakon krize je spor. Zbog posljedica krize javnog duga, dugotrajne niske inflacije s rizikom deflacije kao i nulte odnosno negativne razine kamatnih stopa, ESB nastavlja s primjenom nestandardnih mjera monetarne politike odnosno koristi politiku kvantitativnog popuštanja i daje eksplicitne javne izjave o budućem smjeru kretanja monetarne politike (engl. *forward guidance*). Stopa rasta kredita je uglavnom imala negativan predznak uz nastavak procesa povećanja kapitala banaka i smanjenja bankarske aktive čime se smanjuje korištenje financijske poluge (engl. *deleveraging*).

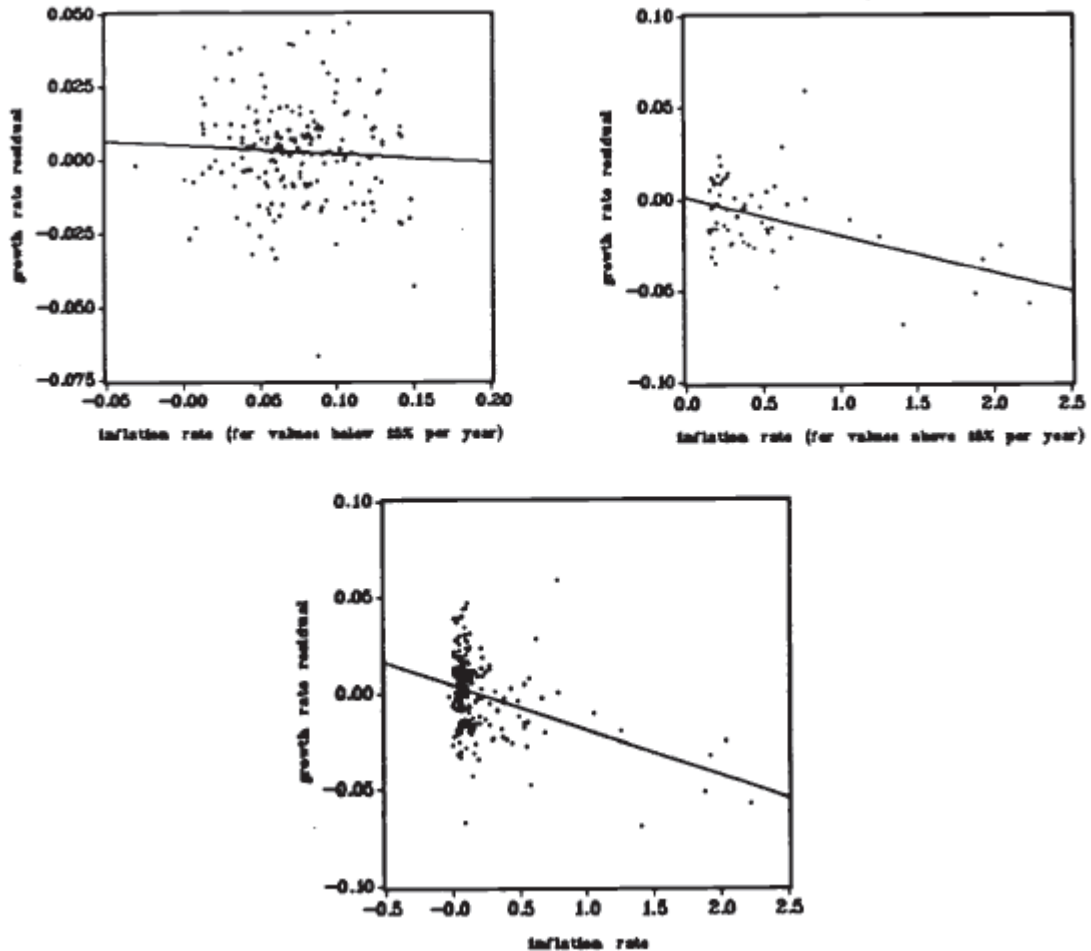
Prosječna stopa inflacije u cijelom promatranom razdoblju od 20 godine je bila 1,7% što pokazuje da je ESB uspješno ostvarila svoj temeljni cilj održavanja stabilnosti cijena.

## 4. MONETARNA POLITIKA EUROPSKE SREDIŠNJE BANKE I NACIONALNIH SREDIŠNJIH BANAKA ČLANICA EUROSUSTAVA

### 4.1 Stabilnost cijena kao temeljni cilj Europske središnje banke

Temeljno znanstveno istraživanje o vezi između stabilnosti cijena odnosno inflacije i gospodarskog rasta kojim je empirijski potvrđena negativna korelacija proveo je američki profesor ekonomije Robert J. Barro. U članku "*Inflation and economic growth*" (2013) koji je izvorno objavljen 1995. kao i u povezanom članku "*Determinants of economic growth: A cross-country empirical study*" (1996) ne nalazi pozitivnu vezu između inflacije i stope rasta. Na uzorku od 100 država u promatranom razdoblju 1960.-1990. analizirao je efekte inflacije na ekonomsku uspješnost. Došao je do zaključka da povećanje prosječne inflacije za 10 postotnih poena godišnje djeluje na smanjenje stope realnog rasta bruto domaćeg proizvoda (BDP) per capita za 0,2-0,3 postotnih poena. Iako negativan utjecaj inflacije na rast djeluje mali, napominje da su dugoročni efekti na životni standard značajni (primjerice opisano povećanje inflacije bi kroz tridesetak godina smanjilo realni BDP za 4-7%). Zbog toga su moderne središnje banke usmjerile svoju monetarnu politiku na stabilnost cijena. U članku je ukazano na važnu pretpostavku uspješnog vođenja monetarne politike, a to je donošenje zakonodavnog okvira koji osigurava neovisnost središnje banke. Neovisnost povećava njezinu sposobnost da se u cijelosti usmjeri na stabilnost cijena kao svoj primarni cilj, što ima za posljedicu stabilnu i nisku inflaciju. Na grafikonu 7. je grafički prezentirana negativna veza između stope rasta BDP-a prikazane na vertikalnoj osi i stope inflacije prikazane na horizontalnoj osi. Što je viša stopa inflacije to je niža stopa gospodarskog rasta.

Grafikon 7. Negativna veza između stope rasta i stope inflacije



Izvor: Barro, R.J. (2013). Inflation and Economic Growth. *Annals of Economics and Finance* 14-1

U disertaciji je već spomenuto da je temeljni cilj europskog monetarnog poretka održavanje cjenovne stabilnosti. Takva determinacija odražava negativna povijesna iskustva europskih zemalja u pogledu neuspješne monetarne i tečajne politike prije osnivanja EMU koja su znanstveno potvrđena nizom empirijskih istraživanja. Nesporna je činjenica da monetarna politika usmjerena održavanju niske i stabilne inflacije najbolje može pridonijeti općem blagostanju koje podrazumijeva visoku ekonomsku aktivnost i nisku nezaposlenost. Iako je monetarna politika ESB-a u proteklih dvadesetak godina bila izložena kritici, stopa inflacije u europodručju je uspješno zadržana na ciljanoj prosječnoj razini od oko 2% godišnje što nedvojbeno potvrđuje efikasnost djelovanja europskog monetarnog poretka (Haan, Eijffinger, Waller, 2005).

Zastarjela praksa iz sedamdesetih i djelomično osamdesetih bila je zadavanje višestrukih zadataka središnjim bankama, kako navodi stručnjak Međunarodnog monetarnog fonda Mario Blejer (1998), kao što su održivi rast, visoka zaposlenost i efikasna alokacija resursa. Središnje

banke su u to vrijeme bile podložne političkom utjecaju. S vremenom je došlo do modernijih shvaćanja da je za kredibilitet središnjoj banci nužno osigurati neovisnost. Također je sužen set njezinih zadataka kako bi bila što efikasnija u ostvarivanju stabilnosti cijena kao svog temeljnog zadatka. Ipak, potpuna stabilnost cijena s nultom stopom inflacije bi bila teško ostvariva na duži rok i njezino održavanje bi narušilo odnos troška i koristi. U ostvarivanju cjenovne stabilnosti središnja banka mora osigurati zdrav financijski sustav kao osnovnu pretpostavku efikasne transmisije monetarne politike. Treba držati pod kontrolom sistemske rizike i demotivirati pojavu moralnog hazarda.

Andres i Hernando (1999) su analizirali da li inflacija šteti ekonomskom rastu promatrajući zemlje članice OECD-a<sup>101</sup> u razdoblju 1973.-1984. Inflacija je bila jako visoka i dosegla je 13%. Glavni je zaključak da inflacija na dugi rok nikada nije bila pozitivno korelirana s dohotkom per capita. Drugim riječima, utjecaj inflacije na gospodarski rast je uvijek signifikantno negativan. Inflacija smanjuje razinu investicija i smanjuje produktivnost proizvodnih faktora. Nastojanje da se inflacija stavi pod kontrolu će se uvijek s vremenom isplatiti kroz veću proizvodnu aktivnost i viši dohodak per capita. Treba naglasiti da se znanstveno istraživanje ove doktorske disertacije djelomično temelji na ovoj znanstvenoj spoznaji da inflacija negativno utječe na gospodarski rast. Slijedom toga u hipoteze je ugrađeno očekivanje da monetarna politika Europske središnje banke, koja ima za cilj nisku i stabilnu stopu inflacije, treba pozitivno djelovati na gospodarski rast i na bolje funkcioniranje jedinstvenog europskog tržišta čime bi se trebala povećati međunarodna trgovina između država članica europodručja.

Europska središnja banka u nizu svojih publikacija educira europsku javnost, a posebno mlade ljude koji nisu imali prilike upoznati inflaciju, o važnosti stabilnosti cijena te kako se ona postiže i kako stabilnost cijena podržava temeljne ekonomske ciljeve Europske unije (European central bank, 2009). Pojam inflacije definira se kao povećanje cijena roba i usluga u dužem vremenskom razdoblju zbog kojeg se smanjuje kupovna vrijednost novca. Obratno, kod deflacije razina cijena pada u produženom razdoblju. Može se reći da su cijene stabilne ako nema niti inflacije niti deflacije. Većina zemalja mjeri inflaciju jednostavnim indeksom potrošačkih cijena koji obuhvaća tipičnu robu i usluge koje potrošači kupuju, pri čemu se

---

<sup>101</sup> engl. *Organisation for Economic Cooperation and Development (OECD)*.

uspoređuje postotna razlika tržišne vrijednosti potrošačke košarice tekuće godine u odnosu na prethodnu godinu.

ESB je na svojim internetskim stranicama objavio kvantitativnu definiciju za stabilnost cijena: "stabilnost cijena je godina-za-godinom povećanje u Harmoniziranom indeksu potrošačkih cijena (HICP) za europodručje ispod 2%."<sup>102</sup> Ovu definiciju je Upravno vijeće ESB-a usvojilo 1998. prije početka djelovanja Europske središnje banke odnosno prije uvođenja eura. Upravno vijeće je 2003. pojasnilo da teži održati stopu inflacije blizu 2% u srednjoročnom razdoblju. Važno je istaknuti da se iz definicije jasno vidi da je monetarna politika ESB-a fokusirana (samo) na europodručje, a ne na cijelu Europsku uniju. Slijedom toga, stabilnost cijena se promatra preko promjene cijena isključivo u ekonomiji europodručja.

Što se tiče srednjoročne orijentacije (engl. *medium-term orientation*) objašnjenje treba tražiti u činjenici da monetarna politika ne može efikasno djelovati na promjene cijena odnosno inflaciju u kratkoročnom razdoblju od nekoliko tjedana ili nekoliko mjeseci. Monetarna politika ne djeluje trenutno nego ima karakterističan vremenski pomak (engl. *time lag*) koji je varijabilne dužine i prilično neizvjestan (stoga vremenski horizont nije precizno određen). Srednjoročna orijentacija omogućava monetarnoj politici da uzme u obzir fluktuacije u gospodarstvu, bez riskiranja promjene cijena. Ipak, ako dođe do naglih šokova u potražnji odnosno gospodarstvu, svedjedno je nužna brza reakcija središnje banke kako bi se stabilizirala ekonomija. Ova reakcija mora biti primjerena kako ne bi došlo do neželjene volatilnosti u realnom sektoru.

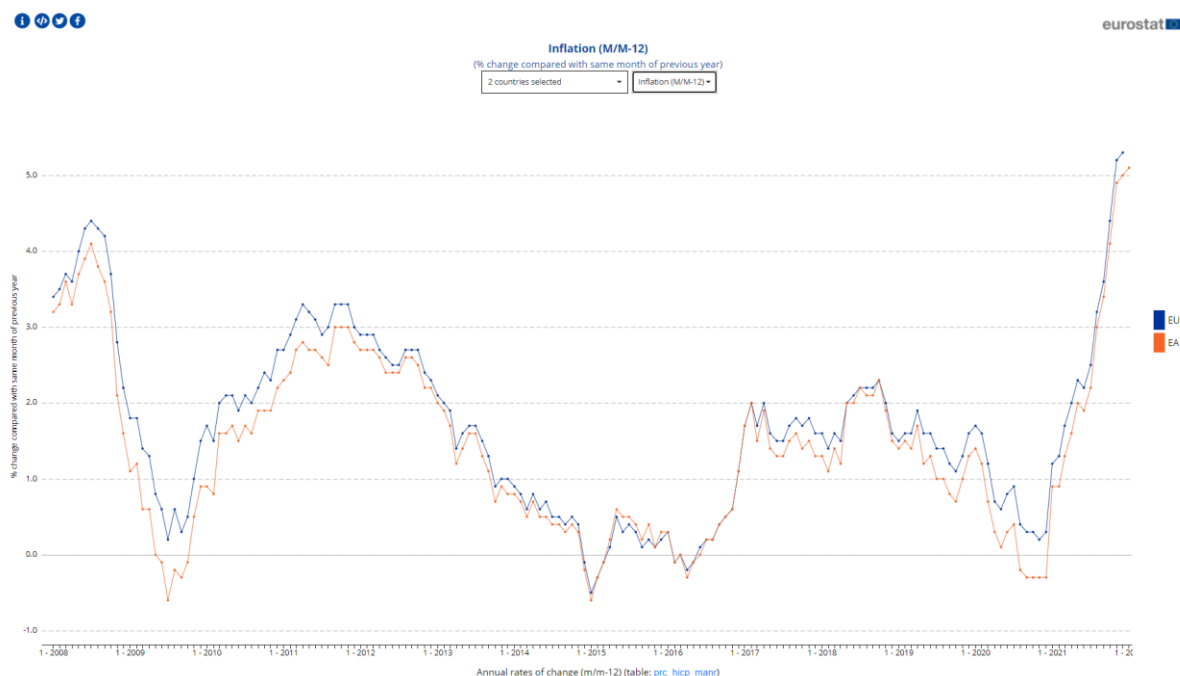
Upravno vijeće je pojašnjenjem dalo do znanja da izbjegava inflaciju koja bi bila previsoka, ali isto tako izbjegava inflaciju koja bi bila preniska. Razlog tome je što se želi smanjiti rizik od deflacije, pa je potrebno ostaviti sigurnosnu marginu. Ako bi došlo do deflatornih kretanja (pad opće razine cijena) monetarna politika vrlo teško može stimulirati agregatnu potražnju upotrebom kamatne stope kao instrumenta monetarne politike. Stoga je monetarna politika učinkovitija u borbi protiv inflacije nego u borbi protiv deflacije. Drugi razlog za ostavljanje margine je postojanje razlika u stopama inflacije između država članica europodručja. Treći razlog je moguća netočnost indeksa HICP.

---

<sup>102</sup> Internetske stranice Europske središnje banke:  
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/strategy/pricestab/html/index.hr.html> (pristup: 4.02.2022.).

Indeks HICP<sup>103</sup> mjeri promjene cijena potrošačkih roba i usluga koje kupuju kućanstva. Robe (uključujući i energente) imaju ponder od 59,2%, a usluge imaju ponder od 40,8%. HICP indeks je harmoniziran jer se podaci za njegov izračun rade po istoj metodologiji u svim statističkim tijelima država članica EU. Podaci se dostavljaju u Eurostat koji ih kompilira i objavljuje na mjesečnoj i godišnjoj razini (postoje podaci od 1995.). Na godišnjoj razini Eurostat objavljuje prosječan indeks i stopu godišnje promjene. Na grafikonu 8. može se vidjeti Eurostatov grafički prikaz kretanja vrijednosti indeksa HICP u razdoblju od siječnja 2008. do siječnja 2022. mjereno postotkom promjene u odnosu na isti mjesec (siječanj) prethodne godine. Plava krivulja predstavlja kretanje inflacije u Europskoj uniji, a crvena krivulja predstavlja kretanje inflacije u europodručju. Može se uočiti da obje krivulje imaju prilično konzistentno kretanje što upućuje na zaključak da su monetarne politike središnjih banaka država koje ne pripadaju europodručju, iako samostalne, ipak prilično usklađene u djelovanju s monetarnom politikom Eurosustava, odnosno da monetarna politika ESB-a ima efekte "prelijevanja" s europodručja na okolne države članice EU.

Grafikon 8. Kretanje inflacije u Europskoj uniji (EU) i europodručju (EA) za razdoblje 01.2008.-01.2022.



Izvor: Eurostat: <https://ec.europa.eu/eurostat/web/hicp/visualisations> (pristup: 4.02.2022.)

<sup>103</sup> engl. *Harmonised Index of Consumer Prices*.



Iz gornjeg grafikona je vidljivo da je najniža stopa inflacije zabilježena krajem 2009. i početkom 2015., a najveći rast je bio tijekom 2021. kada prosječna vrijednost HICP indeksa strelovito raste kao posljedica krize uslijed pandemije koronavirusa. U prosincu 2021. prosječna stopa inflacije za europodručje mjerena HICP indeksom je bila 5,0%, ali već spomenute razlike između pojedinih država najbolje pokazuje primjer Malte kao zemlje najniže inflacije od 2,6% u odnosu na Estoniju koja u istom razdoblju ima najvišu inflaciju od čak 12,0%.

Prednosti stabilnosti cijena su višestruke. Stabilne cijene sprječavaju rast životnih troškova kako bi se održala razina životnog standarda europskih građana odnosno ostvarilo ekonomsko blagostanje. Potrošači lakše uočavaju promjenu relativne cijene jednog proizvoda u odnosu na opću razinu cijena pa mogu donijeti razumne ekonomske odluke (primjerice da smanje potrošnju toga proizvoda). Banke ne trebaju u kamatne stope na kredite ugrađivati inflacijsku premiju kako bi u povratu na posuđena sredstva osigurali kompenzaciju za buduću smanjenu kupovnu moć novca. Stoga su kamatne stope niske što povećava investicijske poticaje za gospodarsku aktivnost, što povećava zaposlenost. Nije potrebno hedge-iranje za zaštitu sredstava pa se više sredstava može produktivno angažirati. Manji su distorzijски efekti poreza i socijalnih transfera. Nema inflacijskog troška za građane koji svoja sredstva drže u gotovini jer se ne mijenja realna kupovna moć gotovinskih sredstava. Eliminiraju se značajni socijalni i politički problemi zbog neravnomjerne preraspodjele bogatstva na pojedine segmente društva uslijed jake inflacije (ili deflacije) na koju su u pravilu najranjiviji upravo najsiromašniji građani. Logično je da stabilne cijene pridonose općoj financijskoj stabilnosti jer je manji rizik da poslovni subjekti iskuse probleme s likvidnošću i solventnošću koji obično putem lančane reakcije dolaze do bilanci banaka odnosno sustava u cjelini.

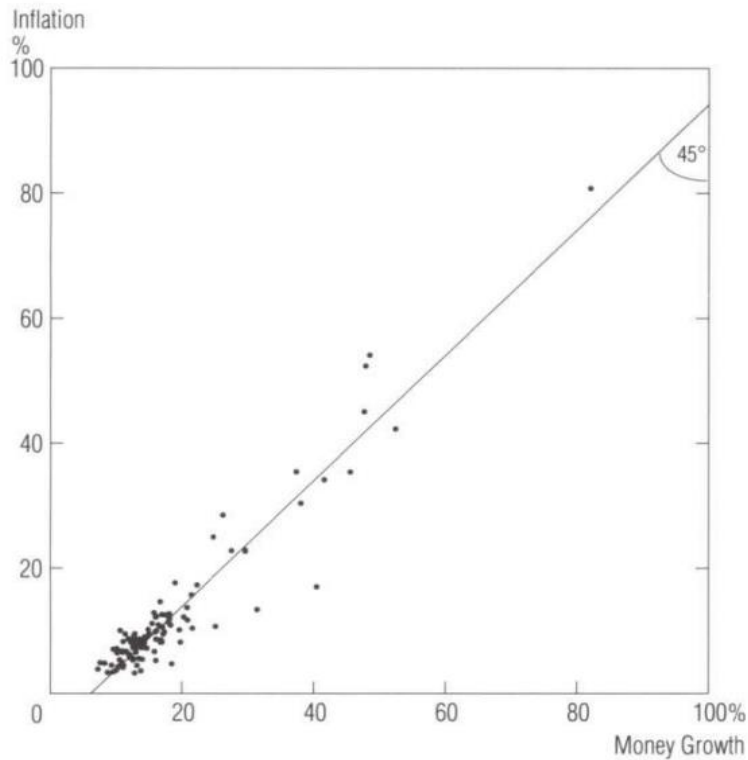
Slijedom navedenog, može se reći da središnje banke, uključujući Europsku središnju banku, putem održavanja stabilnosti cijena pridonose ekonomskim ciljevima kao što su gospodarski rast, zaposlenost i porast životnog standarda i sveopćeg blagostanja građana. Zadovoljstvo građana povratnom spregom rezultira povjerenjem u politički sustav (Europsku uniju) koji je stvorio institucije (kao što je ESB) i političari imaju mandat da u budućnosti nastave s daljnjim integracijskim procesima (u smjeru kompletiranja EMU).

Monetarna politika ESB-a može djelovati na stabilnost cijena putem transmisijskog mehanizma koji je vrlo kompleksan, a detaljnije je opisan u jednom od idućih poglavlja. U

osnovi vrijedi sljedeća logika: Europska središnja banka ima monopolističko pravo na izdavanje gotovinskog (euro-novčanice) i bezgotovinskog novca (bankarske rezerve koje se drže na računima kod središnje banke) koji čini monetarnu bazu. Putem kontroliranja ponude (količine) ovog primarnog novca kojeg izdaje središnja banka može se upravljati razinom kratkoročnih kamatnih stopa i uvjeta na novčanom tržištu. U kratkoročnom razdoblju promjene kratkoročnih kamatnih stopa na novčanom tržištu se prenose na uvjete kreditiranja odnosno na realne ekonomske varijable. U dužem razdoblju različiti ekonomski akteri svojim akcijama djeluju na promjene cijena robe i usluga. U konačnici ne bi trebalo doći do trajnih promjena u realnom sektoru, proizvodnji niti zaposlenosti nego će samo doći do promjene cijena. Ovaj princip nazivamo neutralnost novca na duži tok. Drugim riječima, ekspanzivna monetarna politika ne može dugoročno povećati razinu realnog prihoda odnosno razinu zaposlenosti. Takve promjene u realnom sektoru mogu dugoročno proizaći samo na temelju tehnološkog napretka i povećanja populacije ili institucionalnih promjena kao što je promjena porezne ili socijalne politike.

McCandless i Weber (1995) su istraživali dugoročnu korelaciju između rasta novčane ponude i ostalih varijabli u 110 različitih zemalja u razdoblju od 30 godina koristeći statističke podatke Međunarodnog monetarnog fonda. Zaključili su da na dugi rok postoji jako visoka korelacija između rasta novčane ponude i stope inflacije. Korelacija je veća za širi obuhvat novčane mase M1 i M2 u odnosu na korelaciju za M0 koji predstavlja primarni novac kojeg emitira središnja banka. Na grafikonu 9. je grafički prikaz pozitivne korelacije između rasta novca i povećanja stope inflacije u promatranom razdoblju od 1960.-1990. za 110 zemalja. Na vertikalnoj osi prikazana je stopa inflacije mjerena promjenom potrošačkih cijena, a na horizontalnoj osi je prikazana prosječna godišnja stopa rasta novčane mase M2. M2 obuhvaća gotovinu u optjecaju, transakcijske račune, prekonoćne depozite i oročene depozite s dospeljećem do 2 godine.

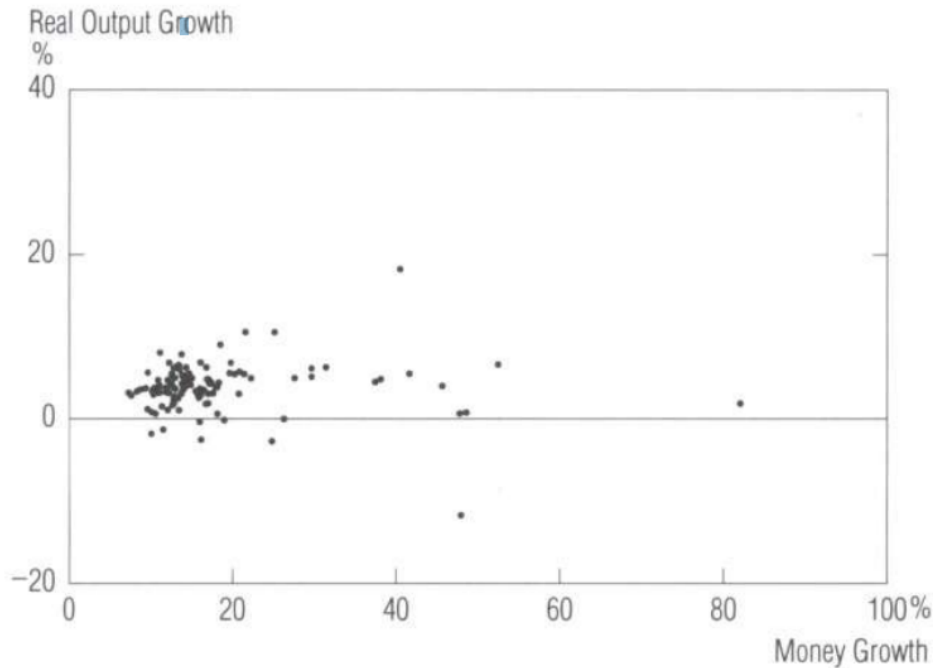
Grafikon 9. Pozitivna korelacija između rasta novčane ponude i povećanja stope inflacije u razdoblju 1960.-1990. na uzorku 110 zemalja



Izvor: McCandless, G.T., Weber, W.E. (1995). *Some monetary facts*. Federal Reserve Bank of Minneapolis – Quarterly Review

U istome istraživanju (McCandless i Weber, 1995) nije uočena nikakva korelacija između novčane ponude i realnog rasta proizvodnje (engl. *real output growth*), što je vidljivo na grafikonu 10. Ova slika potvrđuje spomenuto ograničenje monetarne politike zbog čega središnja banka svojim mjerama ne može utjecati na promjene realnih varijabli, nego samo na promjene cijena. Na vertikalnoj osi prikazan je postotak promjene stope rasta proizvodnje, a na horizontalnoj osi je prikazana stopa rasta novčane ponude (novčana masa M2).

Grafikon 10. Nepostojanje korelacije između rasta novčane ponude i povećanja stope realnog rasta proizvodnje u razdoblju 1960.-1990. na uzorku 110 zemalja



Izvor: McCandless, G.T., Weber, W.E. (1995). *Some monetary facts*. Federal Reserve Bank of Minneapolis – Quarterly Review

Ove dva grafička prikaza pokazuju domete odnosno ograničenja djelovanja instrumenata monetarne politike Europske središnje banke i Eurosustava. Može se zaključiti da europski monetarni sustav efikasno djeluje samo na obuzdavanje inflacije odnosno na osiguravanje stabilne razine cijena roba i usluga u europodručju.

Ono što Europska središnja banka može napraviti, to je determiniranje kratkoročnih kamatnih stopa po kojima poslovne banke mogu kod nje uzeti kredit "ex nihilo" jer ESB ima monopol kreiranja primarnog novca. Treba napomenuti da snažan impuls financijskom tržištu, ne samo kratkoročnom već i dugoročnom, daje ne samo stvarno djelovanje ESB-a, već i tržišna očekivanja da bi ESB mogao nešto napraviti u budućnosti, koja se mogu pročitati iz različitih priopćenja, bulletina ESB-a i sličnih publikacija. Ako ESB smanji novčanu ponudu i poveća razinu kamatnih stopa na kredite bankama, onda će to povećati trošak financiranja banaka, pa će i banke podići svoje kamatne stope prema poslovnim subjektima i kućanstvima. Građani će imati veću motivaciju za štednju jer će veća kamatna stopa na štedne depozite donositi veći povrat na oročena sredstva. Poslovni subjekti će smanjiti razinu investiranja u nove projekte jer bi stopa povrata na projekte morala pokrivati veću kamatnu stopu na primljeni kredit od banke. Ukupno gledajući, povećanje kamatnih stopa smanjuje potrošnju građana i povećava štednju, a na drugoj strani smanjuje investicije poslovnih subjekata i time dugoročno usporava

gospodarski rast i razvoj. Posljedica je smanjenje agregatne potražnje zbog čega ovakvu monetarnu politiku nazivamo restriktivnom. Restriktivna monetarna politika dakle djeluje na smanjenje primarnog novca i na povećanje kamatnih stopa zbog čega dolazi do smanjenja agregatne potražnje što bi trebalo dati impuls na smanjenje razine cijena roba i usluga. Obratno, ekspanzivna monetarna politika djeluje na povećanje primarnog novca i smanjenje kamatnih stopa (smanjuje se cijena novca). Manje kamatne stope će motivirati građane na veću potrošnju čime se povećava agregatna potražnja, a isto tako će potaknuti poslovne subjekte na dodatne investicije koje bi trebale dovesti do povećanja proizvodne aktivnosti. Povećanje agregatne potražnje obično dovodi do povišenja razine cijena. Od trenutka kada poslovni subjekti budu potaknuti na investicije do realizacije investicijskih planova proći će dosta vremena (od jedne do tri godine) zbog čega govorimo o vremenskom pomaku djelovanja monetarne politike.

Poseban problem za monetarnu politiku čine inflacijska očekivanja koja stvaraju inflacijski pritisak na rast cijena. Središnja banka u takvoj situaciji smanjuje novčanu ponudu i povećava kamatne stope kako bi smanjila agregatnu potražnju i olabavila pritisak na cijene. Ako zaposlenici očekuju rast inflacije to znači da se boje da će njihove buduće plaće imati manju kupovnu moć i da će se smanjiti količina proizvoda koje će moći kupiti. Kako bi tome doskočili, radnici pregovaraju sa svojim poslodavcima da im se povećaju plaće. Povećane plaće značajno povećavaju razinu proizvođačke cijene proizvoda zbog čega ovi proizvodi moraju imati veću tržišnu cijenu iz koje će se pokriti ovi povećani proizvodni troškovi i time se zatvara čarobni krug. Monetarna politika mora usidriti ova inflacijska očekivanja. Zato Europska središnja banka treba jasno specificirati i objasniti svoje ciljeve u otvorenoj komunikaciji. Za dostizanje zacrtanih ciljeva treba koristiti transparentne i konzistentne mjere i instrumente monetarne politike kako bi pridobila povjerenje tržišnih aktera. Upravo zahvaljujući kredibilitetu moguće je promijeniti njihova inflacijska očekivanja. Zbog vremenskog odmaka u djelovanju monetarne politike Europska središnja banka mora biti usmjerena prema budućnosti (engl. *forward-looking*). Kamen temeljac ovog usmjerenja predstavlja strategija monetarne politike.

Strategija monetarne politike ESB-a koja je usvojena 1998. i revidirana 2003. počivala je na dva temeljna stupa (engl. *two pillars*), a to su ekonomska analiza i monetarna analiza. U posljednje vrijeme je došlo do napuštanja konceptualne razlike između ekonomske i monetarne

analize, što Europska središnja banka (2021) detaljno pojašnjava u svom pregledu strategije<sup>104</sup>. Sada se koristi integralni analitički okvir koji objedinjava obje analize. Ekonomska analiza primarno je usmjerena na mjerenje inflacije pri čemu se koristi indeks HICP. Procjenjuju se dugoročni ekonomski trendovi i uloga strukturnih faktora kao što su globalizacija, digitalizacija i demografske promjene (primjerice zbog starenja europskog stanovništva i pada broja radno aktivnih stanovnika očekuju se negativne makroekonomske i fiskalne posljedice), a uzimaju se u obzir i klimatske promjene. Prati se kretanje produktivnosti u europodručju koja ima opadajući trend. Za ekonomsku analizu su posebno važne kvartalne makroekonomske projekcije ESB-ovih stručnjaka kojima se predviđa buduće stanje ekonomije europodručja i globalno. Od osnivanja ESB-a monetarna strategija je za referentni monetarni agregat odabrala najširi obuhvat M3 (engl. *broad money*). Upotreba nestandardnih mjera je povećala kompleksnost monetarne politike i promijenila transmisijski mehanizam djelovanja zbog čega je bilo nužno prilagoditi tehnike monetarne analize. Monetarna analiza je posebno važna za kanal djelovanja putem bankarskog sustava i njome se dobivaju agregatni i granularni podaci iz bilanci banaka kako bi se detektirao odaziv na mjere monetarne politike u europodručju. Pomno se prati kapitalna adekvatnost banaka i kakav je utjecaj na njihovu profitabilnost. Monetarna analiza tradicionalno je fokusirana na kanal promjene kamatne stope koji djeluje na novčano tržište, refinanciranje banaka i na kamatne stope na bankarske kredite. Monetarnom analizom je pokriven i kreditni kanal čime se analizira utjecaj mjera monetarne politike na poduzeća i kućanstva. Monetarnom analizom se kvantificiraju novčana ponuda i potražnja za kreditom putem vremenskih serija podataka i strukturnih modela. Zahvaljujući informacijama dobivenim putem monetarne analize Upravno vijeće je moglo precizno kalibrirati upotrebu nestandardnih mjera kao što je TLTRO.

Brlečić Valčić i Samodol (2018) su analizirali utjecaj stabilnosti financijskog sektora i monetizacije gospodarstva na gospodarski rast. Kvantifikacija učinaka monetarne politike na gospodarski rast zahtijeva neizravan pristup temeljen na empirijskim istraživanjima različitih komponenti, a naročito financijske infrastrukture, konkurentnosti financijskih tržišta i aktualnih gospodarskih uvjeta. Povijesni izazov za monetarnu politiku u Srednjoj i Istočnoj Europi bile su brojne financijske krize. U tradicionalno banko-centričnim europskim državama loši bankovni krediti su dovodili do bankarskih kriza u kojima su problematične banke u

---

<sup>104</sup> European central bank. (2021). *ECB strategy review – Evolution of the ECB's analytical framework*. Occasional Paper Series No 277.

pravilu bile sanirane na teret državnog proračuna, što je povećalo javni dug. Financiranje javnog duga je smanjilo ponudu novca privatnom sektoru. Učinkovitost monetarne politike ovisila je o utjecaju kamatne stope središnje banke na sve ostale kamatne stope odnosno na kredite, tečaj i cijene imovine. Mehanizam promicanja gospodarskog rasta treba se temeljiti na političkoj stabilnosti, zdravim javnim financijama i stabilnim monetarnim aranžmanima, a osobito je važna pravilna koordinacija monetarne i fiskalne politike. Osnivanje i djelovanje Europske središnje banke počiva na političkoj stabilnosti država članica, na stabilnom aranžmanu monetarne unije i na koordinaciji fiskalnih politika odnosno visine javnog duga u dogovorenim okvirima.

## 4.2 Standardni i nestandardni instrumenti monetarne politike Eurosustava

Upravno vijeće Europske središnje banke donosi odluke o monetarnoj politici za europodručje na temelju složenih analiza, a ove odluke provodi mjerama odnosno instrumentima standardne (tradicionalne) i nestandardne monetarne politike. Pravna osnova za monetarnu politiku ESB-a odnosno Eurosustava su članci 119-144 i 282-284 Ugovora o funkcioniranju Europske unije i Protokol (br. 4) o Statutu Europskog sustava središnjih banaka i Europske središnje banke. Mjere i instrumenti monetarne politike služe za postizanje temeljnog cilja ESB-a odnosno Eurosustava, a to je stabilnost cijena. Pored temeljnog cilja, monetarna politika treba podržati opću ekonomsku politiku Europske unije i pridonijeti ostvarenju njezinih ciljeva. ESB odnosno Eurosustav djeluju u skladu s principima slobodne konkurencije i tržišne ekonomije. U provođenju monetarne politike ESB je neovisan što znači da ne traži upute od drugih institucija EU, nego je Upravno vijeće ESB-a slobodno u izboru odgovarajućih mjera i instrumenata. Kako bi se osigurala transparentnost i kredibilitet djelovanja ESB mora redovito izvještavati o svojim aktivnostima (tjedno konsolidirano financijsko izvješće Eurosustava, ekonomski Bulletin svakih 6 tjedana, godišnje izvješće ESB-a, prisustvo članova Izvršnog odbora ESB-a na sjednicama Europskog parlamenta). Odluke Upravnog vijeća kod izbora mjera monetarne politike donose se na temelju integralnog analitičkog okvira koji se sastoji od dvije vrste analiza, a to su ekonomska analiza i monetarno-financijska analiza. Dok je prva analiza usmjerena na razvoj ekonomskih događaja, druga upotrebljava monetarne i financijske indikatore. U posljednjoj reviziji monetarne strategije 2021. prepoznata je važnost klimatskih promjena koje treba uzeti u obzir.

Transmisijski mehanizam prijenosa učinaka monetarne politike Eurosustava će biti detaljnije pojašnjen u zasebnom poglavlju, ali za potrebe izbora mjera i instrumenata treba istaknuti da je glavni kanal djelovanja Europske središnje banke putem kamatne stope. Kontroliranjem novčane ponude i kamatne stope po kojoj se poslovne banke europodručja mogu zadužiti kod ESB-a odnosno kod središnjih banaka članica Eurosustava indirektno utječe na opću razinu kamatnih stopa u cijelom europodručju po kojima poslovne banke određuju svoje aktivne kamatne stope (na kredite poslovnim sektorima i kućanstvima) i pasivne kamatne stope (koje plaćaju na primljene depozite kao izvore sredstava).

Mjere i instrumente ESB-a odnosno Eurosustava možemo podijeliti u dvije skupine. U prvoj skupini su tradicionalni ili standardni instrumenti monetarne politike, a u drugoj skupini su



nestandardne mjere monetarne politike. Europski parlament, kojem je ESB izravno odgovoran, na svojim internetskim stranicama<sup>105</sup> detaljno pojašnjava vrste mjera i instrumenata europskog monetarnog poretka.

Tradicionalni instrumenti (1) obuhvaćaju 1.1 operacije na otvorenom tržištu, 1.2 stalno raspoložive mogućnosti i 1.3 držanje minimalnih obveznih pričuva. Nestandardne mjere monetarne politike (2) čine 2.1 izravne monetarne transakcije, 2.2 smjernice buduće monetarne politike, 2.3 operacije dugoročnijeg financiranja i 2.4 programi kupnje vrijednosnih papira. Nestandardne mjere razvijene su naknadno kao odgovor europske monetarne politike na financijsku krizu.

1. Tradicionalni ili standardni instrumenti monetarne politike obuhvaćaju:

1.1 Operacije na otvorenom tržištu<sup>106</sup> su moderne tržišno bazirane mjere kojima središnje banke Eurosustava prvo otkupljuju vrijednosne papire od banaka na aukcijama, a onda ponovno prodaju (engl. *repurchase* - *REPO*). Prodajom vrijednosnih papira poslovne banke refinanciraju svoje poslovanje i privremeno dolaze do likvidnih novčanih sredstava u eurima. Otkupom vrijednosnica upravlja se kratkoročnim kamatnim stopama i povećava novčana ponuda. Postoje dvije vrste regularnih operacija na otvorenom tržištu:

1.1.1 Glavne operacije refinanciranja (MROs<sup>107</sup>) imaju dospijeće jedan tjedan, što znači da središnja banka danas otkupljuje (refinancira) vrijednosne papire od banaka, a za sedam dana vraća odnosno ponovno prodaje vrijednosne papire bankama. Banke dakle privremeno kroz tjedan dana koriste novčana sredstava središnje banke. Kamatna stopa na MRO je 0% od 2016. Ove operacije u praksi ne provodi centralizirano ESB nego se provode decentralizirano od strane nacionalnih središnjih banaka članica Eurosustava. ESB u pravilu objavljuje okvirni kalendar redovnih aukcija za cijelu godinu. Frekvencija je tjedna.

---

<sup>105</sup> Internetske stranice Europskog parlamenta:

<https://www.europarl.europa.eu/factsheets/hr/sheet/86/europska-monetarna-politika> (pristup: 5. 2. 2022.).

<sup>106</sup> engl. Open market operations.

<sup>107</sup> engl. Main Refinancing Operations (MRO).

1.1.2 Operacije dugoročnijeg refinanciranja (LTROs<sup>108</sup>) su isto što i MROs, ali umjesto roka dospjeća od jednog tjedna, rok je tri mjeseca. LTROs osiguravaju dodatna, dugoročnija sredstva poslovnim bankama. Koristi se standardni tender, a frekvencija održavanja aukcija je mjesečna. Posljednjih godina su regularne operacije na otvorenom tržištu dopunjene još dugoročnijim operacijama refinanciranja u eurima čiji je rok dospjeća produžen na čak 5 godina. Osim uobičajenog refinanciranja u eurima, omogućeno je refinanciranje i u američkim dolarima. Ove ciljane dugoročne operacije refinanciranja ne spadaju u tradicionalne instrumente, već se smatraju nestandardnim mjerama monetarne politike pa će više o njima biti riječi u drugome dijelu ovog poglavlja.

1.1.3. Operacije fine prilagodbe<sup>109</sup> su treća vrsta operacija na otvorenom tržištu koje imaju za cilj upravljati neočekivanim oscilacijama likvidnosti. Nisu redovne operacije nego se provode ad hoc radi korigiranja nepovoljnih kretanja kamatnih stopa. Provodi ih Eurosustav putem brzih tendera ili bilateralnih procedura s ciljanim poslovnim bankama. Osim povratnih transakcija reotkupa vrijednosnih papira, mogu se još provoditi putem deviznih zamjena (engl. *foreign exchange swap*) ili prikupljanjem depozita s fiksnim dospjećem.

1.1.4. Strukturne operacije<sup>110</sup> služe za prilagodbu strukturnog položaja Eurosustava u odnosu na financijski sektor. Provodi ih Eurosustav putem reotkupa, izravnih transakcija ili izdavanja certifikata o dugu. Moguć je standardni tender prema svim bankama ili putem bilateralnih procedura.

1.2 Stalno raspoložive mogućnosti<sup>111</sup> nude dvije mogućnosti kreditnim institucijama kojima se pušta likvidnost u sustava (davanje kredita bankama) ili se povlači likvidnost (prihvat depozita od banaka). Ovi krediti odnosno depoziti su prekonoćni, dakle rok dospjeća je 1 dan. Za obračun kamate koristi se prosječna eurska prekonoćna kamatna stopa (EONIA<sup>112</sup>), a to je prevladavajuća kamatna stopa na eurskom prekonoćnom međubankarskom novčanom tržištu.

---

<sup>108</sup> engl. *Longer-term Refinancing Operations (LTRO)*.

<sup>109</sup> engl. *Fine-tuning operations*.

<sup>110</sup> engl. *Structural operations*.

<sup>111</sup> engl. *Standing facilities*.

<sup>112</sup> engl. *Euro Overnight Index Average (EONIA)*.

1.2.1 Marginalna posudba od središnje banke<sup>113</sup> daje mogućnost jednodnevnog (prekonoćnog) kreditiranja poslovne banke koje je kolateralizirano odgovarajućom likvidnom imovinom. Od rujna 2019. kamatna stopa je 0,25%.

1.2.2 Mogućnost polaganja depozita<sup>114</sup> omogućava poslovnim bankama da polože prekonoćne depozite kod središnje banke, čime neće ostvariti prihod jer još od 2014. ESB naplaćuje bankama negativnu kamatnu stopu, koja je od rujna 2019. na razini od -0,50%. Negativna kamatna stopa treba potaknuti poslovne banke da usmjere svoja sredstva prema građanima i poduzećima čak i po vrlo niskoj cijeni jer u suprotnom imaju oportunitetne troškove držanja sredstava.

Pregled povijesnog kretanja tri ključnog seta kamatnih stopa (MRO, marginalna posudba i polaganje depozita) u razdoblju od prosinca 2005. do siječnja 2022. vidljiv je u tablici 3. (posljednja izmjena kamatnih stopa je bila u rujnu 2019.). Kamatna stopa na operacije otvorenog tržišta (MRO) je maksimalno iznosila 4,25% u srpnju 2008., a nakon 2011. opada ispod razine od 1%. U rujnu 2014. iznosi simboličnih 0,05% da bi se nakon ožujka 2016. pa sve do danas zadržala na nula posto, što znači da ESB ne zaračunava kamatu kod refinanciranja odnosno da se poslovne banke besplatno refinanciraju kod središnje banke. Slično povijesno kretanje pokazuje i kamatna stopa na kredite središnje banke (marginalna posudba) koja je u srpnju 2008. iznosila maksimalnih 5,25% a nakon toga postepeno pada da bi nakon 2013. pala na razinu ispod 1%. Od ožujka 2016. se zadržala na stabilno niskoj razini od 0,25%, što je ipak razlika u odnosu na 0% koliko iznosi kamatna stopa na MRO. ESB je na položene depozite plaćala maksimalno 3,25% (kolovoz 2008.), a već od ožujka 2009. ova pasivna kamata ESB-a pada ispod razine od 1% i u srpnju 2012. se pozicionirala na 0%. Od srpnja 2014. prelazi u negativu što znači da umjesto da ESB plaća bankama na primljene depozite, dešava se obratna situacija da ESB naplaćuje bankama na položena sredstva. Od rujna 2019. do trenutka pristupa ovim podacima kamatna stopa se zadržala na -0,50%. Može se zaključiti da nakon financijske krize 2008. ESB počinje voditi ekspanzivnu monetarnu politiku, odnosno posljednjih godina je moguće govoriti čak i o izrazito ekspanzivnoj kako bi se smanjile posljedice krize i ublažila recesija.

---

<sup>113</sup> engl. *Marginal lending facility rate.*

<sup>114</sup> engl. *Deposit facility.*

Tablica 3. Pregled kretanja ključnih kamatnih stopa Europske središnje banke u razdoblju 2005.-2019.

Date (with effect from)		Deposit facility	Main refinancing operations		Marginal lending facility
			Fixed rate tenders Fixed rate	Variable rate tenders Minimum bid rate	
2019	18 Sep.	-0.50	0.00	-	0.25
2016	16 Mar.	-0.40	0.00	-	0.25
2015	9 Dec.	-0.30	0.05	-	0.30
2014	10 Sep.	-0.20	0.05	-	0.30
	11 Jun.	-0.10	0.15	-	0.40
2013	13 Nov.	0.00	0.25	-	0.75
	8 May.	0.00	0.50	-	1.00
2012	11 Jul.	0.00	0.75	-	1.50
2011	14 Dec.	0.25	1.00	-	1.75
	9 Nov.	0.50	1.25	-	2.00
2010	13 Jul.	0.75	1.50	-	2.25
	13 Apr.	0.50	1.25	-	2.00
	13 May	0.25	1.00	-	1.75
2009	8 Apr.	0.25	1.25	-	2.25
	11 Mar.	0.50	1.50	-	2.50
	21 Jan.	1.00	2.00	-	3.00
	10 Dec.	2.00	2.50	-	3.00
2008	12 Nov.	2.75	3.25	-	3.75
	15 Oct. <sup>4</sup>	3.25	3.75	-	4.25
	9 Oct. <sup>3</sup>	3.25	-	-	4.25
	8 Oct.	2.75	-	-	4.75
	9 Jul.	3.25	-	4.25	5.25
2007	13 Jun.	3.00	-	4.00	5.00
	14 Mar.	2.75	-	3.75	4.75
2006	13 Dec.	2.50	-	3.50	4.50
	11 Oct.	2.25	-	3.25	4.25
	9 Aug.	2.00	-	3.00	4.00
	15 Jun.	1.75	-	2.75	3.75
	8 Mar.	1.50	-	2.50	3.50
2005	6 Dec.	1.25	-	2.25	3.25

Izvor: Internetske stranice Europske središnje banke: [https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_ecb\\_interest\\_rates/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html) (pristup: 5. 2. 2022.)

1.3 Držanje minimalnih obveznih pričuva (MRR<sup>115</sup>) je mjera koju ESB propisuje kreditnim institucijama kako bi se smanjila kreditna multiplikacija odnosno ograničio porast novčane mase. Obvezu izdvajanja obvezne pričuve kod središnje banke imaju samo poslovne banke europodručja kao i podružnice banaka unutar europodručja koje su osnovane izvan europodručja. Stopa izdvajanja je od osnivanja ESB-a u siječnju 1999. bila 2% na depozite s rokom dospijeaća do 2 godine i 1% na ostale depozite s rokom dospijeaća preko 2 godine. U siječnju 2012. stopa izdvajanja je snižena na 1% (odnosno na 0% za rok dospijeaća preko 2 godine) i ova stopa je ostala na snazi do danas. Stopa remuneracije je 0% što znači da ESB ne plaća ništa prema bankama za sredstva obvezne pričuve koja se nalaze u njegovoj pasivi. Ali, za neizdvajanje obvezne pričuve ESB naplaćuje kaznenu kamatu od 2,75%.

U tablici 4. napravljen je pregled tradicionalnih instrumenata monetarne politike Eurosustava s pripadajućim tipovima transakcija, frekvencijom održavanja i rokom dospijeaća iz kojeg je vidljiva kompleksnost instrumentarija europskog monetarnog poretka.

Tablica 4. Tradicionalni instrumenti monetarne politike Eurosustava – tipovi transakcija, frekvencija i rok dospijeaća

INSTRUMENT MONETARNE POLITIKE	TIP TRANSAKCIJE	FREKVENCIJA ODRŽAVANJA	ROK DOSPIJEĆA
Glavne operacije refinanciranja	Repo operacije	Tjedno	7 dana
Operacije dugoročnijeg refinanciranja	Repo operacije	Mjesečno	3 mjeseca
Operacije fine prilagodbe	Repo operacije ili forex swap ili fiksni depozit	Ad hoc	Nije standardiziran
Strukturne operacije	Repo operacije ili izravne kupnje	Ad hoc ili regularno	Može i ne mora biti standardiziran
Marginalna posudba od središnje banke	Repo transakcija	Prekonoćno	1 dan
Mogućnost polaganja depozita	Depoziti	Prekonoćno	1 dan

Izvor: Obrada autora prema podacima s internetske stranice Europske središnje banke: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/html/index.en.html> (pristup: 5. 2. 2022.)

<sup>115</sup> engl. *Minimum Reserve Requirements (MRR)*.

2. Nestandardne mjere monetarne politike<sup>116</sup> obuhvaćaju:

2.1 Izravne monetarne transakcije (OMT<sup>117</sup>) su najavljene kao program u kojem ESB može provesti izravne kupnje obveznica (dospijeca 1-3 godine) države članice europodručja na sekundarnom tržištu (nije dozvoljeno da središnja banka kupuje državne obveznice na primarnom tržištu u trenutku njihovog emitiranja jer bi to bilo direktno monetarno financiranje države, što je najstrože zabranjeno u EU). Uvođenjem ove mjere ugašen je Program tržišta vrijednosnih papira (SMP<sup>118</sup>). OMT je predstavio tadašnji guverner Mario Draghi u srpnju 2012. u težnji da zaštiti opstanak eura svim raspoloživim sredstvima. Ova nestandardna mjera se nije nikada realizirala u praksi. Zamišljeno je da vlada države članice europodručja koja se suoči s problemima u financiranju javnog duga zatraži financijsku pomoć ESB-a. Sličnu logiku otkupa državnih obveznica moguće je provesti putem Europskog stabilizacijskog mehanizma i Europskog instrumenta za financijsku stabilnost. Država čije se obveznice kupuju mora zauzvrat pristati na provođenje određenih ekonomskih mjera. Treba napomenuti da postoji razlika između izravnih monetarnih transakcija i politike kvantitativnog popuštanja.

Kvantitativno popuštanje (QE<sup>119</sup>) je vrsta monetarne politike u kojoj središnja banka kupnjom vrijednosnih papira od poslovnih banaka i drugih financijskih institucija injektira značajne količine likvidnih novčanih sredstava u financijski sustav kako bi podigla razinu ekonomske aktivnosti. Najčešće kupuje državne obveznice (na sekundarnom tržištu), ali može kupovati i korporativne obveznice, pa čak i vlasničke vrijednosne papire (dionice). Ova mjera ulazi u red vrlo nekonvencionalnih mjera monetarne politike jer se zapravo kupuje rizičnija imovina. Obično se koristi u situacijama vrlo niske inflacije (ili čak deflacije) kada standardne mjere monetarne politike ne daju rezultata. Europska središnja banka je koristila politiku kvantitativnog popuštanja u situaciji kada je nominalna kamatna stopa dosegla nulu, zbog čega nije bilo puno prostora za njezino daljnje snižavanje. Ova politika bi trebala trgnuti ekonomiju iz recesije i spriječiti stopu inflacije da padne ispod zacrtane granice. ESB je upotrebljavala QE po završetku krize europskog javnog duga od 2015. i nastavila za vrijeme pandemije koronavirusom 2020.-2021. Sinonim za QE je kupnja imovine (engl. *Asset purchase*).

---

<sup>116</sup> engl. *Non-standard monetary policy measures*.

<sup>117</sup> engl. *Outright monetary transactions (OMT)*.

<sup>118</sup> engl. *Securities markets programme (SMP)*.

<sup>119</sup> engl. *Quantitative Easing (QE)*.

2.2 Smjernice buduće monetarne politike<sup>120</sup> koriste se kao nestandardna mjera monetarne politike ESB-a od 2013. i predstavlja napredak u komunikaciji ESB-a jer se uz procjenu sadašnje makroekonomske situacije dodaje procjena budućeg smjera monetarne politike odnosno buduće politike ključnih kamatnih stopa ESB-a. Upravno vijeće ESB-a transparentno unaprijed objavljuje svoje namjere kako bi tržišni akteri mogli pravovremeno prilagoditi svoja (inflacijska) očekivanja.

2.3 Operacije ciljanog dugoročnijeg refinanciranja (TLTRO<sup>121</sup>) su vrlo slične LTRO, ali bitno je razumjeti da su LTRO standardni instrument s rokom dospeljeća 3 mjeseca i regularnom mjesečnom frekvencijom održavanja tendera, a TLTRO su nestandardna ad hoc mjera s višegodišnjim rokom dospeljeća. TLTRO su inicijalno uvedene 2014. s dospeljećem od 2 godine da bi se poboljšala financijska slika banaka u europodručju. Druga tranša (TLTRO II) je krenula 2016., a treća (TLTRO III) tri godine kasnije u ožujku 2019. U razdoblju od lipnja 2020. do lipnja 2022. dodatno su olakšani uvjeti bankama za zaduživanje i smanjena je cijena zaduživanja (kamatna stopa je pala za 50 baznih bodova) kao dio pojačane reakcije europskog monetarnog poretka na financijsku krizu izazvanu pandemijom koronavirusa. Rok dospeljeća je produžen maksimalno do 4 godine i zamišljene su da ciljano stimuliraju kreditiranje poslovnih banaka prema realnom sektoru.

2.4 Programi kupnje vrijednosnih papira (APP<sup>122</sup>) su posljednja i najsnažnija nestandardna mjera monetarne politike ESB-a koja je uvedena 2009. kako bi se potaknuo gospodarski rast u europodručju koji je bio usporen zbog posljedica globalne financijske krize 2008.-2009. Izravni program kupnje imovine<sup>123</sup> je nastavljen 2014. kao APP sa značajno proširenim izborom vrijednosnih papira koje su poslovne banke mogle prodati odnosno refinancirati kod središnjih banaka Eurosustava. Programi kupnje obuhvaćaju brojne podvarijante u ovisnosti od vrste vrijednosnih papira koji se kupuju u pojedinom programu. Na internetskim stranicama ESB-a navedene su sljedeće ne-regularne operacije na otvorenim tržištima<sup>124</sup> za čije je razlikovanje potrebno navoditi izvorne nazive na engleskom jeziku odnosno pripadajuće engleske kratice koje su već prihvaćene u praksi.

---

<sup>120</sup> engl. *Forward guidance*.

<sup>121</sup> engl. *Targeted Long-term Refinancing Operations (TLTRO)*.

<sup>122</sup> engl. *Asset purchase programmes (APP)*.

<sup>123</sup> engl. *Outright asset purchases programme*.

<sup>124</sup> engl. *Non-regular open market operations*:

<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/omo/html/index.hr.html> (pristup: 5. 2. 2022.).

ABSPP<sup>125</sup> – Program kupnje vrijednosnih papira osiguranih imovinom uveden 2014. kako bi se poboljšala transmisija monetarne politike ESB-a. Nema ograničenja roka dospijeca ovih vrijednosnih papira. Moguća je kupnja i na primarnom i na sekundarnom tržištu. Otkup ne provodi ESB već šest posebno ovlaštenih središnjih banaka Eurosustava (Belgija, Njemačka, Španjolska, Francuska, Italija i Nizozemska).

CBPP3<sup>126</sup> – Treći i za sada posljednji program kupnje pokrivenih obveznica iz 2014. Izvorni program CBPP uveden je 2009., a nakon njega i drugi program CBPP2 iz 2011. koji su već završeni.

SMP<sup>127</sup> - Već završeni program kupnje vrijednosnih papira na tržištu koji je započeo 2010. kao dio slojevite reakcije na financijsku krizu kako bi se pojačala potražnja na tržištu kapitala za državnim obveznicama pojedinih država članica europodručja. Program je okončan 2012., a kupljeni dužnički papiri se drže do dospijeca.

PSPP<sup>128</sup> – Pokrenut je 2015. za kupnju državnih obveznica koje su izdale vlade država članica europodručja, državne agencije i europske institucije, a naknadno je proširen mogućnošću kupnje regionalnih državnih obveznica (trajao je do 2018.). Program je obnovljen 2020. pri čemu se kod količina kupnje obveznica pojedinih država primjenjuje kapitalni ključ ESB-a.

CSPP<sup>129</sup> – Program kupnje korporativnih obveznica investicijskog rejtinga u eurima uveden 2016.

U normalnim ekonomskim situacijama sa stabilnim financijskim uvjetima ESB nema potrebe za značajnijom upotrebom programa kupnje imovine, ali u vremenima globalne financijske krize kada su ključne kamatne stope već spuštene na rekordno nisku razinu (oko nula posto) onda daljnje snižavanje kamatne stope više ne bi polučilo željeni efekt. Dodatno, postoji rizik predugog trajanja preniske stope inflacije (značajno ispod 2%). Stoga je ESB u okviru proširenog programa mjesečno kupovao od 15 do 80 milijardi eura državnih obveznica,

---

<sup>125</sup> engl. *Asset-Backed Securities Purchase Programme (ABSPP)*.

<sup>126</sup> eng. *Third Covered Bond Purchase Programme (CBPP3)*.

<sup>127</sup> engl. *Securities Markets Programme (SMP)*.

<sup>128</sup> engl. *Public Sector Purchase Programme (PSPP)*.

<sup>129</sup> engl. *Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)*.



obveznica koje su izdale europske institucije, korporativnih obveznica, obveznica koje su izdale poslovne banke temeljem paketa danih kredita (engl. *covered bonds*) i ostalih vrijednosnih papira koji su pokriveni nekom imovinom (engl. *Asset-backed securities*). Program kupnje imovine djeluje na inflaciju i ekonomski rast na tri načina. Prvi je poticaj bankama da povećaju kreditnu ponudu prema realnom sektoru jer im je ESB omogućio refinanciranje (otkup) starih paketa i oslobodio novčana sredstva. Drugi način je kupnja direktno od investitora kao što su mirovinski fondovi i privatni investitori čime povećava potražnju za vrijednosnicama i diže im cijenu odnosno spušta prinos (engl. *yield*) što smanjuje efektivnu tržišnu kamatnu stopu i olakšava daljnje financiranje privatnog sektora. Stimulira se investiranje i potrošnja čime se potiče povratak stope inflacije na targetiranih 2%. Treći način je signaliziranje tržištu da će ESB nastaviti držati ključne kamatne stope na niskoj razini u sagledivoj budućnosti čime se značajno smanjuje neizvjesnost i volatilnost kod donošenja investicijskih odluka.

#### PEPP<sup>130</sup>

Program kupnje imovine zbog pandemije je uveden u ožujku 2020. u iznosu od 750 milijardi eura, a u prosincu iste godine je raspoloživi iznos povećan na čak 1,85 milijardi eura. Planirano je da program traje do ožujka 2022. Predviđen je kao najsnažniji odgovor europskog monetarnog poretka na financijsku krizu bez presedana koju je potakla pandemija Covida-19.

#### PELTROs<sup>131</sup>

Operacije dugoročnijeg refinanciranja zbog pandemije su posljednja mjera dugoročnog refinanciranja koja je uvedena u travnju 2020. da bi se pružila dodatna likvidnost financijskom sustavu zbog poremećaja uslijed pandemije koronavirusom.

Europska središnja banka u svojem pregledu strategije<sup>132</sup> (2021) napravila je analizu efikasnosti korištenja instrumenata monetarne politike u razdoblju 2014.-2020. Zaključeno je da je kombinacijom niskih kamatnih stopa (nula posto odnosno čak i negativne kamatne stope), programima kupnje imovine, targetiranim operacijama dugoročnog financiranja i jasnim davanjem smjernica buduće monetarne politike napravljen potreban stimulans rastu

---

<sup>130</sup> engl. *Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP)*.

<sup>131</sup> engl. *Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operations (PELTRO)*.

<sup>132</sup> ECB strategy review – Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014. Occasional Paper Series No 278

gospodarske aktivnosti i kontroli inflacije. Kamatne stope kao standardni kanal monetarne politike u promatranom razdoblju nije bio dovoljno učinkovit zbog povijesno niskih kamatnih stopa, tako da su više korištene nestandardne mjere. Stopa inflacije bi bez ovih provedenih mjera bila niža prosječno za 0,4 postotnih bodova. Istaknuta je važnost diversifikacije i fleksibilnosti kod izbora kombinacije mjera i instrumenata monetarne politike, umjesto oslanjanja na samo jedan glavni instrument. ESB je provodio cost-benefit analize čime su u najvećoj mjeri izbjegnute ili barem smanjene štetne nuspojave kao što su pretjerano izlaganje rizika kreditnih institucija, opadajuća profitabilnost banaka i moralni hazardi. Kada se jedne te iste mjere neprekidno koriste kroz duže vrijeme moguće su s jedne strane veće nuspojave, a s druge strane postoje indicije da se efikasnost monetarne politike kod dugotrajne primjene iste mjere može smanjivati.

### 4.3 Transmisijski mehanizam monetarne politike Eurosustava

Mehanizmi provođenja monetarne politike ESB-a odnosno Eurosustava razvijeni su na temelju bogatog povijesnog iskustva središnjih banaka država članica EU odnosno europodručja, a posebno na temelju neuspjelih pokušaja i pogrešaka u borbi protiv inflacije i stagflacije sedamdesetih i osamdesetih. Tečajna politika podržava monetarnu politiku ESB-a pri održavanju stabilnosti cijena. Odabran je fleksibilan tečajni režim za euro, po uzoru na tečajni režim američkog dolara. Pri provođenju monetarne politike ESB uzima u obzir mogući utjecaj tečajne politike na stopu inflacije. To znači da tečajna politika nije zaseban instrument ESB-a. Tečajnu politiku sukreira Eurogrupa unutar ECOFIN vijeća. Iako se odluke o monetarnoj politici donose centralno od strane Upravnog vijeća ESB-a, one se provode decentralizirano putem koordiniranog djelovanja nacionalnih središnjih banaka članica Eurosustava. Za efikasnu transmisiju odluka ESB-a važno je razvijeno, duboko i integrirano novčano tržište jer se odluke monetarne politike najprije reflektiraju na novčanom tržištu. Od osnivanja ESB-a došlo je do spajanja nacionalnih novčanih tržišta u jedinstveno novčano tržište europodručja. Nastanak ovog euro-tržišta pospješilo je uvođenje sustava za platni promet TARGET odnosno TARGET2 koji omogućava namiru eurskih transakcija u realnom vremenu i povezuje sve središnje banke Eurosustava s ESB-om.

Dio novčanog tržišta za upravljanje likvidnosnim potrebama banaka na vrlo kratke rokove (obično na jedan dan odnosno preko noći) zove se neosigurano novčano tržište. Ovo tržište ima dvije poznate referentne kamatne stope: EONIA i EURIBOR<sup>133</sup>. Drugi dijelovi novčanog tržišta s osiguranim transakcijama su repo tržište i tržište swap-ova. Na osiguranom tržištu imovina služi kao kolateral čime se jako smanjuje kreditni rizik i stoga je ovaj segment novčanog tržišta najviše zastupljen. Transakcije se provode na rok do jednog mjeseca. Idući segment euro-novčanog tržišta je tržište derivativa na kojem se trguje kamatnim swap-om, forward-ima, future-sima i opcijama. Na novčanom tržištu se trguje i kratkoročnim vrijednosnim papirima kao što su komercijalni zapisi i certifikati o depozitu. Ipak, oko 90% od ukupno izdanih dužničkih vrijednosnih papira čine dugoročni eurski vrijednosni papiri. Uz novčano tržište postoji i euro-tržište kapitala čija je tržišna kapitalizacija trgovanih vlasničkih papira oko 50% BDP-a.

---

<sup>133</sup> engl. *Euro Interbank Offered Rate (EURIBOR)*.

Transmisija europske monetarne politike ide preko dvije vrste financijskih posrednika, a to su monetarne financijske institucije (MFIs<sup>134</sup>) i ostale financijske institucije (OFIs<sup>135</sup>). MFIs uz Eurosustav i novčane fondove čine kreditne institucije (prije svega komercijalne banke). To su institucije koje prikupljaju depozite i odobravaju kredite. Konsolidirana bilanca svih MFI-ja služi kao baza za analizu monetarnih agregata europodručja kao najvažnijeg dijela monetarne analize. Eurosustav je u skladu s međunarodnom praksom definirao i koristi tri vrste monetarnih agregata koji predstavljaju stavke u pasivi konsolidirane bilance MFI-ja u odnosu na ostale nefinancijske sektore u europodručju (osim opće države):

M1 = uski monetarni agregat (engl. *narrow*), a to su najlikvidnija novčana sredstva koja obuhvaćaju gotov novac u optjecaju (euro-novčanice i euro-kovanice) i prekonoćne depozite.

M2 = srednji monetarni agregat (engl. *intermediate*) koji obuhvaća M1 i još depozite s dospijecem do 2 godine i depozite koji se mogu iskupiti u roku od 3 mjeseca nakon najave.

M3 = je najšira definicija novca (engl. *broad money*) koja uz M2 obuhvaća još i repo aranžmane, udjele u novčanim fondovima i dužničke vrijednosne papire s dospijecem do 2 godine.

Ova tri agregata se razlikuju prema stupnju svoje likvidnosti i prema kriteriju transferabilnosti, konvertibilnosti i utrživosti. Najlikvidniji je najuži monetarni agregat M1, a najmanje likvidan najširi monetarni agregat M3. Odnos između ova tri agregata je vidljiv u tablici 5:

Tablica 5: Monetarni agregati Eurosustava

OBUHVAT MONETARNIH AGREGATA	M1	M2	M3
Novac u optjecaju	•	•	•
Prekonoćni depoziti	•	•	•
Depoziti s rokom dospijeca do 2 godine		•	•
Depoziti koji se mogu iskupiti 3 mjeseca nakon najave		•	•
Repo ugovori			•
Udjeli u novčanim fondovima			•
Dužnički vrijednosni papiri s dospijecem do 2 godine			•

<sup>134</sup> engl. *Monetary Financial Institutions (MFI)*.

<sup>135</sup> engl. *Other Financial Institutions (OFI)*.

Izvor: Obrada autora prema podacima Europske središnje banke (2011). *The monetary policy of the ECB*. Frankfurt: European central bank

U skladištu statističkih podataka Europske središnje banke<sup>136</sup> može se pronaći statistički izvještaj<sup>137</sup> sa stotinjak stranica svakodnevno ažuriranih statističkih podataka raspoređenih u tablice i grafikone koji pokazuju aktualnu ekonomsku situaciju u europodručju, Europskoj uniji i glavnim državama partnerima.

U tablici 6. vidi se dio monetarne statistike koji pokazuje stanje monetarnih agregata, transakcije u promatranom razdoblju 2021. i stope rasta monetarnih agregata u europodručju. Iznosi su izraženi u milijardama eura. U prosincu 2021. najmanji monetarni agregat M1 je iznosio 11.258 milijardi eura, srednji monetarni agregat M2 je iznosio 14.693 milijardi eura, a najveći monetarni agregat M3 je iznosio 15.484 milijarde eura. Monetarni agregat M2 je za 30,5% veći od M1, a monetarni agregat M3 je za 5,4% veći od M2 odnosno za 37,5% veći od M1. Od II. do IV. kvartala stanje monetarnog agregata M3, čije je kretanje najvažnije za donošenje odluka o monetarnoj politici ESB-a, je povećano za 535 milijarde eura odnosno za 3,6%. Ovo povećanje najšireg obuhvata novčane mase odlika je ekspanzivne monetarne politike. To potvrđuje i prikazana godišnja stopa rasta koja je u prosincu 2021. za monetarni agregat M3 iznosila visokih 6,9%.

Tablica 6. Monetarni agregati europodručja za razdoblje od II. do IV. kvartala 2021.

---

<sup>136</sup> Internetska stranica za skladište statističkih podataka ESB-a: <https://sdw.ecb.europa.eu/home.do>

<sup>137</sup> engl. *Statistical Bulletin*.

### 2.3.1 Monetary aggregates <sup>1)</sup> and counterparts

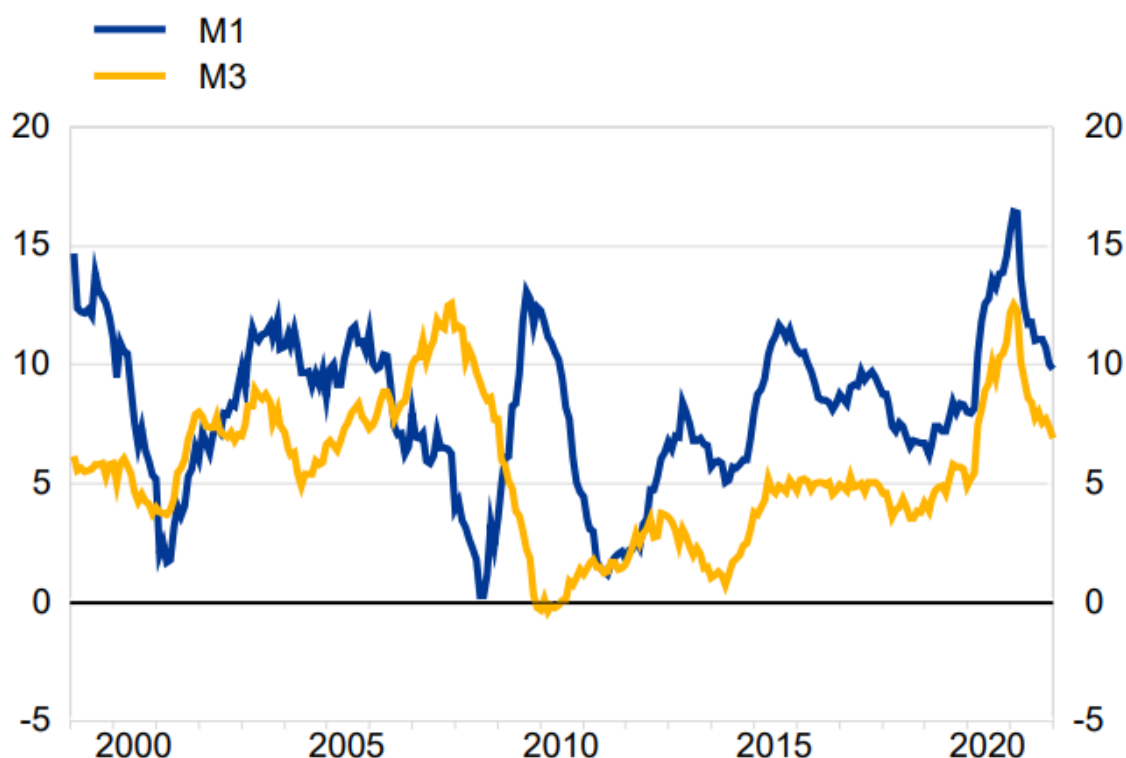
(EUR billions and annual growth rates; seasonally adjusted; outstanding amounts and growth rates at end of period; transactions during period)

	M3				M3 3-month moving average (centred)	Longer-term financial liabilities	Credit to general government	Credit to other euro area residents <sup>2)</sup>		Net external assets <sup>3)</sup>		
	M2		M3-M2	Loans				Adjusted loans <sup>4)</sup>				
	M1	M2-M1										
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11	12
<b>Outstanding amounts</b>												
2021 Q2	10,770.2	3,425.9	14,196.1	753.2	14,949.2	-	6,847.1	6,217.0	14,488.0	12,077.6	12,441.9	1,411.7
Q3	11,062.2	3,396.6	14,458.7	760.1	15,218.8	-	6,856.4	6,364.7	14,611.6	12,182.5	12,536.2	1,379.8
Q4 <sup>(p)</sup>	11,257.8	3,434.9	14,692.6	790.9	15,483.5	-	6,889.2	6,551.8	14,811.2	12,337.8	12,721.6	1,371.8
2021 Sep.	11,062.2	3,396.6	14,458.7	760.1	15,218.8	-	6,856.4	6,364.7	14,611.6	12,182.5	12,536.2	1,379.8
Oct.	11,115.8	3,422.6	14,538.5	792.2	15,330.7	-	6,872.1	6,392.0	14,682.5	12,231.0	12,591.9	1,397.0
Nov.	11,157.5	3,428.1	14,585.7	809.9	15,395.6	-	6,905.2	6,476.2	14,738.6	12,309.2	12,658.5	1,398.5
Dec. <sup>(p)</sup>	11,257.8	3,434.9	14,692.6	790.9	15,483.5	-	6,889.2	6,551.8	14,811.2	12,337.8	12,721.6	1,371.8
<b>Transactions</b>												
2021 Q2	244.2	-41.4	202.8	11.0	213.8	-	-19.4	163.8	53.3	43.5	51.7	-16.6
Q3	279.4	-22.6	256.8	2.7	259.5	-	0.0	150.5	132.0	117.5	120.5	-40.8
Q4 <sup>(p)</sup>	211.5	31.2	242.8	27.1	269.8	-	7.3	201.2	222.6	169.1	218.3	-67.9
2021 Sep.	104.4	-5.9	98.4	-11.5	86.9	-	10.0	36.4	54.9	44.2	49.0	-52.9
Oct.	55.6	26.2	81.8	32.7	114.5	-	17.1	31.9	79.2	47.5	59.5	4.9
Nov.	52.3	-1.5	50.8	14.0	64.8	-	-12.1	65.0	52.1	72.6	65.4	-32.7
Dec. <sup>(p)</sup>	103.6	6.5	110.1	-19.6	90.5	-	2.3	104.2	91.4	49.0	93.5	-40.2
<b>Growth rates</b>												
2021 Q2	11.8	-1.4	8.3	10.6	8.4	8.3	-0.6	13.1	3.6	3.1	3.0	-72.3
Q3	11.1	-2.5	7.6	7.5	7.6	7.8	-0.7	11.0	3.4	3.2	3.3	-131.8
Q4 <sup>(p)</sup>	9.8	-1.5	6.9	6.4	6.9	-	-0.6	11.3	3.9	3.9	4.1	-114.4
2021 Sep.	11.1	-2.5	7.6	7.5	7.6	7.8	-0.7	11.0	3.4	3.2	3.3	-131.8
Oct.	10.7	-1.7	7.5	11.2	7.7	7.5	-0.3	10.5	3.7	3.3	3.4	-117.8
Nov.	10.0	-1.4	7.1	12.2	7.4	7.3	-0.5	10.8	3.7	3.6	3.7	-112.2
Dec. <sup>(p)</sup>	9.8	-1.5	6.9	6.4	6.9	-	-0.6	11.3	3.9	3.9	4.1	-114.4

Izvor: Statistical Data Warehouse. (2022). *Statistics Bulletin – updated 11.02.2022*. European central bank

Na grafikonu 11. vidi se kretanje godišnjih stopa rasta monetarnih agregata M1 i M3 kroz dvadeset godina (2000.-2020.). Žuta krivulja prikazuje kretanje najvažnijeg monetarnog agregata M3. Vidljive su velike oscilacije oko prosječne stope rasta oko 5% godišnje. Najveći rast novca (oko 13%) zabilježen je 2008. kada je ESB kao odgovor na globalnu financijsku krizu uvela već spomenute mjere nestandardne monetarne politike kao što su programi kupnje imovine i dugoročno refinanciranje čime je značajno povećana novčana masa u europodručju. Podjednako visoka godišnja stopa rasta M3 bila je 2020. zbog reakcije ESB-a na financijsku krizu uzrokovanu pandemijom koronavirusa kada je uveden novi program kupnje imovine (PEPP) i operacije dugoročnijeg refinanciranja (PELTROs). Iz ova dva primjera se može zaključiti da je najveća godišnja stopa rasta novčane mase u kriznim vremenima kada središnja banka želi povećati likvidnost financijskog sektora kako bi stabilizirala gospodarstvo i smanjila negativne posljedice eksternih šokova. Najniža stopa rasta monetarnog agregata M3 je zabilježena 2010. (oko nula posto) odnosno 2014. (oko 1%). Od 2015. nadalje primjetan je trend kontinuiranog rasta novčane mase sve do 2021. kada se krivulja počinje spuštati prema dolje odnosno kada polako dolazi do stabilizacije stope godišnjeg rasta. Kretanje užeg monetarnog agregata M1 (plava krivulja) u promatranom razdoblju je manje ili više konzistentno kretanju "starijeg brata" M3, ali su oscilacije malo veće (godišnji rast u 2020. je oko 17%) i primjetan je određeni vremenski pomak od oko godine dana.

Grafikon 11. Kretanje godišnje stope rasta monetarnih agregata europodručja u razdoblju 2000.-2020.

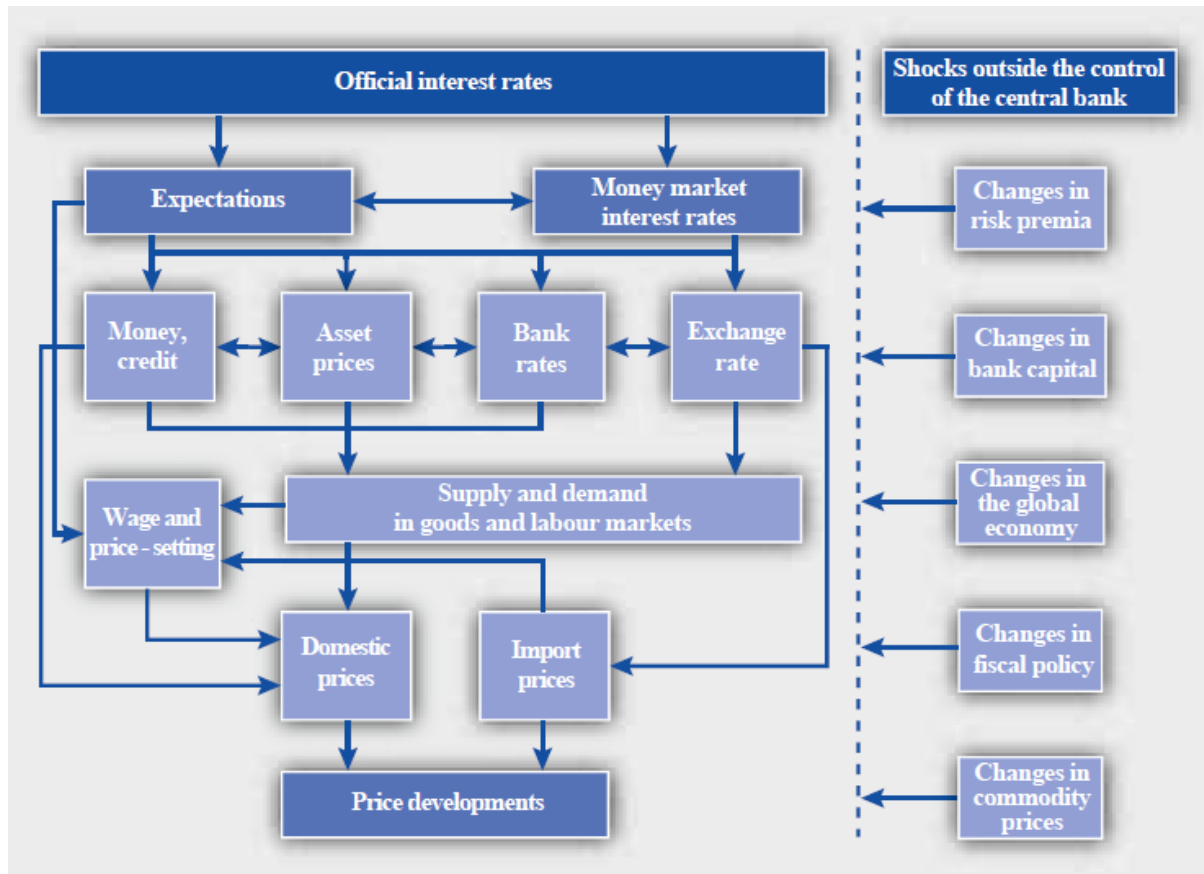


Izvor: Statistical Data Warehouse. (2022). *Statistics Bulletin – updated 11.02.2022*. European central bank

Transmisijski mehanizam monetarne politike je zapravo proces u kojem odluke monetarne politike utječu na gospodarstvo odnosno na realni sektor. Zbog toga što u ovome procesu ima puno različitih aktivnosti i sudionika govorimo o vremenskom pomaku djelovanja monetarne politike. Veličina ovog djelovanja također je vrlo neizvjesna i ovisi o stanju ekonomije odnosno o stupnju ekonomskog ciklusa u kojem se nalazi. Dodatan problem predstavljaju različiti eksterni šokovi kao što je rast cijena energenata (primjerice rast cijena nafte) koji kratkoročno djeluju na povećanje cijena ili geopolitički događaji (primjerice rat između Rusije i Ukrajine u trenutku pisanja ove disertacije). Pored ovih eksternih čimbenika mogući su i interni pritisci na rast cijena kao što je fiskalna odnosno porezna politika pojedine države članice. Ovi faktori utječu na povećanje ili smanjenje agregatne potražnje i posljedično djeluju na cijene proizvoda i usluga. Stoga Europska središnja banka pomno prati i analizira ekonomske trendove kako bi mogla kontrolirati transmisijski lanac odnosno pravilno uočiti i identificirati faktore rasta cijena. ESB odnosno Eurosustav koristi različite transmisijske kanale za prijenos impulsa

monetarne politike. Na slici 8. vidi se transmisijski mehanizam prijenosa impulsa od kamatnih stopa do cijena proizvoda i usluga.

Slika 8. Transmisijski mehanizam monetarne politike Eurosustava od kamatnih stopa do promjene cijena proizvoda i usluga



Izvor: European central bank (2011). *The monetary policy of the ECB*. Frankfurt: European central bank

ESB promjenom ključnih kamatnih stopa kod operacija s bankama na novčanom tržištu daje inicijalni impuls bankarskom sektoru. Poslovne banke primaju od ESB-a primarni novac koji još zovemo novčanom bazom (engl. *base money*), a koji obuhvaća gotovi novac za opskrbu optjecaja, zatim za poravnanje međubankarskih računa i za održavanje obvezne pričuve. ESB ima monopol nad emitiranjem novčane baze zbog čega samostalno odlučuje o cijeni ovog novca (kamatnoj stopi), a poslovne banke putem kanala kamatnih stopa ugrađuju ovu cijenu novca u svoje kamatne stope za kreditiranje realnog sektora. Banke najprije prilagođavaju svoje aktivne kamatne stope na odobrene kratkoročne kredite i pasivne kamatne stope na primljene kratkoročne depozite (po računovodstvenoj definiciji rok dospijeca do 1 godine se smatra kratkoročno). Što se tiče dugoročnih kamatnih stopa (preko 1 godine), na njih najviše utječu



očekivanja budućih promjena ključnih kamatnih stopa središnje banke. Kamatne stope na dugoročne obveznice s višegodišnjim rokom dospijea formiraju se na temelju tržišnih očekivanja dugoročnog trenda inflacije i gospodarskog rasta, što znači da ovdje obično nema direktnog utjecaja monetarne politike.

Promjene ključnih kamatnih stopa središnje banke odnosno vezanih kamatnih stopa poslovnih banaka determiniraju odluke o potrošnji, štednji i investicijama poduzeća i kućanstava. Porast kamatnih stopa potiče štednju, a smanjene kamatne stope potiču investicije i potrošnju. Povećana potrošnja predstavlja veću agregatnu potražnju za proizvodima i uslugama zbog čega obično dolazi do povećanja cijena. Odluke monetarne politike utječu i na cijene vrijednosnih papira na tržištu kapitala. Za dužničke vrijednosne papire (primjerice obveznice) vrijedi obrnuto proporcionalan odnos između povećanja razine kamatnih stopa i njihovih cijena. Kada kamatne stope rastu, cijene kotiranih obveznica obično padaju. Bez obzira što kuponska kamatna stopa na obveznice ostaje ista, njihov prinos (*yield*) će porasti.

Transmisija monetarne politike putem tradicionalnog kreditnog kanala zapravo se odnosi na kreditnu ponudu poslovnih banaka. Ako aktivne kamate banaka na kredite porastu onda će dostupnost novca za poslovne subjekte biti manja zbog čega će se teže odlučiti na investicije za širenje gospodarskih aktivnosti. Građani će isto tako biti demotivirani za potrošnju. Tečajni kanal utječe na stopu inflacije putem promjena tečaja. Veći tečaj dolara znači da će cijena uvezenog proizvoda iz SAD-a koštati više, gledano u eurima kao domaćoj valuti. Ako se uvezeni proizvod koristi kao input u proizvodnji onda će utjecati na povećanje cijene konačnog proizvoda. Dodatno, promjene tečaja mijenjaju konkurentnost domaćih proizvoda na inozemnom tržištu (pad vrijednosti eura prema dolaru čini europske proizvode relativno jeftinijim na američkom tržištu što bi trebalo povećati njihovu potražnju). Promjene tečaja imaju veći utjecaj na male otvorene ekonomije nego na velike ekonomije. Kanal tržišnih očekivanja djeluje putem utjecaja na dugoročna očekivanje privatnog sektora. Za pravilno usmjeravanje ovih očekivanja bitan je kredibilitet središnje banke. Ako tržišni akteri vjeruju da je središnja banka sposobna i posvećena održavanju stabilnosti cijena onda neće doći do povećanja plaća niti povećanja proizvođačkih cijena zbog očekivane buduće inflacije.

Mnogobrojna empirijska istraživanja na temu transmisije dokazala su da, u normalnim vremenima, monetarna politika najviše utječe na ekonomiju putem kanala kamatne stope. Pooštravanje monetarne politike dovodi do prolaznog smanjenja proizvodnje koje obično

doseže maksimum u roku jedne do dvije godine nakon što središnja banka poveća kamatnu stopu i tada polako dolazi do smanjenja cijena. Slijedom ovih znanstvenih spoznaja Upravno vijeće ESB-a svojim odlukama utječe na promjene kamatnih stopa na novčanom tržištu. Pri tome mora konstantno nadzirati ispravno funkcioniranje ovog transmisijskog kanala i pratiti reakciju banaka. Ako dođe do poremećaja na novčanom tržištu onda će to negativno utjecati na efikasnost kanala kamatne stope. To se pokazala za vrijeme globalne financijske krize 2008.-2009. kada su eksterni šokovi narušili djelovanje financijskog tržišta pa je ESB bila prisiljena uvesti nestandardne mjere monetarne politike kao što je program kupnje imovine kako bi ovim likvidnosnim intervencijama stabilizirala tržište i popravila transmisijski mehanizam kamatne stope. Zbog velikog vremenskog pomaka od inicijalnog impulsa do promjene realnih varijabli središnja banka mora gledati daleko u budućnost. U kraćem roku nije moguće izbjeći volatilitet stope inflacije. Uvažavajući ovu činjenicu, monetarna politika treba biti orijentirana na srednji rok kako bi se izbjegle pretjerane (nepotrebne) reakcije koje neće pridonijeti stabilnosti financijskog tržišta niti realnog sektora.

Heryan i Matousek (2016) su analizirali efikasnost transmisijskog mehanizma monetarne politike putem bankarsko-kreditnog kanala u starim EMU članicama i u novim EU članicama (ukupno 25 država i 933 banke) u razdoblju 1999.-2012. Globalna financijska kriza 2008. je značajno promijenila europsku monetarnu politiku. Nekonvencionalne mjere monetarne politike su utjecale na kreditni kanal monetarne transmisije. Stari kreditni EMU kanal prije financijske krize je imao standardni transmisijski mehanizam utjecaja na kratkoročne kamatne stope, ali za vrijeme financijske krize dogodile su se promjene u novčanom agregatu M2. U starim EMU članicama je kreditni kanal više reagirao na promjene M2 nego na promjene kamatnih stopa. U novim EU članicama bilo je obratno što znači da je kreditni kanal bio senzitivniji na promjene kratkoročnih kamatnih stopa. Neke od ovih država još nisu ušle u europodručje što znači da su njihove središnje banke zadržale kontrolu nad monetarnom bazom zbog čega su mogle direktno djelovati na kreditni kanal, dok ESB indirektno djeluje na monetarnu bazu putem Eurosustava. ESB je za vrijeme krize putem programa kupnje imovine dao enormnu injekciju likvidnosti financijskom sustavu, dok središnje banke izvan europodručja nisu u takvoj mjeri povećale likvidnost na tržištu.

U vremenima financijske krize tradicionalna monetarna teorija se nije pokazala korisnom jer je oslabila relacija između rezervi i kredita odnosno rezervi i inflacije (Febrero, Uxo i Dejuan, 2015). ESB je na sličan način kao i druge svjetske središnje banke jako povećala svoju bilancu

od sredine 2007. pri čemu je glavni faktor bio potražnja poslovnih banaka za rezervama likvidnosti koja je proizašla iz problema na međubankarskom novčanom tržištu. ESB je u razdoblju 2010.-2014. provodila izravne kupnje javnog duga Grčke i ostalih zemalja koje su imale likvidnosne probleme, a višak likvidnosti je steriliziran izdavanjem depozita s fiksnim rokom dospijeca. ESB je za stabiliziranje tržišta državnih obveznica koristila tri kanala transmisije, a to su kanal bilance (kupnja državnih obveznica je digla njihovu cijenu što je popravilo aktivnu stranu bilanci poslovnih banaka, a time i njihov kapital), kanal cijene (aktivna kamata banaka na kredite poslovnim subjektima je vezana na prinos na državne obveznice) i kanal likvidnosti (trezorske vrijednosnice se koriste kao kolateral na međubankarskom tržištu i u operacijama refinanciranja ESB-a). Autori smatraju da je u razdoblju 2007.-2014. ESB reagirao uvođenjem nestandardnih mjera, ali da njihova implementacija i dalje predstavlja u određenoj mjeri konvencionalnu monetarnu politiku jer je bila usmjerena stabilizaciji bankarskog sektora i novčanog tržišta kako bi se popravila transmisija standardnog kanala kamatne stope.

Creel, Hubert i Viennot (2016) su procjenjivali transmisiju konvencionalne i nekonvencionalne monetarne politike ESB-a na kamatne stope, kredite i izdavanje obveznica u europodručju za vrijeme globalne financijske krize. Cilj nekonvencionalne politike je bio ponovna uspostava transmisijskog mehanizma konvencionalne politike jer snižavanje ESB-ove ključne kamatne stope nije u dovoljnoj mjeri pozitivno djelovalo na bankarski kreditni kanal odnosno na ponudu novca tj. kredita.

Hristov, Hulsewig, Siemsen i Wollmershauser (2018) su analizirali stabilnost veze između kamatnih stopa na kredite banaka i prinosa (*yielda*) na državne obveznice. Za transmisiju nekonvencionalne monetarne politike ESB-a je važno da ova veza bude stabilna. Učena je distorzija kod transmisije monetarne politike naročito kod država na periferiji (Irska, Italija, Portugal i Španjolska), dakle izvan jezgre europodručja, kod kojih su kamatne stope banaka zadržane na visokoj razini. Upravo ova tržišna raznolikost između pojedinih država članica europodručja u značajnoj mjeri smanjuje efikasnost jedinstvene europske monetarne politike. Ključan razlog zbog kojih je visina kamatnih stopa banaka ostala razdvojena od ključnih kamatnih stopa ESB-a je tržište kapitala država na periferiji za državne obveznice na kojima je prinos povećan. Kreditne stope banaka su vezane na prinose državnih obveznica zbog troškova refinanciranja banaka. Pad vrijednosti državnih obveznica putem otpisa u bilancama banaka slabi njihov kapital. Zbog smanjenja kreditnog rejtinga države povećava se premija rizika na

eksterno financiranje. Dodatno, kod definiranja pasivnih kamatnih stopa banaka na primljene depozite uzima se u obzir prinos na državne obveznice kao oportunitetni izbor za investitore. Stoga nekonvencionalne mjere mogu pomoći da se stabilizira tržište državnih obveznica kako bi se smanjile kamatne stope banaka, odnosno ponovno uspostavila veza između ključnih kamatnih stopa ESB-a i kamatnih stopa u bankarskom sektoru.

#### **4.4 Prelijevanje efekata monetarne politike Eurosustava na ostale države članice Europske unije izvan europodručja**

Monetarna politika Eurosustava je usmjerena na 19 država članica europodručja, ali se njezini efekti djelomično prelijevaju (engl. *spillover effects*) u države članice EU koje još nisu uvele euro. Iako su one nominalno zadržale svoju monetarnu neovisnost, njihove središnje banke provode konzistentnu monetarnu politiku i tečajnu politiku koja čvrsto veže tečaj domaće valute za euro. U globaliziranom svijetu sve se više vodi računa o ovim efektima prelijevanja jer mjere monetarne politike naprednih ekonomija utječu na kapitalne tokove i na tečaj okolnih manjih i slabije razvijenih zemalja.

Snažne nestandardne mjere monetarne politike europodručja su imale značajan utjecaj na cijene u državama jugoistočne Europe, a u nekim državama je ostvaren utjecaj i na ekonomiju. Moder (2017) je analizirala efekte prelijevanja u razdoblju 2008.-2015. u osam država jugoistočne Europe od kojih većina nisu članice EU, ali pokazuju namjeru za ulazak u EU (Albanija, Bosna i Hercegovina, Bugarska, Crna Gora, Hrvatska, Makedonija, Rumunjska i Srbija). Jugoistočna Europa je povezana s europodručjem putem međunarodne razmjene jer su države članice europodručja njihovi najveći trgovinski partneri. Poremećaji u vanjskotrgovinskoj razmjeni u vremenima krize predstavljali su jedan od glavnih kanala za transmisiju eksternih šokova na ove nacionalne ekonomije. Najveći dio izravnih stranih investicija u države jugoistočne Europe dolazi iz europodručja. U njihovom bankarskim sektorima vlasništvo nad najvećim bankama je u rukama inozemnih banaka čije je sjedište u europodručju. U ovim državama je neslužbena upotreba eura odnosno valutne klauzule na euro jako raširena. Treba napomenuti da u njima postoje različiti režimi deviznog tečaja. Albanija, Rumunjska i Srbija imaju upravljano plivajući tečaj s targetiranjem inflacije, Hrvatska i Makedonija imaju tečaj vezan za euro kao referentnu valutu, Bugarska i Bosna i Hercegovina primjenjuju valutni odbor, a Crna Gora je unilateralno usvojila euro kao domaću valutu. Istraživanje je pokazalo da različiti režimi deviznih tečajeva nisu uspjeli zaustaviti prelijevanje efekata iz europodručja. Pri tome je glavni kanal transmisije bila međunarodna razmjena odnosno izvoz. Stoga je veličina utjecaja na razine cijena u pojedinoj državi bila proporcionalna udjelu uvoza iz europodručja u ukupnom uvozu. Financijski kanal putem međubankarskih transakcija je uočen samo za manji broj promatranih država.

Slično istraživanje proveli su i stručnjaci Međunarodnog monetarnog fonda (Fratzscher, Duca i Straub, 2016) u promatranom razdoblju 2007.-2012. Istraživali su cijene imovine i kapitalne tokove u europodručju i izvan njega. Politički akteri država koje okružuju europodručje strahuju da bi monetarna politika ESB-a mogla djelovati destabilizacijski na volatilnost kapitalnih tokova i cijena imovine zbog čega pozivaju na koordinaciju monetarnih politika i još veću suradnju. Nestandardne mjere monetarne politike ESB-a su snažno podigle cijene dioničkih tržišta i smanjile fragmentaciju tržišta dužničkih vrijednosnih papira u europodručju. Prelijevanje je imalo pozitivan utjecaj za stabiliziranje dioničkih tržišta i povratak povjerenja investitora izvan europodručja. Utjecaj na obveznička tržišta izvan europodručja nije bio značajan. Monetarna politika europodručja je efekte prelijevanja imala putem rasta povjerenja odnosno smanjenja averzije prema riziku zbog čega je smanjena premija rizika javnog duga ne samo za države europodručja, nego i za ostale europske države. To je dovelo i do smanjenja kreditnog rizika bankarskog sektora u europodručju kao i izvan njega.

Ellen, Jansen i Midthjell (2018) su na primjeru tri izrazito integrirane članice EU (Danska, Norveška i Švedska), a koje nisu članice EMU, analizirali posljedice financijskog prelijevanja europske monetarne politike na efikasnost domaćih monetarnih politika u ovim malim otvorenim ekonomijama. S obzirom da SAD i europodručje zajedno čine oko 40 posto svjetskog BDP-a onda nije čudno da aktivnosti i izjave čelnika ESB-a i FED-a narušavaju suverenost nacionalnih politika malih otvorenih ekonomija. Naglašeno je načelo da je u uvjetima globalne financijske integracije moguće zadržati neovisnu monetarnu politiku samo uz kontrolu prekograničnih kapitalnih tokova. Zaključili su da su domaće monetarne politike uglavnom zadržale svoju učinkovitost na kraći i srednji rok, ali zbog efekta prelijevanja smanjuje se nacionalni utjecaj na dugoročnu krivulju prinosa.

Bungin (2016) je ocjenjivala transmisijski mehanizam monetarne politike u novijim EU članicama koje još nisu uvele euro (Češka, Mađarska i Poljska). Sve tri države su tijekom uspješne tranzicije primijenile režim fiksnog tečaja domaćih valuta prema euru. Financijski sustav je bankocentričan što znači da je baziran na bankarskom sektoru pa to determinira i način transmisije monetarnih odluka. Kao kod drugih europskih tranzicijskih država, banke imaju velike rezerve i otporne su na likvidnosne šokove. Većina banaka je u stranom vlasništvu zbog čega imaju lakši pristup inozemnom financiranju. Slijedom navedenoga, banke u manjoj mjeri ovise o financiranju od strane njihovih središnjih banaka što slabi efikasnost kamatnog i kreditnog kanala. Dodatno, zbog raširene upotrebe valutne klauzule (prije svega vezivanjem

kredita na tečaj eura) onda to znači da je manje značajna domaća referentna kamatna stopa, a veći je značaj eurske referentne stope Europske središnje banke. Najsnažniji je učinak politike deviznog tečaja kod formiranja inflacijskih očekivanja. Što je stupanj eurozacije u bilancama banaka veći, devizni tečaj ima jači utjecaj na inflaciju i na varijable realnog sektora. Domaća referentna kamatna stopa dakle nema značajniji utjecaj na stopu inflacije niti na stopu rasta BDP-a. Ova veza u velikoj mjeri ograničava suverenost nacionalnih monetarnih politika i povećava prelijevanje efekata monetarne politike Eurosustava u države članice EU izvan europodručja.

Klus, Paluszak i Urbanowicz (2019) su istraživali učinak jedinstvene europske monetarne politike na Bugarsku, Hrvatsku, Češku, Poljsku, Rumunjsku, Mađarsku i Švedsku u razdoblju 1999.-2019. pri čemu je razdvojen učinak prije i poslije globalne financijske krize koja je počela 2007./08. U tablici 7. vidljiv je izračun prosječne vrijednosti indikatora stresa u razdoblju od osnivanja ESB-a do početka financijske krize (1. 1. 1999.-8. 8. 2007.) i u razdoblju nakon toga (9. 8. 2007.-31. 3. 2019.). Također je prikazana prosječna vrijednost ovog indikatora za cijelo promatrano razdoblje od dvadeset godina. U posljednjoj koloni se nalazi opća procjena ispravnog smjera djelovanja jedinstvene monetarne politike ESB-a na pojedinu nacionalnu ekonomiju.

Tablica 7. Utjecaj monetarne politike Europske središnje banke mjeren indikatorom stresa na države izvan europodručja u razdoblju 1999.-2019.

DRŽAVA IZVAN EUROPODRUČJA	Prosječna vrijednost indikatora stresa prije krize 1999.-2007.	Prosječna vrijednost indikatora stresa nakon krize 2007.-2019.	Prosječna vrijednost indikatora stresa 1999.-2019.	Ocjena djelovanja monetarne politike ESB-a
Švedska	0,05	0,38	0,03	Previše restriktivna
Češka	-0,61	-0,38	-0,24	Previše ekspanzivna
Poljska	-6,5	-1,00	-3,90	Previše ekspanzivna
Mađarska	-8,89	-2,33	-4,92	Previše ekspanzivna
Bugarska	-1,09	-0,05	-0,14	Previše ekspanzivna
Rumunjska	-3,00	-2,75	-6,01	Previše ekspanzivna
Hrvatska	-1,70	-1,75	-4,13	Previše ekspanzivna

Izvor: Obrada autora prema podacima Klus, S., Paluszak, G., Urbanowicz, Z. (2019). *Inadequacy of the ECB's monetary policy in the EU economies outside the eurozone*. Research papers of Wrocław university of economics and business, Vol. 63, nr 9

Indikator stresa za Švedsku je bio jako blizu nule u cijelom promatranom razdoblju što znači da je monetarna politika ESB-a u najvećoj mjeri odgovarala potrebama švedskog gospodarstva. S obzirom da je ovaj indikator pozitivan to upućuje na zaključak da je ova monetarna politika ipak restriktivnija od domaće monetarne politike središnje banke Švedske. Sve ostale promatrane države imaju negativne indikatore stresa što znači da je ESB-ova monetarna politika bila previše eskpanzivna. Najviše je odgovarala ekonomijama Češke i Bugarske kod kojih je vrijednost indikatora najmanja, a najmanje je odgovarala Rumunjskoj, Mađarskoj, Hrvatskoj i Poljskoj. Što je duže pojedina država članica EU i što je veći stupanj integriranosti njezine ekonomije to je veća vjerojatnost da će jedinstvena europska monetarna politika odgovarati potrebama njezine ekonomije.

Monetarna politika Eurosustava je usmjerena na čuvanje stabilnosti cijena europodručja i ne mora nužno odgovarati potrebama država EU izvan europodručja. Jedinstvena monetarna politika ne odgovara jednako čak niti svakoj državi članici europodručja zbog individualnog stanja pojedine ekonomije, zbog strukturalnih nejednakosti i stupnja ekonomskog ciklusa u kojem se pojedine države nalaze. Različit je stupanj njihove ekonomske razvijenosti zbog čega nemaju sinkronizirane ekonomske cikluse. Zbog ovih ekonomskih razlika koje proizlaze iz povijesnog nasljeđa postoje diferencijacije u stopama inflacije ne samo unutar EU nego i unutar EMU. To otežava posao Upravnom vijeću ESB-a koje ima odgovoran zadatak da uravnoteži ponekad različite potrebe.



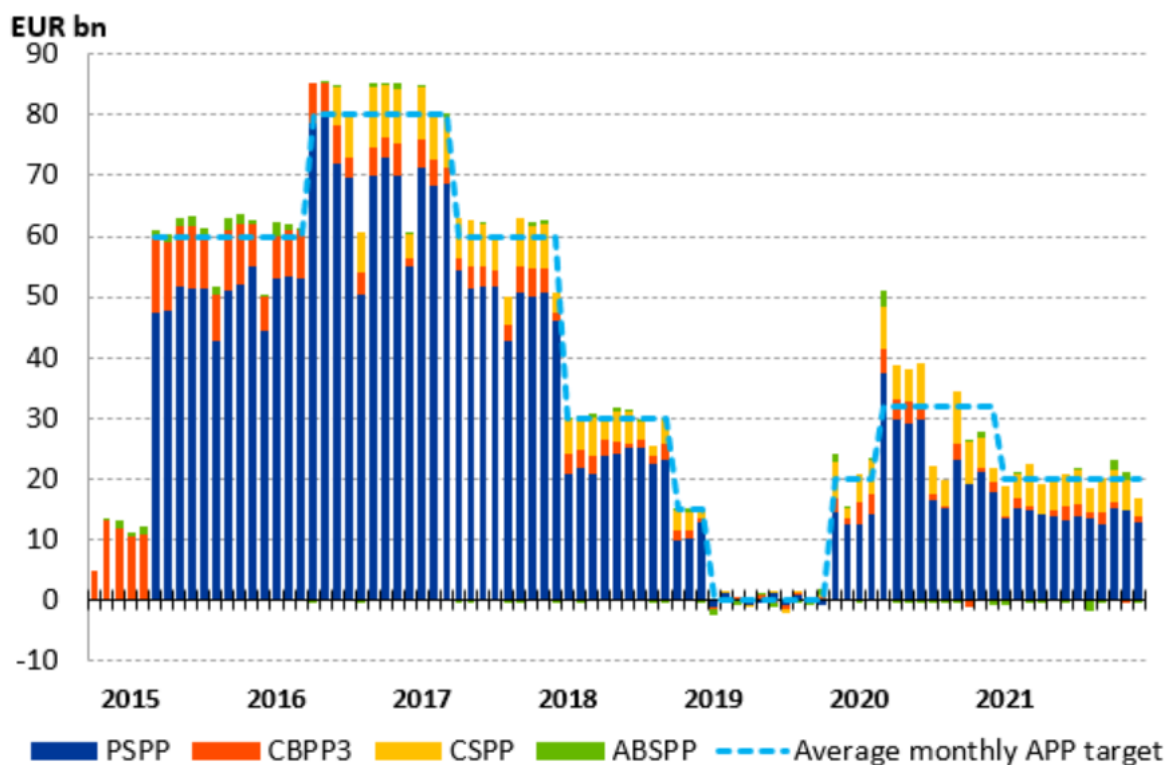
#### **4.5 Upotreba nestandardnih mjera monetarne politike Eurosustava u razdoblju ekonomskih kriza**

Europska središnja banka odnosno Eurosustav nisu koristili nestandardne mjere monetarne politike sve do pojave globalne financijske krize 2008. Kao odgovor na izvanredne okolnosti i egzogeni šok kojeg je doživjela ekonomija europodručja pojavila se potreba za već nabrojanim nestandardnim mjerama monetarne politike (izravne monetarne transakcije, smjernice buduće monetarne politike, ciljane operacije dugoročnijeg refinanciranja i programi kupnje vrijednosnih papira).

Najsnažnija nestandardna mjera monetarne politike su različiti programi kupnje imovine (APP) od kojih se i dalje koriste program kupnje državnih obveznica (PSPP), korporativnih obveznica (CSPP), program kupnje vrijednosnica osiguranih imovinom (ABSPP) i treći program kupnje pokrivenih obveznica (CBPP3). Ukupno stanje otkupljenih vrijednosnih papira na dan 31.12.2021. za cjelokupni program kupnje imovine (APP) je bilo 3.123 milijarde eura (po amortiziranom trošku). Daleko najveći udio u ovome iznosu ima program kupnje državnih obveznica (PSPP) s iznosom od 2.487 milijarde eura (79,6%). Slijedi program kupnje korporativnih obveznica (CSPP) s iznosom od 310 milijarde eura (9,9%). Idući po relativnom udjelu čini treći program kupnje pokrivenih obveznica s iznosom od 298 milijardi eura (9,5%). Najmanji udio ima program kupnje vrijednosnih papira osiguranih imovinom (ABSPP) s iznosom od 28 milijardi eura (samo 0,9%).

Kroz ove programe je u razdoblju 2015.-2018. mjesečno bilo otkupljeno u prosjeku 15-80 milijardi eura. Na grafikonu 12. vidljivo je kretanje prosječnih mjesečnih kupnji vrijednosnih papira po pojedinim programima APP-a u razdoblju 2015.-2021. iskazano u milijardama eura. Otkup imovine je počeo značajnije rasti tijekom 2016. i dosegnuo svoj vrhunac 2017. (oko 80 milijardi eura mjesečno). Najveći dio 2019. godine nije bilo novih neto kupnji, a onda su ponovno započele u studenom 2019.

Grafikon 12. Kretanje mjesečnih kupnji u programima Eurosustava za kupnje imovine (APP) u razdoblju 2015.-2021.



Izvor: Internetske stranice Europske središnje banke:  
<https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html> (pristup: 6. 2. 2022.)

Najvažniji pojedinačni program kupnje imovine je program kupnje obveznica javnog sektora (PSPP). Obveznice mogu biti izdane od strane države, državnih agencija, regionalnih i lokalnih državnih tijela (udio od oko 90%). Dodatno, mogu biti izdane i od strane međunarodnih organizacija i razvojnih banaka sa sjedištem unutar europodručja (udio oko 10%).

Na grafikonu 13. vide se izdavatelji obveznica u programu kupnje PSPP prema kumulativnim neto kupnjama do prosinca 2021. koje su iznosile ukupno 2.631.107 milijuna eura. Najviše je otkupljeno državnih obveznica koje su izdale Njemačka, Francuska, Italija i Španjolska. Od svih država članica europodručja jedino nisu otkupljene obveznice koje je izdala Grčka.

Grafikon 13. Pregled izdavatelja obveznica javnog sektora kupljenih u programu PSPP – stanje na dan 31.12.2021.



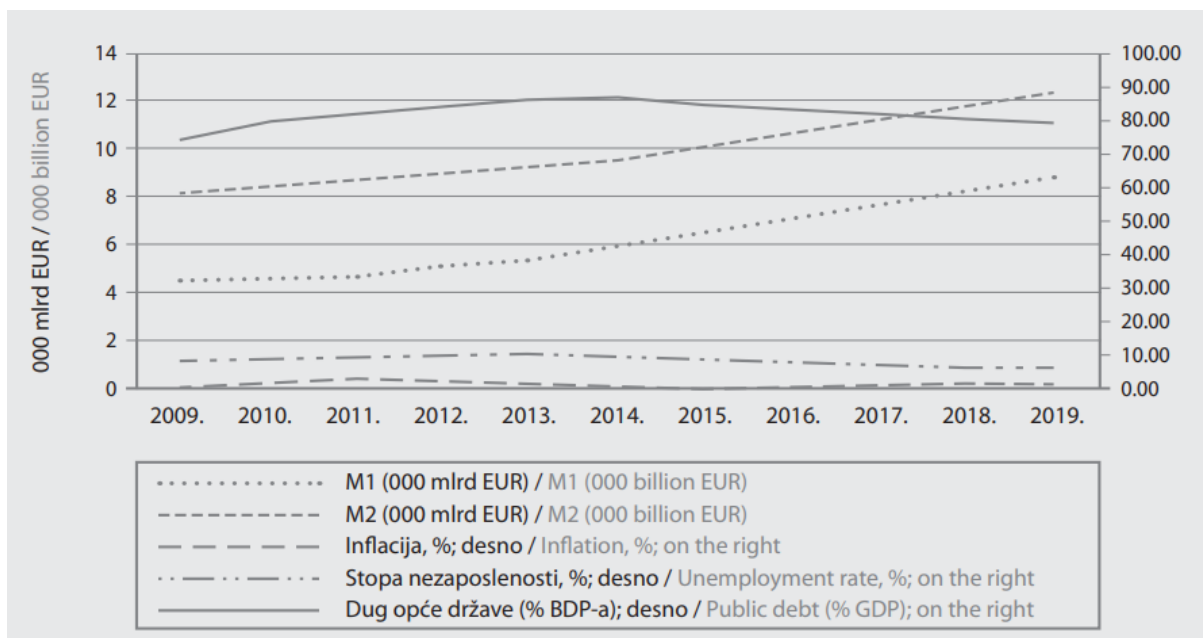
Izvor: Izrada autora prema podacima Europske središnje banke: <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/index.en.html> (pristup: 6. 2. 2022.)

Samodol i Jakšić (2020) su analizirali makroekonomska i monetarna kretanja unutar Europske unije u razdoblju 2009.-2019. s osvrtom na posljedice dužničke krize koja je započela propadanjem investicijske banke Lehman Brothers u SAD-u da bi se brzo prelila u Europu. Kao reakcija na krizu došlo je do uspostave novog makroprudencijalnog okvira i do velike promjene u provedbi monetarne politike ESB-a. Uvedene su nestandardne mjere monetarne politike kako bi se vratila stabilnost i povjerenje u financijski sustav i očuvala stabilnost cijena. U početku je proširena kreditna aktivnost ESB-a, snižavane su kamatne stope i produljen je rok dospjeća na refinanciranje do 6 mjeseci. U drugoj fazi su počeli različiti programi kupnje imovine (APP) kao što su CBPP1 i CBPP2 putem kojih su izravno kupovane pokrivena obveznica, a također je uveden SMP kako bi se obnovilo pravilno funkcioniranje transmisijskog mehanizma monetarne politike. Uslijedila je provedba dugoročnog refinanciranja TLTRO s rokom dospjeća do 4 godine. Putem ovih programa kupnje imovine ESB od 2015. provodi politiku kvantitativnog popuštanja unutar koje kupuje obveznice izdane od strane država članica europodručja, državnih agencija i europskih institucija. Kvantitativno

popuštanje je pozitivno utjecalo na ekonomski rast, ali su kamatne stope ostale (pre)niske i smanjena je profitabilnost banaka.

Na grafikonu 14. je grafički prikazano kretanje monetarnih agregata M1 i M2 koji pokazuju konzistentan rast s ubrzanjem tog rasta od 2015. kada je ESB započeo politiku kvantitativnog popuštanja. Od 2009. do 2014. je vidljiva korelacija rasta stope nezaposlenosti, stope inflacije i udjela duga opće države iskazanog kao postotnog udjela u BDP-u. Stopa inflacije pada na najnižu razinu nakon 2013. sve to početka 2017. kada počinje trend njezinog laganog rasta.

Grafikon 14. Kretanje stope rasta monetarnih agregata M1 i M2, inflacije, nezaposlenosti i duga opće države kao udjela u BDP-u u Europskoj uniji za razdoblje 2009.-2019.



Izvor: Samodol, A., Jakšić, J. (2020). *Makroprudencijalna politika i nestandardne mjere Europske središnje banke i Hrvatske narodne banke*. Acta Economica Et Turistica, Vol. 6 No. 1 - 2

Utvrđena je statistički značajna negativna korelacija između stope nezaposlenosti i monetarnih agregata M1 i M2. Rast novčane mase je potaknuo pad stope nezaposlenosti. ESB je otkupom obveznica povećao novčanu ponudu čime je potaknuo kreditiranje banaka odnosno investicijski ciklus koji je dalje povećao zaposlenost svih proizvodnih faktora, pa tako i zaposlenost radne snage. Dodatno je utvrđeno da prelijevanje sredstava iz monetarnog agregata M2 (koji sadrži dugoročne oročene depozite) u M1 povećava zaposlenost. Upozorili su na moguće negativne posljedice ove izrazito ekspanzivne monetarne politike ESB-a koja bi

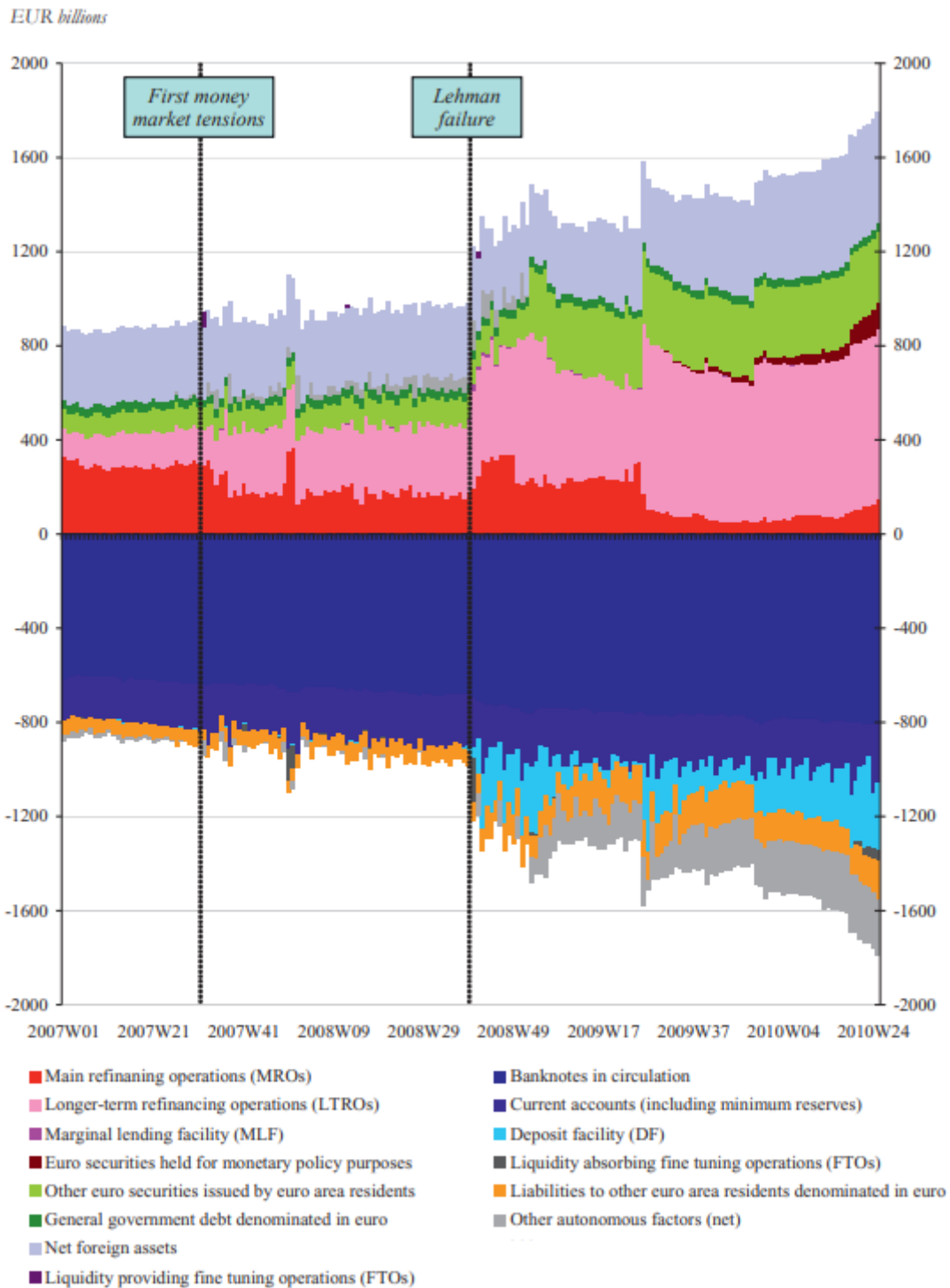
dugoročno mogla dovesti do nekontroliranog rasta stope inflacije, što se u međuvremenu i dogodilo.

U konsolidiranoj bilanci Eurosustava koja sumira bilančne pozicije ESB-a i bilančne pozicije nacionalnih središnjih banaka država članica europodručja najbolje je vidljiv "tektonski pomak" u drugoj polovici 2008. kada je nastupio bankrot investicijske banke Lehman Brothers (grafikon 15.). Na aktivnoj strani bilance od ovog događaja značajno je porasla imovina otkupljena na tržišnim operacijama dugoročnijeg refinanciranja (LTROs). U aktivi Eurosustava pojavila se nova stavka "euro vrijednosnice koje se drže za potrebe monetarne politike"<sup>138</sup>. Također su se povećala ulaganja u ostale vrijednosne papire koje su izdali rezidenti europodručja. Na pasivnoj strani bilance povećana je primarna novčana masa.

Grafikon 15. Kretanje bilančnih pozicija u konsolidiranoj bilanci Eurosustava u razdoblju nakon velike financijske krize 2008.-2010.

---

<sup>138</sup> engl. *Euro securities held for monetary policy purposes.*



Izvor: European central bank. (2011). *Non-standard monetary policy measures and monetary developments*. Working paper series No 1290

#### **4.5.1 Globalna financijska kriza (2008.)**

Kao posljedica velike ekonomske i financijske krize došlo je do nepovjerenja na europskom međubankarskom tržištu zbog čega su kamatne stope skočile te je ugrožena likvidnosna pozicija banaka. ESB je kao protumjeru omogućio neograničenu prekonoćnu likvidnost i počeo je provoditi dodatna refinanciranja na produženi rok od 6 mjeseci (do tada je korišten samo standardni rok dospijeca od 3 mjeseca). S drugim velikim središnjim bankama izvan EU su dogovoreni devizni swap-ovi kako bi se smanjio pritisak na tržištima kratkoročnog financiranja u američkim dolarima. Europske komercijalne banke su počele stvarati likvidnosne buffere i postrožile su uvjete kreditiranja što je povećalo rizik kreditne krize pa je ESB naglo spustio ključne kamatne stope na rekordnu razinu (MRO stopa je pala na 1%). Ipak, za efikasnost transmisije monetarne politike prvi puta je uveden novi set nestandardnih mjera u listopadu 2008. koje su ciljale na podršku likvidnosti i financiranju banaka. Za sve operacije refinanciranja uvedeni su tenderi s fiksnom kamatnom stopom (MRO stopa) s neograničenim pristupom likvidnošću. Rok za dugoročna refinanciranja (LTROs) je produžen na 12 mjeseci. Proširena je lista prihvatljivog kolaterala za operacije refinanciranja čak i na manje likvidnu bankarsku aktivu. Eurosustav je dogovorio recipročne valutne aranžmane s FED-om jer su banke europodručja imale značajne obveze denominirane u USD. Ipak, najvažnija nova mjera bila je uvođenje programa kupnje pokrivenih obveznica (CBPP) u eurima putem kojeg je u razdoblju lipanj 2009.-lipanj 2010. emitirano u financijski sustav oko 60 milijardi eura. ESB je na taj način oživio tržište pokrivenih obveznica koje predstavlja glavni izvor financiranja banaka u europodručju. Sve nabrojene mjere su se pokazale uspješnima u stabiliziranju financijskog sustava i održavanju cjenovne stabilnosti (European central bank, 2013).

#### **4.5.2 Kriza europskog javnog duga (2010.)**

Nakon globalne financijske krize iz 2008. uslijedile su dvije povezane krize unutar EU. Prva je bila kriza javnog duga u Grčkoj iz svibnja 2010., a druga je bila nastavak krize javnog duga s problemima u bankarskom sektoru od sredine 2011. pa nadalje. Zapravo je riječ o višegodišnjem kriznom razdoblju europskog javnog duga<sup>139</sup> koje je zahvatilo pet država članica s uglavnom južne periferije europodručja (Grčka, Portugal, Irska, Španjolska i Cipar). Ove

---

<sup>139</sup> engl. *European sovereign debt crisis*.

države nisu mogle otplaćivati odnosno refinancirati svoj javni dug pa su potražile pomoć ESB-a i MMF-a. Uzrok krize je bio debalans platne bilance zbog naglog prestanka inozemnih kapitalnih priljeva koji se više nisu mogli uravnotežiti devalvacijom nacionalne valute kao što je to bilo moguće prije uvođenja eura. U svibnju 2010. na sekundarnom tržištu je ponestalo kupaca za javni dug nabrojanih država što je spustilo cijenu i podiglo prinos na neodrživu razinu za vlade ovih država. S obzirom da su državne obveznice benchmark za tržište kapitala privatnog sektora ova situacija je poremetila monetarni kanal kamatne stope. ESB je zbog smirivanja tržišta uveo program kupnje vrijednosnica (SMP) unutar kojeg su se provodile interventne kupnje na (sekundarnom) tržištu javnog i privatnog duga. Paralelno su provedene mjere za apsorpiranje viška likvidnosti. SMP je efikasno smanjio prinose na državne obveznice i stabilizirao tržište. Na žalost, grčka vlada nije provela potrebne strukturne reforme, a naknadno je otkriven novi dug.

Sredinom 2011. kriza javnog duga se proširila na Italiju i Španjolsku i ESB je reaktivirao upotrebu SMP programa. Nekoliko mjeseci kasnije pojačan je pritisak na bankarski sustav. Pad cijena državnih obveznica oslabio je bilance banaka u čijem su se portfelju nalazile. Nepovjerenje investitora "zarazilo" je i tržišta javnog duga drugih europskih država kao što su Austrija, Belgija i Francuska. Dodatni negativni impuls pružio je zahtjev EBA-e za povećanje kapitalnih zahtjeva što je, umjesto željene stabilizacije, dovelo do potrebe za kapitalom u iznosu oko 100 milijardi eura. ESB je u prosincu iste godine odlučio uvesti dva programa dugoročnog financiranja (LTROs) s rokom dospeljeća 3 godine, smanjio je stopu izdvajanja obvezne pričuve (s 2% na 1%, gdje je ostala do danas) i proširio listu kolaterala. Refinanciran je rekordan iznos od 1.000 milijardi eura, a sudjelovalo je oko 800 europskih banaka. Krajem 2012. uvedena je mogućnost provođenja izravnih monetarnih transakcija (OMT) na sekundarnom tržištu državnih obveznica bez kvantitativnih limita, ali pod uvjetima koji su predviđeni mehanizmom EFSF/ESM. ESB čeka da vlade europodručja budu spremne angažirati vlastiti novac prije nego odluči upotrijebiti svoja sredstva za kupnju državnih obveznica. Dakle, OMT ovisi o tome da vlade individualno i kolektivno poduzmu potrebne korake kako bi pridonijele stabilnosti europodručja.

Nestandardne mjere ESB-a nisu nikada bile zamjena za standardne instrumente koji koriste kanal kamatnih stopa, već su bile njihova efikasna dopuna (za razliku od središnjih banaka SAD-a i Velike Britanije). Nestandardne mjere nemaju signalni efekt nego samo osiguravaju efikasnu transmisiju standardne politike na poslovne banke i ekonomiju europodručja u

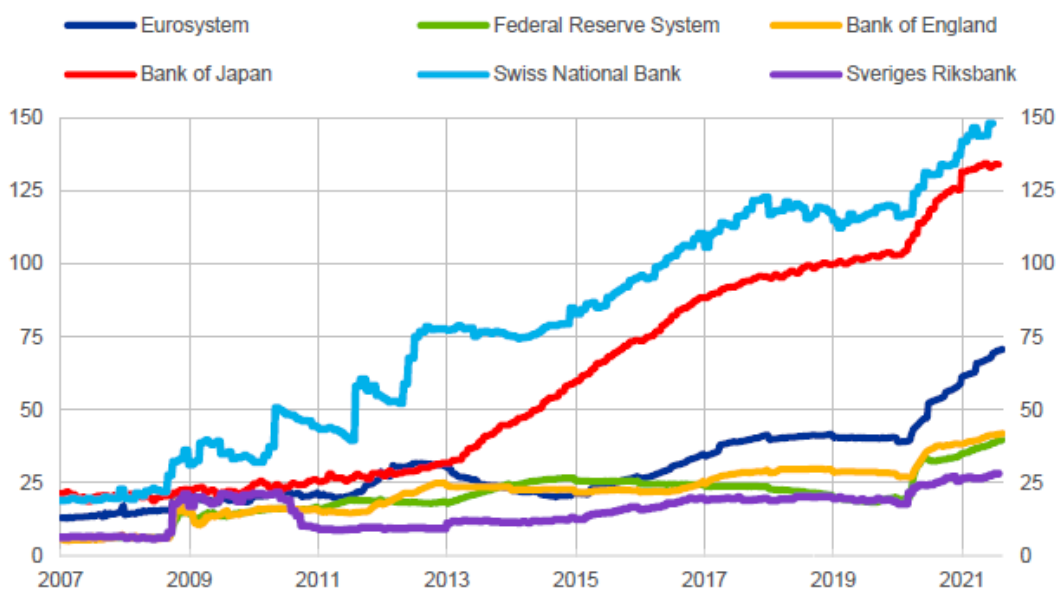


izvanrednim situacijama. Upotreba nestandardnih mjera može se prilagoditi bilo kojoj razini kamatnih stopa. Ključna razlikovna karakteristika, vrlo interesantna s političkog gledišta, je vrlo nejednolika distribucija efekata primjene nestandardnih mjera po različitim državama europodručja. Najveći intenzitet djelovanja je bio na periferiji europodručja, a najmanji u središnjem dijelu (u jezgri europodručja). Najveću pomoć ESB-a primile su poslovne banke sa sjedištima u državama koje su bile najviše pogođene krizom javnog duga. Inducirani tokovi likvidnosti su se usmjerili prema najjačim državama članicama (Njemačka, Nizozemska, Finska i Luksemburg).

Nakon 2014. ESB je proširio set instrumenata i nestandardnih mjera monetarne politike. Uveo je negativnu kamatnu stopu i različite programe kupnje imovine (APP), ciljane operacije dugoročnog refinanciranja (TLTROs) i buduće smjernice monetarne politike. Bez primjene ovih mjera monetarne politike prosječna stopa gospodarskog rasta i stopa inflacije bila bi niža. ESB je usvojio slične nestandardne mjere kao i druge središnje banke. Usporedba između ESB-a i drugih svjetskih središnjih banaka kao što je središnja banka Japana, Švedske, Švicarske i SAD-a (FED) pokazuje da je upotreba nestandardnih mjera monetarne politike u vremenu nakon financijske krize 2008. prevladavala u svim naprednim ekonomijama. To znači da su sve moderne središnje banke provodile masovne kupnje imovine i pružale specifične oblike kredita kako bi stimulirale bankarski sektor na kreditiranje. Jedine razlike postoje kod korištenja negativnih kamatnih stopa. ESB, Japan, Švedska, Švicarska i Danska su implementirale negativne kamatne stope, ali SAD i Velika Britanija nisu. Kao posljedica ogromnog otkupa imovine bilance središnjih banaka su se značajno povećale nakon financijske krize 2008. i tijekom krize pandemije koronavirusa 2020. Na grafikonu 16. je grafički prikazano kretanje bilančne aktive šest središnjih banaka (ESB, FED, središnja banka Japan, Švicarska, Engleska i Švedska) kao postotak nacionalnog BDP-a u razdoblju od 2007. do 2021.

Grafikon 16. Kretanje bilančne aktive središnjih banaka (kao postotka BDP-a) u razdoblju 2007.-2021.

(as a percentage of GDP)

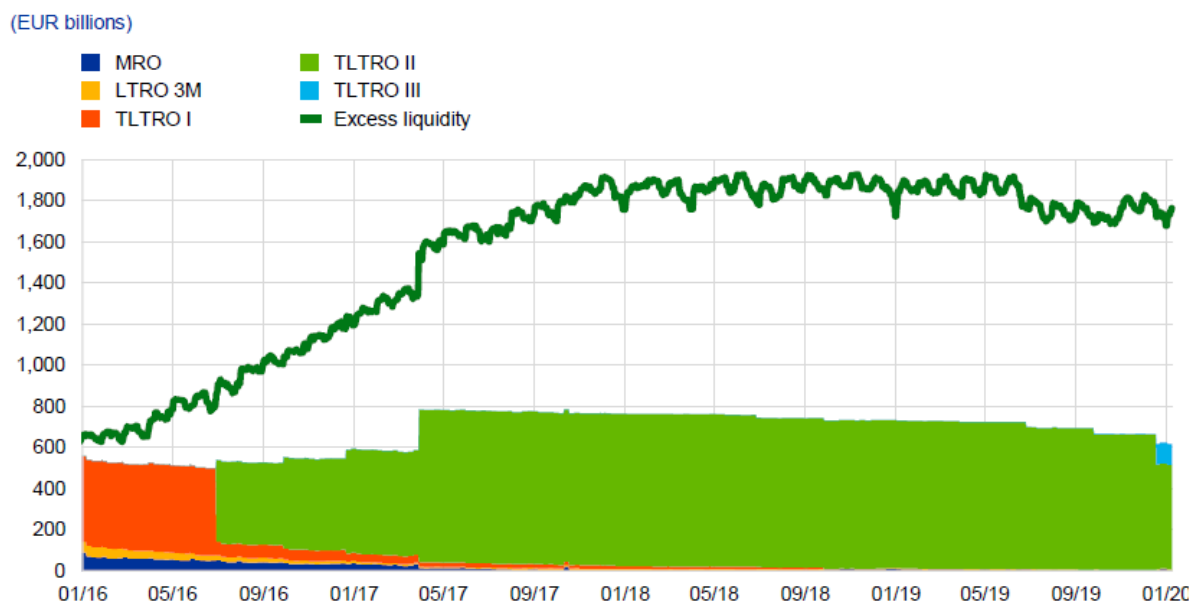


Izvor: European central bank. (2021). *ECB strategy review – Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014*. Occasional Paper Series No 278

Zbog ogromnog rasta aktive u konsolidiranoj bilanci Eurosustava povećala se vjerojatnost gubitaka uslijed kreditnog defaulta izdavatelja obveznica koje se nalaze u portfelju ESB-a odnosno nacionalnih središnjih banaka članica Eurosustava. S druge strane, značajno se povećao iznos monetarnog prihoda koji proizlazi iz kamate na kupljene obveznice koje se u pravilu drže do dospijeca i vode po amortiziranom trošku (ova računovodstvena kategorija znači da se knjigovodstvena vrijednost obveznica ne usklađuje s tržišnom vrijednošću nego se diskont ili premija amortiziraju do dospijeca).

U razdoblju prije početka financijske krize uslijed pandemije koronavirusom (2018.-2019.) ESB je prilagođavao monetarnu politiku kako bi smanjio rizik nastavka trenda izrazito niske inflacije (ispod ciljanih 2%). Povećana je negativna kamatna stopa na položene depozite banaka (na -0,50%), najveći dio 2019. nije bilo novih kupnji u APP programu zbog reinvestiranja, a krajem 2019. je pokrenuta nova serija refinanciranja TLTRO III. Korištenje operacija na otvorenom tržištu koje objedinjavaju standardne instrumente s kratkim rokovima dospijeca (tjedni MRO i tromjesečni LTRO) i nestandardne mjere – targetirana dugoročnija refinanciranja (TLTRO I, II i III) je vidljivo na grafikonu 17.

Grafikon 17. Monetarna politika Eurosustava - Operacije na otvorenom tržištu u razdoblju od siječnja 2016. do siječnja 2020.



Izvor: European central bank. (2020). The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and its monetary policy implementation framework between the first quarter of 2018 and the fourth quarter of 2019. Occasional Paper Series No 245

U promatranom razdoblju banke su se najvećim dijelom refinancirale iz dugoročnijih (TLTRO) programa koji spadaju u nestandardne mjere monetarne politike. U prvoj polovici 2018. dosegnut je iznos od 764 milijarde eura, a nakon toga se bilježi lagano smanjenje. Kratkoročnije refinanciranje putem standardnih instrumenata (MRO i LTRO) je bilo vrlo limitirano i njihov udio je bio jako mali (oko 9 milijardi eura ili oko 1,2%). To znači da je upotreba nestandardnih mjera monetarne politike bila osamdesetak puta veća nego upotreba tradicionalnih instrumenata u razdoblju prije izbijanja pandemije koronavirusa.

Tijekom 2018. i 2019. u programu kupnje imovine (APP) ostala su aktivna samo četiri programa, a to su CBPP3, ABSPP, PSPP i CSPP. Prosječna mjesečna neto kupnja je pala na 15-30 milijardi eura, a u prvih deset mjeseci 2019. nije bilo novih neto kupnji nego je program ušao u fazu reinvestiranja dospjelih vrijednosnih papira (u iznosu od 204,5 milijardi eura za 2019.).

### 4.5.3 Kriza pandemije koronavirusa (2020.)

Upotreba nestandardnih mjera monetarne politike je ponovno intenzivirana u vremenu posljednje globalne financijske krize uslijed pandemije koronavirusa. Bolest se prvi puta pojavila krajem 2019. u Kini, a početkom 2020. se proširila po cijelom svijetu, uključujući europske zemlje. ESB je promptno djelovala i već u ožujku 2020. pokrenula program hitne kupnje u pandemiji (PEPP) kako bi poboljšala transmisiju monetarne politike. PEPP je program kupnje vrijednosnih papira javnog i privatnog sektora. Inicijalno je bio predviđen limit od 750 milijardi eura, što je oko četvrtine portfelja dotadašnjeg programa kupnje imovine prije pandemije (APP). Ovaj iznos je dva puta povećan na ukupnu razinu od 1.850 milijarde eura (što je više od polovice dotadašnjeg portfelja APP-a), čime je ESB pokazao ozbiljan i proaktivan odgovor na krizu. Uvjeti za kupnju vrijednosnica su isti kao i kod APP-a, a iznimka je napravljena za vrijednosnice izdane od strane grčke vlade koje do tada nisu bile prihvatljive. Upravno vijeće ESB-a planira prekinuti s neto kupnjama imovine u ožujku 2022. odnosno kada procijeni da je kriza uzrokovana Covidom-19 gotova. Stanje portfelja PEPP-a na dan 31.12.2021. iznosilo je 1.598 milijardi eura (po amortiziranom trošku). Struktura portfelja je bila sljedeća: vrijednosnice javnog sektora (96,7%), korporativne obveznice (2,6%), pokrivena obveznice (0,4%) i komercijalni zapisi (0,3%).

Pandemija Covida-19 je utjecala na svjetska i europska tržišta kapitala što je vidljivo iz promjene vrijednosti burzovnih indeksa. Za razliku od robusnog kretanja burzovnih indeksa na američkom tržištu, europski burzovni indeksi su doživjeli nagli pad. Anđelinović, Pavković i Šegović (2021) su, između ostaloga, analizirali kretanje glavnog europskog indeksa EURO STOXX 50 koji uključuje 50 najboljih poduzeća osam država članica europodručja (Belgija, Finska, Francuska, Italija, Irska, Nizozemska, Njemačka i Španjolska). Najjača reakcija ovog burzovnog indeksa bila je zabilježena na početku pandemije u prvom kvartalu 2020. Nakon toga je uslijedio polagani rast, jer su tržišni dionici u većoj mjeri već ugradili svoj strah od širenja zaraze u već ostvareni pad cijena, a stabilizaciji cijene dužničkih pa i vlasničkih vrijednosnih papira na tržištu kapitala europodručja pomogle su i opisane nestandardne mjere monetarne politike Eurosustava koje su pojačale potražnju i likvidnost. Najbolji indikator primjene nestandardnih mjera u monetarnoj politici Eurosustava predstavlja već spomenuta bilančna pozicija u konsolidiranoj bilanci Eurosustava koja se pojavila slijedom Odluke ESB-

a od 2. srpnja 2009. o implementaciji programa kupnje pokrivenih obveznica<sup>140</sup>. Ovom odlukom Upravnog vijeća ESB-a omogućena je kupnja 60 milijardi eura pokrivenih obveznica. Riječ je o vrijednosnim papirima koji su po prvi puta kupljeni temeljem novouvedene nestandardne mjere monetarne politike u okviru programa kupnje imovine (APP) odnosno potprograma (CBPP). Kupnju su provele središnje banke članice Eurosustava i kao posljedica pojavila se nova pozicija u njihovim bilancama u godišnjem izvješću za 2009. Ova bilančna pozicija se zove "Vrijednosni papiri koji se drže u svrhu monetarne politike". Ova bilančna pozicija najbolje je vidljiva iz konsolidirane bilance Eurosustava. Konsolidirana bilanca Eurosustava je zajednička bilanca Europske središnje banke i svih središnjih banaka članica Eurosustava tako da se bilančne pozicije sumarno iskažu za Eurosustav kao cjelinu dakle kao jedan jedinstveni subjekt izvještavanja. Konsolidirana bilanca je ključna podloga Upravnom vijeću ESB-a za donošenje odluka o monetarnoj politici. Sve središnje banke članice europodručja trebaju svako jutro najkasnije do 9.30 sati poslati svoje dnevne bilance za prethodni radni dan u ESB gdje se obavlja aktivnost konsolidacije (sumiranja pojedinih bilančnih pozicija). Na slici 9. vidi se aktivna strana konsolidirane bilance na dan 31.12.2009. u kojoj se prvi puta pojavila izdvojena bilančna pozicija 7.1 za kupljene vrijednosne papire (pokrivenne obveznice) u svrhu monetarne politike. Prijašnjih godina je postojala samo pozicija 7. za prikaz vrijednosnih papira rezidenata europodručja denominirani u eurima, bez posebnog izdvajanja portfelja u svrhu monetarne politike. Iznos kupljenih pokrivenih obveznica na dan 31.12.2009. iznosio je 28.782 milijuna eura (dakle skoro 29 milijardi eura), što znači da nije dosegnut limit kojeg je odredilo Upravno vijeće ESB-a. Usporedni iznos za prethodnu godinu (na dan 31.12.2008.) je nula jer u prethodnom razdoblju nije postojala ova aktivnost Eurosustava.

Slika 9. Konsolidirana bilanca Eurosustava na dan 31.12.2009. – aktiva (imovina)

---

<sup>140</sup> Eur-lex. (2009). *Decision of the European central bank of 2 July 2009 on the implementation of the covered bond purchase programme. Official Journal of the European union (2009/522/EC)*

## 6 CONSOLIDATED BALANCE SHEET OF THE EUROSYSTEM AS AT 31 DECEMBER 2009

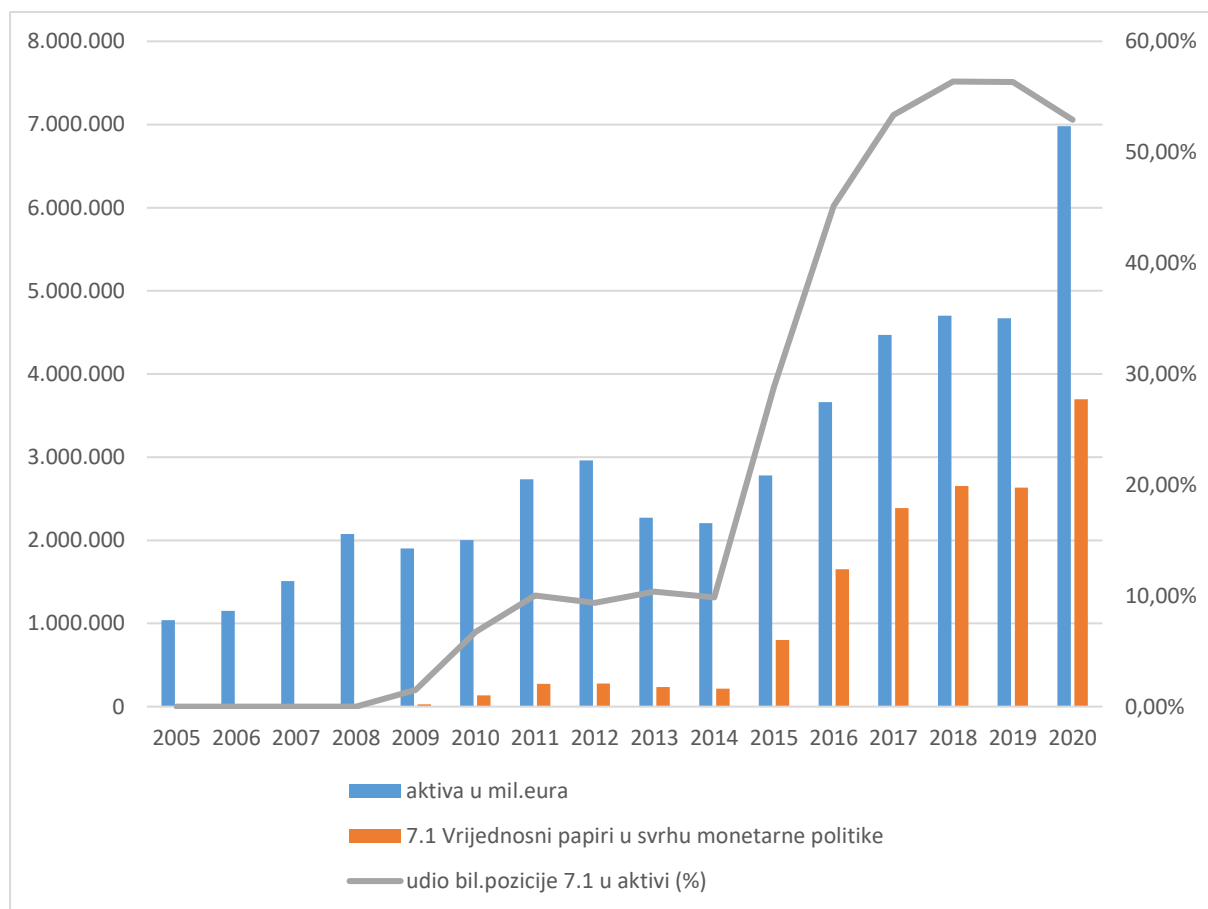
(EUR MILLIONS)

ASSETS	31 DECEMBER 2009 <sup>1</sup>	31 DECEMBER 2008
<b>1 Gold and gold receivables</b>	<b>266,919</b>	<b>217,722</b>
<b>2 Claims on non-euro area residents denominated in foreign currency</b>	<b>195,479</b>	<b>160,372</b>
2.1 Receivables from the IMF	62,799	13,192
2.2 Balances with banks and security investments, external loans and other external assets	132,680	147,180
<b>3 Claims on euro area residents denominated in foreign currency</b>	<b>32,151</b>	<b>234,293</b>
<b>4 Claims on non-euro area residents denominated in euro</b>	<b>15,193</b>	<b>18,651</b>
4.1 Balances with banks, security investments and loans	15,193	18,651
4.2 Claims arising from the credit facility under ERM II	0	0
<b>5 Lending to euro area credit institutions related to monetary policy operations denominated in euro</b>	<b>749,890</b>	<b>860,312</b>
5.1 Main refinancing operations	79,277	239,527
5.2 Longer-term refinancing operations	669,297	616,662
5.3 Fine-tuning reverse operations	0	0
5.4 Structural reverse operations	0	0
5.5 Marginal lending facility	1,289	4,057
5.6 Credits related to margin calls	27	66
<b>6 Other claims on euro area credit institutions denominated in euro</b>	<b>26,282</b>	<b>56,988</b>
<b>7 Securities of euro area residents denominated in euro</b>	<b>328,652</b>	<b>271,196</b>
7.1 Securities held for monetary policy purposes	28,782	0
7.2 Other securities	299,870	271,196
<b>8 General government debt denominated in euro</b>	<b>36,171</b>	<b>37,438</b>
<b>9 Other assets</b>	<b>252,288</b>	<b>218,134</b>
<b>Total assets</b>	<b>1,903,024</b>	<b>2,075,107</b>

Izvor: European central bank. (2010). *Annual Report 2009*. Frankfurt: European central bank

Na grafikonu 18. plavim stupcima je prikazano kretanje ukupne aktive konsolidirane bilance Eurosustava u razdoblju 2005.-2020. (u milijunima eura). Narančastim stupcima je prikazana veličina bilančne pozicije 7.1 "Vrijednosni papiri koji se drže u svrhu monetarne politike". Siva krivulja predstavlja postotni udio bilančne pozicije 7.1 u ukupnoj aktivi Eurosustava za pojedinu godinu.

Grafikon 18. Grafički prikaz kretanja bilančne pozicije 7.1 "Vrijednosni papiri koji se drže u svrhu monetarne politike" za razdoblje 2005.-2020.



Izvor: : Izrada autora prema podacima iz godišnjih izvještaja Europske središnje banke za razdoblje 2005.-2020.: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/index.en.html> (pristup: 3. 3. 2022.)

Vrijednosni papiri u portfelju "koji se drže u svrhu monetarne politike" su u razdoblju 2009.-2020. narasli s 29 (31.12.2009.) na 3.695 milijardi eura (31.12.2020.) što predstavlja ogromno povećanje od oko 127 puta. Već 2010. došlo je do povećanja od skoro pet puta, a najveće povećanje ovog portfelja zabilježeno je od 2016. godine nadalje. Možda još bolje od apsolutnih iznosa treba promatrati kretanje sive krivulje koja pokazuje da je ova nestandardna mjera

započela 2009. s postotnim udjelom od 1,5%, zatim je u razdoblju 2010.-2014. postotni udio bio oko desetak posto, da bi se 2015. više nego udvostručio. U razdoblju 2016.-2020. je dosegno pa čak i premašio pola bilance. Najveći postotni udio od 56,4% je zabilježen u bilanci na dan 31.12.2018., a u posljednjoj promatranoj godini (2020.) je bio 52,9%. Može se zaključiti da je uvođenje ove nestandardne mjere monetarne politike više nego značajno utjecalo na konsolidiranu bilancu Eurosustava, na dva načina. Prvi je promjena strukture bilance i drugi je ogroman rast bilančne aktive.



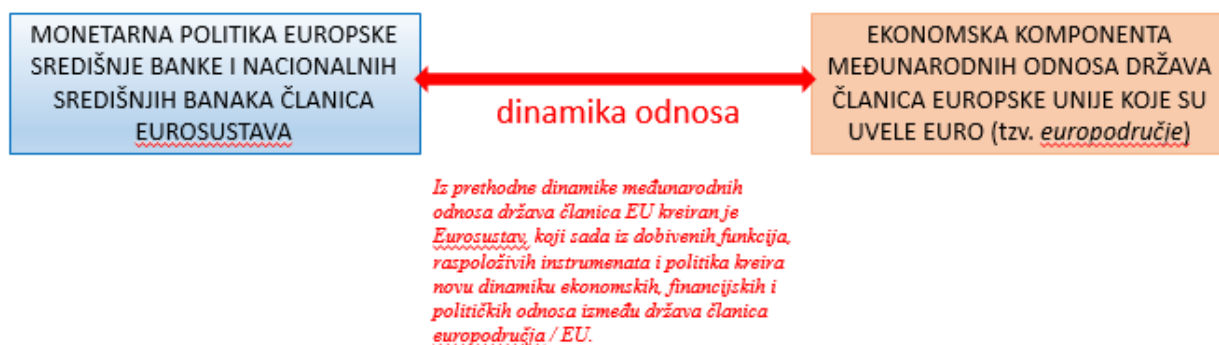
## 5. EMPIRIJSKO ISTRAŽIVANJE DJELOVANJA MONETARNE POLITIKE EUROSUSTAVA NA GOSPODARSKI RAST I MEĐUNARODNU RAZMJENU DRŽAVA ČLANICA EUROPSKE UNIJE

### 5.1 Empirijsko istraživanje djelovanja monetarne politike Eurosustava na gospodarski rast država članica europodručja

S obzirom da je predmet istraživanja interakcija između europskog monetarnog poretka i međunarodnih ekonomskih odnosa država članica europodručja trebalo je putem empirijskog istraživanja utvrditi da li jedinstvena europska monetarna politika djeluje na gospodarski rast država članica europodručja u smislu podizanja razine ekonomskog blagostanja, što povratnom spregom još više razvija međunarodnu suradnju i unapređuje uzajamne ekonomske odnose.

Istraživački problem je kvantitativno obuhvatiti dinamiku odnosa između monetarne politike Europske središnje banke odnosno Eurosustava i ekonomske komponente međunarodnih odnosa država koje su uvele euro (to su države članice Ekonomske i monetarne unije odnosno članice europodručja). Istraživački problem je grafički prikazan na slici 10.

Slika 10. Istraživački problem



Izvor: Izrada autora

Na gornjoj slici jasno je vidljiva jaka uzročno-posljedična veza između jedinstvene monetarne politike i međunarodnih ekonomskih odnosa. U poglavlju 2. opisan je institucionalni okvir

europskog monetarnog poretka koji je utemeljen u osnivačkim ugovorima Europske unije, a u poglavlju 3. dana je kronologija europskog povezivanja koje je započelo nakon 2. svjetskog rata, a kulminiralo 1. siječnja 1999. stvaranjem Ekonomske i monetarne unije (EMU). Čvrsti bilateralni i multilateralni politički odnosi između inicijalnih 11 država članica (Austrija, Belgija, Finska, Francuska, Irska, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Njemačka, Portugal i Španjolska) doveli su do (za sada) posljednje karike u lancu europskog integriranja, a to je EMU. Osnovni motiv je bio ekonomski interes država članica da osiguraju što efikasnije funkcioniranje jedinstvenog europskog tržišta. Uvođenjem eura i osnivanjem Europske središnje banke države članice su željele eliminirati međusobne tečajne rizike i osigurati dugoročnu stabilnost cijena proizvoda i usluga. Stoga je Europskoj središnjoj banci kao temeljni cilj zadano održavanje niske i stabilne inflacije u europodručju. Monetarna politika ESB-a je u proteklih dvadesetak godina bila posvećena ovome cilju. Ostvarena prosječna stopa inflacije u razdoblju 1999.-2018. bila je 1,7% što je jako blizu referentnoj granici od 2%. Niska i stabilna inflacija nije konačna svrha europskog integriranja, nego samo instrument ostvarivanja ekonomskog blagostanja i podizanja životnog standarda europskih građana. Američki makroekonomist Robert J. Barro je prvi znanstveno dokazao snažnu negativnu korelaciju između inflacije i gospodarskog rasta, a uslijedila su i brojna druga znanstvena istraživanja koja su usmjerila europske države u smjeru monetarne politike koja će osigurati nisku stopu inflacije kako bi potakla gospodarski rast.

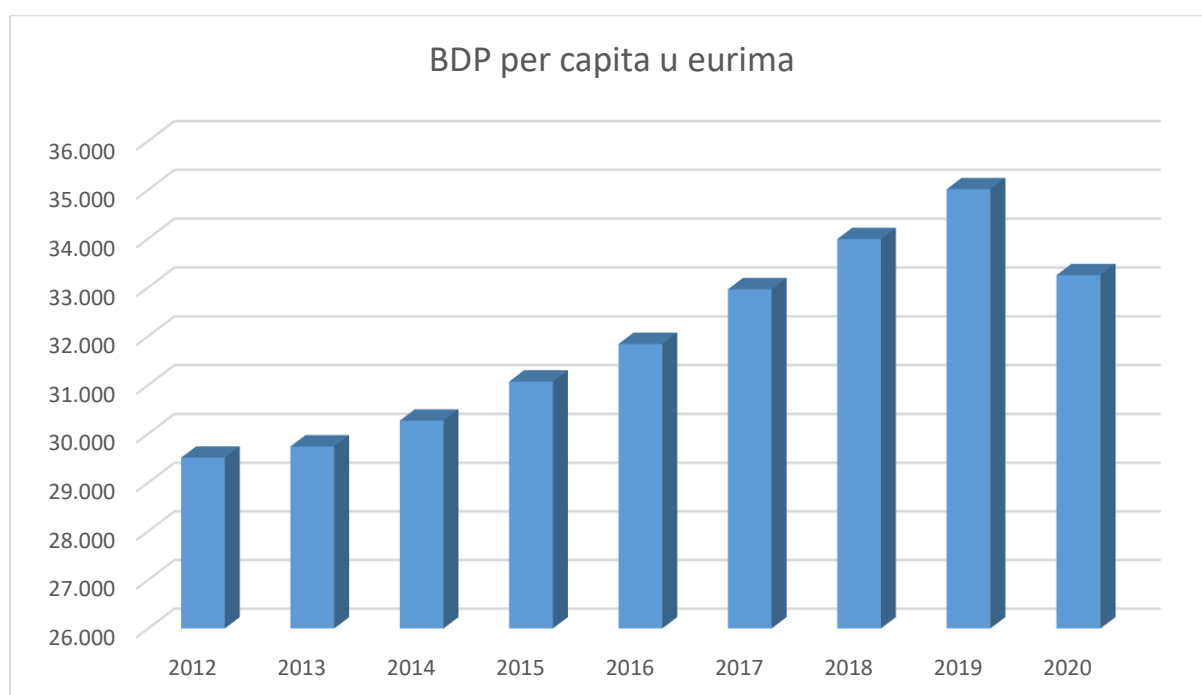
Gospodarski ili ekonomski rast čini porast proizvodne aktivnosti nacionalne privrede koji ima za posljedicu povećanje outputa cijelog gospodarstva dakle povećanje svega što se proizvodi. Gospodarski rast uobičajeno mjerimo stopom godišnjeg rasta bruto domaćeg proizvoda (BDP). Bruto domaći proizvod<sup>141</sup> je novčana vrijednost svih proizvedenih proizvoda i usluga u jednoj državi unutar godine dana. Za usporedbu između BDP-a država različite veličine odnosno različitog broja stanovnika koristi se relativna vrijednost BDP-a per capita što znači da se ukupan BDP dijeli s brojem stanovnika. Što je veći BDP per capita, to je veća proizvodnja, veća je zaposlenost, veće su plaće, veća je potrošnja i podiže se razina ekonomskog blagostanja. Obratno, ako BDP pada, to znači da poduzeća manje proizvode, manje će ljudi biti zaposleno, smanjuju se plaće, smanjuje se raspoloživi dohodak za potrošnju, štednju i za investicije. Država dobiva manje poreznih prihoda pa mora smanjiti kvalitetu javnih dobara i sve to vodi slabijem životnom standardu njezinih građana.

---

<sup>141</sup> engl. *Gross domestic product (GDP)*.

Na grafikonu 19. prikazano je kretanje BDP-a per capita europodručja po tržišnim cijenama u razdoblju 2012.-2020. prema dostupnim podacima Eurostata. BDP po glavi stanovnika europodručja u prvoj promatranoj godini (2012.) je iznosio 29.510 eura i svake godine je bio veći od prethodne godine. Najvišu vrijednost je dosegno 2019. kada je iznosio 35.010 eura. Zbog pandemije koronavirusa BDP per capita u posljednjoj promatranoj godini (2020.) je smanjen na 33.250 eura što je najbliže razini BDP-a 2017.

Grafikon 19. Kretanje BDP-a per capita u EUR za europodručje u razdoblju 2012.-2020.

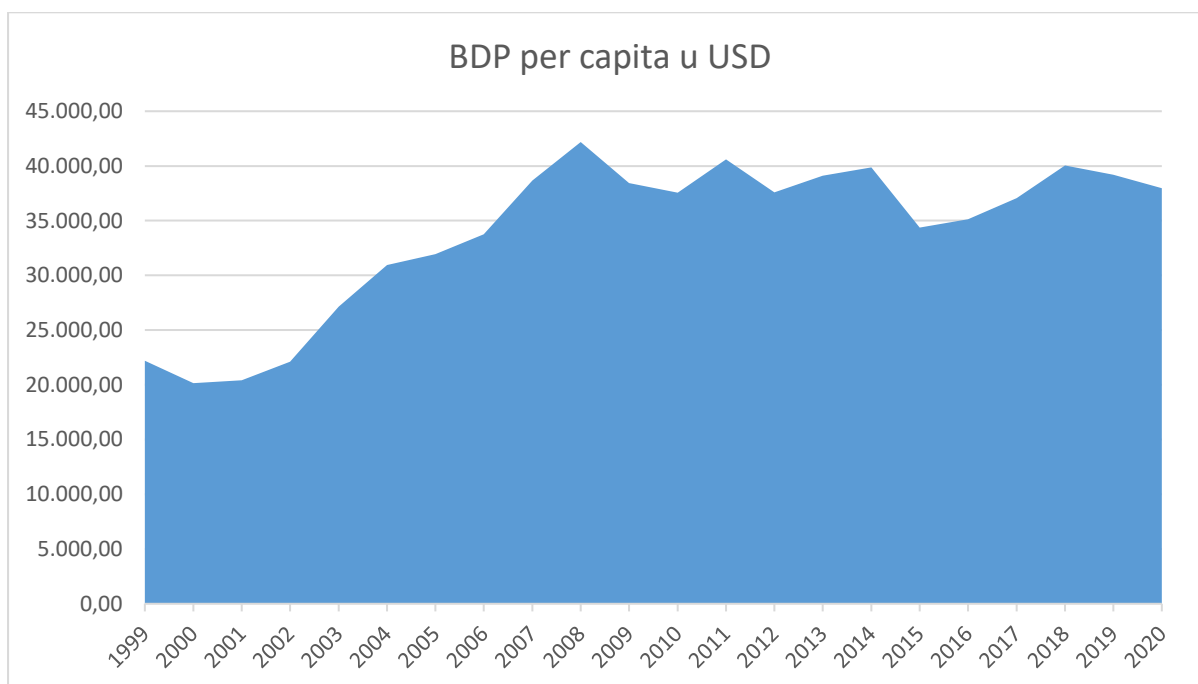


Izvor: Izrada autora prema podacima Eurostata:

[https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/nama\\_10\\_pc/default/table?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/nama_10_pc/default/table?lang=en) (pristup 4. 3. 2022.)

Svjetska banka ima dostupne podatke o BDP-u europodručja počevši od čak 1960. (to znači da uzima u obzir prethodne oblike europskih integracija, preteče EMU). Na grafikonu 20. obuhvaćeni su podaci Svjetske banke o BDP-u per capita europodručja po tekućim cijenama u američkim dolarima od osnivanja EMU 1999. do 2020. (razdoblje od 22 godine) koji se malo razlikuju od podataka Eurostata.

Grafikon 20. Kretanje BDP-a per capita u USD za europodručje u razdoblju 1999.-2020.



Izvor: Izrada autora prema podacima Svjetske banke: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.CD?end=2020&locations=XC&start=1999> (pristup: 6. 3. 2022.)

Početna razina BDP-a per capita europodručja u trenutku osnivanja EMU 1999. je bila 22.212 USD, ali je nakon toga uslijedio pad i iduće dvije godine (2000.-2001.) je bio oko 20 tisuća američkih dolara. Tek 2002. se razina BDP-a per capita vraća na početnu razinu i nakon toga slijedi veliko povećanje. Najviša razina BDP-a per capita europodručja je zabilježena 2008. (42.184 USD) prije početka globalne financijske krize. Na prelasku iz 2008. u 2009. se kriza iz SAD-a proširila na Europu tako da je BDP per capita 2009. pao na 38.429 USD te nastavio padati 2010. U razdoblju 2011.-2014. slijede oscilacije u razinama BDP-a per capita zbog posljedica globalne financijske krize koja je dovela do krize javnog duga pojedinih država članica europodručja. U tome razdoblju su države s periferije europodručja (Grčka, Irska, Italija, Portugal i Španjolska) vukle prosječnu razinu BDP-a per capita prema dolje, a države jezgre europodručja su uspjele stabilizirati svoje gospodarstvo i gurale su razinu BDP-a per capita prema gore. U posljednjem promatranom razdoblju, prema podacima Svjetske banke, od 2015. do 2019. je očit uzlazni trend rasta razina BDP-a per capita za cijelo europodručje (krajem ovog razdoblja je razina BDP-a per capita ponovno premašila iznos od 40 tisuća američkih dolara, iako nije uspjela premašiti rekordnu razinu iz 2008.) i taj trend bi se

vjerojatno i nastavio da početkom 2020. nije došlo do krize uslijed epidemije koronavirusa zbog čega je razina BDP-a per capita europodručja pala na 37.967 USD.

Kao što je već bilo navedeno, za procjenu gospodarskog rasta se umjesto apsolutnih vrijednosti BDP-a per capita (kakve su prikazane na prethodna dva grafikona) uobičajeno analiziraju relativne vrijednosti godišnje stope rasta realnog BDP-a per capita. U bazi podataka Eurostata mogu se pronaći službeni europski podaci o realnom rastu BDP-a per capita za europodručje počevši od 2000. do 2020. Obuhvaćena je 21 godina s lančanim godišnjim indeksima (promjena tekuće godine u odnosu na njoj prethodnu godinu). Indeksi su iskazani u postocima prema vrijednostima BDP-a per capita iskazanim po tržišnim cijenama. Ove podatke koristi Europska središnja banke u svojim makroekonomskim analizama i ključni su za donošenje odluka o monetarnoj politici jer, iako je deklarativni temeljni cilj ESB-a stabilnost cijena, suštinski se putem niske stope inflacije želi indirektno osigurati upravo što viša stopa gospodarskog rasta.

U tablici 8. upisane su vrijednosti godišnjih stopa realnog rasta BDP-a per capita, a na grafikonu 21. je grafički prikazano kretanje ovog pokazatelja u europodručju za razdoblje 2000.-2020.

Tablica 8. Realni rast BDP-a per capita u europodručju za razdoblje 2000.-2020. (u postocima)

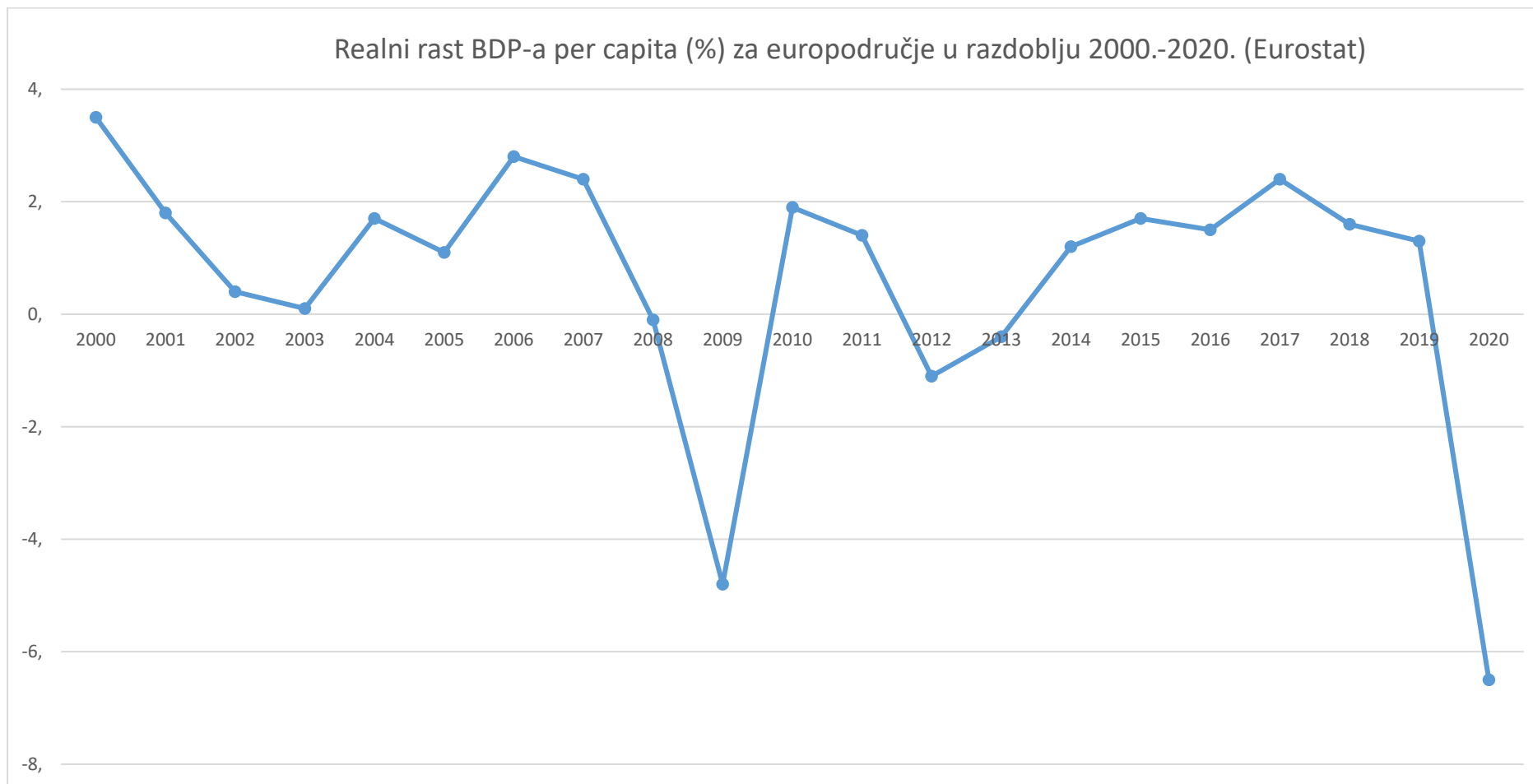
<b>godina</b>	<b>Realni rast BDP-a per capita (%)</b>
2000.	3,5
2001.	1,8
2002.	0,4
2003.	0,1
2004.	1,7
2005.	1,1
2006.	2,8
2007.	2,4
2008.	-0,1
2009.	-4,8
2010.	1,9
2011.	1,4

2012.	-1,1
2013.	-0,4
2014.	1,2
2015.	1,7
2016.	1,5
2017.	2,4
2018.	1,6
2019.	1,3
2020.	-6,5

Izvor: Izrada autora prema podacima Eurostata: <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tec00115/default/table?lang=en> (pristup: 6. 3. 2022.)

U tablici su negativne vrijednosti koje odražavaju pad gospodarske aktivnosti europodručja prikazane crvenom bojom. U promatranom razdoblju od ukupno 22 godine samo je 5 godina zabilježena negativna stopa rasta BDP-a per capita i to vezano za tri financijske krize. Prvi puta je negativna stopa bila zabilježena kao posljedica globalne financijske krize 2008.-2009. U 2008. je došlo do manjeg pada od -0,1%, ali je iduće godine (2009.) pad bio puno jači (-4,8%). Drugi pad je zabilježen zbog krize europskog javnog duga koja je započela 2010. u jednoj državi članici (Grčka), ali se s vremenom proširila na više država članica zbog čega se to odrazilo na pad stope rasta BDP-a per capita 2012. (-1,1%) i 2013. (-0,4%). Posljednja kriza se odnosi na pandemiju koronavirusa kada je došlo do rekordnog pada stope realnog rasta BDP-a per capita (2020. je stopa iznosila čak -6,5%). Može se zaključiti da je na gospodarski rast država članica europodručja imala teže posljedice kriza uslijed epidemije koronavirusa 2020. nego kriza javnog duga 2010.-2013., pa čak i globalna kriza 2008.-2009.

Grafikon 21. Grafički prikaz kretanja realnog rasta BDP-a per capita (%) u europodručju za razdoblje 2000.-2020.



Izvor: Izrada autora prema podacima Eurostata: <https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/tec00115/default/table?lang=en> (pristup: 6. 3. 2022.)

Grafički prikaz kretanja godišnje stope realnog rasta BDP-a per capita europodručja prema podacima Eurostata pokazuje velike oscilacije (grafikon 21.). Krivulja tri puta pada "u crveno" dakle ispod nulte stope rasta kao posljedica gore spomenute tri financijske krize. U preostalih 17 godina od promatranih 22 godine (77% razdoblja) zabilježena je pozitivna stopa. Ako pogledamo ekonomski najproduktivnije periode gospodarstva europodručja može se uočiti da je stopa gospodarskog rasta približno dosegula odnosno premašila stopu rasta od 2% samo u sljedećim godinama: 2000.-2001., 2004., 2006.-2007., 2010., 2015. i 2016.-2018. Interesantno da je rekordna stopa rasta BDP-a per capita europodručja zabilježena davne 2000. (3,5%) dakle odmah nakon osnivanja EMU kada je očito početni entuzijazam uvođenja jedinstvene valute i stvaranja monetarne unije polučio sinergijske efekte. Druga najviša vrijednost stope gospodarskog rasta je zabilježena 2006. (2,8%) što je isto davna prošlost. U novijem razdoblju najveća stopa rasta je ostvarena 2017. kada se gospodarstvo većine država članica europodručja u velikoj mjeri oporavilo nakon krize.

Primarni objekt empirijskog istraživanja u ovoj doktorskoj disertaciji predstavlja europodručje. To znači da je istraživanje provedeno na uzorku 19 država članica koje su uvele euro i pristupile Ekonomskoj i monetarnoj uniji, a to su (abecednim redom):

1. Austrija
2. Belgija
3. Cipar
4. Estonija
5. Finska
6. Francuska
7. Grčka
8. Irska
9. Italija
10. Latvija
11. Litva
12. Luksemburg
13. Malta
14. Nizozemska
15. Njemačka
16. Portugal
17. Slovačka



18. Slovenija
19. Španjolska

Na slici 11. ove države članice europodručja su označene tamnoplavom bojom. Slika je preuzeta sa stranice Polgeonow<sup>142</sup>. Ažurirana je u srpnju 2020. što znači da je uzet u obzir izlazak Velike Britanije iz EU (Brexit). Svijetloplavom bojom označene su Hrvatska i Bugarska kao dvije države članice EU koje su pristupile u europski tečajni mehanizam ERM II koji predstavlja "čekaonicu" za euro. Prema raspoloživim podacima u trenutku pisanja disertacije, Hrvatska bi trebala uvesti euro 1. siječnja 2023., a Bugarska godinu dana kasnije (1. siječnja 2024.). Na slici je i Danska označena svijetloplavom bojom jer je 1. siječnja 1999. pristupila u ERM II te sve od tada održava tečaj danske krune oko središnjeg tečaja 7,46038 s uskim zonama fluktuacije prema euru od 2,25%, ali bez intencije uvođenja eura zbog "opt-out" klauzule. Preostalih pet članica EU ne pokazuju jasnu namjeru uvođenja eura (Češka, Mađarska, Poljska, Rumunjska i Švedska).

Države članice EU koje ne pripadaju europodručju (države izvan europodručja) nisu primarni objekt ovog istraživanja, ali predstavljaju kontrolnu grupu za dokazivanje hipoteza. Kontrolnu grupu dakle čini sljedećih devet država:

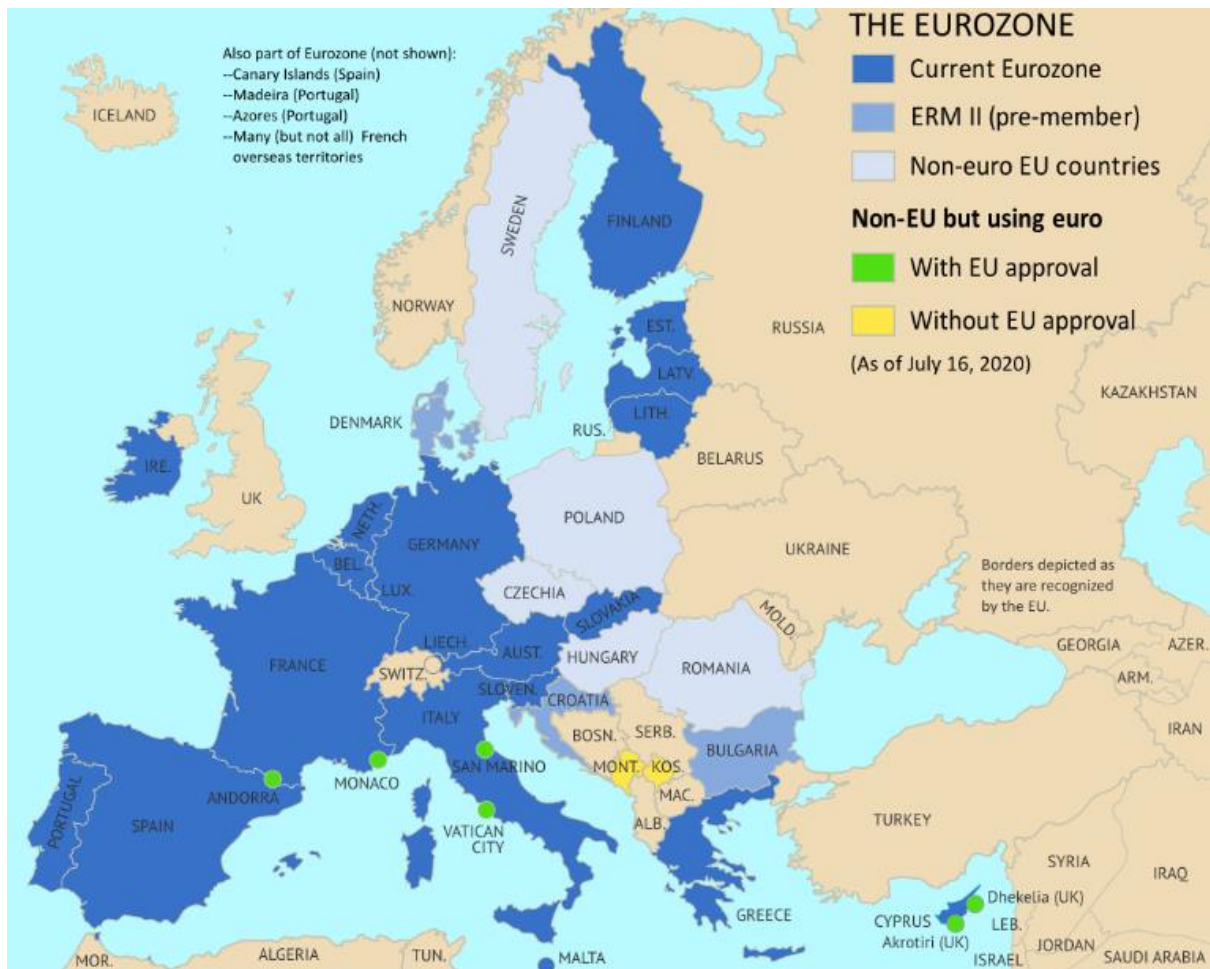
1. Bugarska
2. Češka
3. Danska
4. Hrvatska
5. Mađarska
6. Poljska
7. Rumunjska
8. Švedska
9. *Velika Britanija (do Brexita 31. 1. 2020.)*

U obuhvat znanstvenog istraživanja ne ulaze države izvan EU koje koriste euro kao što je Andora, Monako, San Marino, Vatikan, Crna Gora i Kosovo.

---

<sup>142</sup> engl. *Political Geography Now*.

Slika 11. Države članice europodručja, države u tečajnom mehanizmu ERM II i ostale članice  
 Europske unije izvan europodručja



Izvor: Polgeonow - politička geografija danas. <https://www.polgeonow.com/2014/08/map-which-countries-use-euro-plus-this.html> (pristup: 6. 3. 2022.)

### 5.1.1 Ekonometrijski model – zavisna varijabla gospodarski rast

Glavni cilj znanstvenog istraživanja je utvrditi da li i na koji način monetarni poredak Europske središnje banke i nacionalnih središnjih banaka članica Eurosustava, putem monetarne politike koja je usmjerena na stabilnost cijena kao temeljnog preduvjeta za gospodarski rast, djeluje kao aktivni sudionik međunarodnih odnosa i da li posljedično pozitivno utječe na razvoj i unapređenje međunarodnih ekonomskih odnosa država članica europodručja.

Ekonometrijski model istražuje empirijsku interakciju između monetarne politike Europske središnje banke / Eurosustava i povećanja realnog gospodarskog rasta država članica europodručja kao temelja njihove ekonomske i monetarne integracije.

Glavna hipoteza (GH) ove doktorske disertacije glasi:

*"Europska središnja banka i nacionalne središnje banke članice Eurosustava, putem standardnih i nestandardnih instrumenata monetarne politike kao sastavnice Ekonomske i monetarne unije (EMU), pozitivno djeluju na razvitak ekonomske i monetarne integracije te odnosa između država članica europodručja".*

Ovim ekonometrijskim modelom se želi testirati prva pomoćna hipoteza (PH1) koja je raščlanjena iz glavne hipoteze, a glasi:

*"Europska središnja banka i nacionalne središnje banke članice Eurosustava putem standardnih i nestandardnih instrumenata i mjera monetarne politike pozitivno djeluju na gospodarski rast država članica europodručja".*

Ekonometrijski model i glavna odnosno pomoćna hipoteza (PH1) temelje se na prethodnoj znanstvenoj spoznaji snažnih pozitivnih korelacija između dugoročno niske i stabilne stope inflacije i pozitivnih, viših stopa gospodarskog rasta. Za empirijsko istraživanje pomoćne hipoteze PH1 djelovanja monetarne politike Europske središnje banke odnosno Eurosustava na gospodarski rast država članica europodručja razvijen je ekonometrijski model s varijablama i pripadajućim indikatorima prikazanim u tablici 9. Korištena je panel analiza s fiksnim efektima (FE<sup>143</sup>) i panel analiza sa slučajnim efektima (RE<sup>144</sup>). Kao statistička programska

---

<sup>143</sup> engl. *Fixed Effects Model (FE)*.

<sup>144</sup> engl. *Random Effects Model (RE)*.

podrška za potrebe provođenja ekonometrijske analize korišten je program STATA15 s obzirom na to da je prikladan za provedbu panel analize. Za provođenje panel analize korišten je statički panel model jer specifikacija modela u kojoj je zavisna varijabla međugodišnja stopa promjene BDP-a po stanovniku ne zahtijeva korištenje dinamičkog panel modela. Osnovni argument za korištenje panel analize je nedostatak dužih vremenskih serija za zemlje uzorka. Naime, odabirom panel tehnike osigurava se korištenje varijacije u vremenskoj dimenziji za dobivanje efikasnijih procjenitelja i iz manjeg broja opažanja. Tom se tehnikom donekle zaobilaze problemi nedostajućih varijabli<sup>145</sup> kao i problemi heterogenosti, a panel analiza rezultira i preciznijim procjeniteljima (Verbeek, 2004). Model s fiksnim efektom je jednostavni linearni model u kojem se konstantni član mijenja sa svakom jedinicom promatranja pri čemu je konstantan u vremenu. Dodatni argument za odabir fiksnog modela je činjenica da se pokušao procijeniti utjecaj i signifikantnost svih nezavisnih varijabli na stopu rasta za sve analizirane zemlje uzroka.

Uzorak promatranja je 19 država članica europodručja. Nezavisne varijable u modelu se promatraju s vremenskim pomakom od jedne godine (T+1) zbog srednjoročne orijentacije Europske središnje banke (monetarna politika ne djeluje efikasno na promjene cijena u kratkoročnom razdoblju kraćem od godine dana nego ima duži vremenski horizont). Vezano uz razdoblje analize procijenjena su tri modela. Vremenski okvir promatranja u prvom modelu je ukupno razdoblje od 2005. do 2020. (šesnaest godina), a kod vremenskih serija podataka uzet je u obzir naknadni ulazak novih članica u europodručje (2007., 2008., 2009., 2011., 2014. i 2015.). Zbog detaljnije analize ovo razdoblje je dodatno podijeljeno na dva manja podrazdoblja, pri čemu je polazište za ovu podjelu bilo kretanje BDP-a per capita, a naročito u odnosu na pad gospodarske aktivnosti uslijed negativnog utjecaja već spomenutih triju financijskih kriza. Drugi model se odnosi na devetogodišnje podrazdoblje (2005.-2013.) koje započinje gospodarskim rastom sve do pojave globalne financijske krize 2008.-2009. koja ubrzo prelazi u krizu europskog javnog duga 2010.-2013. Ove dvije krize su dovele do drastičnog smanjenja gospodarskog rasta kao i do problema s budžetskim deficitom i problema na financijskom tržištu zbog čega su bile nužne značajne prilagodbe monetarne politike europskog monetarnog poretka. Treći model se odnosi na podrazdoblje od posljednjih sedam godina (2014.-2020.) u kojem je uslijedio spori oporavak europskog gospodarstva s pozitivnim stopama BDP-a per capita sve do početka krize uslijed epidemije koronavirusa 2020. Sva tri

---

<sup>145</sup> engl. *Omitted variable bias*.

modela procijenjena su metodom fiksnih efekata i metodom slučajnih efekata. U sva tri promatrana razdoblja fiksni panel se prema Hausmanovom testu pokazao kao bolja metoda procjene parametara i to uz teorijsku razinu signifikantnosti od jedan odnosno deset posto. Levin-Lin-Chu test (Levin, Lin i Chu, 2002) primijenjen je kako bi se testirali jedinični korijeni u panel podacima (vidi prilog 8). Test je pokazao da su sve varijable modela stacionarne, tj. nemaju jedinični korijen. Ograničenja ove analize svode se na uobičajena ograničenja modela panel podataka (Baltagi, 2005), poput distorzije u mjerenju, zavisnost vremenskog presjeka, relativno kratkih vremenskih nizova podataka, problema nedostajućih podataka u pojedinim razdobljima (npr. kod nezavisne varijable inozemna izravna ulaganja).

Polazni model za PH1 prikazan je relacijom:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_1 x_{1,it} + \beta_2 x_{2,it-1} + \beta_3 x_{3,it} + \beta_4 x_{4,it} + \beta_5 x_{5,it} + \beta_6 x_{6,it} + \varepsilon_{it}$$

Gdje je:

$y_{it}$  – gospodarski rast (zavisna varijabla)

$x_1$  – ključna kamatna stopa Europske središnje banke

$x_2$  – bilančna pozicija "5. Krediti koje je odobrio Eurosustav za potrebe monetarne politike"

$x_3$  – bilančna pozicija "7.1 Vrijednosni papiri koje je otkupio Eurosustav za potrebe monetarne politike"

$x_4$  – inozemna izravna ulaganja

$x_5$  – stopa inflacije u europodručju

$x_6$  – državna potrošnja

$i$  – zemlja ( $i=1,\dots,19$ )

$t$  – godina ( $t=1,\dots,16$ ) za prvi model, zatim ( $1,\dots,9$ ) za drugi model i ( $1, \dots, 7$ ) za treći model

Parametar  $\alpha$  pokazuje efekte svih varijabli koje su specifične za  $i$ -tu zemlju, a ne variraju tijekom vremena. Parametar  $\beta$  mjeri parcijalne efekte  $x_{it}$  u razdoblju  $t$  za  $i$ -tu zemlju. Ono što se fiksnom panel analizom pokušava objasniti su  $\beta$  parametri pojedinih varijabli koji su u prosjeku za sve analizirane zemlje imali utjecaj na gospodarski rast mjeren stopom realnog rasta BDP-a po stanovniku.

Hausmanov test se koristi pri usporedbi procijenjenih koeficijenata modela s fiksnim efektom i modela sa slučajnim efektom. Test polazi od stajališta da su oba procjenitelja konzistentna ako ne postoji korelacija između  $\alpha_i$  i nezavisnih varijabli  $x_{it}$ . Ako su oba procjenitelja konzistentna, u velikim će uzorcima procjene konvergirati pravoj vrijednosti parametra. Isto tako u velikim uzorcima procjene modela s fiksnim efektom neće se značajno razlikovati od procjena modela sa slučajnim efektom. Nultom hipotezom Hausmanovog testa pretpostavlja se da slučajna greška nije korelirana niti s jednom nezavisnom varijablom. Ako se nulta hipoteza ne odbaci zaključuje se procjenitelj slučajnog efekta koji je efikasniji. S druge strane, ukoliko se odbaci nulta hipoteza zaključuje se da procjenitelj slučajnog efekta nije konzistentan, tj. upućuje se na korištenje procjenitelja fiksnog efekta.

Tablica 9. Ekonometrijski model za pomoćnu hipotezu PH1 – varijable i indikatori

VARIJABLA	OPIS VARIJABLE	INDIKATOR
Zavisna	Gospodarski rast	Stopa realnog rasta BDP-a per capita
1. Nezavisna	Ključna kamatna stopa Europske središnje banke	Kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja (MRO)
2. Nezavisna	Kreditni koje je odobrio Eurosustav za potrebe monetarne politike	Relativni postotni udio pozicije bilance središnje banke članice Eurosustava ( <i>BP5. Kreditiranje kreditnih institucija europodručja u vezi operacija monetarne politike u eurima</i> ) u odnosu na ukupnu aktivu
3. Nezavisna	Vrijednosni papiri koje je otkupio Eurosustav za potrebe monetarne politike	Relativni postotni udio pozicije bilance središnje banke članice Eurosustava ( <i>BP7.1. Vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike</i> ) u odnosu na ukupnu aktivu
4. Nezavisna	Inozemna izravna ulaganja	Iznos direktnih investicija u izvještajnu ekonomiju u eurima (FDI)
5. Nezavisna	Stopa inflacije u europodručju	HICP indeks
6. Nezavisna	Državna potrošnja	Relativni postotni udio državne potrošnje u BDP-u (GGCGDP)

Izvor: Izrada autora

Ekonometrijski model ima jednu zavisnu varijablu – gospodarski rast i šest nezavisnih varijabli. Mjeri se utjecaj promjena šest nezavisnih varijabli na zavisnu varijablu gospodarskog rasta odnosno na realni rast BDP-a per capita pojedinačno za svaku od 19 država članica europodručja.

Nezavisne varijable su prikupljene iz statističkih baza podataka Eurostata, Svjetske banke i Europske središnje banke, osim varijable br. 2. i 3. koje su preuzete iz financijskih izvještaja 19 nacionalnih središnjih banaka članica Eurosustava. Nezavisne varijable br. 1 (ključna kamatna stopa), br. 2 (kreditni je odobrio Eurosustav) i br. 3. (vrijednosni papiri koje je otkupio Eurosustav) su monetarne varijable pod izravnim utjecajem europskog monetarnog poretka, a sve tri su usmjerene prema kontroli varijable br. 5 (stopa inflacije). Vrijednosti ovih indikatora odražavaju uporabu standardnih instrumenata i nestandardnih mjera monetarne politike Eurosustava.

Zavisna varijabla – Gospodarski rast (BDP per capita)

Kao najbolji indikator gospodarskog rasta korištena je godišnja stopa realnog rasta BDP-a per capita<sup>146</sup> izražena u postocima. Predstavlja relativnu mjeru koja uzima u obzir broj stanovnika promatrane države pa je moguća usporedba država različite veličine. Za izvor podataka odabrana je Svjetska banka koja ima dostupne odgovarajuće vremenske serije podataka za sve države članice europodručja.

Nezavisna varijabla br. 1 – Ključna kamatna stopa Europske središnje banke (MRO)

Europska središnja banka ima tri ključne kamatne stope kojima putem kamatnog transmisijskog kanala djeluje na bankarski sektor odnosno na novčano tržište, a kao indikator koji najbolje odražava monetarnu politiku odabrana je kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja (MRO<sup>147</sup>). To je kamatna stopa po kojoj poslovne banke plaćaju kredit kojeg su dobile od ESB-a / Eurosustava za tjedno korištenje sredstava (u zamjenu za vrijednosne papire koje moraju dati u kolateral kao osiguranje povrata kredita). ESB samostalno određuje MRO stopu, a operacije refinanciranja su operacije na otvorenom tržištu koje čine jedan od najvažnijih standardnih instrumenata monetarne politike. Stoga nezavisnu varijablu br. 1 možemo smatrati monetarnom varijablom pod kontrolom europskog monetarnog poretka. Ako

---

<sup>146</sup> engl. *GDP per capita growth – annual percentage.*

<sup>147</sup> engl. *Main Refinancing Operations rate (MRO).*

ESB podiže razinu MRO kamatne stope onda govorimo o restriktivnoj monetarnoj politici koja ima za cilj smanjivanje previsoke stope inflacije i "hlađenje" pregrijanog financijskog sustava, ali može imati kolateralnu štetu smanjivanja stope gospodarskog rasta. Obrnuto, ako ESB snižava razinu MRO kamatne stope onda je riječ o ekspanzivnoj monetarnoj politici koja sniženjem cijene novca povećava novčanu ponudu čime se jača agregatna potražnja, povećavaju investicije i općenito daje pozitivan impuls stopi gospodarskog rasta, ali može dovesti do povećanja stope inflacije. Promjena ključne kamatne stope ESB-a je dio standardnog transmisijskog mehanizma monetarne politike putem kamatnjaka. Izvor podataka za MRO kamatnu stopu je statističko skladište podataka ESB-a<sup>148</sup>.

#### Nezavisna varijabla br. 2 - Krediti koje je odobrio Eurosustav za potrebe monetarne politike (BP5)

Europska središnja banka kao i svih 19 središnjih banaka članica Eurosustava sastavljaju svoje financijske izvještaje u skladu s posebnim normativnim okvirom, a to je računovodstvena Smjernica Europske središnje banke. Ova Smjernica naročito detaljno propisuje bilančne pozicije u godišnjim izvještajima središnjih banaka. Pozicija u aktivi bilance br. 5 (BP5) rezervirana je za iskazivanje kredita iz primarne emisije koje središnje banke Eurosustava odobravaju kreditnim institucijama (prije svega poslovnim bankama) u europodručju u okviru provođenja mjera monetarne politike. Krediti su denominirani u domaćoj valuti europodručja, dakle u eurima. Ova bilančna pozicija u pravilu obuhvaća sve standardne monetarno-kreditne instrumente Eurosustava (glavne operacije refinanciranja, operacije dugoročnijeg refinanciranja, operacije fine prilagodbe, strukturne operacije i marginalno prekonoćno kreditiranje). Svi nabrojeni standardni kreditni instrumenti imaju vrlo kratke rokove dospijeca (obično 1 dan do 7 dana), osim operacije dugoročnijeg refinanciranja (LTRO) koje imaju standardni rok dospijeca od 3 mjeseca. Treba napomenuti da je u razdoblju financijskih kriza Europska središnja banka uvela nestandardne kreditne instrumente sa znatno dužim rokovima dospijeca kao što su TLTRO (operacije ciljanog dugoročnijeg refinanciranja) i PELTRO (operacije dugoročnijeg refinanciranja zbog pandemije) s rokom dospijeca od nekoliko godina. Zbog toga bilančna pozicija 5 u pojedinim godinama predstavlja mješavinu standardnih i nestandardnih kreditnih instrumenata monetarne politike, ali naglasak je na standardnom instrumentariju. Povećanje vrijednosti ove bilančne pozicije odnosno povećanje relativnog postotnog udjela kredita bankama u ukupnoj bilančnoj aktivi središnje banke

---

<sup>148</sup> engl. *ECB Statistical Data Warehouse*.



pokazuje ekspanzivnost monetarne politike u smislu povećanja novčane mase. Povećanje ove bilančne pozicije može značiti i likvidnosne probleme bankarskog sustava zbog čega je bankama potrebno hitna financijska pomoć središnje banke (funkcija "*lender of last resort*"). Ovo je monetarna varijabla pod izravnom kontrolom ESB-a odnosno Eurosustava.

Nezavisna varijabla br. 3 - Vrijednosni papiri koje je otkupio Eurosustav za potrebe monetarne politike (BP7.1)

Nezavisna varijabla br. 3 (BP7.1) je također monetarna varijabla pod izravnom kontrolom ESB-a odnosno Eurosustava. Slično kao i kod prethodne nezavisne varijable (kredit) riječ je o posebnoj poziciji na aktivnoj strani bilance središnjih banaka članica Eurosustava. Na bilančnoj poziciji 7.1 iskazuju se vrijednosni papiri koje je središnja banka kupila u okviru provođenja monetarne politike kao relativni postotni udio u ukupnoj bilančnoj aktivni. Za razliku od bilančne pozicije 5 na kojoj se u pravilu iskazuju standardni instrumenti monetarne politike (s izuzetkom LTRO i PELTRO), pozicija 7.1 je posljedica isključivo primjene nestandardnih mjera monetarne politike. ESB / Eurosustav je započeo 2009. zbog globalne financijske krize s otkupom vrijednosnih papira u različitim APP programima (ABSPP, CBPP, SMP, PSPP i CSPP). Ova mjera se nastavila koristiti i u idućim godinama zbog krize europskog javnog duga, a 2020. je zbog pandemije koronavirusa uveden još i program PEPP. Kupnja vrijednosnih papira koja je uključivala državne obveznice, pokrivena obveznice banaka i obveznice korporativnog sektora je bila najsnažnija nestandardna mjera monetarne politike s ciljem osiguravanja likvidnosti za financijski sektor, poduzeća i građane kako bi se prevladale posljedice financijske krize i stabilizirao transmisijski kanal djelovanja monetarne politike. U kriznim vremenima standardni transmisijski kanal putem promjena ključne kamatne stope (nezavisna varijabla br. 1) je narušen i ne funkcionira efikasno. Povećanje bilančne pozicije 7.1 odražava ekspanzivnu monetarnu politiku kojom se novac snažno "upumpava" u gospodarstvo s ciljem izlaska iz recesije i poticanja privredne aktivnosti.

Nezavisna varijabla br. 4 – Inozemna izravna ulaganja (FDI)

Inozemna izravna ulaganja (FDI<sup>149</sup>) su sastavni dio platne bilance i općenito obuhvaćaju sve vrste ulaganja stranih pravnih i fizičkih osoba u gospodarstvo neke nacionalne privrede. FDI obuhvaćaju investicije inozemnih vlasnika kao i dužničke odnose između rezidenata i nerezidenata koji su povezani vlasništvom. To su ulaganja kod kojih inozemni vlasnik stekne

---

<sup>149</sup> engl. *Foreign Direct Investment (FDI)*.

najmanje 10% udjela u temeljnom kapitalu domaćeg trgovačkog društva. Motiv stranog vlasnika je privlačnost određene lokacije zbog primjerice smanjenja transportnih troškova, politička stabilnost, dostupnost prirodnih resursa, veličina tržišta te stupanj konkurencije. Motiv zemlje primatelja je pristup modernim tehnologijama, rast produktivnosti, rast zaposlenosti uslijed otvaranja novih radnih mjesta te jačanje konkurentnosti domaćih proizvoda koji može potaknuti vanjskotrgovinski izvoz. Sve to bi trebalo rezultirati porastom dohotka per capita dakle porast FDI bi trebalo pozitivno djelovati na povećanje gospodarskog rasta, ali ne postoji znanstveni konsenzus oko pozitivne korelacije između inozemnih izravnih ulaganja i gospodarskog rasta. Odabran je Eurostatov indikator bilance plaćanja – direktne investicije u dionice odnosno FDI stavka direktne investicije u izvještajnu ekonomiju (DIRE<sup>150</sup>). Indikator je izražen u apsolutnim iznosima (u milijunima eura). Podatak FDI-DIRE npr. za Belgiju odražava visinu izravnih ulaganja svih drugih članica europodručja u gospodarstvo Belgije. Države članice europodručja zbog monetarne unije bi trebale imati manji rizik izravnih stranih ulaganja jer je isključen tečajni rizik, a dodatno je zbog jedinstvene monetarne politike i koordinirane fiskalne politike osigurana makroekonomska stabilnost. FDI nije monetarna varijabla što znači da nije izravno pod kontrolom ESB-a, ali monetarna politika može osigurati stabilno i poticajno okruženje za međusobno investiranje unutar europodručja koje bi trebalo indirektno pozitivno djelovati na gospodarski rast, na duži rok gledano.

#### Nezavisna varijabla br. 5 – Stopa inflacije u europodručju (HICP)

Stabilnost cijena je temeljni cilj ESB-a odnosno Eurosustava s targetiranom stopom inflacije 2%. ESB u svojim monetarnim projekcijama koristi upravo harmonizirani indeks potrošačkih cijena - HICP. U ekonometrijskom modelu korištene su prosječne godišnje vrijednosti ovog indeksa za svaku državu članicu europodručja pri čemu je Eurostat definirao 2015. kao baznu godinu (index 2015. = 100). ESB zapravo korištenjem svih svojih instrumenata i mjera monetarne politike cilja željenu vrijednost HICP indeksa. HICP indeks ne reagira trenutno nego tek s vremenskim pomakom koji je karakterističan za djelovanje monetarne politike odnosno njezin transmisijski mehanizam. Disertacija se temelji na prethodnim znanstvenim spoznajama negativne korelacije između visoke stope inflacije i stope gospodarskog rasta. Drugim riječima, ako monetarna politika osigura nisku i stabilnu stopu inflacije, mjerenu HICP indeksom, mogu se očekivati više stope gospodarskog rasta. HICP nije monetarna varijabla, ali je niska i stabilna vrijednost HICP-a temeljni cilj monetarne politike ESB-a.

---

<sup>150</sup> engl. *Direct investment in the reporting economy (DIRE)*.

## Nezavisna varijabla br. 6 – Državna potrošnja (GGCGDP)

EMU još uvijek nije kompletirana što znači da države članice europodručja nemaju fiskalnu uniju niti zajednički euro-budžet. Ipak, uspješno funkcioniranje EMU, pa time i monetarne unije, temelji se na fiskalnoj disciplini država članica. Fiskalna disciplina se postiže ograničenjem budžetskih deficita (ne više od 3% BDP-a) odnosno ograničenjem javnog duga (ne više od 60% BDP-a), a u slučaju nepridržavanja ovih pravila aktivira se procedura prekomjernog deficita. Fiskalna politika država članica ima značajan utjecaj na makroekonomsku stabilnost, na inflaciju, a time potencijalno i na stopu gospodarskog rasta. Stoga se državna potrošnja treba držati pod kontrolom i treba uzeti u obzir kod analize uzajamnih odnosa između monetarne politike, inflacije i gospodarskog rasta. Za indikator državne potrošnje odnosno fiskalne odgovornosti odabran je relativni postotni udio državne potrošnje u BDP-u (GGCGDP<sup>151</sup>) s Eurostat podacima. Veći postotak državne potrošnje u BDP-u može putem mehanizma istiskivanja negativno djelovati na privatne investicije, a time i na gospodarski rast. Iako državna potrošnja nije varijabla pod direktnim utjecajem ESB-a / Eurosustava, ipak postoji snažna međuzavisnost između fiskalne discipline i uspješne monetarne politike koju dodatno pojačava efekt "fiskalnog zarobljavanja"<sup>152</sup>. Buitter (2022) smatra da Europska središnja banka putem agresivnih mjera monetarne politike, koje uključuju izrazito niske kamatne stope i intenzivnu kupnju vrijednosnih papira, zapravo podržava ekspanzivne mjere fiskalne politike čime potencijalno ugrožava svoj temeljni cilj niske inflacije. Monetarna politika Eurosustava je zapravo bila predmetom fiskalne dominacije. Stoga je važno u ovome modelu obuhvatiti varijablu državne potrošnje, iako nije izravno pod kontrolom europskog monetarnog poretka.

---

<sup>151</sup> engl. *General Government Consumption expenditure as percentage of Gross Domestic Product (GGCGDP)*.

<sup>152</sup> engl. *Fiscal capture*.

### 5.1.2 Rezultati istraživanja – zavisna varijabla gospodarski rast

Rezultati znanstvenog istraživanja primjenom ekonometrijskog modela za zavisnu varijablu gospodarski rast za države članice europodručja u promatranom razdoblju 2005.-2020. su vidljivi u tablici 10.

Tablica 10. Rezultati istraživanja – zavisna varijabla gospodarski rast za europodručje u cijelom razdoblju (2005.-2020.)

Varijable	Model slučajnih efekata (eng. random effects model)	Model fiksnih efekata (eng. fixed effects model)
Konstantni član	1,633	1,974
p-vrijednost	0,000	0,000
<b>1. MRO</b>	<b>-0,035</b>	<b>-0,033</b>
p-vrijednost	0,000	0,000
<b>2. BP5</b>	<b>0,004</b>	<b>0,001</b>
p-vrijednost	0,056	0,959
<b>3. BP7.1</b>	<b>0,001</b>	<b>-0,022</b>
p-vrijednost	0,751	0,195
<b>4. FDI</b>	<b>0,000</b>	<b>-0,001</b>
p-vrijednost	0,812	0,578
<b>5. HICP</b>	<b>-0,465</b>	<b>-0,340</b>
p-vrijednost	0,000	0,000
<b>6. GGCGDP</b>	<b>-0,007</b>	<b>-0,017</b>
p-vrijednost	0,000	0,000
<i>F-stat / Wald test</i>	168,9	38,42
<i>R2</i>	0,3782	0,2561
<i>Hausman test (Hi-kvadrat)</i>	37,8	
<i>Napomena: crvena boja znači signifikantno uz teorijsku razinu signifikantnosti od 1 posto</i>		

Izvor: Izrada autora na temelju podataka Eurostata, Svjetske banke i Europske središnje banke (podaci u prilogu)

U promatranom šesnaestogodišnjem razdoblju prema regresiji statistički značajan utjecaj na gospodarski rast izmjeren je kod sljedeće tri nezavisne varijable koje su u tablici označene crvenom bojom, a to su ključna kamatna stopa ESB-a (MRO), stopa inflacije u europodručju (HICP) i državna potrošnja (GGCGDP). Model fiksnih efekata (označen žutom bojom) se prema Hausmanovom testu pokazao kao bolja metoda procjene parametara, a signifikantnost je izmjerena uz teorijsku razinu signifikantnosti od jedan posto. Predznak ispred broja pokazuje da li je riječ o negativnoj ili pozitivnoj korelaciji. Postotno povećanje ključne kamatne stope ESB-a u prethodnoj godini, ceteris paribus, smanjuje stopu gospodarskog rasta za 0,033 posto.

Postotno povećanje stope inflacije u europodručju ima, ceteris paribus, negativan utjecaj na gospodarski rast za 0,34 posto. Postotno povećanje državne potrošnje, ceteris paribus ima negativan utjecaj na stopu realnog rasta BDP-a per capita za 0,017 posto.

Ključna kamatna stopa ESB-a (MRO) je imala negativnu korelaciju što znači da kada Europska središnja banka povećava svoju kamatnu stopu dolazi do smanjenja godišnje stope realnog rasta BDP-a per capita i obratno, kada ESB smanji svoju kamatnu stopu onda to pozitivno utječe na povećanje gospodarskog rasta. Može se zaključiti da je ovo očekivana kauzalnost koje je dobro poznata iz prethodnih znanstvenih istraživanja. Rezultati istraživanja dakle potvrđuju znanstvenu spoznaju da je restriktivna monetarna politika ESB-a usporavala gospodarski rast odnosno da je ekspanzivna monetarna politika ESB-a poticala gospodarski rast europodručja. Ako ESB želi pozitivno djelovati na gospodarski rast onda treba smanjiti svoju ključnu kamatnu stopu, čime će omogućiti bolje uvjete refinanciranja za bankarski sustav. Jeftinije zaduživanje poslovnih banaka kod središnje banke će s vremenskim pomakom povećati ponudu primarnog novca i omogućiti bankama bolje uvjete kreditiranja za poduzeća što će potaknuti investicije i veću razinu gospodarske aktivnosti. S druge strane, negativna posljedica ovakve ekspanzivne monetarne politike može biti povećanje stope inflacije. Treba naglasiti da je kontrola ključne kamatne stope ESB-a najvažniji transmisijski kanal Eurosustava, ali uz napomenu da efikasnost njegovog funkcioniranja zavisi o stabilnosti novčanog odnosno financijskog tržišta.

Stopa inflacije mjerena HICP indeksom je nezavisna varijabla s najvećim efektom na gospodarski rast. Korelacija je negativna što znači da je viša stopa inflacije negativno djelovala na gospodarski rast i obratno, niža vrijednost ovog indeksa je imala pozitivan utjecaj na stopu realnog rasta BDP-a per capita. Negativna korelacija između inflacije i gospodarskog rasta potvrđuje empirijske nalaze Roberta J. Barra koji su ugrađeni u ciljeve monetarne politike svake moderne središnje banke, uključujući Europsku središnju banku. Europska središnja banka je usmjerena na održavanje stabilnosti cijena i svojim instrumentima i mjerama se trudi zadržati vrijednost HICP indeksa oko 2%. Ekspanzivna monetarna politika povećava novčanu ponudu i diže vrijednost HICP indeksa, a restriktivna monetarna politika bi trebala smanjiti ponudu novca i dovesti do smanjenja vrijednosti ovog indeksa.

Treća nezavisna varijabla također ima negativnu korelaciju. Riječ je o državnoj potrošnji koja je posljedica fiskalne politike koju provode vlade država članica europodručja što znači da nije

izravno vezana za monetarnu politiku ESB-a. Rezultat istraživanja potvrđuje prethodne znanstvene pretpostavke o negativnim posljedicama prekomjernog javnog duga na gospodarski rast. Neuravnotežena državna potrošnja zbog nedovoljne fiskalne discipline država članica EMU istisnula je dio privatnih investicija što je smanjilo gospodarsku aktivnost i u konačnici utjecalo na nižu stopu realnog rasta BDP-a per capita.

U cijelom promatranom razdoblju 2005.-2020. nije ustanovljena signifikantnost za varijablu BP5 – krediti, varijablu BP7.1 – vrijednosni papiri koje je otkupio Eurosustav i varijablu FDI – inozemna izravna ulaganja. Za preciznije zaključke zbog dugačkog vremenskog razdoblja u kojem je dolazilo do oscilacija u visini BDP-a per capita odnosno do velikih promjena u mjerama i instrumentima monetarne politike ESB-a potrebno je promatrati dva manja vremenska podrazdoblja. U tablici 11. prikazani su rezultati istraživanja za 1. podrazdoblje koje obuhvaća prvih devet godina (2005.-2013.).

Tablica 11. Rezultati istraživanja – zavisna varijabla gospodarski rast za europodručje u 1. podrazdoblju (2005.-2013.)

Varijable	Model slučajnih efekata (eng. random effects model)	Model fiksnih efekata (eng. fixed effects model)
Konstantni član	1,6547	2,0017
p-vrijednost	0,000	
<b>1. MRO</b>	<b>-0,0275</b>	<b>-0,0234</b>
p-vrijednost	0,000	0,002
<b>2. BP5</b>	<b>-0,0331</b>	<b>-0,0364</b>
p-vrijednost	0,111	0,193
<b>3. BP7.1</b>	<b>0,5560</b>	<b>0,6787</b>
p-vrijednost	0,001	0,004
<b>4. FDI</b>	<b>0,0132</b>	<b>0,0048</b>
p-vrijednost	0,104	0,532
<b>5. HICP</b>	<b>-0,5747</b>	<b>-0,5757</b>
p-vrijednost	0,000	0,000
<b>6. GGCGDP</b>	<b>-0,0054</b>	<b>-0,0224</b>
p-vrijednost	0,000	0,000
<i>F-stat / Wald test</i>	<i>92,26</i>	<i>22,43</i>
<i>R2</i>	<i>0,4897</i>	<i>0,2761</i>
<i>Hausman test (Hi-kvadrat)</i>	<i>26,5</i>	
<i>Napomena: crvena boja znači signifikantno uz teorijsku razinu signifikantnosti od 1 posto</i>		

Izvor: Izrada autora na temelju podataka Eurostata, Svjetske banke i Europske središnje banke (podaci u prilogu)

U modelu fiksnih efekata u 1. podrazdoblju (2005.-2013.) prema regresiji je izmjeren statistički značajan utjecaj odnosno signifikantnost istih triju varijabli kao i u modelu za cijelo razdoblje, a to su ključna kamatna stopa (MRO), stopa inflacije (HICP) i državna potrošnja (GGCGDP). Prema regresiji postotno povećanje kamatne stope na glavne opcije refinanciranja u prethodnoj godini, ceteris paribus, smanjuje stopu gospodarskog rasta za 0,0234 posto, postotno povećanje harmoniziranog indeksa potrošačkih cijena zemlje članice europodručja ima, ceteris paribus, negativan utjecaj na rast BDP-a u iznosu od 0,5757 posto, postotno povećanje udjela potrošnje opće države u BDP-u, ceteris paribus ima negativan utjecaj na rast BDP-a od 0,0224 posto.

Nadalje, u ovom razdoblju dodatno je izmjeren pozitivan utjecaj varijable bilančna pozicija "7.1 vrijednosnice kupljene u okviru monetarne politike" (BP7.1) na gospodarski rast, tako da postotno povećanje te bilančne pozicije, uz pretpostavku ceteris paribus, dovodi do povećanja stope gospodarskog rasta za 0,6787 posto. Ovo je najveći izmjereni efekt djelovanja na gospodarski rast u odnosu na druge nezavisne varijable u modelu. Kao odgovor na globalnu financijsku krizu koja je započela 2008. ESB / Eurosustav je započeo s korištenjem nestandardnih mjera monetarne politike. Najznačajnija takva mjera je bila kupnja imovine (vrijednosnih papira) koja je uvedena 2009., a koja se u 1. podrazdoblju kretala na razini desetak posto udjela u aktivni konsolidirane bilance Eurosustava što ukazuje na njezin značaj za ukupno djelovanje monetarne politike. Ove mjere su se nastavile koristiti i kod krize europskog javnog duga koja se 2010. nastavila na globalnu financijsku krizu. Nestandardne mjere monetarne politike su povećale efikasnu transmisiju monetarne politike putem kamatnog kanala koja je bila narušena zbog krize. Eurosustav je otkupom vrijednosnih papira od države, od banaka i od korporativnog sektora povećao likvidnost bankarsko-financijskog sustava europodručja i dao snažan impuls za izlazak iz recesije i gospodarski oporavak što je dovelo do povećanja stope realnog rasta BDP-a per capita.

Najvažniji događaji na području međunarodnih odnosa u 1. podrazdoblju koji su imali značajan efekt na monetarnu politiku i gospodarski rast bili su izbijanje globalne ekonomske krize 2008. i krize europskog javnog duga 2010. Također treba istaknuti proširenje europodručja (Slovenija 2007., Cipar i Malta 2008., Slovačka 2009. i Estonija 2011. ). Odbačen je Ugovor o Ustavu za Europu (2005.) zbog čega je jako usporen put prema europskoj fiskalnoj uniji. Potpisan je Ugovor iz Lisabona (2007.) koji mijenja sve prethodne osnivačke ugovore i kojim se jača transparentnost i učinkovitost EU. Kao odgovor na krizu europskog javnog duga osnovan je

2010. Europski fond za financijsku stabilnost (EFSF) s ciljem pružanja financijske pomoći za rješavanje krize javnog duga članica europodručja koji je 2012. zamijenjen s Europskim stabilizacijskim mehanizam (ESM). Započeto je stvaranje bankovne unije i 2013. je osnovan Jedinstveni nadzorni mehanizam (SSM) kao njezin prvi stup. Ovi događaji su značajno utjecali na institucionalno uređenje i funkcioniranje europskog monetarnog poretka.

U tablici 12. prikazani su rezultati istraživanja za 2. podrazdoblje koje obuhvaća posljednjih sedam godina (2014.-2020.) u kojima je nastupio oporavak europskog gospodarstva od posljedica kombinirane globalne financijske krize i krize europskog javnog duga. Gospodarski rast se naglo prekida 2020. kada započinje kriza uslijed pandemije koronavirusa.

Tablica 12. Rezultati istraživanja – zavisna varijabla gospodarski rast za europodručje u 2. podrazdoblju (2014.-2020.)

Varijable	Model slučajnih efekata (eng. random effects model)	Model fiksnih efekata (eng. fixed effects model)
Konstantni član	0,6381	1,6560
p-vrijednost	0,002	0,000
<b>1. MRO</b>	<b>-0,0018</b>	<b>-0,0035</b>
p-vrijednost	0,358	0,089
<b>2. BP5</b>	<b>0,0045</b>	<b>0,2373</b>
p-vrijednost	0,912	0,002
<b>3. BP7.1</b>	<b>0,0485</b>	<b>0,0746</b>
p-vrijednost	0,089	0,088
<b>4. FDI</b>	<b>0,0000</b>	<b>0,7456</b>
p-vrijednost	0,987	0,88
<b>5. HICP</b>	<b>-0,7527</b>	<b>-0,9811</b>
p-vrijednost	0,000	0,000
<b>6. GGCGDP</b>	<b>0,0034</b>	<b>0,0159</b>
p-vrijednost	0,011	0,006
<i>F-stat / Wald test</i>	<b>67,94</b>	<b>25,54</b>
<i>R2</i>	0,3994	0,2606
<i>Hausman test (Hi-kvadrat)</i>	<b>43,84</b>	
<i>Napomena: crvena boja znači signifikantno uz teorijsku razinu signifikantnosti od 1 posto, a narančasta boja uz razinu od 10 posto</i>		

Izvor: Izrada autora na temelju podataka Eurostata, Svjetske banke i Europske središnje banke (podaci u prilogu)

U 2. podrazdoblju (2014.-2020.) u modelu fiksnih efekata su signifikantne sve varijable koje su bile signifikantne u cijelom promatranom razdoblju (2005.-2020.) kao i u 1. podrazdoblju.



Smanjena je signifikantnost varijable ključna kamatna stopa ESB-a (MRO je označen narančastom bojom jer je teorijska razina signifikantnosti pala s razine 1 posto na razinu od 10 posto) što se može pripisati činjenici da je ključna kamatna stopa od 2016. do 2020. svedena na nulu (0%) tako da je u panel modelu oslabila korelacija između ove nezavisne varijable i gospodarskog rasta. Višegodišnje zadržavanje ključne kamatne stope ESB-a na nultoj razini je posljedica dugotrajno niske inflacije s rizikom prelaska u deflaciju. Postotno povećanje ključne kamatne stope ESB-a, ceteris paribus, smanjuje gospodarski rast za 0,0035 posto. Također je oslabila signifikantnost kupljenih vrijednosnih papira BP7.1 (razina od 10 posto signifikantnosti).

Promijenjen je predznak za varijablu državna potrošnja (GGCGDP). Umjesto dosadašnjeg negativnog predznaka u 2. podrazdoblju je vidljiv pozitivan predznak koji upućuje na pozitivnu korelaciju između rasta državne potrošnje i rasta gospodarske aktivnosti, tako da postotno povećanje ove varijable povećava gospodarski rast za 0,0159 posto. Za razliku od 1. podrazdoblja koje je obilježila snažna fiskalna nedisciplina velikog broja država članica europodručja kao posljedica krize, u 2. podrazdoblju je došlo do fiskalne konsolidacije i obuzdavanja državnih deficita. Završena je kriza europskog javnog duga i nastupio je izlazak europskog gospodarstva iz recesije. Umjesto negativnog efekta istiskivanja pojavio se pozitivan efekt poticanja prema kojem državna potrošnja u cilju izlaska iz recesije oživljava ekonomsku aktivnost. Pozitivna korelacija s gospodarskim rastom se također može dovesti u vezu s već ranije spomenutim pojmom fiskalnog zarobljavanja. U 2. podrazdoblju su intenzivirane nestandardne mjere monetarne politike kupnje vrijednosnih papira putem kojih je europski monetarni poredak djelomično odradio fiskalne zadatke, čime je pozitivno djelovao na rast BDP-a per capita.

Ipak, u 2. podrazdoblju je važno istaknuti signifikantnost (na razini 1 posto) i pozitivnu korelaciju varijable kredita (BP5) čije postotno povećanje, ceteris paribus, povećava stopu rasta za primjetnih 0,2373 posto. Jako je interesantno da krediti iz primarne emisije nisu bili signifikantni odnosno da nisu značajno utjecali na gospodarski rast tijekom 1. podrazdoblja. Razloge treba tražiti u posljedicama globalne financijske krize i krize europskog javnog duga koje su narušile efikasnost tradicionalnih (kreditnih) instrumenata monetarne politike odnosno koje su blokirale kamatni i kreditni transmisijski kanal djelovanja Eurosustava. Tek kada su nestandardne mjere monetarne politike krajem 1. podrazdoblja smanjile poremećaje na novčanom tržištu, tijekom 2. podrazdoblja je osigurano ispravno funkcioniranje kreditnog

transmisijskog kanala koji je povratio svoju važnost. Nakon što je europsko gospodarstvo 2013./2014. počelo izlaziti iz recesije uslijedilo je razdoblje oporavka s niskom inflacijom što je omogućilo središnjim bankama Eurosustava da na temelju kontrole monetarne baze putem kredita iz primarne emisije povećaju likvidnost bankarskog sustava, a time posredno povećaju kredite privatnom sektoru i pozitivno utječu na gospodarsku aktivnost.

Jedina varijabla koja nije pokazala signifikantnost niti u 1. podrazdoblju, niti u 2. podrazdoblju, a niti u cijelom promatranom razdoblju je varijabla inozemna izravna ulaganja (FDI). Rezultati istraživanja pokazuju da u kontekstu međudjelovanja monetarne politike Eurosustava i gospodarskog rasta nema jasne uzročno-posljedične veze s inozemnim izravnim ulaganjima. Drugim riječima, ekonometrijski model nije pronašao korelaciju između inozemnih izravnih ulaganja i gospodarskog rasta, što potvrđuje ranija istraživanja.

Događaji u međunarodnim odnosima unutar EU / europodručja koji su imali interakciju s europskim monetarnim poretkom u 2. podrazdoblju obuhvaćaju nastavak proširenja europodručja (Latvija 2014. i Litva 2015.). Irska, Portugal i Španjolska su proveli potrebne fiskalne i strukturne reforme što je dovelo do smirivanja krize javnog duga, ali u Grčkoj je nastavljena duboka ekonomska recesija koja je dovela do velikih političkih problema i mogućeg izlaska iz EMU. Kao drugi stup bankovne unije 2014. je osnovan Jedinствeni sanacijski mehanizam (SRM). Osnovan je 2015. Jedinствeni fond za sanaciju (SRF) u cilju osiguravanja uspješne sanacije propalih banaka unutar europske bankovne unije. U Italiji je 2016. došlo do problema u bankarskom sektoru. Velika Britanija je 2016. na referendumu donijela odluku o izlasku iz EU što je povećalo euroskepticizam. Brexit je proveden 31. siječnja 2020. Svjetska zdravstvena organizacija je u ožujku 2020. proglasila pandemiju koronavirusa koja je uzrokovala globalnu gospodarsku krizu i tijekom 2020. je došlo do oštrog pada ekonomske aktivnosti u europodručju.

Testiranje prve pomoćne hipoteze (PH1):

*"Europska središnja banka i nacionalne središnje banke članice Eurosustava putem standardnih i nestandardnih instrumenata i mjera monetarne politike pozitivno djeluju na gospodarski rast država članica europodručja".*

U promatranom razdoblju (2005.-2020.) rezultati istraživanja nedvojbeno ukazuju da su monetarne varijable pod direktnim utjecajem Europske središnje banke / Eurosustava (ključna

kamatna stopa ESB-a, krediti, kupljeni vrijednosni papiri) pokazale signifikantnost pozitivnog djelovanja na gospodarski rast u državama članicama europodručja. Ključna kamatna stopa i krediti iz primarne emisije predstavljaju standardne instrumente monetarne politike, a vrijednosni papiri koje je Eurosustav otkupio predstavljaju nestandardne mjere monetarne politike. Signifikantnost je utvrđena i kod stope inflacije koja predstavlja glavni cilj europske monetarne politike što znači da su svi instrumenti i mjere monetarne politike primarno u funkciji ostvarivanja stabilnosti cijena proizvoda i usluga u europodručju. Indirektno kroz ostvarenje ovog temeljnog cilja ESB potpomaže održivi gospodarski rast i razvoj. Ovaj rezultat istraživanja potvrđuje postojeću znanstvenu spoznaju korelacije između dugoročno niske i stabilne stope inflacije i pozitivnih, viših stopa gospodarskog rasta. Državna potrošnja je također signifikantna u panel modelu što potvrđuje snažnu međuzavisnost između uspješnog vođenja monetarne politike i fiskalne discipline država članica europodručja, a treba uzeti u obzir i efekt fiskalnog zarobljavanja putem kojeg europski monetarni poredak potpomaže fiskalne ciljeve. Jedina nezavisna varijabla koja nije pokazala signifikantnost u panel modelu u cijelom razdoblju, niti u 1. i 2. podrazdoblju su inozemna izravna ulaganja. Ova varijabla nije izravno povezana s europskim monetarnim poretkom tako da njezina nesignifikantnost ne utječe na testiranje hipoteze.

Navedeni rezultati ekonometrijskog modela za gospodarski rast usmjereni su glavnom cilju znanstvenog istraživanja na način da su potvrdili snažnu interakciju između europskog monetarnog poretka i razvoja međunarodnih ekonomskih odnosa u europodručju. Empirijski je dokazana snažna interakcija između monetarne politike Europske središnje banke / Eurosustava i gospodarskog rasta kao najvažnije odrednice ekonomskog razvoja i blagostanja. S obzirom da je upravo održivi ekonomski rast temeljni razlog zbog koje su europske države prihvatile europsku monetarnu integraciju i osnovale EMU onda je jasno da je najvažniji katalizator europske integracije i unapređenja međunarodnih odnosa upravo europski monetarni poredak. Kod pojašnjenja rezultata istraživanja uzeta je u obzir kronologija značajnih događaja na području međunarodnih ekonomskih odnosa unutar europodručja u kojima je vidljiva aktivna uloga europskog monetarnog poretka kao sudionika međunarodnih odnosa. Istaknuta je političko-ekonomska važnost ulaska novih država članica u europodručje, promjene osnivačkih ugovora, osnivanje bankovne unije i izlazak Velike Britanije iz EU (Brexit). Osobita pozornost je usmjerena na utjecaj globalne financijske krize, krize europskog javnog duga i krize pandemije koronavirusa na prilagodbu monetarne politike koja je imala presudnu ulogu kod oživljavanja posrnulog europskog gospodarstva u cilju izlaska iz recesije.

*Slijedom navedenih argumenata u cijelosti je potvrđena prva pomoćna hipoteza (PH1). Empirijsko istraživanje temeljem ekonometrijskog modela za gospodarski rast potvrdilo je da su Europska središnja banke / Eurosustav putem standardnih instrumenata i nestandardnih mjera monetarne politike pozitivno djelovale na gospodarski rast država članica europodručja u promatranom šesnaestogodišnjem razdoblju (2005.-2020.).*

## 5.2 Empirijsko istraživanje djelovanja monetarne politike Eurosustava na međunarodnu razmjenu država članica europodručja

Pored djelovanja na gospodarski rast, cilj znanstvenog istraživanja je utvrditi da li postoji interakcija između europskog monetarnog poretka i međunarodne razmjene država članica europodručja u okviru jedinstvenog europskog tržišta koje predstavlja primarni razlog svih europskih integracija poslije drugog svjetskog rata. Potpisivanjem Rimskog osnivačkog ugovora europske države članice su uspostavile jedinstveno tržište kao carinsku uniju sa slobodnim kretanjem roba, usluga, radne snage i kapitala. Prihvatanje zajedničke valute unutar europske monetarne unije se temelji na praktičnoj primjeni čuvene teorije kanadskog ekonomista Roberta A. Mundella iz 1961. o optimalnim valutnim područjima u smislu mobilnosti proizvodnih faktora i sinkroniziranosti poslovnih ciklusa. Države članice europodručja imaju ekonomski interes pridruživanja monetarnoj uniji zbog smanjivanja rizika i nesigurnosti u međusobnom vanjskotrgovinskom poslovanju, zbog eliminacije tečajnog rizika i transakcijskih troškova zamjene jedne valutu za drugu kao i zbog transparentnosti relativnih cijena između članica. Stoga monetarna integracija i korištenje jedinstvene valute trebaju pozitivno djelovati na međunarodnu razmjenu. Jedinstvena monetarna politika posvećena stabilnosti cijena bi trebala osigurati potrebnu makroekonomsku stabilnost kako bi se povećala izvozna orijentiranost koja predstavlja motor rasta moderne ekonomije i pozitivno djeluje na gospodarski rast odnosno na ekonomsko blagostanje.

Međunarodnu razmjenu možemo definirati kao "ekonomsku djelatnost koja obuhvaća razmjenu roba i usluga s inozemstvom, odnosno između dviju ili više država (međunarodna trgovina)"<sup>153</sup>. Na povećanje međunarodne razmjene, za koju još koristimo pojmove vanjskotrgovinska razmjena odnosno vanjska trgovina, najviše su utjecali procesi industrijalizacije, liberalizacije i globalizacije. Vanjska trgovina omogućava sniženje cijena proizvoda i usluga jer omogućuje kupoprodaju (uvoz ili izvoz) po najpovoljnijim cijenama čime potiče konkurentnost na tržištu i sprječava pojavu monopola. Bilanca plaćanja ili platna bilanca najbolje pokazuje stupanj međunarodne razmjene jer u njoj se bilježe sve transakcije jedne zemlje s inozemstvom. Razlikuju se tekuće transakcije (plaćanja roba i usluga, transferi, dohoci) i kapitalne transakcije (kredit, vrijednosni papiri, inozemna izravna ulaganja). Ovo

---

<sup>153</sup> Hrvatska enciklopedija – Leksikografski zavod Miroslav Krleža. <https://www.enciklopedija.hr/> (pristup: 8. 3. 2022.).

istraživanje je usmjereno na tekuće transakcije platne bilance gdje se bilježe vanjskotrgovinski uvoz i izvoz. Indeks ekonomske otvorenosti<sup>154</sup> iskazuje zbroj uvoza i izvoza u odnosu na ukupan BDP pojedine zemlje čime se dobije relativni pokazatelj. Indeks pokazuje koliko vanjskotrgovinska razmjena utječe na gospodarstvo nacionalne ekonomije. Što je vrijednost indeksa veća, to je nacionalna ekonomija otvorenija prema inozemstvu i više učestvuje u međunarodnoj razmjeni. Svjetska banka u svojoj bazi podataka ima dostupne vremenske serije od osnivanja EMU 1999. do 2020. za indeks ekonomske otvorenost europodručja (tablica 13).

Tablica 13. Indeks ekonomske otvorenosti europodručja za razdoblje 1999.-2020.

<b>godina</b>	<b>Indeks ekonomske otvorenosti</b>
1999.	63,0
2000.	70,8
2001.	70,0
2002.	67,6
2003.	66,3
2004.	69,2
2005.	72,4
2006.	76,8
2007.	78,6
2008.	79,6
2009.	69,4
2010.	77,5
2011.	82,9
2012.	84,6
2013.	84,0
2014.	84,6
2015.	86,1
2016.	85,0
2017.	88,1
2018.	89,7
2019.	89,6
2020.	82,9

Izvor: Izrada autora prema podacima Svjetske banke:

<sup>154</sup> engl. *Economic Openness Index*.

<https://data.worldbank.org/indicator/NE.TRD.GNFS.ZS?end=2020&locations=XC&start=1999> (pristup: 9. 3. 2022.)

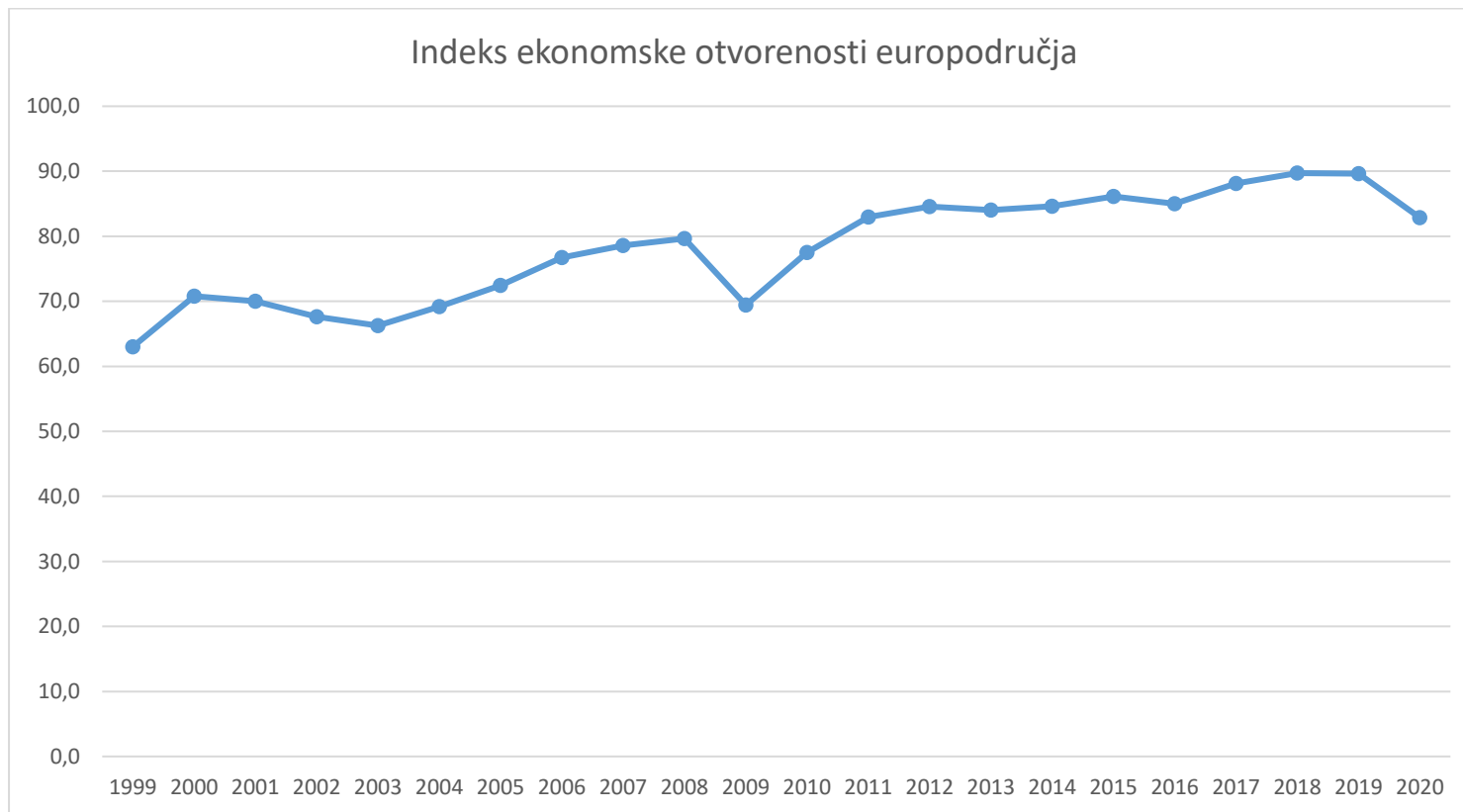
Očito je da vrijednost indeksa ekonomske otvorenosti u prikazanom razdoblju od 22 godine kontinuirano raste, a njegova prosječna vrijednost iznosi 78,1. Najniža vrijednost ovog indeksa je bila 1999. (63,0), a najviša vrijednost je bila 2018. (89,7). Prema podacima internetske stranice "*Global economy*"<sup>155</sup> u 2018. najvišu vrijednost ovog indeksa u svijetu je imao Hong Kong (376,9), a najnižu Sudan (1,3) tako da je prosječna globalna vrijednost bila 92,9. To bi značilo da se europodručje 2018. približilo prosječnoj globalnoj vrijednosti indeksa ekonomske otvorenosti (razlika od samo 3,2). Od država članica europodručja najveću vrijednost ovog indeksa za 2018. je imala Malta (268,9), zatim Irska (217,4) pa Slovačka (190,7). Najnižu vrijednost imaju najveće države članice europodručja kao što su Italija (60,3) i Francuska (64,4) što ima za posljedicu manju prosječnu vrijednost indeksa za cijelo europodručje. Treba napomenuti da vrijednost ovog indeksa ne obuhvaća samo vanjskotrgovinsku razmjenu između država članica europodručja na jedinstvenom europskom tržištu, već s cijelim svijetom.

Grafički prikaz kretanja indeksa ekonomske otvorenosti za europodručje vidljiv je na grafikonu 22. Primjetan je trend laganog, ali kontinuiranog rasta vrijednosti indeksa od nastanka europodručja 1999. do 2020. Jedino značajno odstupanje od ovog trenda bilo je 2009. kada je došlo do velikog pada indeksa kao posljedica globalne financijske krize. Nešto manji pad je vidljiv i tijekom 2020. zbog krize uslijed pandemije koronavirusa. To upućuje na zaključak da je indeks ekonomske otvorenosti senzitivan na krizna razdoblja u kojima se smanjuje vanjskotrgovinska razmjena pa pada izvoz i uvoz zbog čega se smanjuje njegov relativni udio u BDP-u.

---

<sup>155</sup> Global Economy – business and economic data for 200 countries.  
[https://www.theglobaleconomy.com/rankings/trade\\_openness/](https://www.theglobaleconomy.com/rankings/trade_openness/) (pristup: 9. 3. 2022.).

Grafikon 22. Indeks ekonomske otvorenosti europodručja u razdoblju 1999.-2020.



Izvor: Izrada autora prema podacima Svjetske banke: <https://data.worldbank.org/indicator/NE.TRD.GNFS.ZS?end=2020&locations=XC&start=1999> (pristup: 9. 3. 2022.)



### 5.2.1 Ekonometrijski model – zavisna varijabla međunarodna razmjena

Ovaj ekonometrijski model istražuje empirijsku interakciju između monetarne politike Europske središnje banke / Eurosustava i povećanja međunarodne razmjene država članica europodručja.

Glavna hipoteza (GH) ove doktorske disertacije glasi:

*"Europska središnja banka i nacionalne središnje banke članice Eurosustava, putem standardnih i nestandardnih instrumenata monetarne politike kao sastavnice Ekonomske i monetarne unije (EMU), pozitivno djeluju na razvitak ekonomske i monetarne integracije te odnosa između država članica europodručja".*

Ekonometrijskim modelom se želi testirati druga pomoćna hipoteza (PH2) koja je raščlanjena iz glavne hipoteze, a glasi:

*„Međunarodna razmjena država članica europodručja je u pozitivnoj vezi s mjerama i instrumentima Europske središnje banke / Eurosustava”.*

Ekonometrijski model i glavna odnosno pomoćna hipoteza (PH2) temelje se na praktičnoj primjeni teorije optimalnog valutnog područja prema kojoj države pristupaju europskoj monetarnoj uniji (EMU) kako bi uvođenjem zajedničke valute – eura uz prihvatanje monetarne politike Eurosustava povećale efikasnost jedinstvenog europskog tržišta i povećale međusobnu vanjskotrgovinsku razmjenu. Za empirijsko istraživanje pomoćne hipoteze PH2 djelovanja monetarne politike Europske središnje banke odnosno Eurosustava na međunarodnu razmjenu država članica europodručja razvijen je poseban ekonometrijski model čije su varijable i indikatori opisani u tablici 14. Zavisna varijabla je međunarodna razmjena koja se mjeri indeksom ekonomske otvorenosti. I ovdje je primijenjena panel analiza s fiksnim efektima i panel analiza sa slučajnim efektima uz korištenje statističke programske podrške STATA15. S obzirom na vremenski okvir promatranja, korištena su tri modela. Prvi model se odnosi na cijelo razdoblje od 2005. do 2020., a preostala dva modela se odnose na manja podrazdoblja (2005.-2013. i 2014.-2020.), kao i kod ekonometrijskog modela za gospodarski rast. Uzorak promatranja je 19 država članica europodručja. Nezavisne varijable u modelu se promatraju s vremenskim pomakom od jedne godine (T+1) zbog srednjoročne orijentacije monetarne politike. U sva tri promatrana razdoblja fiksni panel se prema Hausmanovom testu pokazao kao bolja metoda procjene parametara i to uz teorijsku razinu signifikantnosti od jedan odnosno

pet i deset posto. Levin-Lin-Chu test primijenjen je kako bi se testirali jedinični korijeni u panel podacima. Test je pokazao da su sve varijable modela stacionarne, tj. nemaju jedinični korijen. Ograničenja ove analize su uobičajena već opisana ograničenja modela panel podataka.

Polazni model za PH2 prikazan je relacijom:

$$y'_{it} = \alpha_i + \beta_1 x_{1,it} + \beta_2 x_{2,it-1} + \beta_3 x_{3,it} + \beta_4 x_{4,it} + \beta_5 x_{5,it} + \beta_6 x_{6,it} + \varepsilon_{it}$$

Gdje je:

$y'_{it}$  – međunarodna razmjena (zavisna varijabla)

$x_1$  – ključna kamatna stopa Europske središnje banke

$x_2$  – bilančna pozicija "5. Krediti koje je odobrio Eurosustav za potrebe monetarne politike"

$x_3$  – bilančna pozicija "7.1 Vrijednosni papiri koje je otkupio Eurosustav za potrebe monetarne politike"

$x_4$  – inozemna izravna ulaganja

$x_5$  – stopa inflacije u europodručju

$x_6$  – državna potrošnja

$i$  – zemlja ( $i=1, \dots, 19$ )

$t$  – godina ( $t=1, \dots, 16$ ) za prvi model, zatim ( $1, \dots, 9$ ) za drugi model i ( $1, \dots, 7$ ) za treći model

Parametar  $\alpha$  pokazuje efekte svih varijabli koje su specifične za  $i$ -tu zemlju, a ne variraju tijekom vremena. Parametar  $\beta$  mjeri parcijalne efekte  $x_{it}$  u razdoblju  $t$  za  $i$ -tu zemlju.

Tablica 14. Ekonometrijski model za pomoćnu hipotezu PH2 – varijable i indikatori

VARIJABLA	OPIS VARIJABLE	INDIKATOR
Zavisna	Međunarodna razmjena	Indeks ekonomske otvorenosti
1. Nezavisna	Ključna kamatna stopa Europske središnje banke	Kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja (MRO)
2. Nezavisna	Krediti koje je odobrio Eurosustav za potrebe monetarne politike	Relativni postotni udio pozicije bilance središnje banke članice Eurosustava ( <i>BP5. Kreditiranje kreditnih institucija</i> )

		<i>europodručja u vezi operacija monetarne politike u eurima</i> ) u odnosu na ukupnu aktivu
3. Nezavisna	Vrijednosni papiri koje je otkupio Eurosustav za potrebe monetarne politike	Relativni postotni udio pozicije bilance središnje banke članice Eurosustava ( <i>BP7.1. Vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike</i> ) u odnosu na ukupnu aktivu
4. Nezavisna	Inozemna izravna ulaganja	Iznos direktnih investicija u izvještajnu ekonomiju u eurima (FDI)
5. Nezavisna	Stopa inflacije u europodručju	HICP indeks
6. Nezavisna	Državna potrošnja	Relativni postotni udio državne potrošnje u BDP-u (GGCGDP)

Izvor: Izrada autora

Ekonometrijski model ima jednu zavisnu varijablu – međunarodnu razmjenu i šest nezavisnih varijabli. Mjeri se utjecaj promjena šest nezavisnih varijabli na zavisnu varijablu međunarodne razmjene odnosno na indeks ekonomske otvorenosti pojedinačno za svaku od 19 država članica europodručja. Koriste se istih šest nezavisnih varijabli koje su korištene u ekonometrijskom modelu za gospodarski rast.

#### Zavisna varijabla – Međunarodna razmjena

Kao najbolji indikator otvorenosti ekonomija država članica europodručja prema međunarodnoj razmjeni odabran je indeks ekonomske otvorenosti. Izračunat je kao suma izvoza i uvoza pojedine države u odnosu na njezin BDP što znači da je riječ o relativnom pokazatelju koji omogućava usporedbu država različite veličine. Za izvor podataka odabrana je Svjetska banka zbog dostupnih vremenskih serija podataka za sve države članice europodručja.

#### Nezavisna varijabla br. 1 – Ključna kamatna stopa Europske središnje banke (MRO)

Odabrana je kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja (MRO) kao ključna kamatna stopu u transmisijskom mehanizmu Eurosustava putem kanala kamatnjaka. ESB snižavanjem ove kamatne stope daje pozitivan impuls povećanju novčane ponude, rastu investicija i potrošnje što bi se trebalo odraziti i na povećanje vanjskotrgovinske razmjene. MRO je monetarna varijabla.

Nezavisna varijabla br. 2 - Krediti koje je odobrio Eurosustav za potrebe monetarne politike  
(BP5)

Indikator je bilančna pozicija 5 "Kreditiranje kreditnih institucija europodručja u vezi operacija monetarne politike u eurima" (relativni postotni udio u aktivni bilance). Povećanje ove monetarne varijable odražava veći intenzitet kreiranja primarnog novca odnosno povećanje likvidnosti najprije bankarskog sustava, a u konačnici i cijelog gospodarstva. Više kredita znači veće investicije koje bi se trebale odraziti na povećanje proizvodnje i indirektno na povećanje vanjskotrgovinske razmjene.

Nezavisna varijabla br. 3 - Vrijednosni papiri koje je otkupio Eurosustav za potrebe monetarne politike (BP7.1)

Ova nezavisna varijabla je također monetarna varijabla pod izravnom kontrolom ESB-a odnosno Eurosustava. Indikator je bilančna pozicija 7.1 "Vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike" (relativni postotni udio u aktivni bilance). Vrijedi slična logika kao i za bilančnu poziciju 5, ali ovdje je riječ o nestandardnim mjerama monetarne politike koje se pojačano koriste u razdoblju financijske krize kada je obično smanjen obujam međunarodne trgovine.

Nezavisna varijabla br. 4 – Inozemna izravna ulaganja (FDI)

Indikator za inozemna izravna ulaganja (FDI) su direktne investicije u izvještajnu ekonomiju izražene u apsolutnim iznosima. Plaćanje uvoza i izvoza kao osnovnih parametara međunarodne razmjene bilježi se kao tekuća transakcija platne bilance, a inozemna izravna ulaganja spadaju u kapitalne transakcije. Povećanje inozemnih izravnih ulaganja trebalo bi povećati konkurentnost domaćih proizvoda na međunarodnom tržištu. Podaci su preuzeti iz baze podataka Eurostata.

Nezavisna varijabla br. 5 – Stopa inflacije u europodručju (HICP)

Korišten je harmonizirani indeks potrošačkih cijena - HICP. Efikasna monetarna politika koja uspijeva održati nisku i stabilnu inflaciju stvara makroekonomsku stabilnost kao nužnu pretpostavku većoj međunarodnoj razmjeni.

Nezavisna varijabla br. 6 – Državna potrošnja (GGCGDP)

Za indikator državne potrošnje korišten je relativni postotni udio državne potrošnje u BDP-u s Eurostat podacima. Niži udio državne potrošnje u BDP-u odražava fiskalnu odgovornost i

efikasno upravljanje državnim novcem što doprinosi makroekonomskoj stabilnosti kao nužnoj pretpostavci za intenzivniju međunarodnu razmjenu.

## 5.2.2 Rezultati istraživanja – zavisna varijabla međunarodna razmjena

Rezultati znanstvenog istraživanja primjenom ekonometrijskog modela za međunarodnu razmjenu za države članice europodručja u promatranom razdoblju 2005.-2020. su vidljivi u tablici 15.

Tablica 15. Rezultati istraživanja – zavisna varijabla međunarodna razmjena za europodručje u cijelom razdoblju (2005.-2020.)

Varijable	Model slučajnih efekata (eng. random effects model)	Model fiksnih efekata (eng. fixed effects model)
Konstantni član	1,606	1,597
p-vrijednost	0,000	0,000
<b>1. MRO</b>	<b>-0,058</b>	<b>-0,059</b>
p-vrijednost	0,002	0,001
<b>2. BP5</b>	<b>-0,197</b>	<b>-0,192</b>
p-vrijednost	0,019	0,021
<b>3. BP7.1</b>	<b>-0,105</b>	<b>-0,093</b>
p-vrijednost	0,124	0,165
<b>4. FDI</b>	<b>-0,006</b>	<b>-0,006</b>
p-vrijednost	0,370	0,348
<b>5. HICP</b>	<b>0,402</b>	<b>0,366</b>
p-vrijednost	0,159	0,193
<b>6. GGCGDP</b>	<b>-0,028</b>	<b>-0,026</b>
p-vrijednost	0,000	0,000
F-stat / Wald test	120,5	20,32
R2	0,2412	0,234
Hausman test (Hi-kvadrat)	<b>17,46</b>	
Napomena: crvena boja znači signifikantno uz teorijsku razinu signifikantnosti od 1 posto, a narančasta boja uz razinu od 5 posto		

Izvor: Izrada autora na temelju podataka Eurostata, Svjetske banke i Europske središnje banke (podaci u prilogu)

Hausmanov test ukazuje da je model fiksnih efekata bolja metoda procjene parametara. Rezultati provedene panel analize u cijelom promatranom razdoblju (2005.-2020.) pokazuju kako je statistički značajan utjecaj na međunarodnu razmjenu utvrđen kod sljedećih triju

nezavisnih varijabli: ključna kamatna stopa ESB-a (MRO), krediti Eurosustava (BP5) i državna potrošnja (GGCGDP).

Ključna kamatna stopa ESB-a (MRO) ima negativnu korelaciju, kao i kod ekonometrijskog modela za gospodarski rast. To znači da je Europska središnja banka putem postotnog smanjenja svoje ključne kamatne stope pozitivno djelovala na povećanje ekonomske otvorenosti država članica europodručja odnosno na povećanje izvoza i uvoza za 0,059 posto. Transmisijski mehanizam kamatnjaka prenosi pozitivan impuls na novčano tržište i omogućava bankama da smanje kamatu na kredite poslovnim subjektima koji sudjeluju u vanjskotrgovinskoj razmjeni.

Krediti koje je odobrio Eurosustav (BP5) pokazuje signifikantnost (na nižoj razini od 5%) što znači da je izmjerena korelacija ovog standardnog instrumenta monetarne politike Eurosustava i vanjskotrgovinske razmjene. Iznenaduje negativan predznak što znači da je pronađena negativna korelacija između rasta kredita i rasta međunarodne razmjene. Dakle, postotno povećanje kredita utjecat će na smanjenje otvorenosti gospodarstva za 0,192 posto. Bilo je logično za očekivati pozitivnu korelaciju znajući da rast kredita predstavlja porast novčane mase i trebao bi potaknuti investicije u gospodarstvu, a time i međunarodnu razmjenu. Panel model je ovdje ustvrdio upravo suprotno što znači da je u promatranom razdoblju pri porastu kredita nastupilo smanjenje međunarodne razmjene. Ovakva interakcija se može objasniti na način da je porast kredita iz primarne emisije obično vezan za krizna razdoblja odnosno recesiju kada uobičajeno dolazi do pada vanjskotrgovinske razmjene. Nakon što kriza prođe, u godinama gospodarskog oporavka dolazi do stabilizacije financijskog tržišta zbog čega se smanjuje kreditna aktivnost Eurosustava, a povećava vanjskotrgovinska razmjena. Treća signifikantna varijabla je državna potrošnja (GGCGDP). Ova varijabla je bila signifikantna u ekonometrijskom modelu za gospodarski rast i također je imala negativnu korelaciju. Time je potvrđena važnost fiskalne politike ne samo za gospodarski rast, već i za međunarodnu razmjenu. Postotna promjena državne potrošnje uz pretpostavku ceteris paribus utječe na smanjenje otvorenosti gospodarstva za 0,026 posto. Prekomjerna državna potrošnja dakle negativno utječe na međunarodnu razmjenu jer istiskuje privatne investicije i smanjuje investicije u izvozni dio gospodarstva. Bez zdrave fiskalne politike europski monetarni poredak ne može u dovoljnoj mjeri potaknuti vanjskotrgovinsku razmjenu.

U panel modelu za cijelo šesnaestogodišnje razdoblje nije pronađena signifikantnost za ostale nezavisne varijable (vrijednosne papire koje je otkupio Eurosustav BP7.1, inozemna izravna ulaganja FDI i stopu inflacije HICP). U nastavku slijedi dodatna analiza za dva podrazdoblja. U tablici 16 prikazani su rezultati za 1. podrazdoblje (2005.-2013.).

Tablica 16. Rezultati istraživanja – zavisna varijabla međunarodna razmjena za europodručje u 1. podrazdoblju (2005.-2013.)

Varijable	Model slučajnih efekata (eng. random effects model)	Model fiksnih efekata (eng. fixed effects model)
Konstantni član	1,3063	1,2384
p-vrijednost	0,000	0,000
<b>1. MRO</b>	<b>-0,0152</b>	<b>-0,0122</b>
p-vrijednost	0,447	0,515
<b>2. BP5</b>	<b>-0,1323</b>	<b>-0,1212</b>
p-vrijednost	0,080	0,090
<b>3. BP7.1</b>	<b>0,9865</b>	<b>1,1310</b>
p-vrijednost	0,117	0,059
<b>4. FDI</b>	<b>-0,0037</b>	<b>-0,0038</b>
p-vrijednost	0,861	0,000
<b>5. HICP</b>	<b>1,1987</b>	<b>1,1857</b>
p-vrijednost	0,000	0,000
<b>6. GGCGDP</b>	<b>-0,0565</b>	<b>-0,0542</b>
p-vrijednost	0,000	0,000
F-stat / Wald test	85,8	29,9
R2	0,488	0,508
Hausman test (Hi-kvadrat)	26,88	
Napomena: crvena boja znači signifikantno uz teorijsku razinu signifikantnosti od 1 posto, a narančasta boja uz razinu od 10 posto		

Izvor: Izrada autora na temelju podataka Eurostata, Svjetske banke i Europske središnje banke (podaci u prilogu)

Promatrajući rezultate fiksnog panela, u prvih devet godina je državna potrošnja (GGCGDP) zadržala sličnu razinu signifikantnosti uz negativni smjer korelacije kao što je bilo u cijelom šesnaestogodišnjem razdoblju pa tako njezina postotna promjena utječe na smanjenje međunarodne razmjene za 0,0542 posto, ceteris paribus. Ključna kamatna stopa (MRO) je izgubila signifikantnost u 1. podrazdoblju najvjerojatnije zbog utjecaja globalne financijske krize na koju se nastavila kriza europskog javnog duga tako da je u velikom dijelu 1. podrazdoblja bio narušen standardni kanal kamatnjaka zbog čega transmisijski mehanizam Eurosustava nije ostvario željene ciljeve monetarne politike. Iz istog razloga je bila smanjena efikasnost kreditnog kanala zbog čega je oslabila korelacija između kredita (BP5) i ekonomske

otvorenosti (razina signifikantnosti je na razini od 10 posto i zato je označeno narančastom bojom). Postotno povećanje kredita smanjuje međunarodnu razmjenu za 0,1212 posto. U 1. podrazdoblju se pojavila nova signifikantna varijabla – stopa inflacije (HICP) i to s izrazito snažnom pozitivnom korelacijom. To znači da je u godinama s postotno višom razinom inflacije bila veća međunarodna razmjena (za čak 1,1857 posto). Ako pogledamo povijesno kretanje vrijednosti indeksa HICP onda možemo uočiti da su najveće vrijednosti zabilježene u drugom dijelu ovog podrazdoblja kada je uslijedio oporavak od globalne financijske krize, pri čemu treba naglasiti da kriza europskog javnog duga nije pogodila cijelo europodručje nego samo periferiju. Ekspanzionističke mjere monetarne politike su bile usmjerene oživljavaju gospodarstva zbog izlaska iz recesije što je očito pozitivno djelovalo na oporavak vanjskotrgovinske razmjene, a s druge strane je probudilo inflatorna očekivanja. Iz domene međunarodnih odnosa koji su relevantni za poticanje međunarodne razmjene treba izdvojiti efekte proširenja europodručja jer je pristupanje čak pet novih država članica u europsku monetarnu uniju zasigurno doprinijelo širenju i jačanju jedinstvenog europskog tržišta.

U tablici 17. prikazani su rezultati istraživanja u 2. podrazdoblju (2014.-2020.) koje karakterizira dugotrajno razdoblje ekonomskog oporavka, sve do izbijanja pandemije koronavirusa.

Tablica 17. Rezultati istraživanja – zavisna varijabla međunarodna razmjena za europodručje u 2. podrazdoblju (2014.-2020.)



Varijable	Model slučajnih efekata (eng. random effects model)	Model fiksnih efekata (eng. fixed effects model)
Konstantni član	2,0544	2,0934
p-vrijednost	0,000	0,000
<b>1. MRO</b>	<b>-1,2687</b>	<b>-1,2188</b>
p-vrijednost	0,016	0,015
<b>2. BP5</b>	<b>0,3822</b>	<b>0,3522</b>
p-vrijednost	0,024	0,029
<b>3. BP7.1</b>	<b>0,0103</b>	<b>0,0292</b>
p-vrijednost	0,925	0,777
<b>4. FDI</b>	<b>0,0070</b>	<b>0,0067</b>
p-vrijednost	0,083	0,08
<b>5. HICP</b>	<b>-0,0047</b>	<b>-0,0057</b>
p-vrijednost	0,270	0,159
<b>6. GGCGDP</b>	<b>-0,0053</b>	<b>-0,0029</b>
p-vrijednost	0,499	0,693
F-stat / Wald test	85,8	10,5
R2	0,488	0,25
Hausman test (Hi-kvadrat)	<b>17,43</b>	
<b>Napomena: crvena boja znači signifikantno uz teorijsku razinu signifikantnosti od 5 posto, a narančasta boja uz razinu od 10 posto</b>		

Izvor: Izrada autora na temelju podataka Eurostata, Svjetske banke i Europske središnje banke (podaci u prilogu)

Hausmanov test je ponovno odabrao fiksni model. Rezultati za 2. podrazdoblje se prilično razlikuju od rezultata za 1. podrazdoblje. Pojavila se izrazito snažna signifikantnost za ključnu kamatnu stopu ESB-a (MRO) koja je bila istaknuta u modelu za cijelo razdoblje, ali tada je bila razina od 5 posto signifikantnosti, a sada je p-vrijednosti oko 1 posto. Prema regresiji, postotno smanjenje kamatne stope ESB-a, ceteris paribus, povećava međunarodnu razmjenu za visokih 1,2188 posto. Zbog stabilizacije novčanog odnosno financijskog tržišta nakon izlaska iz krize ponovno je uspostavljena normalna efikasnost kamatnog kanala Eurosustava. Smanjenje ključne kamatne stope dovodi do veće kreditne ponude, većih investicija i jačanja gospodarstva koje dio svojih produkata usmjerava na inozemno tržište. U 2. razdoblju je zabilježena nešto jača signifikantnost kredita Eurosustava (BP5) uz razinu od 5 posto i to uz pozitivnu korelaciju. Postotno povećanje kredita, uz pretpostavku ceteris paribus, dovodi do veće otvorenosti gospodarstva za 0,3522 posto. To znači da je ekspanzivna monetarno-kreditna politika Eurosustava potaknula međunarodnu razmjenu unutar europodručja. U modelu je ostala još samo jedna blago signifikantna varijabla (uz smanjenu razinu signifikantnosti od 10 posto), a to su inozemna izravna ulaganja (FDI) s pozitivnom korelacijom. Postotno povećanje inozemnih izravnih ulaganja blago povećava međunarodnu razmjenu za skromnih 0,0067

postu. Za razliku od ekonometrijskog modela za gospodarski rast koji nije zabilježio korelaciju za inozemna izravna ulaganja, u ovome modelu za međunarodnu razmjenu je dakle potvrđeno da je porast inozemnih ulaganja u gospodarstvo pojedine države predstavljao poticaj za rast izvoza, ali samo u 2. podrazdoblju koje karakterizira dugogodišnja ekonomska stabilnost i kontinuirani gospodarski rast, sve do početka pandemije koronavirusa. Ovaj zaključak treba uzeti s rezervom zbog niske razine signifikantnosti od samo 10 posto.

Stopa inflacije (HICP) i državna potrošnja (GGCGDP) nisu potvrdili signifikantnost u 2. podrazdoblju, iako su bili signifikantni u 1. podrazdoblju. Razloge treba potražiti u višegodišnjem razdoblju vrlo niske i stabilne inflacije koja teži nultoj razini pri kojoj je teško zadržati korelacijsku vezu. Slično se može reći i za državnu potrošnju koja je tijekom 2. podrazdoblja bila uravnotežena pri čemu je nestala ona negativna korelacija iz 1. razdoblja. Moglo bi se zaključiti da neuravnoteženi javni dug predstavlja veliki teret za međunarodnu razmjenu (1. podrazdoblje), ali da s druge strane zdrave javne financije nemaju osobito vidljivi efekt na izvoz (2. podrazdoblje). Jedina varijabla koja je ostala "nevidljiva" u ekonometrijskom modelu za međunarodnu razmjenu jesu vrijednosni papiri koje je otkupio Eurosustav (BP7.1). Niti u jednome podrazdoblju nije utvrđena signifikantna veza između ove nestandardne mjere monetarne politike i međunarodne razmjene. Relevantni događaji na području međunarodnih ekonomskih odnosa u 2. podrazdoblju su ulazak posljednje dvije države članice u europodručje što je produbilo jedinstveno europsko tržište. Dodatno treba spomenuti pružanje financijske podrške Irskoj, Portugalu, Španjolskoj i Grčkoj za uspješno provođenje fiskalne i strukturne reforme. Brexit i pandemija koronavirusa su se pojavili tek u posljednjoj promatranoj godini (2020.) tako da nisu stigli značajnije utjecati na višegodišnje korelacijske trendove.

Testiranje druge pomoćne hipoteze (PH2):

*„Međunarodna razmjena država članica europodručja je u pozitivnoj vezi s mjerama i instrumentima Europske središnje banke / Eurosustava”.*

Iz glavne hipoteze koja pretpostavlja pozitivnu vezu između europskog monetarnog poretka i međunarodnih ekonomskih odnosa država članica europodručja koji se ostvaruju u okviru Ekonomske i monetarne unije (EMU) proizlazi druga pomoćna hipoteza koja je usmjerena na testiranje pozitivne veze između monetarne politike Eurosustava i međunarodne razmjene. Rezultati istraživanja za cijelo razdoblje, kao i za oba podrazdoblja, potvrđuju korelaciju između dviju monetarnih varijabli koje su pod izravnom kontrolom Europske središnje banke

odnosno Eurosustava, a to su ključna kamatna stopa (MRO) i krediti iz primarne emisije (BP5). Obje varijable spadaju u standardne instrumente monetarne politike u okviru kamatnog i kreditnog transmisijskog kanala. Sve ostale varijable nisu imale konzistentnu značajnost i/ili korelaciju u različitim vremenskim razdobljima promatranja što otežava donošenje jasnog zaključka. Posebno treba istaknuti potpunu nesignifikantnost najvažnije nestandardne mjere monetarne politike, a to su kupljene vrijednosnice Eurosustava (BP7.1). Ukupno gledano, rezultati u drugome panel modelu ne pružaju istu razinu konzistentnosti i vjerodostojnosti kao u prvome panel modelu, ali ne treba zaboraviti da je pokazatelj međunarodne razmjene zapravo relativni indeks koji u brojniku ima zbroj uvoza i izvoza, a u nazivniku ima bruto domaći proizvod. To znači da vrijednost indeksa ekonomske otvorenosti ne zavisi samo od promjene razine vanjskotrgovinske aktivnosti, već i od promjene razine BDP-a. U godinama s nižom razinom BDP-a (manji nazivnik) biti će veća relativna vrijednost ovoga pokazatelja i obratno.

*Na temelju ovih rezultata moguće je samo djelomično potvrditi drugu pomoćnu hipotezu (PH2). Potvrđena je pozitivna veza između standardnih instrumenata monetarne politike Europske središnje banke / Eurosustava i međunarodne razmjene na jedinstvenom europskom tržištu između država članica europodručja. Nije pronađena veza između međunarodne razmjene i nestandardnih mjera monetarne politike iako one predstavljaju najvažniji oblik djelovanja Europske središnje banke / Eurosustava u najvećem dijelu promatranog razdoblja (2009.-2020.) zbog čega se hipoteza ne može u cijelosti potvrditi. Ipak, s obzirom da je prethodno potvrđena pomoćna hipoteza PH1 kojom je dokazan pozitivan utjecaj monetarne politike na gospodarski rast, onda treba uzeti u obzir da intenzivno korištenje nestandardnih mjera monetarne politike (prije svega putem kupnje vrijednosnih papira) povećava razinu BDP-a kao nazivnika u formuli za izračun indeksa ekonomske otvorenosti. Da nije bilo nestandardnih mjera monetarne politike došlo bi do još većeg pada gospodarske aktivnosti i zaposlenosti što bi smanjilo vrijednost BDP-a odnosno umjetno povećalo vrijednost indeksa ekonomske otvorenosti iako ne bi došlo do stvarno povećane međunarodne razmjene. Zbog toga treba uzeti s rezervom zaključak da nema interakcije između nestandardnih mjera monetarne politike i međunarodne razmjene. Bilo bi zanimljivo u budućim istraživanjima testirati ovu interakciju upotrebom nekog drugog pokazatelja međunarodne razmjene koji nije vezan za BDP.*

### **5.3 Empirijsko istraživanje djelovanja monetarne politike Eurosustava na gospodarski rast i međunarodnu razmjenu ostalih država članica Europske unije izvan europodručja**

U prethodnim ekonometrijskim modelima objekt empirijskih istraživanja su bile države članice europodručja. U ekonometrijskom modelu za prvu pomoćnu hipotezu (PH1) istraženo je djelovanje europskog monetarnog poretka na gospodarski rast, a u ekonometrijskom modelu za drugu pomoćnu hipotezu (PH2) istraženo je djelovanje na međunarodnu razmjenu. U ovome poglavlju objekt istraživanja nije devetnaest država članica europodručja, već preostalih devet država članica EU koje još nisu uvele euro (Bugarska, Češka, Danska, Hrvatska, Mađarska, Poljska, Rumunjska, Švedska i Velika Britanija). Iako je Velika Britanija 31. siječnja 2020. izašla iz EU, uključena je u obuhvat uzorka istraživanja jer je Velika Britanija bila članica EU u gotovo cijelom promatranom razdoblju (2005.-2020.), s izuzetkom posljednjih jedanaest mjeseci u 2020.

Ovih devet država predstavljaju kontrolnu grupu u odnosu na europodručje. Središnje banke koje nisu dio Eurosustava ne sudjeluju u kreiranju niti u provođenju jedinstvene monetarne politike Europske središnje banke. Treba napomenuti da monetarna politika ESB-a / Eurosustava nije prilagođena potrebama financijskog sustava odnosno gospodarstva država koje nisu uvele euro. Ove države imaju različiti stupanj ekonomske razvijenosti i nemaju sinkronizirane poslovne cikluse s europodručjem. Većina ovih država ne zadovoljava Maastrichtske kriterije konvergencije tako da zapravo nisu spremne za ulazak u monetarnu uniju. Izuzetak je Velika Britanija koja je dio europskih integracija od 1973. i Švedska koja je postala članica EU od 1995. Ove dvije države potvrđuju pravilo da što je duže neka država u članstvu EU to je veći stupanj integriranosti njezine ekonomije i to je veća vjerojatnost da bi jedinstvena monetarna politika mogla odgovarati potrebama njezinog gospodarstva. Za preostalih sedam država je pitanje da li EMU za njih predstavlja optimalno valutno područje. Njihove središnje banke su zadržale suverenost za nacionalnu monetarnu i tečajnu politiku. Iako nominalno neovisne od ESB-a, njihove domaće valute su vezane za tečaj eura, a njihove monetarne politike trebaju u značajnoj mjeri podržavati opće ciljeve Europske unije, što znači da su konzistentne s monetarnom politikom Eurosustava. Ipak, ekonometrijski model bi trebao dokazati da postoji razlika u djelovanju jedinstvene europske monetarne politike na države europodručja u odnosu na države izvan europodručja u kontrolnoj grupi.

### 5.3.1 Ekonometrijski model - kontrolna grupa

Ekonometrijskim modelom za kontrolnu grupu država članica EU izvan europodručja treba se testirati treća pomoćna hipoteza (PH3) koja glasi:

*„Utjecaj mjera i instrumenata Europske središnje banke / Eurosustava na gospodarski rast i međunarodnu razmjenu veći je za države članice europodručja nego za ostale države članice Europske unije“.*

Korištena je ista metoda ekonometrijske analize kao i za prve dvije hipoteze uz primjenu panel modela fiksnih i panel modela slučajnih efekata i korištenje statističke programske podrške STATA15. Vremenski okvir promatranja je razdoblje od 2005. do 2020. (šesnaest godina). Za istraživanje kontrolne grupe nisu korištena podrazdoblja. Uzorak promatranja je 9 država članica izvan europodručja. Nezavisne varijable u modelu se promatraju s vremenskim pomakom od jedne godine (T+1) zbog srednjoročne orijentacije monetarne politike Europske središnje banke. Za testiranje treće pomoćne hipoteze za kontrolnu grupu koristiti će se ista dva polazna modela koji su korišteni za države članice europodručja. Prvi ekonometrijski model će biti usmjeren istraživanju djelovanja europskog monetarnog poretka na gospodarski rast država iz kontrolne grupe, a drugi ekonometrijski model će biti usmjeren istraživanju djelovanja na njihovu međunarodnu razmjenu. U tablicama 18. i 19. nalaze se korištene varijable i indikatori.

Polazni modeli za PH3 prikazani su relacijom:

$$y_{it} = \alpha_i + \beta_1 x_{1,it} + \beta_2 x_{2,it-1} + \beta_3 x_{3,it} + \beta_4 x_{4,it} + \beta_5 x_{5,it} + \beta_6 x_{6,it} + \varepsilon_{it}$$

$$y'_{it} = \alpha_i + \beta_1 x_{1,it} + \beta_2 x_{2,it-1} + \beta_3 x_{3,it} + \beta_4 x_{4,it} + \beta_5 x_{5,it} + \beta_6 x_{6,it} + \varepsilon_{it}$$

Gdje je:

$y_{it}$  – gospodarski rast (zavisna varijabla)

$y'_{it}$  – međunarodna razmjena (zavisna varijabla)

$x_1$  – ključna kamatna stopa Europske središnje banke

$x_2$  – bilančna pozicija "5. Krediti koje je odobrio Eurosustav za potrebe monetarne politike"

$x_3$  – bilančna pozicija "7.1 Vrijednosni papiri koje je otkupio Eurosustav za potrebe monetarne politike"

$x_4$  – inozemna izravna ulaganja

$x_5$  – stopa inflacije u europodručju

$x_6$  – državna potrošnja

$i$  – zemlja ( $i=1, \dots, 9$ )

$t$  – godina ( $t=1, \dots, 16$ )

Tablica 18. Ekonometrijski model za pomoćnu hipotezu PH3 – varijable i indikatori za gospodarski rast

VARIJABLA	OPIS VARIJABLE	INDIKATOR
Zavisna	Gospodarski rast	Stopa realnog rasta BDP-a per capita
1. Nezavisna	Ključna kamatna stopa Europske središnje banke	Kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja (MRO)
2. Nezavisna	Kreditni koje je odobrio Eurosustav za potrebe monetarne politike	Relativni postotni udio pozicije konsolidirane bilance Eurosustava ( <i>BP5. Kreditiranje kreditnih institucija europodručja u vezi operacija monetarne politike u eurima</i> ) u odnosu na ukupnu aktivu
3. Nezavisna	Vrijednosni papiri koje je otkupio Eurosustav za potrebe monetarne politike	Relativni postotni udio pozicije konsolidirane bilance Eurosustava ( <i>BP7.1. Vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike</i> ) u odnosu na ukupnu aktivu
4. Nezavisna	Inozemna izravna ulaganja	Iznos direktnih investicija u izvještajnu ekonomiju u eurima (FDI)
5. Nezavisna	Stopa inflacije u europodručju	HICP indeks
6. Nezavisna	Državna potrošnja	Relativni postotni udio državne potrošnje u BDP-u (GGCGDP)

Izvor: Izrada autora

Ekonometrijski model ima jednu zavisnu varijablu – gospodarski rast i šest nezavisnih varijabli. Mjeri se utjecaj promjena šest nezavisnih varijabli na zavisnu varijablu gospodarskog

rasta odnosno na realni rast BDP-a per capita za svaku od devet država izvan europodručja. Kao indikator gospodarskog rasta korištena je godišnja stopa realnog rasta BDP-a per capita prema podacima Svjetske banke.

Tablica 19. Ekonometrijski model za pomoćnu hipotezu PH3 – varijable i indikatori za međunarodnu razmjenu

VARIJABLA	OPIS VARIJABLE	INDIKATOR
Zavisna	Međunarodna razmjena	Indeks ekonomske otvorenosti
1. Nezavisna	Ključna kamatna stopa Europske središnje banke	Kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja (MRO)
2. Nezavisna	Krediti koje je odobrio Eurosustav za potrebe monetarne politike	Relativni postotni udio pozicije konsolidirane bilance Eurosustava ( <i>BP5. Kreditiranje kreditnih institucija europodručja u vezi operacija monetarne politike u eurima</i> ) u odnosu na ukupnu aktivu
3. Nezavisna	Vrijednosni papiri koje je otkupio Eurosustav za potrebe monetarne politike	Relativni postotni udio pozicije konsolidirane bilance Eurosustava ( <i>BP7.1. Vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike</i> ) u odnosu na ukupnu aktivu
4. Nezavisna	Inozemna izravna ulaganja	Iznos direktnih investicija u izvještajnu ekonomiju u eurima (FDI)
5. Nezavisna	Stopa inflacije u europodručju	HICP indeks
6. Nezavisna	Državna potrošnja	Relativni postotni udio državne potrošnje u BDP-u (GGCGDP)

Izvor: Izrada autora

Ekonometrijski model ima jednu zavisnu varijablu – međunarodnu razmjenu i šest nezavisnih varijabli. Mjeri se utjecaj promjena šest nezavisnih varijabli na zavisnu varijablu međunarodne razmjene za svaku od devet država izvan europodručja. Kao indikator međunarodne razmjene korišten je indeks ekonomske otvorenosti prema podacima Svjetske banke. Nezavisne varijable su iste u oba modela (za gospodarski rast i za međunarodnu razmjenu) i u nastavku će se pojasniti logika promatranja sa stanovišta kontrolne grupe.

Nezavisna varijabla br. 1 – Ključna kamatna stopa Europske središnje banke (MRO)

Korištena je kamatna stopa ESB-a na glavne operacije refinanciranja (MRO). Iako središnje banke ovih 9 država imaju vlastite ključne kamatne stope koje su prilagođene njihovim nacionalnim gospodarstvima, u ovome ekonometrijskom modelu se koristi kamatna stopa ESB-a jer je cilj dokazati da kamatna stopa ESB-a ne djeluje izravno odnosno u manjoj mjeri djeluje na gospodarski rast i na međunarodnu razmjenu država članica izvan europodručja jer nije prilagođena potrebama njihovog gospodarstva, već potrebama gospodarstva europodručja.

Nezavisna varijabla br. 2 - Krediti koje je odobrio Eurosustav za potrebe monetarne politike (BP5)

Koristi se indikator za mjere monetarno-kreditne politike Eurosustava (bilančna pozicija 5) iako se krediti daju isključivo poslovnim bankama unutar 19 država članica europodručja, a ne poslovnim bankama izvan europodručja. Za indikator se koriste podaci iz konsolidirane bilance Eurosustava (to je zajednička bilanca koja sumira bilančne pozicije ESB-a i 19 središnjih banaka unutar europodručja). Konsolidirana bilanca Eurosustava ne obuhvaća bilančne pozicije središnjih banaka izvan europodručja. Pretpostavka je da krediti koje odobrava Eurosustav ne utječu na monetarne ciljeve država izvan europodručja.

Nezavisna varijabla br. 3 - Vrijednosni papiri koje je otkupio Eurosustav za potrebe monetarne politike (BP7.1)

Po istoj logici kao i kod prethodne monetarne varijable (krediti Eurosustava) i ovdje se u modelu koriste podaci bilančne pozicije 7.1 iz konsolidirane bilance Eurosustava. Iako su nestandardne mjere monetarne politike ESB-a provedene za stabiliziranje transmisijskog mehanizma kamatnjaka u europodručju, pitanje je u kojoj mjeri je došlo do efekta prelijevanja ove snažne nestandardne mjere monetarne politike na države članice EU izvan europodručja.

Nezavisna varijabla br. 4 – Inozemna izravna ulaganja (FDI)

Za ovu nezavisnu varijablu korišten je indikator direktnih investicija u izvještajnu nacionalnu ekonomiju svake pojedine države izvan europodručja prema podacima Eurostata.

Nezavisna varijabla br. 5 – Stopa inflacije u europodručju (HICP)

Za stopu inflacije po državama izvan europodručja korišten je njihov nacionalni HICP indeks.

Nezavisna varijabla br. 6 – Državna potrošnja (GGCGDP)



Za nezavisnu varijablu državne potrošnje je korišten indikator relativnog postotnog udjela državne potrošnje u BDP-u država izvan europodručja.

### 5.3.2 Rezultati istraživanja – kontrolna grupa

Rezultati znanstvenog istraživanja za zavisnu varijablu gospodarski rast za države izvan europodručja u promatranom razdoblju 2005.-2020. su vidljivi u tablici 20.

Tablica 20. Rezultati istraživanja – zavisna varijabla gospodarski rast za države izvan europodručja u cijelom razdoblju (2005.-2020.)

Varijable	Model slučajnih efekata (eng. random effects model)	Model fiksnih efekata (eng. fixed effects model)
Konstantni član	3,930	3,722
p - vrijednost	0,000	0,000
<b>1. MRO</b>	<b>-2,578</b>	<b>-2,235</b>
p - vrijednost	0,101	0,112
<b>2. BP5</b>	<b>-0,103</b>	<b>-0,087</b>
p - vrijednost	0,083	0,118
<b>3. BP7.1</b>	<b>0,019</b>	<b>0,003</b>
p - vrijednost	0,831	0,757
<b>4. FDI</b>	<b>0,008</b>	<b>0,006</b>
p - vrijednost	0,644	0,702
<b>5. HICP</b>	<b>-0,245</b>	<b>-0,216</b>
p - vrijednost	0,000	0,001
<b>6. GGCGDP</b>	<b>-0,309</b>	<b>-1,139</b>
p - vrijednost	0,001	0,000
R2	0,474	0,281
Hausman test	Prob>chi2 = 0.0056	biramo FE model

Izvor: Izrada autora na temelju podataka Eurostata, Svjetske banke i Europske središnje banke (podaci u prilogu)

Hausmanov test je pokazao da su bolji rezultati dobiveni modelom fiksnih efekata koji je označen žutom bojom. Pronađena je signifikantnost (pri razini 1 posto) samo za dvije varijable, a to su stopa inflacije (HICP) i državna potrošnja (GGCGDP). Nije potvrđena signifikantnost niti jedne od tri monetarne varijable koje se nalaze pod direktnom kontrolom Eurosustava (ključna kamatna stopa MRO, krediti BP5 i vrijednosni papiri Eurosustava BP7.1). Također nije pronadna signifikantnosti za inozemna izravna ulaganja (FDI).

Stopa inflacije (HICP) ima negativnu korelaciju što znači da postotno smanjenje vrijednosti nacionalnog HICP indeksa pozitivno utječe na povećanje gospodarskog rasta u državama izvan europodručja za 0,216 posto. Ipak, treba naglasiti da je na vrijednosti HICP indeksa u državama izvan europodručja utjecala monetarna politika koju vode njihove nacionalne središnje banke, a ne Eurosustav. Države izvan europodručja su zadržale svoju nacionalnu valutu i suverenost u vođenju vlastite monetarne politike koja ima slične ciljeve kao i za europodručje, ali koristi drugačije instrumente i mjere koji su prilagođeni potrebama nacionalnog gospodarstva. Državna potrošnja (GGCGDP) ima snažnu negativnu korelaciju što znači da loše vođenje javnih financija od strane vlada država izvan europodručja također negativno utječe na gospodarski rast njihovih nacionalnih privreda. Postotno povećanje državne potrošnje, ceteris paribus, smanjuje gospodarski rast za visokih 1,139 posto. Negativan utjecaj prekomjerne državne potrošnje dakle podjednako vrijedi za sve države, neovisno o tome da li pripadaju europodručju ili su izvan europodručja. Obje signifikantne varijable u modelu za PH3 (izvan europodručja) su bile signifikantne i u modelu za PH1 (europodručje), što potvrđuje snažnu uzajamnu povezanost između ciljane stope inflacije odnosno fiskalne discipline i gospodarskog rasta u cijeloj Europskoj uniji.

Rezultati istraživanja za zavisnu varijablu međunarodna razmjena za države izvan europodručja u promatranom razdoblju 2005.-2020. su vidljivi u tablici 21.

Tablica 21. Rezultati istraživanja – zavisna varijabla međunarodna razmjena za države izvan europodručja u cijelom razdoblju (2005.-2020.)

Varijable	Model slučajnih efekata (eng. random effects model)	Model fiksnih efekata (eng. fixed effects model)
Konstantni član	5,370	5,419
p-vrijednost	0,000	0,000
<b>1. MRO</b>	<b>-3,261</b>	<b>-3,281</b>
p-vrijednost	0,680	0,690
<b>2. BP5</b>	<b>0,035</b>	<b>0,035</b>
p-vrijednost	0,710	0,712
<b>3. BP7.1</b>	<b>0,000</b>	<b>0,000</b>
p-vrijednost	0,990	0,989
<b>4. FDI</b>	<b>-0,008</b>	<b>-0,007</b>
p-vrijednost	0,858	0,867
<b>5. HICP</b>	<b>0,129</b>	<b>0,126</b>
p-vrijednost	0,248	0,574
<b>6. GGCGDP</b>	<b>0,922</b>	<b>-0,919</b>
p-vrijednost	0,248	0,268
R2	0,028	0,028

Izvor: Izrada autora na temelju podataka Eurostata, Svjetske banke i Europske središnje banke (podaci u prilogu)

Rezultati istraživanja pokazuju da nije pronađena signifikantnost niti jedne varijable što znači da nema korelacije između nezavisnih varijabli i zavisne varijable međunarodne razmjene. Europski monetarni poredak svojom monetarnom politikom ne utječe na međunarodnu razmjenu država članica izvan europodručja.

Testiranje treće pomoćne hipoteze (PH3):

*„Utjecaj mjera i instrumenata Europske središnje banke / Eurosustava na gospodarski rast i međunarodnu razmjenu veći je za države članice europodručja nego za ostale države članice Europske unije“.*

Rezultati istraživanja oba panel modela za promatrano šesnaestogodišnje razdoblje (2005.-2020.) pokazuju da Europska središnja banka / Eurosustav putem korištenih standardnih instrumenata i nestandardnih mjera monetarne politike nisu značajno djelovali na gospodarski rast niti na međunarodnu razmjenu država članica izvan europodručja koje su poslužile kao kontrolna grupa za potrebe ove doktorske disertacije. Europski monetarni poredak je primarno usmjeren održavanju stabilnosti cijena država članica europodručja. Monetarna politika koju kreira Europska središnja banka prilagođena je potrebama jedinstvenog europskog tržišta unutar europske monetarne unije. Države izvan europodručja stoga moraju zadržati suverenu

monetarnu politiku koja treba biti prilagođena specifičnim potrebama nacionalnog gospodarstva, sve do pristupanja EMU. Ovaj ekonometrijski model nije bio prilagođen istraživanju u kojoj mjeri su nacionalne monetarne politike država izvan europodručja međuzavisne od monetarne politike ESB-a odnosno u kojoj mjeri je bio prisutan efekt prelijevanja efekata iz europodručja u okolne države izvan europodručja. Ovo može biti predmet nekog novog znanstvenog istraživanja.

*Na temelju rezultata istraživanja za kontrolnu grupu država izvan europodručja moguće je u cijelosti potvrditi treću pomoćnu hipotezu (PH3). Mjere i instrumenti monetarne politike Europske središnje banke / Eurosustava imaju puno veći utjecaj na gospodarski rast i međunarodnu razmjenu država članica europodručja. Utjecaj europskog monetarnog poretka na gospodarski rast i međunarodnu razmjenu ostalih država članica Europske unije je puno manji.*

Pri razmatranju rezultata istraživanja za sve tri pomoćne hipoteze (PH1, PH2 i PH3) potrebno je ukazati na određena ograničenja ovog znanstvenog istraživanja. U prvome redu to su ograničenja koja proizlaze iz primijenjenog modela panel podataka (distorzije u mjerenju, relativno kratki vremenski nizovi podataka i problem nedostajućih podataka u pojedinim razdobljima). Dodatno, za dvije nezavisne varijable (kreditni BP5 i otkupljeni vrijednosni papiri BP7.1) korišteni su računovodstveni podaci stanja na dan 31.12. koji ponekad ne odražavaju u dovoljnoj mjeri promet tijekom godine (to se posebno odnosi na standardne monetarno-kreditne instrumente koji su u pravilu vrlo kratkoročni). Nadalje, nezavisne monetarne varijable u modelu se promatraju sa standardnim vremenskim pomakom od jedne godine (T+1) koji je uobičajen u sličnim znanstvenim radovima, ali u stvarnosti nije moguće sa sigurnošću odrediti točno vremensko razdoblje za transmisiju djelovanja pojedinih instrumenata i mjera monetarne politike. Konačno, za detaljniju analizu utjecaja posljednje financijske krize uslijed pandemije koronavirusa u trenutku provođenja empirijskog istraživanja bili su dostupni podaci samo za 2020. iako je kriza trajala dulje od jedne godine, tako da je samo djelomično sagledan njezin efekt. Za daljnja istraživanja, po dostupnosti podataka, bilo bi poželjno produžiti promatrano vremensko razdoblje odnosno proširiti model s još nekim drugim varijablama.

## **5.4 Analiza upotrebe instrumenata i mjera monetarne politike Eurosustava u razdoblju ekonomskih kriza**

U promatranom šesnaestogodišnjem razdoblju (2005.-2020.) mogu se izdvojiti tri krizna razdoblja:

1. Razdoblje globalne ekonomske krize (2008.-2009.)
2. Razdoblje krize europskog javnog duga (2010.-2013.)
3. Razdoblje krize zbog pandemije koronavirusa (2020.)

U nastavku će se analizirati upotreba standardnih instrumenata i nestandardnih mjera monetarne politike u cijelom promatranom razdoblju (2005.-2020.) pri čemu će se osobita pozornost posvetiti kriznim razdobljima. U analizi će se koristiti računovodstveni podaci iz bilanci nacionalnih središnjih banaka članica Eurosustava, kao i bilance Europske središnje banke (nekonsolidirani podaci). Iako se djelovanje monetarne politike Eurosustava reflektira u više različitih pozicija bilance, za analizu nestandardnih mjera monetarne politike odabrana je bilančna pozicija 7.1 "Vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike". Detaljnije je analizirana bilančna pozicija 5. "Kreditiranje kreditnih institucija europodručja u vezi operacija monetarne politike u eurima" unutar koje prevladavaju standardni kreditni instrumenti, ali u kriznom razdoblju sadržani su i nestandardni kreditni instrumenti koji obično imaju značajno duži rok dospijeca. Ove dvije bilančne pozicije će se analizirati u odnosu na ukupnu bilančnu aktivu za pojedinu godinu.

### **5.4.1 Analiza konsolidirane bilance na razini cijelog Eurosustava**

U tablici 22. prikazana je analiza odabranih bilančnih pozicija u konsolidiranoj bilanci Eurosustava u promatranom razdoblju 2005.-2020. U koloni 2 su apsolutni iznosi ukupne bilančne aktive za svaku pojedinu godinu izraženi u milijunima eura, a u koloni 7 vide se postotne godišnje promjene aktive (tekuća u odnosu na prethodnu godinu). U koloni 3 iskazani su ukupni kreditni instrumenti Eurosustava u milijunima eura, a u koloni 8 vide se njihove postotne godišnje promjene. U koloni 5 iskazana je vrijednost portfelja otkupljenih vrijednosnih papira (bilančna pozicija 7.1) javnog sektora, korporacija i banaka, a u koloni 9 se vide postotne promjene ove bilančne pozicije. U koloni 4 izračunat je postotni udio bilančne pozicije 5. (kreditni) u ukupnoj aktivu, a u koloni 6 izračunat je postotni udio bilančne pozicije 7.1 (Vrijednosnice) u ukupnoj aktivu.

Tablica 22. Analiza odabranih pozicija konsolidirane bilance Eurosustava za razdoblje 2005.-2020.

godina	ukupna aktiva u mil. eura	5. krediti Eurosustava u mil. eura	udio (%) 5. kredita u ukupnoj aktivni	7.1. vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike	udio (%) 7.1 vrijednosnica u ukupnoj aktivni	godišnja promjena ukupne aktive (%)	godišnja promjena 5. kredita (%)	godišnja promjena 7.1. vrijednosnica (%)
1	2	3	4=3/2	5	6=5/2	7	8	9
2005	1.038.616	405.966	39,09%	0	0,00%	-	-	-
2006	1.150.030	450.541	39,18%	0	0,00%	10,73%	10,98%	0,00%
2007	1.507.981	637.175	42,25%	0	0,00%	31,13%	41,42%	0,00%
2008	2.075.107	860.312	41,46%	0	0,00%	37,61%	35,02%	0,00%
2009	1.903.024	749.890	39,41%	28.782	1,51%	-8,29%	-12,84%	0,00%
2010	2.002.210	546.747	27,31%	134.829	6,73%	5,21%	-27,09%	368,45%
2011	2.733.267	863.568	31,59%	273.854	10,02%	36,51%	57,95%	103,11%
2012	2.962.613	1.126.019	38,01%	277.153	9,36%	8,39%	30,39%	1,20%
2013	2.273.267	752.288	33,09%	235.930	10,38%	-23,27%	-33,19%	-14,87%
2014	2.208.238	630.341	28,54%	217.242	9,84%	-2,86%	-16,21%	-7,92%
2015	2.781.145	558.989	20,10%	803.135	28,88%	25,94%	-11,32%	269,70%
2016	3.661.439	595.873	16,27%	1.653.995	45,17%	31,65%	6,60%	105,94%
2017	4.471.563	764.310	17,09%	2.386.012	53,36%	22,13%	28,27%	44,26%
2018	4.702.733	734.381	15,62%	2.651.281	56,38%	5,17%	-3,92%	11,12%
2019	4.671.425	624.232	13,36%	2.632.025	56,34%	-0,67%	-15,00%	-0,73%
2020	6.979.324	1.793.194	25,69%	3.694.642	52,94%	49,40%	187,26%	40,37%

Izvor: Izrada autora prema podacima iz godišnjih izvještaja Europske središnje banke za razdoblje 2005.-2020.: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/index.en.html> (pristup: 12. 3. 2022.)

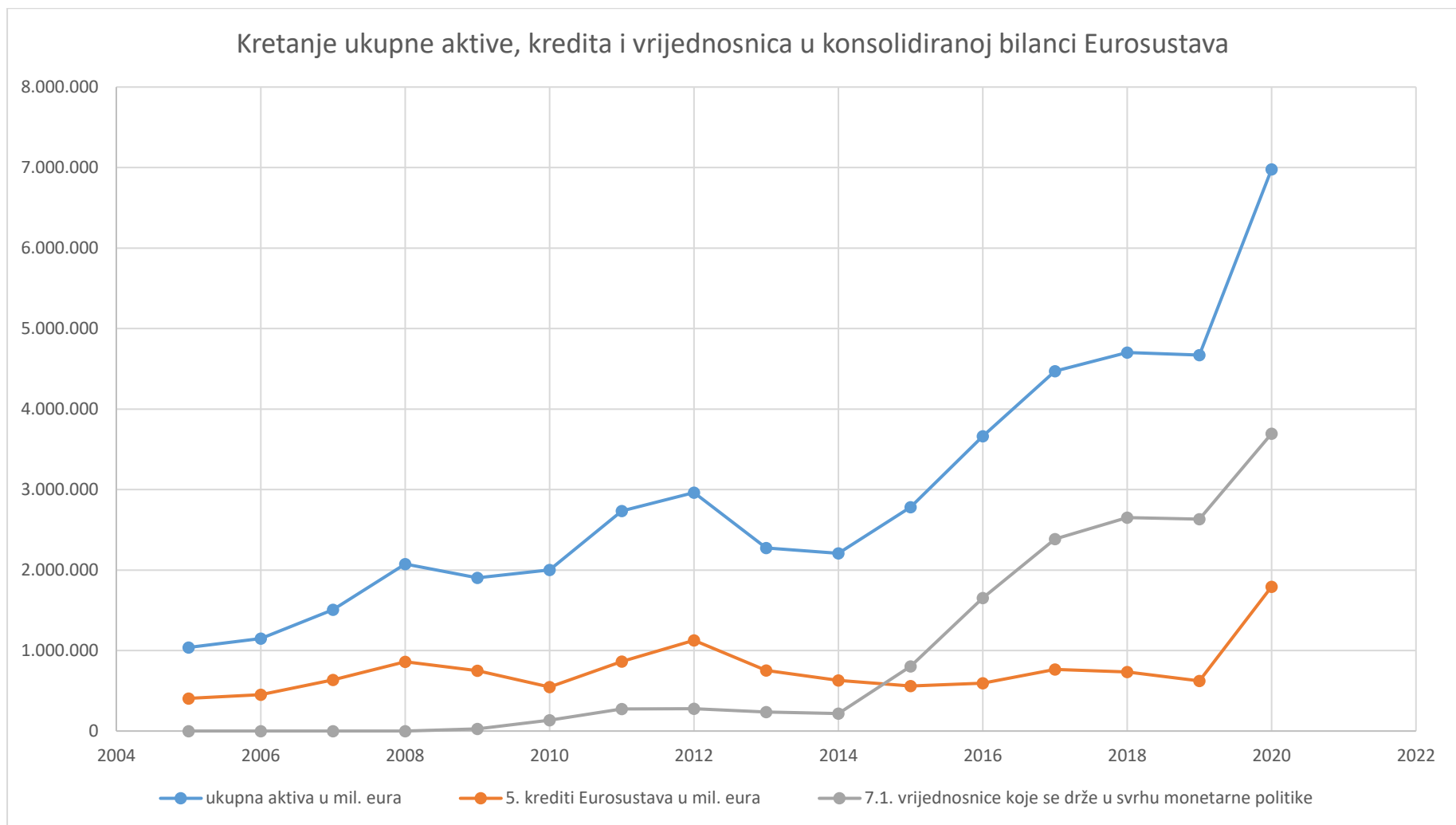
Kod analize treba uzeti u obzir ulazak novih država članica EMU:

- 2007. ulazi Slovenija s bilancom 8.360 mil. eura (0,55% konsolidirane aktive Eurosustava);
- 2008. ulazi Cipar s bilancom 10.691 mil. eura (0,52% konsolidirane aktive Eurosustava) i Malta s bilancom 2.723 mil. eura (0,13% konsolidirane aktive Eurosustava);
- 2009. ulazi Slovačka s bilancom 25.396 mil. eura (1,33% konsolidirane aktive Eurosustava);
- 2011. ulazi Estonija s bilancom 3.102 mil. eura (0,11% konsolidirane aktive Eurosustava);
- 2014. ulazi Latvija s bilancom 8.025 mil. eura (0,36% konsolidirane aktive Eurosustava);
- 2015. posljednja ulazi Litva s bilancom 11.331 mil. eura (0,41% konsolidirane aktive Eurosustava).

Treba napomenuti da zbroj ukupne aktive svih sedam gore navedenih središnjih banaka na dan 31.12.2020. iznosi 183.291 mil. eura što čini samo 2,63% ukupne konsolidirane aktive Eurosustava za 2020. (ukupno 6.979.324 mil. eura) tako da ulazak novih članica u promatranom šesnaestogodišnjem razdoblju ne bi trebao značajnije utjecati na vremenske serije podataka odnosno na zaključke.

Ukupna konsolidirana aktiva Eurosustava je 2005. iznosila 1.038.616 mil. eura, a u promatranom šesnaestogodišnjem razdoblju je porasla na 6.979.324 mil. eura, što je porast od 6,72 puta. Ovaj porast ukupne aktive treba promatrati vezano za kretanje odabranih bilančnih pozicija 5. i 7.1 koje je grafički prikazano na grafikonu 23. u promatranom razdoblju 2005.-2020.

Grafikon 23. Grafički prikaz kretanja ukupne aktive, kredita i vrijednosnica u konsolidiranoj bilanci Eurosustava za razdoblje 2005.-2020.



Izvor: Izrada autora prema podacima iz godišnjih izvještaja Europske središnje banke za razdoblje 2005.-2020.: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/index.en.html> (pristup: 12. 3. 2022.)



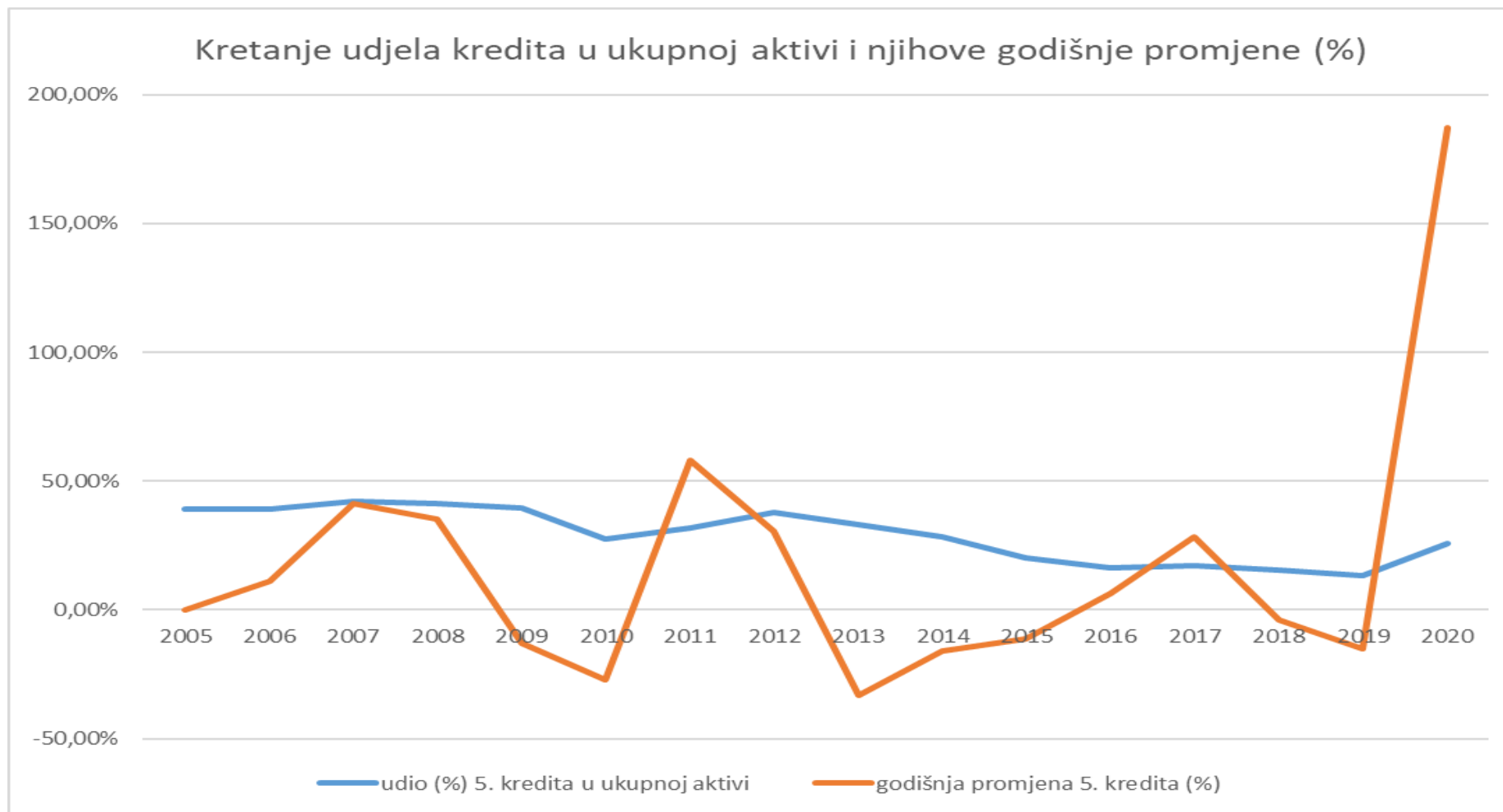
Na gornjem grafikonu je vidljiva jaka korelacija između kretanja ukupne aktive (plava krivulja) i kretanja crvene krivulje bilančne pozicije 5. (kreditni Eurostava) u cijelom promatranom razdoblju 2005.-2020. Ipak, korelacija je puno jača u prvom dijelu ovog razdoblja (2005.-2013.), a nakon toga slijedi razdoblje (2014.-2018.) u kojem ukupna aktiva raste puno brže od odobrenih kredita. Tek u posljednje dvije promatrane godine (2018.-2020.) ponovno vidimo proporcionalno kretanje ovih dviju krivulja.

Kod analize usporednog kretanja krivulje ukupne aktive (plava boja) i krivulje bilančne pozicije 7.1 (vrijednosnice) koja je prikazana sivom bojom treba napomenuti da je nestandardna mjera kupnje vrijednosnih papira prvi puta uvedena tijekom 2009. kao odgovor europskog monetarnog poretka na globalnu financijsku krizu 2008.-2009. To znači da prije 2009. ne postoji bilančna pozicija 7.1 u konsolidiranoj bilanci Eurostava. Prvih godina (2009.-2014.) se vidi manji trend rasta, bez osobito značajne korelacije s promjenama ukupne aktive. Nakon 2014. pa sve do 2020. ova bilančna pozicija strelovito raste uz veliku korelaciju s rastom ukupne aktive, kao posljedica politike kvantitativnog popuštanja ESB-a.

Može se zaključiti da je u prvom razdoblju (2005.-2013.) veća korelacija između krivulje kredita i ukupne aktive, a u drugom razdoblju (2014.-2020.) je veća korelacija između krivulje vrijednosnica i ukupne aktive.

Na grafikonu 24. prikazan je relativni postotni udio kredita u ukupnoj aktivnosti i godišnja promjena kredita (tekuća u odnosu na prethodnu godinu) izražena u postocima.

Grafikon 24. Kretanje relativnog postotnog udjela kredita u ukupnoj aktivni Eurosustava i godišnja promjena kredita (%) u razdoblju 2005.-2020.



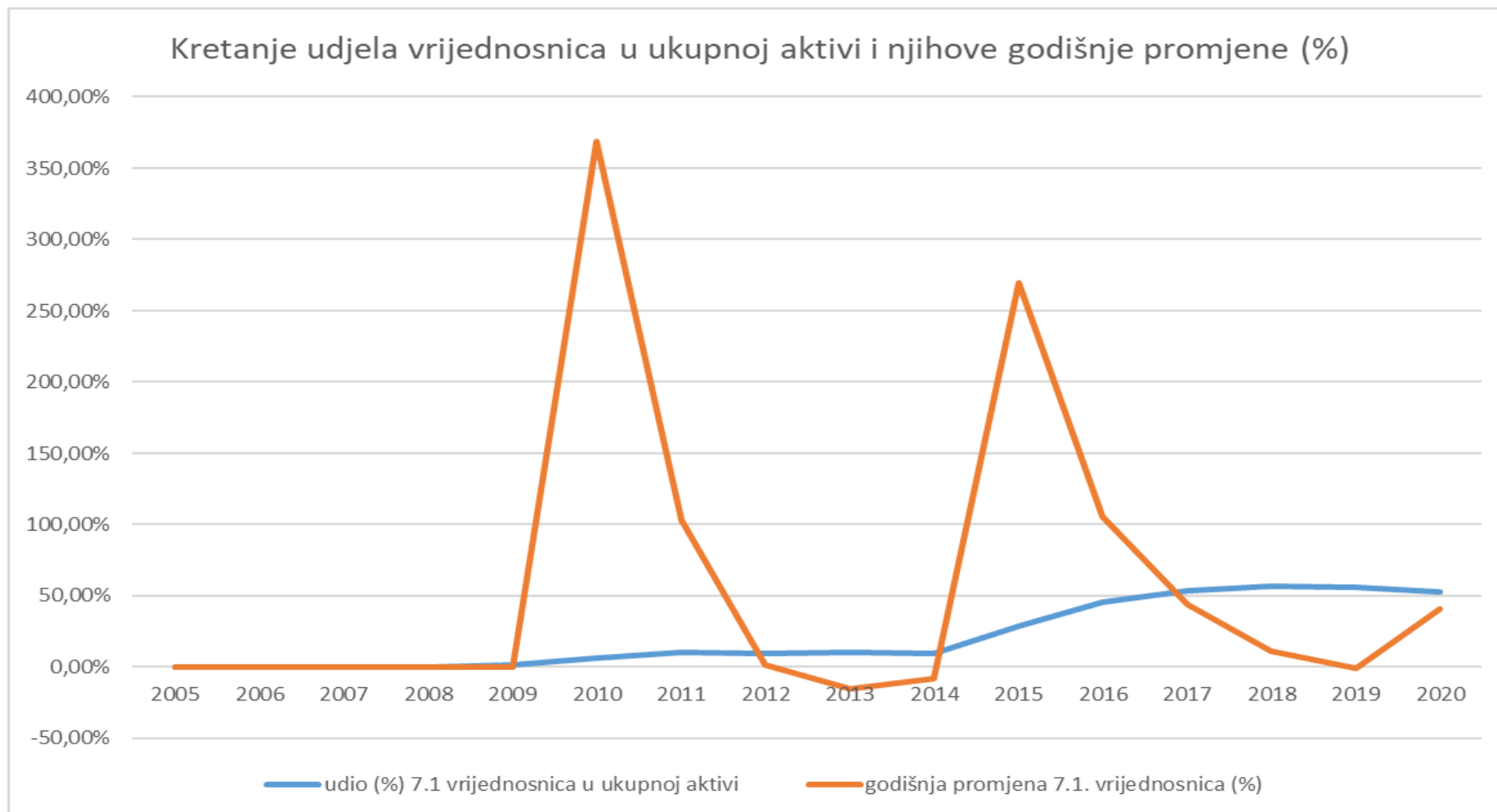
Izvor: Izrada autora prema podacima iz godišnjih izvještaja Europske središnje banke za razdoblje 2005.-2020.: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/index.en.html> (pristup: 12. 3. 2022.)

Plavom krivuljom je prikazano kretanje relativnog postotnog udjela bilančne pozicije 5. u kojoj su sadržani kreditni instrumenti Eurosustava. U promatranom razdoblju njihov postotni udio se kreće oko 30%. U prvih pet godina (2005.-2009.) ima nešto viši i vrlo stabilan postotni udio od oko 40%. S početkom globalne financijske krize 2008. crvena krivulja, koja prikazuje promjene razine odobrenih kredita tekuće godine u odnosu na prethodnu godinu, pokazuje pad novoodobrenih kredita koji je osobito izražen iduće dvije godine (2009.-2010.). S obzirom da su ovo podaci zatečenog stanja kredita na zadnji dan u godini (31.12.), a standardni kreditni instrumenti imaju jako kratak rok dospijea (najčešće tjedan dana) onda ovi podaci možda ne odražavaju realnu sliku mogućeg unutargodišnjeg prometa tijekom promatranih godina. Ipak, može se zaključiti da je tijekom globalne financijske krize 2009. koja je prerasla u krizu europskog javnog duga 2010. došlo do negativnih stopa godišnje promjene kredita. To na prvi pogled nije logično jer je u tome razdoblju bankarski i općenito financijski sustav u europodručju imao velikih problema s likvidnošću. S druge strane, prisjetimo se da je tada došlo do velikih poremećaja transmisijskog kanala monetarno-kreditne politike koji tradicionalno koristi kamatni i kreditni kanal. Zbog toga je ESB bila prisiljena uvesti nove, nestandardne mjere monetarne politike. Na bilančnoj poziciji 5. su prikazani jedino standardni kreditni instrumenti monetarne politike sve do uvođenja dugoročnijeg refinanciranja (produljenje roka dospijea) zbog globalne financijske krize 2008.-2009.

Za vrijeme europske krize javnog duga (2010.-2013.) dolazi do značajnijeg rasta kreditiranja (crvena krivulja) što ima za posljedicu blagi uzlazni trend rasta udjela kredita u ukupnoj aktivni konsolidirane bilance Eurosustava (plava krivulja). Nakon smirivanja krize europskog javnog duga, uslijed poboljšanja likvidnosti na novčanom tržištu, u razdoblju 2014.-2019. vidimo blagi trend opadanja relativnog udjela kredita u aktivni Eurosustava tako da udio kredita 2019. pada na svoju rekordno najnižu vrijednost od samo 13,36%.

Kriza zbog pandemije koronavirusa 2020. rezultira drastičnim porastom kredita od čak 187,26% u odnosu na prethodnu godinu. To je najveći zabilježeni porast kredita u cijelom promatranom razdoblju 2005.-2020. zbog čega plava krivulja postotnog udjela kredita u aktivni Eurosustava mijenja svoj smjer i skreće prema gore. Razlog ovome povećanju kredita treba tražiti u velikim potrebama za likvidnošću gospodarstva europodručja koje je bilo teško pogođeno posljedicama ove krize.

Grafikon 25: Kretanje relativnog postotnog udjela vrijednosnica u ukupnoj aktivi Eurosustava i godišnja promjena vrijednosnica (%) u razdoblju 2005.-2020.



Izvor: Izrada autora prema podacima iz godišnjih izvještaja Europske središnje banke za razdoblje 2005.-2020.: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/index.en.html> (pristup: 12. 3. 2022.)

Na grafikonu 25. je grafički iskazano kretanje bilančne pozicije 7.1 za vrijednosne papire koje Eurosustav kupuje u svrhu monetarne politike, kao i njihove postotne promjene (tekuća godina u odnosu na prethodnu godinu). Podaci kreću tek od 2009. kada je ESB uveo mjeru kupnje imovine (program APP) kao odgovor na izvanredne okolnosti uslijed globalne financijske krize 2008.-2009. To je najsnažnija nestandardna mjera monetarne politike koja je u promatranom razdoblju obuhvaćala program kupnje državnih obveznica (PSPP), korporativnih obveznica (CSPP), vrijednosnica osiguranih imovinom (ABSPP) i pokrivenih obveznica (CBPP). Nestandardne mjere su uvedene u kriznom razdoblju kako bi se vratila stabilnost i povjerenje u financijski sustav i očuvala stabilnost cijena. Uvedene su kao dopuna standardnim monetarnim kreditnim instrumentima opisanim u bilančnoj poziciji 5. s namjerom da se osigura pravilno funkcioniranje transmisijskog mehanizma monetarne politike.

U prvom dijelu promatranog razdoblja (2009.-2014.) nestandardna mjera otkupa vrijednosnih papira (bilančna pozicija 7.1) ima samo oko 10% udjela u ukupno aktivni konsolidirane bilance Eurosustava, što znači da ima bitno manji značaj od standardnih kreditnih instrumenata (bilančna pozicija 5.1) koji su u istom razdoblju imali puno veći postotni udio (oko 40%). To bi značilo da Eurosustav nije značajnije koristio ovu mjeru za vrijeme globalne financijske krize 2008.-2009.

Produljene posljedice globalne financijske krize koje su prerasle u krizu europskog javnog duga tijekom 2010. rezultiraju dramatičnim porastom otkupa vrijednosnih papira od čak 368,45% u odnosu na prethodnu godinu. ESB odnosno Eurosustav je radi stabilizacije tržišta javnog duga država članica na periferiji europodručja (Grčka, Irska, Italija, Cipar, Portugal i Španjolska) provodio interventne kupnje na sekundarnom tržištu javnog i privatnog duga. Velike kupnje vrijednosnih papira bilježe se kao povećanje ukupne aktive u bilancama središnjih banaka unutar europodručja pa to povećava konsolidiranu bilancu Eurosustava (2011. je ukupna aktiva porasla za 36,51% u odnosu na 2010.). Zbog povećanja ukupne aktive kao nazivnika formule za izračun relativnog postotnog udjela bilančne pozicije 7.1 ne dolazi do značajnijeg trenda rasta plave krivulje sve do kraja 2014.

Tijekom 2015. ponovno dolazi do strelovitog rasta crvene krivulje (godišnji porast od 269,7%) koji se nastavlja 2016. (godišnji porast od 105,94%) tako da se otkupljeni portfelj vrijednosnih papira povećao s 217.242 mil. eura (2014.) na 1.653.995 mil. eura (2016.). To je ogromno povećanje od 7,6 puta. Udio vrijednosnica u ukupnoj aktivni se povećava na 45,17%

(2016.). Plava krivulja u razdoblju 2014.-2016. pokazuje jasan smjer rasta značaja ove pozicije za ukupnu aktivu.

Iduće četiri godine (2016.-2019.) udio bilančne pozicije 7.1 u ukupnoj aktivu je premašio 50% i doseže 2018. rekordnu vrijednost udjela od 56,38%. Može se zaključiti da su nestandardne mjere kupnje imovine dovele do višestrukog rasta ukupne aktive Eurosustava i to najviše u zadnjem razdoblju, što je malo iznenađujuće jer se 2013./14. smatra neslužbeni kraj europske krize javnog duga i gospodarski rast je nakon 2014. pokazivao pozitivne stope rasta (2017. je stopa rasta BDP-a per capita za europodručje bila čak 2,4%). Može se zaključiti da je ESB odnosno Eurosustav nakon kriznog razdoblja ne samo nastavio s primjenom nestandardnih mjera monetarne politike nego je dapače višestruko povećao njihov intenzitet kroz politiku kvantitativnog popuštanja kako bi smanjio posljedice krize na gospodarstvo europodručja i potaknuo što brži gospodarski oporavak.

U posljednjoj promatranoj godini (2020.) došlo je do izbijanja treće po redu financijske krize uslijed epidemije Covid-19. ESB je brzom reakcijom pojačao postojeći program kupnje imovine tako što je uveden novi program hitne kupnje u pandemiji (PEPP) s financijskim potencijalom od 1.850 milijarde eura. Stoga je 2020. povećan portfelj otkupljenih vrijednosnica za 40,37% u odnosu na prethodnu pred-pandemijsku godinu. Gledano u apsolutnim iznosima bilančna pozicija 7.1 je u 2020. povećana na 3.694.642 mil. eura, a 2019. je iznosila 2.632.025 mil. eura, što čini povećanje od 1.062.617 mil. eura.

U dosadašnjem tijeku analize korišteni su samo konsolidirani podaci na razini cijelog Eurosustava kojeg čine 19 središnjih banaka i ESB. U nastavku će se kratko proanalizirati bilance pojedinačnih središnjih banaka članica Eurosustava kako bi se vidjelo u kojoj mjeri ima razlika u primjeni kreditnih instrumenata i nestandardnih mjera monetarne politike između pojedinih država članica europodručja.

## 5.4.2 Analiza nekonsolidiranih bilanci nacionalnih središnjih banaka i Europske središnje banke

### 5.4.2.1 Analiza bilance središnje banke Austrije

Tablica 23. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Austrije za razdoblje 2005.-2020.

godina	ukupna aktiva u mil. eura	5. krediti u mil. eura	udio (%) 5. kredita u ukupnoj aktivni	7.1. vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike	udio (%) 7.1 vrijednosnica u ukupnoj aktivni	godišnja promjena ukupne aktive (%)	godišnja promjena 5. kredita (%)	godišnja promjena 7.1. vrijednosnica (%)
1	2	3	4=3/2	5	6=5/2	7	8	9
2005	46.390	15.512	33,44%	0	0,00%			
2006	53.378	12.151	22,76%	0	0,00%	15,06%	-21,67%	0,00%
2007	61.946	12.695	20,49%	0	0,00%	16,05%	4,48%	0,00%
2008	83.810	22.533	26,89%	0	0,00%	35,30%	77,50%	0,00%
2009	71.614	20.236	28,26%	678	0,95%	-14,55%	-10,19%	0,00%
2010	79.766	8.182	10,26%	3.825	4,80%	11,38%	-59,57%	464,16%
2011	99.348	10.612	10,68%	7.564	7,61%	24,55%	29,70%	97,75%
2012	109.369	15.894	14,53%	7.893	7,22%	10,09%	49,77%	4,35%
2013	97.485	7.094	7,28%	7.102	7,29%	-10,87%	-55,37%	-10,02%
2014	92.827	12.659	13,64%	6.129	6,60%	-4,78%	78,45%	-13,70%
2015	106.987	14.223	13,29%	19.256	18,00%	15,25%	12,35%	214,18%
2016	122.556	11.346	9,26%	37.087	30,26%	14,55%	-20,23%	92,60%
2017	143.716	20.112	13,99%	53.971	37,55%	17,27%	77,26%	45,53%
2018	149.951	21.114	14,08%	59.516	39,69%	4,34%	4,98%	10,27%
2019	154.849	17.369	11,22%	59.574	38,47%	3,27%	-17,74%	0,10%
2020	228.426	67.211	29,42%	84.659	37,06%	47,52%	286,96%	42,11%

Izvor: Izrada autora prema podacima iz godišnjih izvještaja središnje banke Austrije za razdoblje 2005.-2020.: <https://www.oenb.at/en/Publications/Oesterreichische-Nationalbank/Annual-Report.html> (pristup: 12. 3. 2022.)

Udio kredita (bilančna pozicija 5) u ukupnoj aktivni središnje banke Austrije je bio do 29% u prvih pet godina promatranog razdoblja do 2009. Od 2010. pa sve do pred-pandemijske 2019. udio kredita opada na manje od 15%. U pandemijskoj 2020. zabilježeno je godišnje povećanje od visokih 286,96% u odnosu na prethodnu godinu, što udio kredita diže na 29,42%. Vrijednosnice (bilančna pozicija 7.1) imaju manje od 10% udjela u ukupnoj aktivni sve do 2014. pri čemu treba naglasiti da je 2010. na početku krize javnog duga godišnja promjena skočila na 464,16% uslijed čega se portfelj kupljenih vrijednosnica povećao sa 678 mil. eura (2009.) na 3.825 mil. eura (2010.) Novi skok je uslijedio 2015. s godišnjom promjenom od 214,18%. U razdoblju 2015.-2019. udio vrijednosnica u ukupnoj aktivni se približava 40% i na toj razini ostaje i u pandemijskoj 2020. Središnja banka Austrije je imala prosječan godišnji udio kredita

od 17,47% što je značajno manje od prosjeka europodručja 29,25%. Prosječan godišnji udio vrijednosnica je bio 19,63% što je isto tako manje od prosjeka europodručja 28,41%. Može se zaključiti da je središnja banka Austrije imala manju potrebu za korištenjem instrumenata i mjera monetarne politike u promatranom razdoblju.

#### 5.4.2.2 Analiza bilance središnje banke Belgije

Tablica 24. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Belgije za razdoblje 2005.-2020.

godina	ukupna aktiva u mil. eura	5. krediti u mil. eura	udio (%) 5. kredita u ukupnoj aktivni	7.1. vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike	udio (%) 7.1 vrijednosnica u ukupnoj aktivni	godišnja promjena ukupne aktive (%)	godišnja promjena 5. kredita (%)	godišnja promjena 7.1. vrijednosnica (%)
1	2	3	4=3/2	5	6=5/2	7	8	9
2005	69.367	28.950	41,73%	0	0,00%			
2006	82.776	39.910	48,21%	0	0,00%	19,33%	37,86%	0,00%
2007	112.356	56.312	50,12%	0	0,00%	35,73%	41,10%	0,00%
2008	153.205	57.967	37,84%	0	0,00%	36,36%	2,94%	0,00%
2009	101.461	41.277	40,68%	984	0,97%	-33,77%	-28,79%	0,00%
2010	74.698	7.215	9,66%	4.768	6,38%	-26,38%	-82,52%	384,55%
2011	127.715	40.421	31,65%	9.114	7,14%	70,98%	460,24%	91,15%
2012	109.753	40.010	36,45%	8.956	8,16%	-14,06%	-1,02%	-1,73%
2013	77.800	15.985	20,55%	7.603	9,77%	-29,11%	-60,05%	-15,11%
2014	75.525	11.676	15,46%	7.041	9,32%	-2,92%	-26,96%	-7,39%
2015	88.966	7.738	8,70%	23.652	26,59%	17,80%	-33,73%	235,92%
2016	131.180	14.322	10,92%	59.067	45,03%	47,45%	85,09%	149,73%
2017	172.676	24.384	14,12%	96.878	56,10%	31,63%	70,26%	64,01%
2018	186.540	22.690	12,16%	113.575	60,89%	8,03%	-6,95%	17,24%
2019	181.789	19.279	10,61%	113.918	62,66%	-2,55%	-15,03%	0,30%
2020	298.594	81.018	27,13%	167.023	55,94%	64,25%	320,24%	46,62%

Izvor: Izrada autora prema podacima iz godišnjih izvještaja središnje banke Belgije za razdoblje 2005.-2020.: <https://www.nbb.be/en/publications-and-research/annual-reports> (pristup: 12. 3. 2022.)

Središnja banka Belgije ima udio kredita u ukupnoj aktivni više od 40% u razdoblju 2005.-2009. Već tijekom 2009. za vrijeme globalne financijske krize dolazi do godišnjeg pada kredita (-28,79%) koji se nastavlja i 2010. (-82,52%). Zbog poremećenog transmisijskog kanala udio kredita 2010. pada na razinu od samo 9,66%. Za vrijeme krize europskog javnog duga 2011.-2013. značajnije raste razina kreditiranja (godišnja promjena od 480,24%). U preostalom razdoblju udio kredita se opet vraća na oko 10%. U pandemiji koronavirusa 2020. vidimo da su krediti povećani sa 19.279 mil. eura (2019.) na čak 81.018 mil. eura (2020.) što je više nego četverostruko povećanje. Vrijednosni papiri imaju udio u aktivni manji od 10% sve do 2014., a



2015. imaju godišnji rast od 235,92%. U razdoblju 2016.-2019. njihov udio u aktivni raste na više od 60% (najviša razina udjela od 62,66% je zabilježena 2019.). Iako 2020. zbog pandemijske krize dolazi do godišnjeg rasta od 46,62% koji povećava portfelj s 113.918 mil. eura (2019.) na najveću zabilježenu vrijednost od 167.023 mil. eura, ipak se udio vrijednosnih papira u ukupnoj bilančnoj aktivni smanjuje na 55,94% zbog značajnog rasta ukupne aktive u 2020. Prosječni udio kredita u cijelom razdoblju bio je 25,99% (malo manje od prosjeka europodručja 29,25%), a prosječni udio vrijednosnica je bio 29,08% (što otprilike odgovara prosjeku europodručja 28,41%).

### 5.4.2.3 Analiza bilance središnje banke Cipra

Tablica 25. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Cipra za razdoblje 2008.-2020.

godina	ukupna aktiva u mil. eura	5. krediti u mil. eura	udio (%) 5. kredita u ukupnoj aktivni	7.1. vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike	udio (%) 7.1 vrijednosnica u ukupnoj aktivni	godišnja promjena ukupne aktive (%)	godišnja promjena 5. kredita (%)	godišnja promjena 7.1. vrijednosnica (%)
1	2	3	4=3/2	5	6=5/2	7	8	9
2008	10.691	4.370	40,88%	0	0,00%			
2009	13.458	7.559	56,17%	51	0,38%	25,88%	72,97%	0,00%
2010	11.884	5.466	45,99%	247	2,08%	-11,70%	-27,69%	384,31%
2011	15.158	5.521	36,42%	462	3,05%	27,55%	1,01%	87,04%
2012	15.054	411	2,73%	427	2,84%	-0,69%	-92,56%	-7,58%
2013	14.305	1.600	11,18%	352	2,46%	-4,98%	289,29%	-17,56%
2014	11.729	1.116	9,51%	354	3,02%	-18,01%	-30,25%	0,57%
2015	12.004	886	7,38%	1.323	11,02%	2,34%	-20,61%	273,73%
2016	13.845	650	4,69%	2.847	20,56%	15,34%	-26,64%	115,19%
2017	16.532	930	5,63%	4.171	25,23%	19,41%	43,08%	46,51%
2018	17.353	830	4,78%	4.778	27,53%	4,97%	-10,75%	14,55%
2019	18.385	9	0,05%	5.658	30,78%	5,95%	-98,92%	18,42%
2020	21.850	2.053	9,40%	7.639	34,96%	18,85%	22711,11%	35,01%

Izvor: Izrada autora prema podacima iz godišnjih izvještaja središnje banke Cipra za razdoblje 2008.-2020.: <https://www.centralbank.cy/en/publications/annual-report> (pristup: 12. 3. 2022.)

Središnja banka Cipra je u godini ulaska u europodručje (2008.) imala udio kredita od 40,88% i taj udio 2009. zbog globalne financijske krize doseže rekordnu razinu od 56,17% bilančnog udjela. Iduće dvije godine (2010.-2011.) u krizi europskog javnog duga zadržava se nešto niža razina kredita (udio oko 40%). Od 2012. pa sve do 2019. krediti imaju manje od 10% udjela (najniža razina od samo 0,05% je zabilježena 2019.). Tijekom pandemije koronavirusa stanje kredita je povećano s 9 mil. eura (2019.) na 2.053 mil. eura (2020.) što je ogromno godišnje

povećanje, ali se udio kredita u bilanci povećao samo na 9,40% što ovaj monetarno kreditni instrument čini manje značajnim u odnosu na njegovu relativnu važnost koju je imao za vrijeme globalne financijske krize i krize europskog javnog duga. Vrijednosnice sve do 2014. imaju gotovo zanemario udio u bilanci (manji od 3%). U 2015. je vidljiv godišnji rast od 273,73%, nakon kojeg slijedi daljnji kontinuirani rast ove bilančne pozicije idućih godina (2016.-2019.) zbog čega se udio povećava na maksimalnih 30,78% (2019.). U pandemijskoj 2020. godišnja promjena iznosi 35,01% i udio vrijednosnica u bilanci se penje na 34,96%. Prosječni udio kredita u cijelom razdoblju iznosio je 18,06%, a prosječni udio vrijednosnica 13,65% što je dosta ispod prosjeka europodručja za ove dvije bilančne pozicije. Iako je Cipar imao veliku krizu javnog duga, očito se njezine posljedice nisu jače odrazile na bilancu središnje banke Cipra.

#### 5.4.2.4 Analiza bilance središnje banke Estonije

Tablica 26. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Estonije za razdoblje 2011.-2020.

godina	ukupna aktiva u mil. eura	5. krediti u mil. eura	udio (%) 5. kredita u ukupnoj aktivni	7.1. vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike	udio (%) 7.1 vrijednosnica u ukupnoj aktivni	godišnja promjena ukupne aktive (%)	godišnja promjena 5. kredita (%)	godišnja promjena 7.1. vrijednosnica (%)
1	2	3	4=3/2	5	6=5/2	7	8	9
2011	3.102	0	0,00%	344	11,09%			
2012	4.281	14	0,33%	373	8,71%	38,01%		8,43%
2013	4.274	5	0,12%	306	7,16%	-0,16%	-64,29%	-17,96%
2014	6.030	52	0,86%	244	4,05%	41,09%	940,00%	-20,26%
2015	6.738	75	1,11%	1.385	20,56%	11,74%	44,23%	467,62%
2016	6.761	86	1,27%	3.339	49,39%	0,34%	14,67%	141,08%
2017	8.443	91	1,08%	5.104	60,45%	24,88%	5,81%	52,86%
2018	8.969	50	0,56%	5.649	62,98%	6,23%	-45,05%	10,68%
2019	9.336	23	0,25%	5.621	60,21%	4,09%	-54,00%	-0,50%
2020	13.056	1.882	14,41%	7.800	59,74%	39,85%	8082,61%	38,77%

Izvor: Izrada autora prema podacima iz godišnjih izvještaja središnje banke Estonije za razdoblje 2011.-2020.: <https://www.eestipank.ee/en/publications> (pristup: 12. 3. 2022.)

Središnja banka Estonije je vrlo malo koristila svoje kreditne instrumente pa je njihov udio u bilanci nakon pridruživanja europodručju (2011.-2019.) bio svega oko 1%. Zbog pandemije koronavirusa krediti se povećavaju za osamdesetak puta i udio u bilanci za 2020. iznosi 14,41%. Vrijednosni papiri za vrijeme europske krize javnog duga imaju udio manji od 10%. Uslijedio je godišnji rast od 467,62% (2015.) koji se nastavio u razdoblju 2016.-2019. i

relativni udio je 2018. dosegnuo rekordnih 62,98% aktive. U godini pandemije rast iznosi 38,77% i portfelj se povećava sa 5.621 mil. eura (2019.) na rekordnih 7.800 mil. eura (2020.). Prosječni udio kredita u cijelom razdoblju je bio značajno manji od prosjeka europodručja (svega 1,98%), ali je prosječan udio vrijednosnica malo nadmašio prosjek europodručja (34,43%) što znači da je središnja banka Estonije preferirala upotrebu nestandardnih mjera monetarne politike.

#### 5.4.2.5 Analiza bilance središnje banke Finske

Tablica 27. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Finske za razdoblje 2005.-2020.

godina	ukupna aktiva u mil. eura	5. krediti u mil. eura	udio (%) 5. kredita u ukupnoj aktivni	7.1. vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike	udio (%) 7.1 vrijednosnica u ukupnoj aktivni	godišnja promjena ukupne aktive (%)	godišnja promjena 5. kredita (%)	godišnja promjena 7.1. vrijednosnica (%)
1	2	3	4=3/2	5	6=5/2	7	8	9
2005	19.198	1.692	8,81%	0	0,00%			
2006	19.843	1.025	5,17%	0	0,00%	3,36%	-39,42%	0,00%
2007	22.809	230	1,01%	0	0,00%	14,95%	-77,56%	0,00%
2008	30.016	2.600	8,66%	0	0,00%	31,60%	1030,43%	0,00%
2009	35.646	2.710	7,60%	531	1,49%	18,76%	4,23%	0,00%
2010	45.990	50	0,11%	2.203	4,79%	29,02%	-98,15%	314,88%
2011	98.061	2.311	2,36%	4.637	4,73%	113,22%	4522,00%	110,49%
2012	101.182	3.681	3,64%	4.555	4,50%	3,18%	59,28%	-1,77%
2013	49.731	2.475	4,98%	3.717	7,47%	-50,85%	-32,76%	-18,40%
2014	47.722	722	1,51%	3.568	7,48%	-4,04%	-70,83%	-4,01%
2015	57.414	690	1,20%	12.074	21,03%	20,31%	-4,43%	238,40%
2016	79.505	6.728	8,46%	25.786	32,43%	38,48%	875,07%	113,57%
2017	111.065	10.148	9,14%	39.588	35,64%	39,70%	50,83%	53,53%
2018	112.246	8.648	7,70%	45.496	40,53%	1,06%	-14,78%	14,92%
2019	126.250	4.648	3,68%	45.946	36,39%	12,48%	-46,25%	0,99%
2020	156.121	21.779	13,95%	65.477	41,94%	23,66%	368,57%	42,51%

Izvor: Izrada autora prema podacima iz godišnjih izvještaja središnje banke Finske za razdoblje 2005.-2020.: <https://www.suomenpankki.fi/en/media-and-publications/publications/annual-report/> (pristup: 12. 3. 2022.)

Središnja banka Finske u cijelom promatranom razdoblju ima udio kredita ispod 10%, s izuzetkom posljednje godine (2020.) kada zbog pandemije koronavirusa udio raste na 13,95%. Najveći godišnji porast u odnosu na prethodnu godinu bio je 2011. za vrijeme europske krize javnog duga (4.522,00%), 2016. (875,07%) i 2020. (368,57%). Udio vrijednosnica u razdoblju 2009.-2014. je manji od 8%. U 2015. dolazi do godišnjeg rasta od 238,40% i povećanja udjela na 21,03%. U razdoblju 2016.-2019. udio vrijednosnica se kreće oko 40% bilančne aktive. U 2020. dolazi do očekivanog porasta od 42,51% i najviše razine udjela od 41,94%. Prosječno

korištenje kreditnih instrumenata u cijelom promatranom razdoblju iznosi svega 5,49%, a prosječno korištenje odnosno prosječan udio u bilanci za vrijednosnice iznosi 19,86%. Obje vrijednosti su značajno ispod prosječnih udjela europodručja za ove dvije bilančne pozicije.

#### 5.4.2.6 Analiza bilance središnje banke Francuske

Tablica 28. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Francuske za razdoblje 2005.-2020.

godina	ukupna aktiva u mil. eura	5. krediti u mil. eura	udio (%) 5. kredita u ukupnoj aktivni	7.1. vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike	udio (%) 7.1 vrijednosnica u ukupnoj aktivni	godišnja promjena ukupne aktive (%)	godišnja promjena 5. kredita (%)	godišnja promjena 7.1. vrijednosnica (%)
1	2	3	4=3/2	5	6=5/2	7	8	9
2005	208.302	20.576	9,88%	0	0,00%			
2006	232.162	13.695	5,90%	0	0,00%	11,45%	-33,44%	0,00%
2007	360.708	71.055	19,70%	0	0,00%	55,37%	418,84%	0,00%
2008	553.019	134.463	24,31%	0	0,00%	53,31%	89,24%	0,00%
2009	506.050	120.984	23,91%	4.201	0,83%	-8,49%	-10,02%	0,00%
2010	481.626	34.984	7,26%	21.336	4,43%	-4,83%	-71,08%	407,88%
2011	709.250	129.336	18,24%	48.756	6,87%	47,26%	269,70%	128,52%
2012	731.781	181.933	24,86%	51.802	7,08%	3,18%	40,67%	6,25%
2013	550.006	74.250	13,50%	45.139	8,21%	-24,84%	-59,19%	-12,86%
2014	577.737	76.054	13,16%	42.483	7,35%	5,04%	2,43%	-5,88%
2015	710.364	89.303	12,57%	162.656	22,90%	22,96%	17,42%	282,87%
2016	845.258	70.625	8,36%	335.299	39,67%	18,99%	-20,92%	106,14%
2017	1.053.520	113.709	10,79%	486.463	46,18%	24,64%	61,00%	45,08%
2018	1.088.245	110.918	10,19%	543.141	49,91%	3,30%	-2,45%	11,65%
2019	1.141.544	95.274	8,35%	541.592	47,44%	4,90%	-14,10%	-0,29%
2020	1.740.760	395.714	22,73%	769.294	44,19%	52,49%	315,34%	42,04%

Izvor: Izrada autora prema podacima iz godišnjih izvještaja središnje banke Francuske za razdoblje 2005.-2020.: <https://www.banque-france.fr/en/liste-chronologique/banque-de-france-annual-report> (pristup: 12. 3. 2022.)

Središnja banka Francuske je već na ranom početku globalne financijske krize 2007. imala godišnji rast kredita od 418,84% što je udio kredita povećalo s 5,90% (2006.) na 19,70%. U nastavku globalne krize (2008.-2009.) krediti su dodano povećani na udio od 24%. Po okončanju globalne krize 2010. došlo je do velikog smanjenja kredita za -71,08%. U središnjem razdoblju krize europskog javnog duga 2011.-2012. krediti su ponovno povećani na udio od 24,86%. U narednom razdoblju 2013.-2019. njihov udio se smanjuje na oko 13% bilance. U 2020. je bilo povećanje za 315,34% na udio od 22,73% pri najvećem apsolutnom iznosu kredita od 395.714 mil. eura. Vrijednosnice sve do 2014. imaju udio u bilanci manji od 8%. U 2015. je došlo do godišnjeg rasta od 282,87%. U razdoblju 2016.-2019. udio

vrijednosnica se penje na gotovo 50% bilance. U 2020. je zabilježen rekordan apsolutni iznos portfelja od 769.294 mil. eura (udio od 44,19%). Prosječan iznos odobrenih kredita u promatranom razdoblju je iznosio 14,60%, a prosječan iznos portfelja otkupljenih vrijednosnica je iznosio 23,75%, što je oboje ispod prosjeka europodručja.

#### 5.4.2.7 Analiza bilance središnje banke Grčke

Tablica 29. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Grčke za razdoblje 2005.-2020.

godina	ukupna aktiva u mil. eura	5. krediti u mil. eura	udio (%) 5. kredita u ukupnoj aktivni	7.1. vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike	udio (%) 7.1 vrijednosnica u ukupnoj aktivni	godišnja promjena ukupne aktive (%)	godišnja promjena 5. kredita (%)	godišnja promjena 7.1. vrijednosnica (%)
1	2	3	4=3/2	5	6=5/2	7	8	9
2005	31.948	2.354	7,37%	0	0,00%			
2006	34.925	4.795	13,73%	0	0,00%	9,32%	103,70%	0,00%
2007	42.661	8.727	20,46%	0	0,00%	22,15%	82,00%	0,00%
2008	70.920	38.355	54,08%	0	0,00%	66,24%	339,50%	0,00%
2009	86.594	49.655	57,34%	674	0,78%	22,10%	29,46%	0,00%
2010	138.640	97.669	70,45%	4.898	3,53%	60,10%	96,70%	626,71%
2011	168.436	76.160	45,22%	7.766	4,61%	21,49%	-22,02%	58,55%
2012	159.753	19.347	12,11%	6.965	4,36%	-5,16%	-74,60%	-10,31%
2013	109.495	63.226	57,74%	6.070	5,54%	-31,46%	226,80%	-12,85%
2014	103.158	56.039	54,32%	5.786	5,61%	-5,79%	-11,37%	-4,68%
2015	163.513	38.599	23,61%	20.711	12,67%	58,51%	-31,12%	257,95%
2016	142.384	22.953	16,12%	42.484	29,84%	-12,92%	-40,53%	105,13%
2017	125.441	12.059	9,61%	60.625	48,33%	-11,90%	-47,46%	42,70%
2018	109.163	10.123	9,27%	64.909	59,46%	-12,98%	-16,05%	7,07%
2019	109.155	7.651	7,01%	63.909	58,55%	-0,01%	-24,42%	-1,54%
2020	183.201	41.238	22,51%	99.230	54,16%	67,84%	438,99%	55,27%

Izvor: Izrada autora prema podacima iz godišnjih izvještaja središnje banke Grčke za razdoblje 2005.-2020.:

<https://www.bankofgreece.gr/en/news-and-media/financial-statements> (pristup: 12. 3. 2022.)

Središnja banka Grčke je tijekom promatranog razdoblja imala dosta oscilacija u korištenju kreditnih instrumenata monetarne politike. Očit je veliki skok (339,50%) na početku globalne financijske krize 2008. koja je snažno pogodila grčki turizam i brodogradnju pa je središnja banka Grčke morala brzo intervenirati zbog čega je udio kredita s 20,46% (2007.) porastao na više od pola grčke bilance (čak 54,08%). Iduće godine (2009.) udio je dodatno porastao na 57,34%. Ipak, rekordna vrijednost je zabilježena tek 2010. (udio od rekordnih 70,45% bilance) kada je globalna financijska kriza prerasla u grčku krizu javnog duga. Grčka je zatražila financijsku pomoć zbog problema s javnih prihodima i budžetskim deficitom. U razdoblju 2011.-2014. zadržava se visoki udio kredita od oko 50%. Od 2015. kreće pad kredita na

jednoznačenaste brojke tako da je 2019. zabilježen udio od samo 7,01% kredita u ukupnoj aktivi. U 2020. se uslijed epidemije koronavirusa udio povećava na 22,51%, što je višestruko manje nego je bilo za vrijeme prethodnih kriznih razdoblja. Udio vrijednosnih papira u bilanci središnje banke Grčke je vrlo mali za vrijeme globalne financijske krize i krize javnog duga tako da sve do 2014. iznosi svega oko 5%. U 2015. je zabilježen rast od 257,95%. ESB nije smjela kupovati grčke obveznice jer im je kreditni rejting bio ispod investicijske razine. U razdoblju 2016.-2019. portfelj vrijednosnica povećava udio na gotovo 60%. Najveći apsolutni iznos portfelja od 99.230 mil. eura je zabilježen 2020. za vrijeme pandemije koronavirusa. Za vrijeme pandemije zabrana kupnje grčkih obveznica od strane ESB-a je privremeno stavljena van snage. Prosječni udio kredita u bilanci središnje banke Grčke je bio 30,05% što je malo iznad prosjeka europodručja, a prosječni udio vrijednosnica je bio 23,95% što je malo ispod prosjeka europodručja.

#### 5.4.2.8 Analiza bilance središnje banke Irske

Tablica 30. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Irske za razdoblje 2005.-2020.

godina	ukupna aktiva u mil. eura	5. krediti u mil. eura	udio (%) 5. kredita u ukupnoj aktivi	7.1. vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike	udio (%) 7.1 vrijednosnica u ukupnoj aktivi	godišnja promjena ukupne aktive (%)	godišnja promjena 5. kredita (%)	godišnja promjena 7.1. vrijednosnica (%)
1	2	3	4=3/2	5	6=5/2	7	8	9
2005	32.963	20.990	63,68%	0	0,00%			
2006	40.253	27.044	67,19%	0	0,00%	22,12%	28,84%	0,00%
2007	53.529	39.449	73,70%	0	0,00%	32,98%	45,87%	0,00%
2008	116.132	93.412	80,44%	0	0,00%	116,95%	136,79%	0,00%
2009	124.896	92.858	74,35%	532	0,43%	7,55%	-0,59%	0,00%
2010	204.489	132.010	64,56%	3.003	1,47%	63,73%	42,16%	464,47%
2011	176.247	107.236	60,84%	4.790	2,72%	-13,81%	-18,77%	59,51%
2012	137.486	70.936	51,60%	4.363	3,17%	-21,99%	-33,85%	-8,91%
2013	108.110	39.046	36,12%	3.307	3,06%	-21,37%	-44,96%	-24,20%
2014	81.308	20.700	25,46%	3.396	4,18%	-24,79%	-46,99%	2,69%
2015	77.235	10.735	13,90%	11.103	14,38%	-5,01%	-48,14%	226,94%
2016	82.786	7.418	8,96%	22.434	27,10%	7,19%	-30,90%	102,05%
2017	90.318	7.478	8,28%	32.102	35,54%	9,10%	0,81%	43,10%
2018	97.838	3.023	3,09%	36.602	37,41%	8,33%	-59,57%	14,02%
2019	116.373	2.033	1,75%	37.590	32,30%	18,94%	-32,75%	2,70%
2020	141.490	7.289	5,15%	49.534	35,01%	21,58%	258,53%	31,77%

Izvor: Izrada autora prema podacima iz godišnjih izvještaja središnje banke Irske za razdoblje 2005.-2020.:

<https://www.centralbank.ie/publication/corporate-reports/annual-reports> (pristup: 12. 3. 2022.)

Središnja banka Irske već prve godine (2005.) ima zabilježen iznenađujuće visok udio kredita od 63,68% bilančne aktive. Visok udio kredita se proteže u cijelom razdoblju 2005.-2012. s rekordnim udjelom od čak 80,44% u 2008. zbog utjecaja globalne ekonomske krize koja je jako pogodila irsko gospodarstvo i uzrokovala ekonomsku depresiju koja je prerasla u krizu javnog duga, po uzoru na Grčku. Irska je 2010. zatražila financijsku pomoć od ESB-a i MMF-a i program pomoći je trajao do 2013. Nakon 2013. pa sve do 2019. udio kredita kontinuirano opada tako da je 2019. iznosio svega 1,75% udjela aktive. Čak niti pandemija koronavirusa 2020. nije dovela do značajnog porasta udjela kredita (samo 5,15%). Irske banke i irsko gospodarstvo su dakle puno spremnije dočekali posljednju krizu zbog pandemije, nego prethodne krize. Vrijednosnice su sve do 2014. sudjelovale u ukupnoj aktivi s udjelom manjim od 4%. U 2015. slijedi nagli skok od 226,94% i sve do 2019. se udio povećava na maksimalno 37,41% (2018.). Posljednje godine (2020.) vidljiv je manji godišnji rast od 31,77% s udjelom u aktivi od 35,01%. Središnja banka Irske je imala prosječan udio odobrenih kredita od visokih 39,94% što je značajno više od prosjeka europodručja. S druge strane, udio vrijednosnica je bio dosta ispod prosjeka europodručja (samo 16,39%).

#### 5.4.2.9 Analiza bilance središnje banke Italije

Tablica 31. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Italije za razdoblje 2005.-2020.

godina	ukupna aktiva u mil. eura	5. krediti u mil. eura	udio (%) 5. kredita u ukupnoj aktivi	7.1. vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike	udio (%) 7.1 vrijednosnica u ukupnoj aktivi	godišnja promjena ukupne aktive (%)	godišnja promjena 5. kredita (%)	godišnja promjena 7.1. vrijednosnica (%)
1	2	3	4=3/2	5	6=5/2	7	8	9
2005	185.029	21.277	11,50%	0	0,00%			
2006	218.557	20.957	9,59%	0	0,00%	18,12%	-1,50%	0,00%
2007	244.376	28.070	11,49%	0	0,00%	11,81%	33,94%	0,00%
2008	267.431	50.344	18,83%	0	0,00%	9,43%	79,35%	0,00%
2009	301.256	27.156	9,01%	5.015	1,66%	12,65%	-46,06%	0,00%
2010	332.961	47.635	14,31%	18.079	5,43%	10,52%	75,41%	260,50%
2011	538.978	209.995	38,96%	43.056	7,99%	61,87%	340,84%	138,15%
2012	609.973	271.784	44,56%	44.525	7,30%	13,17%	29,42%	3,41%
2013	554.399	235.869	42,54%	37.572	6,78%	-9,11%	-13,21%	-15,62%
2014	530.623	194.522	36,66%	35.486	6,69%	-4,29%	-17,53%	-5,55%
2015	587.404	158.276	26,94%	121.508	20,69%	10,70%	-18,63%	242,41%
2016	773.673	204.238	26,40%	245.221	31,70%	31,71%	29,04%	101,81%
2017	930.682	251.692	27,04%	357.677	38,43%	20,29%	23,23%	45,86%
2018	967.776	244.050	25,22%	392.974	40,61%	3,99%	-3,04%	9,87%
2019	960.384	220.141	22,92%	383.636	39,95%	-0,76%	-9,80%	-2,38%
2020	1.296.246	374.055	28,86%	538.642	41,55%	34,97%	69,92%	40,40%

Izvor: Izrada autora prema podacima iz godišnjih izvještaja središnje banke Italije za razdoblje 2005.-2020.: <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=1&dotcache=refresh> (pristup: 12. 3. 2022.)

Središnja banka Italije je s početnih 11% povećala udio kredita tijekom globalne financijske krize na 18,83% (2008.). Već iduće godine je došlo do pada kredita zbog slabljenja negativnih utjecaja globalne krize, ali 2010. započinje kriza europskog javnog duga s godišnjim porastom kredita od 75,41% i porastom od 340,84% u 2011. Italija je jedna od najvećih država europodručja koja je bila pogođena krizom javnog duga. U razdoblju od 2011.-2014. udio kredita doseže 44,56% (2012.). Nakon 2015. pa sve do 2019. udio opada prema 22%. U 2020. dolazi do godišnjeg rasta od 40,40% s udjelom od 28,86%. Vrijednosnice sve do 2014. imaju udio manje od 7%. U 2015. je zabilježen godišnji skok od 242,41%. U razdoblju 2016.-2019. udio se penje na 40%, i na neznatno višoj razini (41,55%) ostaje u posljednjoj godini koju je obilježila pandemija. Prosječan udio kredita je bio 24,67%, a prosječan udio vrijednosnica je bio 20,73%. Obje brojke su ispod razine prosjeka europodručja. U promatranom razdoblju središnja banka Italije je nešto više koristila kreditne instrumente nego program kupnje imovine (APP).

#### 5.4.2.10 Analiza bilance središnje banke Latvije

Tablica 32. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Latvije za razdoblje 2014.-2020.

godina	ukupna aktiva u mil. eura	5. krediti u mil. eura	udio (%) 5. kredita u ukupnoj aktivni	7.1. vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike	udio (%) 7.1 vrijednosnica u ukupnoj aktivni	godišnja promjena ukupne aktive (%)	godišnja promjena 5. kredita (%)	godišnja promjena 7.1. vrijednosnica (%)
1	2	3	4=3/2	5	6=5/2	7	8	9
2014	8.025	86	1,07%	0	0,00%			
2015	11.119	264	2,37%	1.808	16,26%	38,55%	206,98%	
2016	14.772	257	1,74%	4.357	29,49%	32,85%	-2,65%	140,98%
2017	17.499	245	1,40%	6.720	38,40%	18,46%	-4,67%	54,23%
2018	18.247	39	0,21%	7.423	40,68%	4,27%	-84,08%	10,46%
2019	18.746	12	0,06%	7.636	40,73%	2,73%	-69,23%	2,87%
2020	23.046	1.260	5,47%	10.008	43,43%	22,94%	10400,00%	31,06%

Izvor: Izrada autora prema podacima iz godišnjih izvještaja središnje banke Latvije za razdoblje 2014.-2020.: <https://www.bank.lv/en/publications-r/annual-report> (pristup: 12. 3. 2022.)



Središnja banka Latvije se pridružila Eurosustavu tek 2014., nakon što je prošla globalna financijska kriza i kriza europskog javnog duga. U cijelom promatranom razdoblju udio kredita, čak i za vrijeme pandemije koronavirusa, ne prelazi 5,47%. Kupnja vrijednosnica 2016. ima godišnji skok od 140,98% i sve do 2019. doseže udio od 40,73%. U 2020. je zabilježen godišnji porast od 31,06% što podiže udio u bilanci na najvišu razinu od 43,43%. Prosječan godišnji udio kredita u sedmogodišnjem razdoblju je bio zanemarivih 1,76%, a udio vrijednosnica 29,85% što odgovara prosjeku europodručja. Središnja banka Latvije je dakle bila sklonija upotrebi nestandardnih mjera monetarne politike.

#### 5.4.2.11 Analiza bilance središnje banke Litve

Tablica 33. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Litve za razdoblje 2015.-2020.

godina	ukupna aktiva u mil. eura	5. krediti u mil. eura	udio (%) 5. kredita u ukupnoj aktivni	7.1. vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike	udio (%) 7.1 vrijednosnica u ukupnoj aktivni	godišnja promjena ukupne aktive (%)	godišnja promjena 5. kredita (%)	godišnja promjena 7.1. vrijednosnica (%)
1	2	3	4=3/2	5	6=5/2	7	8	9
2015	11.331	346	3,05%	2.508	22,13%			
2016	14.464	303	2,09%	6.340	43,83%	27,65%	-12,43%	152,79%
2017	18.779	303	1,61%	9.699	51,65%	29,83%	0,00%	52,98%
2018	21.184	189	0,89%	10.756	50,77%	12,81%	-37,62%	10,90%
2019	19.700	48	0,24%	10.553	53,57%	-7,01%	-74,60%	-1,89%
2020	27.052	186	0,69%	12.811	47,36%	37,32%	287,50%	21,40%

Izvor: Izrada autora prema podacima iz godišnjih izvještaja središnje banke Litve za razdoblje 2015.-2020.: <https://www.lb.lt/en/ch-publications/category.38/series.204> (pristup: 12. 3. 2022.)

Središnja banka Litve je posljednja članica Eurosustava. Od svog pridruživanja 2015., slično kao i susjedna središnja banka Latvije, vrlo malo koristi kreditne instrumente pa oni u cijelom promatranom razdoblju ostaju ispod četiri posto. Čak i u krizi pandemije koronavirusa udio kredita iznosi svega 0,69% bilančne aktive. Za razliku od standardnih kreditnih instrumenata, središnja banka Litve u znatno većoj mjeri koristi nestandardne mjere monetarne politike zbog čega bilančni udio vrijednosnica u promatranom razdoblju doseže 53,57% (2019.). Za vrijeme pandemije udio lagano pada na 47,36%, ali pri apsolutno najvećoj razini portfelja od 12.811 mil. eura. Prosjek godišnjeg udjela kredita u cijelom razdoblju je samo 1,43% što je značajno ispod prosjeka europodručja. Prosjek udjela vrijednosnica je čak 44,88% što je značajno iznad prosjeka europodručja.

### 5.4.2.12 Analiza bilance središnje banke Luksemburga

Tablica 34. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Luksemburga za razdoblje 2005.-2020.

godina	ukupna aktiva u mil. eura	5. krediti u mil. eura	udio (%) 5. kredita u ukupnoj aktivni	7.1. vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike	udio (%) 7.1 vrijednosnica u ukupnoj aktivni	godišnja promjena ukupne aktive (%)	godišnja promjena 5. kredita (%)	godišnja promjena 7.1. vrijednosnica (%)
1	2	3	4=3/2	5	6=5/2	7	8	9
2005	43.908	31.796	72,42%	0	0,00%			
2006	52.446	41.511	79,15%	0	0,00%	19,45%	30,55%	0,00%
2007	59.009	32.915	55,78%	0	0,00%	12,51%	-20,71%	0,00%
2008	100.645	40.080	39,82%	0	0,00%	70,56%	21,77%	0,00%
2009	77.049	15.156	19,67%	45	0,06%	-23,44%	-62,19%	0,00%
2010	79.720	2.769	3,47%	431	0,54%	3,47%	-81,73%	857,78%
2011	127.206	5.199	4,09%	643	0,51%	59,57%	87,76%	49,19%
2012	120.420	5.675	4,71%	580	0,48%	-5,33%	9,16%	-9,80%
2013	118.560	5.819	4,91%	484	0,41%	-1,54%	2,54%	-16,55%
2014	117.098	3.357	2,87%	491	0,42%	-1,23%	-42,31%	1,45%
2015	158.958	3.657	2,30%	1.592	1,00%	35,75%	8,94%	224,24%
2016	200.851	4.907	2,44%	3.544	1,76%	26,35%	34,18%	122,61%
2017	207.563	5.632	2,71%	5.722	2,76%	3,34%	14,77%	61,46%
2018	227.942	5.141	2,26%	6.597	2,89%	9,82%	-8,72%	15,29%
2019	207.257	4.725	2,28%	7.063	3,41%	-9,07%	-8,09%	7,06%
2020	286.491	15.618	5,45%	9.327	3,26%	38,23%	230,54%	32,05%

Izvor: Izrada autora prema podacima iz godišnjih izvještaja središnje banke Luksemburga za razdoblje 2005.-2020.: <https://www.bcl.lu/en/publications/Annual-reports/index.html> (pristup: 12. 3. 2022.)

Središnja banka Luksemburga već u prvoj promatranoj godini ima visokih 72,42% kredita u svojoj bilanci, a iduće godine se ova brojka penje na rekordnih 79,15%. Za vrijeme globalne financijske krize 2008.-2009. udio kredita opada ispod 40%. Za vrijeme krize europskog javnog duga i nadalje sve do 2019. udio kredita pada na manje od 3%. U pandemiji je zabilježen godišnji rast od 32,05% koji diže udio kredita na nevelikih 5,45%. Vrijednosnice u cijelom promatranom razdoblju imaju udio manjih od 4% što je vrlo neobičan izuzetak u odnosu na sve druge središnje banke Eurosustava. Najveća razina portfelja od 9.327 mil. eura je zabilježena u 2020. s udjelom od samo 3,26%. Prosječan godišnji udio kredita u promatranom razdoblju iznosi 19,02%, a prosječan udio vrijednosnica iznosi rekordno niskih 1,46%, što je oboje ispod prosjeka europodručja. Moglo bi se zaključiti da središnja banka Luksemburga nije imala težak zadatak u kriznim razdobljima.

### 5.4.2.13 Analiza bilance središnje banke Malte

Tablica 35. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Malte za razdoblje 2008.-2020.

godina	ukupna aktiva u mil. eura	5. krediti u mil. eura	udio (%) 5. kredita u ukupnoj aktivni	7.1. vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike	udio (%) 7.1 vrijednosnica u ukupnoj aktivni	godišnja promjena ukupne aktive (%)	godišnja promjena 5. kredita (%)	godišnja promjena 7.1. vrijednosnica (%)
1	2	3	4=3/2	5	6=5/2	7	8	9
2008	2.723	454	16,67%	0	0,00%			
2009	3.244	1.253	38,63%	0	0,00%	19,13%	175,99%	0,00%
2010	3.644	1.075	29,50%	119	3,27%	12,33%	-14,21%	0,00%
2011	3.558	498	14,00%	165	4,64%	-2,36%	-53,67%	38,66%
2012	3.603	378	10,49%	128	3,55%	1,26%	-24,10%	-22,42%
2013	3.610	200	5,54%	90	2,49%	0,19%	-47,09%	-29,69%
2014	4.326	411	9,50%	67	1,55%	19,83%	105,50%	-25,56%
2015	4.506	115	2,55%	335	7,43%	4,16%	-72,02%	400,00%
2016	5.536	55	0,99%	739	13,35%	22,86%	-52,17%	120,60%
2017	8.583	113	1,32%	915	10,66%	55,04%	105,45%	23,82%
2018	8.854	80	0,90%	946	10,68%	3,16%	-29,20%	3,39%
2019	9.288	40	0,43%	889	9,57%	4,90%	-50,00%	-6,03%
2020	10.035	149	1,48%	1.147	11,43%	8,04%	272,50%	29,02%

Izvor: Izrada autora prema podacima iz godišnjih izvještaja središnje banke Malte za razdoblje 2008.-2020.: <https://www.centralbankmalta.org/annual-reports> (pristup: 12. 3. 2022.)

Središnja banka Malte je ušla u europodručje na početku globalne financijske krize 2008. kada je zabilježen udio kredita od 16,67%. Iduće godine (2009.) je došlo do porasta od 175,99% na udio kredita od 38,63%. Za vrijeme krize europskog javnog duga 2010.-2013. udio je s razine 29,50% pao na 5,54%. U razdoblju 2014.-2019. udio je pao na oko 1% bilančne aktive. U 2020. dolazi do porasta udjela kredita na nevelikih 1,48%. Vrijednosnice imaju udio manji od 8% sve do 2015. U razdoblju 2016.-2019. udio raste nešto iznad deset posto. U 2020. dolazi do manjeg porasta od 29,02% s udjelom vrijednosnica od 11,43%. Prosječan godišnji udio kredita iznosio je 10,15%, a prosječan godišnji udio vrijednosnica je iznosio samo 6,55%, što je oboje značajno ispod prosjeka europodručja.

#### 5.4.2.14 Analiza bilance središnje banke Nizozemske

Tablica 36. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Nizozemske za razdoblje 2005.-2020.

godina	ukupna aktiva u mil. eura	5. krediti u mil. eura	udio (%) 5. kredita u ukupnoj aktivni	7.1. vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike	udio (%) 7.1 vrijednosnica u ukupnoj aktivni	godišnja promjena ukupne aktive (%)	godišnja promjena 5. kredita (%)	godišnja promjena 7.1. vrijednosnica (%)
1	2	3	4=3/2	5	6=5/2	7	8	9
2005	62.969	24.577	39,03%	0	0,00%			
2006	67.206	11.089	16,50%	0	0,00%	6,73%	-54,88%	0,00%
2007	102.107	45.961	45,01%	0	0,00%	51,93%	314,47%	0,00%
2008	114.614	34.815	30,38%	0	0,00%	12,25%	-24,25%	0,00%
2009	131.238	37.595	28,65%	1.632	1,24%	14,50%	7,99%	0,00%
2010	133.412	2.569	1,93%	7.442	5,58%	1,66%	-93,17%	356,00%
2011	266.577	3.380	1,27%	14.826	5,56%	99,81%	31,57%	99,22%
2012	254.392	24.511	9,64%	14.778	5,81%	-4,57%	625,18%	-0,32%
2013	158.528	8.814	5,56%	13.041	8,23%	-37,68%	-64,04%	-11,75%
2014	140.237	10.782	7,69%	11.093	7,91%	-11,54%	22,33%	-14,94%
2015	210.436	13.000	6,18%	39.517	18,78%	50,06%	20,57%	256,23%
2016	290.326	16.552	5,70%	77.891	26,83%	37,96%	27,32%	97,11%
2017	309.992	28.167	9,09%	109.052	35,18%	6,77%	70,17%	40,01%
2018	347.017	27.742	7,99%	119.304	34,38%	11,94%	-1,51%	9,40%
2019	301.087	26.791	8,90%	116.125	38,57%	-13,24%	-3,43%	-2,66%
2020	452.055	141.538	31,31%	154.109	34,09%	50,14%	428,30%	32,71%

Izvor: Izrada autora prema podacima iz godišnjih izvještaja središnje banke Nizozemske za razdoblje 2005.-2020.: <https://www.dnb.nl/en/publications/publicatieoverzicht/publications-dnb/?s=annual+report&p=1&l=10> (pristup: 12. 3. 2022.)

Središnja banka Nizozemske u razdoblju 2005.-2009. koje obuhvaća globalnu financijsku krizu ima zabilježen relativno visok udio kredita (2007. iznosi 45,01%). Kriza europskog javnog duga nije imala utjecaj na udio kredita u njezinoj bilanci tako da u razdoblju 2010.-2019. udio ne prelazi 10% aktive. U 2020. dolazi do godišnjeg rasta od 428,30% i rasta udjela kredita na 31,31%. Vrijednosnice do 2014. imaju udio manji od 9%. U 2015. dolazi do godišnjeg rasta od 256,23%. U razdoblju 2016.-2019. udio doseže maksimalnu razinu od 38,57% (2019.). U pandemijskoj godini dolazi do rasta od 32,71% s udjelom vrijednosnica u bilančnoj aktivni od 34,09%. Prosječan godišnji udio kredita u cijelom razdoblju iznosio je 15,92%, a prosječan godišnji udio vrijednosnica u bilančnoj aktivni iznosio je 18,51%. Oba iznosa su niža od prosjeka europodručja i pokazuju podjednako korištenje standardnih kreditnih instrumenata i nestandardnih mjera monetarne politike od strane središnje banke Nizozemske.

### 5.4.2.15 Analiza bilance središnje banke Njemačke

Tablica 37. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Njemačke za razdoblje 2005.-2020.

godina	ukupna aktiva u mil. eura	5. krediti u mil. eura	udio (%) 5. kredita u ukupnoj aktivni	7.1. vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike	udio (%) 7.1 vrijednosnica u ukupnoj aktivni	godišnja promjena ukupne aktive (%)	godišnja promjena 5. kredita (%)	godišnja promjena 7.1. vrijednosnica (%)
1	2	3	4=3/2	5	6=5/2	7	8	9
2005	343.919	203.927	59,30%	0	0,00%			
2006	373.535	256.348	68,63%	0	0,00%	8,61%	25,71%	0,00%
2007	483.674	267.955	55,40%	0	0,00%	29,49%	4,53%	0,00%
2008	612.563	277.425	45,29%	0	0,00%	26,65%	3,53%	0,00%
2009	588.043	223.610	38,03%	7.892	1,34%	-4,00%	-19,40%	0,00%
2010	671.259	103.076	15,36%	30.899	4,60%	14,15%	-53,90%	291,52%
2011	837.643	55.797	6,66%	66.981	8,00%	24,79%	-45,87%	116,77%
2012	1.025.306	73.093	7,13%	67.487	6,58%	22,40%	31,00%	0,76%
2013	801.033	52.054	6,50%	55.844	6,97%	-21,87%	-28,78%	-17,25%
2014	770.842	65.572	8,51%	50.224	6,52%	-3,77%	25,97%	-10,06%
2015	1.011.969	58.095	5,74%	172.275	17,02%	31,28%	-11,40%	243,01%
2016	1.393.014	65.474	4,70%	357.700	25,68%	37,65%	12,70%	107,63%
2017	1.727.629	94.320	5,46%	512.125	29,64%	24,02%	44,06%	43,17%
2018	1.841.781	90.432	4,91%	571.829	31,05%	6,61%	-4,12%	11,66%
2019	1.779.846	75.861	4,26%	568.254	31,93%	-3,36%	-16,11%	-0,63%
2020	2.526.558	341.434	13,51%	789.230	31,24%	41,95%	350,08%	38,89%

Izvor: Izrada autora prema podacima iz godišnjih izvještaja središnje banke Njemačke za razdoblje 2005.-2020.: <https://www.bundesbank.de/dynamic/action/en/homepage/search/723378/general-search?query=annual+report> (pristup: 12. 3. 2022.)

Središnja banka Njemačke je 2005. imala 59,30% udjela kredita u bilančnoj aktivni. U globalnoj ekonomskoj krizi 2008.-2009. razina kredita je bila nešto ispod 46%. Na početku europske krize javnog duga 2010. udio kredita se smanjio na 15,36% i u idućem razdoblju nastavio padati tako da je sve do 2019. opao na manje od 8%. Na kraju 2020. iznosio je 13,51%. Udio vrijednosnica je sve do 2014. iznosio manje od 7%. U 2015. je zabilježen rast od 291,52%. U razdoblju 2016.-2019. udio je porastao na oko 30%. Za vrijeme pandemije je povećan na 31,24%. Prosječan godišnji udio kredita u promatranom šesnaestogodišnjem razdoblju iznosio je 21,83%, a prosječan godišnji udio vrijednosnica iznosio je 16,71%, što je značajno manje od prosjeka europodručja.

### 5.4.2.16 Analiza bilance središnje banke Portugala

Tablica 38. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Portugala za razdoblje 2005.-2020.

godina	ukupna aktiva u mil. eura	5. krediti u mil. eura	udio (%) 5. kredita u ukupnoj aktivni	7.1. vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike	udio (%) 7.1 vrijednosnica u ukupnoj aktivni	godišnja promjena ukupne aktive (%)	godišnja promjena 5. kredita (%)	godišnja promjena 7.1. vrijednosnica (%)
1	2	3	4=3/2	5	6=5/2	7	8	9
2005	36.355	5.392	14,83%	0	0,00%			
2006	32.745	161	0,49%	0	0,00%	-9,93%	-97,01%	0,00%
2007	38.670	2.464	6,37%	0	0,00%	18,09%	1430,43%	0,00%
2008	50.676	10.210	20,15%	0	0,00%	31,05%	314,37%	0,00%
2009	62.524	16.061	25,69%	648	1,04%	23,38%	57,31%	0,00%
2010	99.599	40.899	41,06%	4.161	4,18%	59,30%	154,65%	542,13%
2011	109.768	46.002	41,91%	7.269	6,62%	10,21%	12,48%	74,69%
2012	119.406	52.784	44,21%	6.984	5,85%	8,78%	14,74%	-3,92%
2013	111.592	47.864	42,89%	6.031	5,40%	-6,54%	-9,32%	-13,65%
2014	105.608	31.191	29,53%	5.272	4,99%	-5,36%	-34,83%	-12,58%
2015	116.899	26.161	22,38%	16.690	14,28%	10,69%	-16,13%	216,58%
2016	137.717	22.372	16,24%	32.254	23,42%	17,81%	-14,48%	93,25%
2017	152.965	22.131	14,47%	46.969	30,71%	11,07%	-1,08%	45,62%
2018	157.953	18.743	11,87%	51.208	32,42%	3,26%	-15,31%	9,03%
2019	159.785	17.325	10,84%	53.479	33,47%	1,16%	-7,57%	4,43%
2020	192.439	32.164	16,71%	69.050	35,88%	20,44%	85,65%	29,12%

Izvor: Izrada autora prema podacima iz godišnjih izvještaja središnje banke Portugala za razdoblje 2005.-2020.: <https://www.bportugal.pt/en/publications/banco-de-portugal/all/112> (pristup: 12. 3. 2022.)

Središnja banka Portugala na početku globalne ekonomske krize 2008. je zabilježila rast udjela kredita za 1.430,43% i povećala udio u bilanci na 20,15%, a iduće godine na 25,69%. Portugal je jedna od zemalja ne baš pohvalnog naziva PIIGS-a (Portugal, Italija, Irska, Grčka i Španjolska) koje su bile najžešće pogođene europskom krizom javnog duga. Stoga u razdoblju 2010.-2013. raste udio kredita na maksimalnih 44,21% (2012.). U razdoblju 2014.-2019. dolazi do kontinuiranog smanjenja udjela sa 29,53% na 10,84%. U 2020. se udio kredita povećao na 16,71%. Vrijednosnice u razdoblju 2009.-2014. ne prelaze udio od 7%. U 2015. je vidljiv godišnji rast od 216,58%. U razdoblju 2016.-2019. udio se penje na najviše 33,47% (2019.). U 2020. se udio vrijednosnica uslijed pandemije povećava na maksimalnih 35,88% bilančne aktive. Prosječni godišnji udio kredita u cijelom razdoblju iznosio je 22,47%, a prosječni godišnji udio vrijednosnica je iznosio 16,52% što su prilično niske vrijednosti, posebno ako se uzme u obzir negativan utjecaj krize europskog javnog duga na Portugal.

### 5.4.2.17 Analiza bilance središnje banke Slovačke

Tablica 39. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Slovačke za razdoblje 2009.-2020.

godina	ukupna aktiva u mil. eura	5. krediti u mil. eura	udio (%) 5. kredita u ukupnoj aktivni	7.1. vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike	udio (%) 7.1 vrijednosnica u ukupnoj aktivni	godišnja promjena ukupne aktive (%)	godišnja promjena 5. kredita (%)	godišnja promjena 7.1. vrijednosnica (%)
1	2	3	4=3/2	5	6=5/2	7	8	9
2009	25.396	2.063	8,12%	268	1,06%			
2010	25.482	1.005	3,94%	1.394	5,47%	0,34%	-51,28%	420,15%
2011	27.188	1.264	4,65%	2.416	8,89%	6,69%	25,77%	73,31%
2012	24.702	1.942	7,86%	2.211	8,95%	-9,14%	53,64%	-8,49%
2013	22.076	329	1,49%	1.670	7,56%	-10,63%	-83,06%	-24,47%
2014	23.074	570	2,47%	1.358	5,89%	4,52%	73,25%	-18,68%
2015	23.101	661	2,86%	6.383	27,63%	0,12%	15,96%	370,03%
2016	27.870	761	2,73%	13.739	49,30%	20,64%	15,13%	115,24%
2017	42.508	1.082	2,55%	19.881	46,77%	52,52%	42,18%	44,70%
2018	50.159	1.167	2,33%	21.574	43,01%	18,00%	7,86%	8,52%
2019	52.283	534	1,02%	21.987	42,05%	4,23%	-54,24%	1,91%
2020	62.257	3.952	6,35%	30.828	49,52%	19,08%	640,07%	40,21%

Izvor: Izrada autora prema podacima iz godišnjih izvještaja središnje banke Slovačke za razdoblje 2009.-2020.: <https://www.nbs.sk/en/publications-issued-by-the-nbs/annual-report> (pristup: 12. 3. 2022.)

Središnja banka Slovačke je uvela euro usred globalne ekonomske krize (2009.) s udjelom kredita od 8,12%. Nakon globalne krize, u krizi europskog javnog duga nije bilo potrebe za angažiranjem kreditnih instrumenata, tako da udio kredita u preostalom razdoblju sve do 2019. ne prelazi 8% i pada sve do 1,02%. U 2020. zbog pandemijske krize dolazi do značajnog godišnjeg porasta od 640,07% (sa 534 na 3.952 milijuna eura) s udjelom od 6,35%. Vrijednosnice sve do 2014, kao i mnoge druge središnje banke europodručja, imaju jednoznamenaste udjele, a tek 2015. dolazi do godišnjeg porasta od 370,03%. U razdoblju 2016.-2019. udio vrijednosnica u aktivni se penje do 49,30% (2016.). Za vrijeme krize uzrokovane pandemijom vidljiv je tipičan godišnji porast od 40,21% koji razinu udjela podiže na maksimalnih 49,52%. Dakle, gotovo pola bilančne aktive središnje banke Slovačke čini portfelj otkupljenih vrijednosnih papira. Prosječan godišnji udio kredita u cijelom razdoblju iznosi malih 3,86%, što je značajno ispod prosjeka europodručja. Prosječan godišnji udio vrijednosnica iznosi 24,67% što je blizu prosjeka europodručja.

### 5.4.2.18 Analiza bilance središnje banke Slovenije

Tablica 40. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Slovenije za razdoblje 2007.-2020.

godina	ukupna aktiva u mil. eura	5. krediti u mil. eura	udio (%) 5. kredita u ukupnoj aktivni	7.1. vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike	udio (%) 7.1 vrijednosnica u ukupnoj aktivni	godišnja promjena ukupne aktive (%)	godišnja promjena 5. kredita (%)	godišnja promjena 7.1. vrijednosnica (%)
1	2	3	4=3/2	5	6=5/2	7	8	9
2007	8.360	156	1,87%	0	0,00%			
2008	9.338	1.198	12,83%	0	0,00%	11,70%	667,95%	0,00%
2009	9.987	2.115	21,18%	85	0,85%	6,95%	76,54%	0,00%
2010	8.561	602	7,03%	669	7,81%	-14,28%	-71,54%	687,06%
2011	10.218	1.740	17,03%	1.165	11,40%	19,36%	189,04%	74,14%
2012	12.643	3.982	31,50%	1.098	8,68%	23,73%	128,85%	-5,75%
2013	10.813	3.337	30,86%	727	6,72%	-14,47%	-16,20%	-33,79%
2014	10.854	1.098	10,12%	677	6,24%	0,38%	-67,10%	-6,88%
2015	10.254	901	8,79%	2.979	29,05%	-5,53%	-17,94%	340,03%
2016	12.666	714	5,64%	6.469	51,07%	23,52%	-20,75%	117,15%
2017	14.498	1.142	7,88%	9.250	63,80%	14,46%	59,94%	42,99%
2018	16.430	1.102	6,71%	9.999	60,86%	13,33%	-3,50%	8,10%
2019	18.815	995	5,29%	10.072	53,53%	14,52%	-9,71%	0,73%
2020	25.995	1.377	5,30%	13.584	52,26%	38,16%	38,39%	34,87%

Izvor: Izrada autora prema podacima iz godišnjih izvještaja središnje banke Slovenije za razdoblje 2007.-2020.: <https://www.bsi.si/en/publications/annual-report> (pristup: 12. 3. 2022.)

Središnja banka Slovenije se pridružila Eurosustavu 2007. neposredno prije prelijevanja globalne ekonomske krize iz SAD-a. U 2008. je udio kredita s prošlogodišnjih 1,87% porastao na 12,83%, a 2009. na 21,18%. Nakon kratkotrajnog pada 2010., nastavlja 2011. s porastom od 189,04% zbog negativnog utjecaja europske krize javnog duga. U 2012. je dosegnuo maksimalnih 31,50% udjela u bilančnoj aktivni i tu se otprilike zadržava 2013. Od 2014. do 2019. slijedi kontinuirani pad udjela sve do razine od 5,29% (2019.). Zbog pandemije u 2020. udio kredita raste za 38,39% u odnosu na prethodnu godinu. Udio vrijednosnica u aktivni je jednoznamenasti sve do 2014. s izuzetkom 2011. kada je iznosio 11,40% uz godišnji porast od 74,14%. U 2015. raste za 340,03% i 2016. raste za dodatnih 117,15%. U razdoblju 2016.-2019. udio se kreće oko 60% bilance. Za vrijeme pandemije zabilježen je najveći apsolutni iznos portfelja od 13.584 mil.eura s udjelom u bilanci od i dalje visokih 52,26%. Prosječna godišnja razina udjela kredita u cijelom razdoblju kretala se na razini od 12,28%, a prosječna razina udjela vrijednosnica na razini od 29,35%. Krediti su bili ispod prosjeka europodručja, a vrijednosnice na razini prosjeka.



### 5.4.2.19 Analiza bilance središnje banke Španjolske

Tablica 41. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Španjolske za razdoblje 2005.-2020.

godina	ukupna aktiva u mil. eura	5. krediti u mil. eura	udio (%) 5. kredita u ukupnoj aktivni	7.1. vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike	udio (%) 7.1 vrijednosnica u ukupnoj aktivni	godišnja promjena ukupne aktive (%)	godišnja promjena 5. kredita (%)	godišnja promjena 7.1. vrijednosnica (%)
1	2	3	4=3/2	5	6=5/2	7	8	9
2005	124.861	31.931	25,57%	0	0,00%			
2006	137.811	21.866	15,87%	0	0,00%	10,37%	-31,52%	0,00%
2007	175.229	71.374	40,73%	0	0,00%	27,15%	226,42%	0,00%
2008	208.988	92.577	44,30%	0	0,00%	19,27%	29,71%	0,00%
2009	217.952	90.088	41,33%	3.400	1,56%	4,29%	-2,69%	0,00%
2010	202.621	61.550	30,38%	13.907	6,86%	-7,03%	-31,68%	309,03%
2011	355.567	168.196	47,30%	31.080	8,74%	75,48%	173,27%	123,48%
2012	549.683	361.087	65,69%	32.990	6,00%	54,59%	114,68%	6,15%
2013	380.972	195.170	51,23%	29.586	7,77%	-30,69%	-45,95%	-10,32%
2014	359.322	143.889	40,04%	26.498	7,37%	-5,68%	-26,28%	-10,44%
2015	444.853	135.353	30,43%	109.421	24,60%	23,80%	-5,93%	312,94%
2016	577.000	146.006	25,30%	219.836	38,10%	29,71%	7,87%	100,91%
2017	691.487	170.052	24,59%	304.889	44,09%	19,84%	16,47%	38,69%
2018	744.988	167.331	22,46%	337.810	45,34%	7,74%	-1,60%	10,80%
2019	716.221	130.515	18,22%	332.433	46,41%	-3,86%	-22,00%	-1,59%
2020	989.554	261.210	26,40%	471.202	47,62%	38,16%	100,14%	41,74%

Izvor: Izrada autora prema podacima iz godišnjih izvještaja središnje banke Španjolske za razdoblje 2005.-2020.: <https://www.bde.es/bde/en/secciones/informes/informes-y-memorias-anales/informe-anual/> (pristup: 12. 3. 2022.)

Središnja banka Španjolske je već na početku globalne financijske krize 2007. imala godišnji rast kredita od 226,42% tako da je udio kredita u razdoblju 2007.-2009. dosegno visokih 44,30%. U razdoblju krize europskog javnog duga koja je snažno zahvatila Španjolsku, udio kredita je dosegno rekordnih 65,69% (2012.). Produljeno trajanje ove krize je tijekom 2014. zadržalo razinu kredita na 40,04%, a nakon toga sve do 2019. je zabilježen pad udjela kredita na 18,22% (2019.). Kriza zbog epidemije je dovela do godišnjeg porasta kredita od 41,74% što je vratilo razinu udjela na 26,40% bilance. Ipak, to je manji udio kredita nego je zabilježen 2012. što znači da je kriza pandemije koronavirusa ipak manje pogodila španjolsko gospodarstvo od krize javnog duga. Udio vrijednosnica ne prelazi 8% aktive sve do 2014., a 2015. raste na 24,60%. U razdoblju 2016.-2019. je dosegno visokih 46,41% (2019.). Najveća razina portfelja (471.202 mil. eura) je zabilježena 2020. zbog pandemije koronavirusa s rekordnim bilančnim udjelom od 47,62%. Prosječan godišnji udio kredita iznosio je visokih

34,36% što nadmašuje prosjek europodručja, a prosječan godišnji udio vrijednosnica je iznosio nešto nižih 23,70% što je malo ispod prosjeka europodručja.

#### 5.4.2.20 Analiza bilance Europske središnje banke (nekonsolidirani podaci)

Tablica 42. Analiza odabranih pozicija nekonsolidirane bilance Europske središnje banke za razdoblje 2005.-2020.

godina	ukupna aktiva u mil. eura	5. krediti u mil. eura	udio (%) 5. kredita u ukupnoj aktivi	7.1. vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike	udio (%) 7.1 vrijednosnica u ukupnoj aktivi	godišnja promjena ukupne aktive (%)	godišnja promjena 5. kredita (%)	godišnja promjena 7.1. vrijednosnica (%)
1	2	3	4=3/2	5	6=5/2	7	8	9
2005	102.743	0	0,00%	0	0,00%			
2006	105.766	0	0,00%	0	0,00%	2,94%	-	0,00%
2007	126.043	0	0,00%	0	0,00%	19,17%	-	0,00%
2008	383.903	0	0,00%	0	0,00%	204,58%	-	0,00%
2009	137.998	0	0,00%	2.182	1,58%	-64,05%	-	0,00%
2010	163.523	0	0,00%	17.926	10,96%	18,50%	-	721,54%
2011	230.871	0	0,00%	22.819	9,88%	41,19%	-	27,30%
2012	207.292	0	0,00%	22.056	10,64%	-10,21%	-	-3,34%
2013	174.175	0	0,00%	18.160	10,43%	-15,98%	-	-17,66%
2014	185.291	0	0,00%	17.788	9,60%	6,38%	-	-2,05%
2015	256.645	0	0,00%	77.809	30,32%	38,51%	-	337,42%
2016	348.984	0	0,00%	160.815	46,08%	35,98%	-	106,68%
2017	414.162	0	0,00%	228.386	55,14%	18,68%	-	42,02%
2018	447.083	0	0,00%	251.656	56,29%	7,95%	-	10,19%
2019	457.082	0	0,00%	250.377	54,78%	2,24%	-	-0,51%
2020	569.292	0	0,00%	349.008	61,31%	24,55%	-	39,39%

Izvor: Izrada autora prema podacima iz godišnjih izvještaja Europske središnje banke za razdoblje 2005.-2020.: <https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/html/all-releases.en.html> (pristup: 12. 3. 2022.)

Europska središnja banka u svojim godišnjim izvješćima<sup>156</sup> iskazuje podatke nekonsolidirane bilance koja se odnosi samo na ESB, a dodatno prezentira konsolidiranu bilancu koja objedinjava podatke ESB-a i 19 nacionalnih središnjih banaka članica europodručja. U ovoj analizi koriste se nekonsolidirani podaci što znači da se podaci iz aktive bilance odnose samo na aktivnosti ESB-a kao izdvojenog poslovnog subjekta. Kao što je vidljivo iz gornje tablice, u nekonsolidiranoj bilanci nema bilančne pozicije 5. za kredite Eurosustava. Iako se monetarna politika kreira unutar Europske središnje banke kao "glave" Eurosustava, provođenje monetarne politike putem standardnih monetarno-kreditnih instrumenata obavlja se isključivo od strane nacionalnih središnjih banaka članica Eurosustava. ESB samostalno ne odobrava

<sup>156</sup> engl. *ECB Annual Report*.

kredite poslovnim bankama europodručja i zato je stanje kredita u cijelom promatranom razdoblju nula. Za razliku od kredita bankama, ESB samostalno provodi značajan udio od kupnje vrijednosnih papira kao najvažnije nestandardne mjere monetarne politike koja je uvedena 2009. kao odgovor na globalnu financijsku krizu. Na dan 31.12.2020. od ukupnog stanja kupljenih vrijednosnica iz konsolidirane bilance cijelog Eurosustava (3.694.642 mil. eura) na ESB se odnosi 349.008 mil. eura što čini postotni udio od 9,45%. Za usporedbu, ukupna aktiva cijelog Eurosustava je za 2020. iznosila 6.979.324 mil. eura, a aktiva ESB-a je iznosila 569.292 mil. eura, što čini postotni udio od 8,16%. To znači da je ESB imala veći udio u kupnji vrijednosnih papira (9,45%) nego što to proizlazi iz udjela njezine aktive u ukupnoj aktivni Eurosustava (8,16%).

Za vrijeme globalne financijske krize 2009. udio otkupljenih vrijednosnica u bilanci ESB-a iznosio je samo 1,58%. Na početku europske krize javnog duga 2010. dolazi do velikog godišnjeg porasta od 721,54% zbog čega se udio podiže na 10,96% i otprilike na toj razini ostaje sve do 2014. U razdoblju 2015.-2019., slično kao i kod velikog broja nacionalnih središnjih banaka Eurosustava, vrijednost portfelja raste iznad 50% bilančne aktive. Najviša vrijednost u ovome razdoblju je zabilježena 2018. (56,29%). Vrijednosnice su kupovane u okviru programa kupnje pokrivenih obveznica banaka (CBPP), vrijednosnica koje su osigurane imovinom (ABSPP), vrijednosnica koje je izdao javni sektor (PSPP) i programa tržišta vrijednosnih papira (SMP). ESB ne kupuje vrijednosnice po programu kupnje od korporativnog sektora (CSPP). Kao reakcija na krizu zbog pandemije koronavirusa u ožujku 2020. ESB je dodatno uveo novi program hitne pandemijske kupnje (PEPP), pored već postojećih programa kupnje vrijednosnih papira. Unutar PEPP programa ESB je kupio pokrivene obveznice banaka i državne obveznice. Godišnji porast iznosi 39,39% u odnosu na 2019., a postotni udio u aktivni bilance povećan je 2020. na rekordnih 61,31%. Prosječni godišnji udio otkupljenih vrijednosnih papira u bilanci ESB-a za cijelo šesnaestogodišnje promatrano razdoblje iznosio je 29,75% što malo prelazi prosjek cijelog Eurosustava od 28,41% odnosno utječe na povećanje ovog prosjeka zbog značajnog udjela ESB-a u konsolidiranim podacima Eurosustava.

## 6. ZAKLJUČAK

Istraživački problem ove doktorske disertacije obuhvatio je interakciju između europskog monetarnog poretka i međunarodnih ekonomskih odnosa devetnaest država članica europodručja. Glavni cilj znanstvenog istraživanja je bio utvrditi da li i na koji način europski monetarni poredak putem monetarne politike utječe na razvoj i unapređenje međunarodnih ekonomskih odnosa država članica europodručja koji su temeljeni na povećanju gospodarskog rasta i međunarodne razmjene. Za ostvarenje glavnog cilja korišteni su pomoćni ciljevi istraživanja, pa je najprije definiran institucionalni okvir europskog monetarnog poretka koji uz Europsku središnju banku obuhvaća i nacionalne središnje banke država članica europodručja, a zajedno čine Eurosustav. Pravni temelj predstavljaju osnivački ugovori Europske unije od kojih treba posebno izdvojiti Ugovor o Europskoj uniji (poznatiji kao Ugovor iz Maastrichta) i Ugovor o funkcioniranju Europske unije (nekadašnji Rimski ugovor). Glavni zadatak Eurosustava je održavanje stabilnosti cijena čime indirektno podupire opću ekonomsku politiku EU i postizanje njezinih ciljeva, a to su prije svega realni gospodarski rast i zaposlenost. Europska središnja banka je nadnacionalna institucija, jedna od sedam temeljnih institucija EU, koja ima pravnu osobnost i zbog toga može sklapati međunarodne sporazume i participirati u radu međunarodnih financijskih organizacija kao što je Međunarodni monetarni fond (MMF), Banka za međunarodna poravnanja (BIS) i Organizacija za ekonomsku suradnju i razvoj (OECD). Europska središnja banka je aktivni sudionik međunarodnih odnosa koji svoje diplomatske aktivnosti razvija kroz participiranje u različitim forumima i skupinama (G7, G20) na kojima se sastaju guverneri i ministri financija, zatim kroz bilateralnu i multilateralnu suradnju s europskim i svjetskim središnjim bankama, a posebno treba istaknuti komunikacijske alate putem kojih ESB informira javnost o svojem djelovanju i putem kojih podiže razinu znanja i kredibiliteta kako bi osigurao podršku javnosti za ostvarenje ciljeva monetarne politike. Pojašnjena je povijesna dinamika međunarodnih odnosa usmjerenih europskoj integraciji na temelju kojih je u konačnici nastala Ekonomska i monetarna unija (EMU). EMU se temelji na dva stupa: prvi je jedinstvena valuta sa zajedničkom monetarnom i tečajnom politikom, a drugi stup je koordinacija nacionalnih ekonomskih (prije svega fiskalnih) politika. Države članice moraju poštivati ograničenja definirana u Paktu o stabilnosti i rastu što doprinosi makroekonomskoj stabilnosti, a naročito u državama koje imaju slabu populističku vlast. Prenosjenje monetarne suverenosti na ESB odnosno Eurosustav znači da država članica više ne može zloupotrebjavati tečajnu i kamatnu politiku na štetu ostalih

članica. Vrednovani su ekonomski razlozi država za pristupanje europskoj monetarnoj uniji što predstavlja povijesni presedan u međunarodnim odnosima. Na krilima globalnih globalizacijskih procesa koji podržavaju slobodno kretanje robe, ljudi i kapitala uvedena je 1. siječnja 1999. jedinstvena europska valuta – euro kao izraz političkog pritiska za što boljim funkcioniranjem zajedničkog europskog tržišta. Eliminacija tečajnog rizika je trebala povećati izvoznu orijentiranost i još više potaknuti međunarodnu razmjenu između država članica europodručja, a sve u cilju podizanja razine održivog gospodarskog rasta i razvoja. Međunarodna suradnja europskih država, a posebice Njemačke, trebala je osigurati trajni mir u Europi nakon strahota 2. svjetskog rata. Odricanje od monetarne suverenosti je politička gesta kojom država poručuje da ne planira tiskati novac kako bi financirala rat sa svojim europskom susjedima. Dobri međunarodni odnosi između država članica europodručja izgradili su politički okvir na kojem se temelji monetarna stabilnost, a monetarna stabilnost povratnom spregom putem postizanja ekonomskih ciljeva učvršćuje i dalje razvija još bolje međunarodne odnose. Eurosustav za provođenje monetarne politike koristi tradicionalne ili standardne instrumente i nestandardne mjere. Najvažniji standardni instrumenti su operacije na otvorenom tržištu koje se provode kao redovni repo aranžmani, zatim stalno raspoložive mogućnosti (prekonoćni krediti i depoziti) i držanje minimalnih obveznih pričuva. Glavni transmisijski mehanizam kojim monetarna politika Eurosustava utječe na stabilnost cijena europodručja predstavlja kamatni kanal. Putem kontrole ključne kamatne stope ESB-a čija se promjena najprije reflektira na novčano tržište daje se inicijalni impuls bankarskom sektoru koji se u roku od jedne do dvije godine prenosi na odluke o potrošnji, štednji i investicijama poduzeća i kućanstava u europodručju. Problem su krizna razdoblja kada je bila narušena efikasnost djelovanja ovog tradicionalnog transmisijskog kanala pa je bila potrebna prilagodba monetarne politike Eurosustava. Kao odgovor na globalnu financijsku krizu naknadno su 2009. razvijene nove nestandardne mjere monetarne politike koje obuhvaćaju izravne monetarne transakcije, smjernice buduće monetarne politike, operacije dugoročnijeg financiranja i programe kupnje vrijednosnih papira. Najsnažnija nestandardna mjera su različiti programi kupnje vrijednosnih papira (CBPP, PSPP, CSPP, PEPP). Iako je EMU bila inicijalno dizajnirana na način da su regulacija rada banaka i supervizija bili isključivo u rukama nacionalnih tijela, s vremenom je došlo do povezivanja bankarskih tržišta i do razvoja zajedničke supervizorske regulative pod jedinstvenim nazivom bankovna unija. Bankovna unija se danas temelji na dva stupa, a to su Jedinstveni nadzorni mehanizam kao zajednički sustav bonitetnog nadzora ESB-a i nacionalnih nadzornih tijela država članica i Jedinstveni sanacijski mehanizam koji omogućava sanaciju

problematičnih banaka mimo državnog proračuna. Izgradnja bankovne unije još uvijek nije dovršena jer nedostaje treći stup, a to je Europski sustav osiguranja depozita.

Iz glavne hipoteze koja proizlazi iz cilja znanstvenog istraživanja raščlanjene su tri pomoćne hipoteze. Za svaku pomoćnu hipotezu je razvijen zaseban ekonometrijski model u kojem je korištena panel analiza s fiksnim efektima i slučajnim efektima uz korištenje statističke programske podrške STATA15. Vremenski okvir promatranja je razdoblje od šesnaest godina (2005.-2020.) koje je temeljem kretanja BDP-a per capita dodatno podijeljeno na dva manja podrazdoblja (2005.-2013. i 2014.-2020.). Prva pomoćna hipoteza PH1 se temelji na prethodnoj znanstvenoj spoznaji negativne korelacije između inflacije i gospodarskog rasta. Promatran je utjecaj šest odabranih nezavisnih varijabli iz područja monetarne i šire makroekonomske politike EMU na gospodarski rast država članica europodručja. Rezultati istraživanja u cijelosti potvrđuju da je Europska središnja banka odnosno Eurosustav putem standardnih instrumenata i nestandardnih mjera monetarne politike pozitivno djelovao na gospodarski rast država članica europodručja. Dokazana je snažna pozitivna korelacija između monetarnih varijabli pod kontrolom europskog monetarnog poretka (ključna kamatna stopa ESB-a, odobreni krediti iz primarne emisije i otkupljeni vrijednosni papiri) kao i varijable stope inflacije kao konačnog cilja monetarne politike i nezavisne varijable mjerene stopom realnog rasta BDP-a per capita. Rezultati istraživanja za PH1 dodatno ukazuju na važnost budžetske discipline kod obuzdavanja prekomjerne državne potrošnje čime je potvrđena uzajamnost djelovanja monetarne i fiskalne politike unutar EMU pri čemu treba uzeti u obzir i efekt fiskalnog zarobljavanja jer Europska središnja banka putem agresivnih mjera monetarne politike (prije svega putem intenzivne kupnje vrijednosnih papira) djelomično odrađuje fiskalne zadatke. Kod interpretacije rezultata istraživanja osobita pozornost je bila usmjerena na kronološki značajne događaje iz područja međunarodnih ekonomskih odnosa od kojih treba izdvojiti tri velike ekonomske krize (globalna financijska kriza 2008., kriza europskog javnog duga 2010. i kriza pandemije koronavirusa 2020.), ulazak novih država članica u europodručje, promjene osnivačkih ugovora, osnivanje bankovne unije i izlazak Velike Britanije iz Europske unije (Brexit). Ovi događaji su značajno utjecali na prilagodbu jedinstvene monetarne politike.

Druga pomoćna hipoteza PH2 se temelji na praktičnoj primjeni teorije optimalnog valutnog područja prema kojoj su države prihvatile uvođenje jedinstvene valute - eura u cilju povećanja međunarodne razmjene na zajedničkom europskom tržištu. Promatran je utjecaj već spomenutih šest nezavisnih varijabli na međunarodnu razmjenu mjerenu indeksom ekonomske

otvorenosti koji se izračunava kao suma izvoza i uvoza pojedine države u odnosu na njezin BDP. Rezultati istraživanja su potvrdili pozitivnu vezu između standardnih instrumenata monetarne politike i međunarodne razmjene država članica europodručja. Nije utvrđena korelacija s nestandardnim mjerama monetarne politike zbog čega se pomoćna hipoteza PH2 ne može u cijelosti potvrditi, već samo djelomično. Ipak, s obzirom da je pomoćnom hipotezom PH1 potvrđen pozitivan utjecaj monetarne politike na gospodarski rast odnosno na visinu BDP-a, a da je BDP u nazivniku formule za izračun ekonomske otvorenosti, onda ovaj zaključak treba uzeti s rezervom. Upotreba nestandardnih mjera monetarne politike je nedvojbeno povećala gospodarski rast i zaposlenost, a time i razinu BDP-a što je utjecalo na relativno smanjenje vrijednosti indeksa ekonomske otvorenosti u pojedinim godinama promatranog razdoblja.

Objekt istraživanja za treću pomoćnu hipotezu PH3 je preostalih devet država članica EU koje još nisu uvele euro, a koje su predstavljale kontrolnu grupu u odnosu na prve dvije pomoćne hipoteze. Korištena su ista dva polazna modela ekonometrijske analize za gospodarski rast i za međunarodnu razmjenu sa šest nezavisnih varijabli. Rezultati istraživanja u cijelosti potvrđuju pomoćnu hipotezu PH3. Mjere i instrumenti monetarne politike Eurosustava imaju puno veći utjecaj na gospodarski rast i međunarodnu razmjenu država članica europodručja nego za ostale države članice Europske unije izvan europodručja. Europski monetarni poredak je prilagodio monetarnu politiku potrebama jedinstvenog europskog tržišta samo za države članice europodručja. Iako se u određenoj mjeri ne može izbjeći efekt prelijevanja snažnog djelovanja Eurosustava na ostale države članice EU, njihove središnje banke moraju i dalje zadržati suverenu monetarnu politiku koja će biti usmjerena potrebama nacionalnog gospodarstva, sve do ulaska u EMU. Time što su u cijelosti potvrđene prva i treća pomoćna hipoteza (PH1 i PH3), a djelomično je potvrđena i druga pomoćna hipoteza (PH2), onda je potvrđena i glavna hipoteza iz koje su bile raščlanjene. Dodatno je napravljena detaljna analiza konsolidirane bilance Eurosustava te nekonsolidiranih bilanci nacionalnih središnjih banaka i Europske središnje banke. Analiza je ukazala na korelaciju između kretanja ukupne aktive i upotrebe kreditnih instrumenata odnosno kupnje vrijednosnih papira kao najvažnije nestandardne mjere monetarne politike. Ove dvije bilančne pozicije imaju najveći udio u aktivni bilance upravo za vrijeme kriznog razdoblja, pri čemu ima značajnih razlika u opsegu korištenja ovih instrumenata i mjera monetarne politike između nacionalnih središnjih banaka, u ovisnosti o potrebama pojedinog gospodarstva. U promatranom razdoblju (2005.-2020.) većina središnjih banaka je za vrijeme globalne ekonomske krize i krize europskog javnog duga imala

intenzivniju upotrebu kreditnih instrumenata, dok je u razdoblju izlaska europskog gospodarstva iz recesije, a posebno za vrijeme pandemijske krize koronavirusa drastično pojačan otkup vrijednosnih papira u svrhu monetarne politike s udjelom većim od 50% aktive.

Znanstveni doprinos ovog istraživanja se očituje kroz interdisciplinarni pristup koji povezuje znanja iz područja ekonomije i međunarodnih odnosa, kroz razvoj znanstvene misli o ulozi Europske središnje banke kao sudionika međunarodnih odnosa i značaju europskog monetarnog poretka u korištenju instrumenata Eurosustava i ostvarivanju ekonomsko-političke stabilnosti te kroz primjenu metoda ekonometrijske analize i dobivenih rezultata o snažnoj pozitivnoj korelaciji između monetarnih varijabli, stope inflacije i realnog rasta mjenog stopom BDP-a per capita.

Na kraju treba reći da je monetarna unija europodručja peti stupanj ekonomske integracije tako da ostaje još samo šesti, posljednji stupanj, a to je politička unija koja podrazumijeva kompletiranje ekonomske i monetarne unije uz fiskalnu uniju s jedinstvenim euro-budžetom. Problem je što područje fiskalne harmonizacije pojedine države članice smatraju zadnjom crtom obrane nacionalnog suvereniteta tako da blokiraju donošenje obvezujućih odluka, što usporava put prema budućoj federalnoj europskoj državi s vlastitim Ustavom. Najvažnija karika na tome putu ostaje Europska središnja banka. Iako je formalno-pravno odgovorna za monetarnu i tečajnu politiku, njezin se utjecaj širi na ostala važna politička područja kao što su financijska regulacija, proračunska politika i opća ekonomska politika. Stoga djeluje kao najsnažnija poluga za produbljivanje europske integracije. Ne samo da je čuvar europske monetarne stabilnosti, već i sveukupne političke stabilnosti koja se temelji na održivom gospodarskom rastu i ekonomskom blagostanju europskih građana. Zadovoljstvo građana povratnom spregom rezultira povjerenjem u politički sustav koji je stvorio institucije Europske unije i daje europskim političarima mandat da u budućnosti nastave s daljnjim integracijskim procesima.



## LITERATURA

### Knjige

1. Bache, I., George, S., Bulmer, S. (2011). *Politics in the European Union*. Oxford: Oxford University Press. Third edition
2. Baltagi, B.H. (2005). *Econometric Analysis of Panel Data*. Chichester, West Sussex: John Wiley & Sons, Ltd. Third edition.
3. Caprio, G. (2013). *The evidence and impact of financial globalization*. San Diego: Academic Press
4. Chang, M. (2016). *Economic and monetary union*. London: Palgrave
5. De Grauwe, P. (2000). *Economics of Monetary Union*. Oxford: Oxford university press
6. Duić, D. (2018). *Vanjska i sigurnosna politika Europske unije*. Zagreb: Narodne novine
7. European central bank (2011). *The monetary policy of the ECB*. Frankfurt: European central bank
8. European central bank (2009). *Price stability: Why is it important for you?* Frankfurt: European central bank
9. European central bank (2004). *History, role and functions*. Frankfurt: European central bank
10. Haan, J.D., Eijffinger, S.C.W., Waller, S. (2005). *The European central bank – Credibility, Transparency and Centralization*. Cambridge: CESifo Book Series
11. Hill, C., Smith, M. (2011). *International Relations and the European Union*. New York: Oxford University Press (Second edition)
12. Howarth, D., Loedel, P. (2005). *The European central bank – The New European Leviathan?* New York: Palgrave Macmillan (Revised Second Edition)
13. Issing, O. (2008). *The birth of the Euro*. Cambridge: Cambridge university press
14. James, H. (2012). *Making the European Monetary Union – The role of the committee of Central Bank Governors and the Origins of the European Central Bank*. London: The Belknap press of Harvard university press
15. Kahn, R.B., Meade, E.E. (2016). *International Aspects of Central Banking; Diplomacy and Coordination*. Washington D.C.: Finance and Economics Discussion Series - Federal Reserve Board
16. Lasić, M. (2016). *Transnacionalne socijalizacije, politike i institucije Europske unije*. Sarajevo: Hrvatsko kulturno društvo Napredak

17. Martin, A., Ross, G. (2004). *Euros and Europeans: Monetary integration and the European model of society*. Cambridge: Cambridge University Press
18. Mayer, T. (2012). *Europe's unfinished currency – the political economics of the Euro*. London: Anthem Press
19. Schwartz, P. (2004). *The euro as Politics*. London: Institute of Economic Affairs
20. Verbeek, M. (2004). *A Guide to Modern Econometrics*. Chichester, West Sussex: John Wiley & Sons, Ltd
21. Vukadinović, R. (2005). *Teorije međunarodnih odnosa*. Zagreb: Politička kultura
22. Vukadinović, R., Čehulić Vukadinović, L. (2011). *Politika europskih integracija*. Zagreb: Naklada Ljevak d.o.o.
23. Wallace, H., Pollack, M.A., Young, A.R. (2010). *Policy-making in the European Union*. Oxford: Oxford University Press

#### **Znanstveni i stručni radovi i ostale publikacije:**

1. Andres, J., Hernando, I. (1999). *Does inflation harm economic growth? Evidence from OECD*. National Bureau of Economic Research
2. Anđelinović, M., Pavković, A., Šegović, B. (2021). *Utjecaj pandemije COVID-19 na burzovne indekse odabranih zemalja*. Notitia – časopis za ekonomske, poslovne i društvene teme broj 7
3. Barro, R.J. (2013). *Inflation and Economic Growth*. Annals of Economics and Finance 14-1
4. Barro, R.J. (1996). *Determinants of economic growth: A cross-country empirical study*. NBER working paper 5698
5. Bignon, V., Breton, R., Rojas Breu, M. (2019). *Currency union with or without banking union*. International Economic Review Vol. 60, No. 2
6. Bilas, V. (2005). *Teorija optimalnog valutnog područja; Euro i Europska monetarna unija*. Zbornik Ekonomskog fakulteta u Zagrebu, godina 3
7. Blejer, M. I. (1998). *Central Banks and Price stability: Is a single objective enough?* Journal of Applied Economics, Vol I, No. 1
8. Borio, C., Toniolo, G. (2006). *One hundred and thirty years of central bank cooperation: a BIS perspective*. BIS Working Papers No 197, Monetary and Economic Department

9. Brkić, M., Šabić, A. (2017). *Je li euro optimalna valuta za Hrvatsku: ocjena korištenjem teorije optimalnih valutnih područja*. Hrvatska narodna banka – Pregledi P-36
10. Brlečić Valčić, S., Samodol, A. (2018). *Konceptualni model za analizu financijskog razvitka u kontekstu prijedloga učinkovitih mjera monetarne i fiskalne politike*. *Ekonomski misao i praksa DBK*. god. XXVII. br. 2. (377-398)
11. Buiters, W.H. (2022) *Fiscal capture at the ECB*. *Business Times*, May 18, 2022
12. Bungin, S. (2016). *Ocena transmisionog mehanizma monetarne politike u zemljama novim članicama Europske unije*. *Bankarstvo*, vol. 45, br. 1
13. Cabral, N. D. C. (2016). *Which budgetary union for the E(M)U?* *Journal of Common Market Studies* Vol. 54, No. 6
14. Chatzigagios, T., Dokas, I., Panagopoulos, A. (2020). *Euro zone budget and its effects on the European and monetary union (EMU) integration*. 52. International Scientific Conference on Economic and Social Development, Porto
15. Colliard, J. E. (2019). *Optimal Supervisory Architecture and Financial Integration in a Banking Union*. *Review of Finance – Oxford University Press*
16. Creel, J., Hubert, P. i Viennot, M. (2016). *The effect of ECB monetary policies on interest rates and volumes*. *Applied economics* Vol. 48, No. 47
17. Ellen, S.T., Jansen, E., Midthjell, N.L. (2018). *ECB spillovers and domestic monetary policy effectiveness in small open economies*. *Norges bank working paper* 9
18. Eur-lex. (2009). *Decision of the European central bank of 2 July 2009 on the implementation of the covered bond purchase programme*. *Official Journal of the European union* (2009/522/EC)
19. European central bank. (2021). *Annual Report 2020*. Frankfurt: European central bank
20. European central bank. (2021). *ECB strategy review – Assessing the efficacy, efficiency and potential side effects of the ECB's monetary policy instruments since 2014*. *Occasional Paper Series* No 278
21. European central bank. (2021). *ECB strategy review – Evolution of the ECB's analytical framework*. *Occasional Paper Series* No 277
22. European central bank. (2021). *The international role of the euro*.
23. European central bank. (2020). *Annual Report 2019*. Frankfurt: European central bank
24. European central bank. (2020). *The use of the Eurosystem's monetary policy instruments and its monetary policy implementation framework between the first quarter of 2018 and the fourth quarter of 2019*. *Occasional Paper Series* No 245

25. European central bank. (2019). *Annual Report 2018*. Frankfurt: European central bank
26. European central bank. (2018). *Annual Report 2017*. Frankfurt: European central bank
27. European central bank. (2017). *Annual Report 2016*. Frankfurt: European central bank
28. European central bank. (2017). *Real convergence in the euro area: a long term perspective*. Occasional Paper Series No. 203
29. European central bank. (2016). *Annual Report 2015*. Frankfurt: European central bank
30. European central bank. (2015). *Annual Report 2014*. Frankfurt: European central bank
31. European central bank. (2014). *Annual Report 2013*. Frankfurt: European central bank
32. European central bank. (2013). *Annual Report 2012*. Frankfurt: European central bank
33. European central bank. (2013). *The ECB's non-standard monetary policy measures – The role of institutional factors and financial structure*. Working paper series No 1528
34. European central bank. (2012). *Annual Report 2011*. Frankfurt: European central bank
35. European central bank. (2011). *Annual Report 2010*. Frankfurt: European central bank
36. European central bank. (2011). *Non-standard monetary policy measures and monetary developments*. Working paper series No 1290
37. European central bank. (2010). *Annual Report 2009*. Frankfurt: European central bank
38. European central bank. (2009). *Annual Report 2008*. Frankfurt: European central bank
39. European central bank. (2009). *Price stability: Why is it important for you?*. Frankfurt: European central bank
40. European central bank. (2008). *Annual Report 2007*. Frankfurt: European central bank
41. European central bank. (2008). *The political economy under monetary union – Has the euro made a difference?* Working papers series No 956
42. European central bank. (2007). *Annual Report 2006*. Frankfurt: European central bank
43. European central bank. (2006). *Annual Report 2005*. Frankfurt: European central bank
44. European central bank. (2005). *Annual Report 2004*. Frankfurt: European central bank
45. European central bank. (2003). *Annual Report 2002*. Frankfurt: European central bank
46. European central bank. (2002). *Annual Report 2001*. Frankfurt: European central bank
47. European central bank. (2000). *Annual Report 1999*. Frankfurt: European central bank
48. European Commission. (2020). *Convergence Report 2020*. Institutional paper 129
49. European Commission. (2017). *Reflection paper on the future of EU finances*. COM/2017/0358
50. Europska komisija. (2017). *Abeceda prava Europske unije*. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije

51. Faulend, M., Lončarek, D., Curavić, I., Šabić, A. (2005). *Kriteriji Europske unije s posebnim naglaskom na ekonomske kriterije konvergencije – Gdje je Hrvatska?* Pregledi Hrvatske narodne banke P – 19
52. Febrero, E., Uxo, J., Dejuan, O. (2015). *The ECB during the financial crisis. Not so unconventional!* *Metroeconomica – International review of economics* 66:4
53. Fratzscher, M., Duca, M.L., Straub, R. (2016). *ECB unconventional monetary policy: Market impact and international spillovers.* *IMF Economic Review* Vol. 64, No. 1
54. Gasparotti, A., Kullas, M. (2019). *20 years of the Euro: Winners and Losers.* Centre for European Policy (CEP)
55. Hartmann, P., Smets, F. (2018). *The European central bank's monetary policy during its first 20 years.* *Brookings papers on Economic activity* vol. 49 – issue 2 (Fall)
56. Heryan, T., Matousek, R. (2016). *Impact of monetary policy on the bank lending channel in old EMU and new EU countries: Evidence from period 1999-2012* International conference on Finance & Banking
57. Hoffmann, M., Maslov, E., Sorensen, B.E., Stewen, I. (2019). *Channels of Risk Sharing in the Eurozone: What Can Banking and Capital Market Union Achieve?* *IMF Economic Review*
58. Hristov, N., Hulsewig, O., Siemsen, T., Wollmershauser, T. (2018). *Restoring euro area monetary transmission: Which role for government bond rates?* *Empirical Economics* 57
59. Ioannatos, P.E. (2018). *Has the Euro promoted Eurozone's growth?* *Journal of Economic Integration* Vol.33 No.2
60. Juncker, J.C. (2015). *Completing Europe's Economic and Monetary Union.* European Commission
61. Klus, S., Paluszak, G., Urbanowicz, Z. (2019). *Inadequacy of the ECB's monetary policy in the EU economies outside the eurozone.* *Research papers of Wroclaw university of economics and business*, Vol. 63, nr 9
62. Levin, A., Lin, C., Chu, C. J. (2002). *Unit root tests in panel date: asymptotic and finite-sample properties.* *Journal of Econometrics*, Volume 108, Issue 1
63. McCandless, G.T., Weber, W.E. (1995). *Some monetary facts.* Federal Reserve Bank of Minneapolis – Quarterly Review
64. Moder, I. (2017). *Spillovers form the ECB's non-standard monetary policy measures on south-eastern Europe.* European central bank - Working paper series No 2095

65. Mundell, R.A. (1961). *A Theory of Optimum Currency Areas*. The American Economic Review, Vol. 51, No. 4
66. Muresan, S. (2017). *Prospects for a euro-area budget: an analytical outline*. European view 16
67. Rompuy, H.V. (2012). *Towards a genuine Economic and Monetary Union*. European council
68. Samodol, A., Jakšić, J. (2020). *Makroprudencijalna politika i nestandardne mjere Europske središnje banke i Hrvatske narodne banke*. Acta Economica Et Turistica, Vol. 6 No. 1 – 2
69. Statistical Data Warehouse. (2022). *Statistics Bulletin – updated 11.02.2022*. European central bank
70. Šarić, V. (2017). *Monetarna integracija Republike Hrvatske u Europsku monetarnu uniju*. Doktorska disertacija – Sveučilište Jurja Dobrile u Puli
71. Šokčević, S., Štokovac, D. (2011). *Macroeconomic stability and the economic growth in European transition countries*. The Economic geography of globalization
72. Trichet, J. (2019). *The Euro after 20 years is a historic success – A powerful encouragement for further European reforms*. Review of World Economics 155:5-14
73. Vijeće Europske unije. (2017). *Razumijevanje ekonomske i monetarne unije*. Luxembourg: Ured za publikacije Europske unije
74. Vlada Republike Hrvatske i Hrvatska narodna banka. (2018). *Strategija za uvođenje eura kao službene valute u Republici Hrvatskoj*.
75. Wolff, G.B. (2018). *Eurozone or EU Budget? Confronting a complex political question (The EU economy on the brink of crises)*. Kobe University

#### **Internetski izvori:**

1. Annual Accounts of the European central bank - Godišnji financijski izvještaji Europske središnje banke 2005.-2020. [https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/annual-accounts/html/all\\_accounts.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/annual-accounts/html/all_accounts.en.html) (pristup: 15. 1. 2022.)
2. BIS – Bank for International Settlements. <https://www.bis.org/> (pristup: 29. 1. 2022.)
3. CVCE – Digitalna infrastruktura za istraživanja o europskim integracijama. <https://www.cvce.eu/en> (pristup: 7. 2. 2022.)
4. Državni zavod za statistiku. <https://www.dzs.hr/> (pristup: 22. 1. 2022.)
5. EUR-Lex – pristup zakonodavstvu Europske unije. <https://eur-lex.europa.eu/homepage.html?locale=hr> (pristup: 15. 1. 2022.)

6. Eurostat – baza podataka europske statistike. <https://ec.europa.eu/eurostat> (pristup: 22. 1. 2022.)
7. Europska komisija. [https://ec.europa.eu/info/index\\_en](https://ec.europa.eu/info/index_en) (pristup: 22. 1. 2022.)
8. Europska središnja banka. <https://www.ecb.europa.eu> (pristup: 15. 1. 2022.)
9. Europski parlament. <https://www.europarl.europa.eu> (pristup: 5. 2. 2022.)
10. Europski stabilizacijski mehanizam (ESM). <https://www.esm.europa.eu/> (pristup: 5. 2. 2022.)
11. Global Economy – business and economic data for 200 countries. <https://www.theglobaleconomy.com/> (pristup: 9. 3. 2022.)
12. Hrvatska enciklopedija – Leksikografski zavod Miroslav Krleža. <https://www.enciklopedija.hr/> (pristup: 8. 3. 2022.)
13. Jedinstveni europski akt. (1986). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX:11986U/TXT> (pristup: 13. 1. 2022.)
14. Lietuvos Bankas - središnja banka Litve. <https://www.lb.lt> (pristup: 29. 1. 2022.)
15. Polgeonow - politička geografija danas. <https://www.polgeonow.com/p/about-this-site.html> (pristup: 6. 3. 2022.)
16. Povelja Europske unije o temeljnim pravima. (2016). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/PDF/?uri=CELEX:12016P/TXT&from=RO> (pristup: 15. 1. 2022.)
17. Pročišćeni tekst Ugovora o Europskoj uniji i Ugovora o funkcioniranju Europske unije s protokolima. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A12016ME%2FTXT> (pristup: 13. 1. 2022.)
18. Protokol (br. 4) o Statutu Europskog sustava središnjih banaka i Europske središnje banke. (2004). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=CELEX%3A12016E%2FPRO%2F04> (pristup: 15. 1. 2022.)
19. Središnja banka Austrije – godišnja izvješća 2005.-2020. <https://www.oenb.at/en/Publications/Oesterreichische-Nationalbank/Annual-Report.html> (pristup: 13. 3. 2022.)
20. Središnja banka Belgije – godišnja izvješća 2005.-2020. <https://www.nbb.be/en/publications-and-research/annual-reports> (pristup: 13. 3. 2022.)
21. Središnja banka Cipra – godišnja izvješća 2008.-2020. <https://www.centralbank.cy/en/publications/annual-report> (pristup: 13. 3. 2022.)
22. Središnja banka Estonije – godišnja izvješća 2011.-2020. <https://www.eestipank.ee/en/publications> (pristup: 13. 3. 2022.)

23. Središnja banka Finske – godišnja izvješća 2005.-2020. <https://www.suomenpankki.fi/en/media-and-publications/publications/annual-report/> (pristup: 13. 3. 2022.)
24. Središnja banka Francuske – godišnja izvješća 2005.-2020. <https://www.banque-france.fr/en/liste-chronologique/banque-de-france-annual-report> (pristup: 13. 3. 2022.)
25. Središnja banka Grčke – godišnja izvješća 2005.-2020. <https://www.bankofgreece.gr/en/news-and-media/financial-statements> (pristup: 13. 3. 2022.)
26. Središnja banka Irske – godišnja izvješća 2005.-2020. <https://www.centralbank.ie/publication/corporate-reports/annual-reports> (pristup: 13. 3. 2022.)
27. Središnja banka Italije – godišnja izvješća 2005.-2020. <https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/relazione-annuale/index.html?com.dotmarketing.htmlpage.language=1&dotcache=refresh> (pristup: 13. 3. 2022.)
28. Središnja banka Latvije – godišnja izvješća 2014.-2020. <https://www.bank.lv/en/publications-r/annual-report> (pristup: 13. 3. 2022.)
29. Središnja banka Litve – godišnja izvješća 2015.-2020. <https://www.lb.lt/en/ch-publications/category.38/series.204> (pristup: 13. 3. 2022.)
30. Središnja banka Luksemburga – godišnja izvješća 2005.-2020. <https://www.bcl.lu/en/publications/Annual-reports/index.html> (pristup: 13. 3. 2022.)
31. Središnja banka Malte – godišnja izvješća 2008.-2020. <https://www.centralbankmalta.org/annual-reports> (pristup: 13. 3. 2022.)
32. Središnja banka Nizozemske – godišnja izvješća 2005.-2020. <https://www.dnb.nl/en/publications/publicatieoverzicht/publications-dnb/?s=annual+report&p=1&l=10> (pristup: 13. 3. 2022.)
33. Središnja banka Njemačke – godišnja izvješća 2005.-2020. <https://www.bundesbank.de/dynamic/action/en/homepage/search/723378/general-search?query=annual+report> (pristup: 13. 3. 2022.)
34. Središnja banka Portugala – godišnja izvješća 2005.-2020. <https://www.bportugal.pt/en/publications/banco-de-portugal/all/112> (pristup: 13. 3. 2022.)



35. Središnja banka Slovačke – godišnja izvješća 2009.-2020. <https://www.nbs.sk/en/publications-issued-by-the-nbs/annual-report> (pristup: 13. 3. 2022.)
36. Središnja banka Slovenije – godišnja izvješća 2007.-2020. <https://www.bsi.si/en/publications/annual-report> (pristup: 13. 3. 2022.)
37. Središnja banka Španjolske – godišnja izvješća 2005.-2020. <https://www.bde.es/bde/en/secciones/informes/informes-y-memorias-anales/informe-anual/> (pristup: 13. 3. 2022.)
38. Statistical Data Warehouse (skladište statističkih podataka Europske središnje banke). <https://sdw.ecb.europa.eu/home.do> (pristup: 12. 2. 2022.)
39. Ugovor iz Amsterdama. (1997). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=celex%3A11997D%2FTXT> (pristup: 13. 1. 2022.)
40. Ugovor iz Lisabona. (2007). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=OJ:C:2007:306:TOC> (pristup: 15. 1. 2022.)
41. Ugovor iz Nice. (2001). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX:12001C/TXT> (pristup: 13. 1. 2022.)
42. Ugovor o Europskoj uniji. (1992). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/TXT/?uri=CELEX:11992M/TXT> (pristup: 13. 1. 2022.)
43. Ugovor o osnivanju Europske ekonomske zajednice (EEZ) i Europske zajednice za atomsku energiju (Euroatom). (1957). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/HTML/?uri=CELEX:11957E&from=HR> (pristup: 12. 1. 2022.)
44. Ugovor o osnivanju Europske zajednice za ugljen i čelik. (1951). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/ALL/?uri=CELEX:11951K/TXT> (pristup: 12. 1. 2022.)
45. Ugovor o spajanju. (1965). <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/HR/ALL/?uri=CELEX:11965F/TXT> (pristup: 12. 1. 2022.)
46. Vijeće EU i Europsko vijeće. <https://www.consilium.europa.eu/hr/> (pristup: 29. 1. 2022.)
47. World Bank Open Data (statistički podaci Svjetske banke). <https://data.worldbank.org/> (pristup: 15. 1. 2022.)

## SAŽETAK

Ovom doktorskom disertacijom daje se teorijski i praktični doprinos razumijevanju uloge i važnosti europskog monetarnog poretka, koji obuhvaća Europsku središnju banku i nacionalne središnje banke članice Eurosustava, na unapređenje međunarodnih ekonomskih odnosa država članica europodručja koji se temelje na održivom gospodarskom rastu i međunarodnoj razmjeni na jedinstvenom europskom tržištu. Interdisciplinarni pristup ovome istraživanju povezuje monetarnu politiku i značajne događaje iz područja međunarodnih ekonomskih odnosa od kojih posebno treba istaknuti globalnu ekonomsku krizu 2008., krizu europskog javnog duga 2010. i krizu pandemije koronavirusa 2020. Pojašnjena je povijesna dinamika međunarodnih odnosa usmjerenih europskoj integraciji na temelju kojih je nastala Ekonomska i monetarna unija (EMU) kao izraz političke volje da se odricanjem od monetarne suverenosti eliminira tečajni rizik i potakne međunarodna razmjena. Objasnjena je razlika između standardnih instrumenata monetarne politike i nestandardnih mjera koje su naknadno uvedene kao odgovor Eurosustava na negativne posljedice globalne ekonomske krize koja je narušila efikasnost funkcioniranja tradicionalnog kamatnog transmisivnog kanala monetarne politike. Prikazani su rezultati znanstvenog istraživanja primjenom ekonometrijskog modela s panel metodom fiksnih i slučajnih efekata kojima je potvrđena glavna hipoteza. U promatranom šesnaestogodišnjem razdoblju (2005.-2020.) Europska središnja banka odnosno Eurosustav je putem standardnih instrumenata i nestandardnih mjera monetarne politike u cijelosti pozitivno djelovao na gospodarski rast devetnaest država članica europodručja, a djelomično je djelovao pozitivno i na povećanje njihove međunarodne razmjene. Ovaj utjecaj jedinstvene monetarne politike je bio značajno manji za kontrolnu grupu devet preostalih država članica Europske unije koje još nisu uvele euro. Monetarna politika Eurosustava nije usmjerena potrebama cijele Europske unije, već samo potrebama europodručja i zato središnje banke koje nisu članice Eurosustava trebaju zadržati suverene monetarne politike koje će biti usmjerene potrebama nacionalnog gospodarstva, sve do ulaska u EMU. Dodatno je napravljena analiza konsolidirane bilance Eurosustava i nekonsolidiranih bilanci nacionalnih središnjih banaka i Europske središnje banke sa stanovišta značajnih bilančnih pozicija koja je pokazala da je u kriznim vremenima povećan značaj europskog monetarnog poretka u ostvarivanju ekonomske, a time i političke stabilnosti. Zaključeno je da Europska središnja banka predstavlja najvažniju kariku na putu kompletiranja Ekonomske i monetarne unije koja podrazumijeva fiskalnu uniju s jedinstvenim euro-budžetom.

**KLJUČNE RIJEČI:**

Ekonomska i monetarna unija (EMU), Europska središnja banka, Eurosustav, monetarna politika, europodručje, europske integracije

## SUMMARY

This doctoral dissertation makes a theoretical and practical contribution to understanding the role and importance of the European monetary framework, which includes the European Central Bank and the national central banks of the Eurosystem, to the international economic relations of euro area member states based on sustainable economic growth and international exchange on the single European market. An interdisciplinary approach to this research connects monetary policy and significant events in the field of international economic relations, especially the global economic crisis of 2008, the European public debt crisis of 2010 and the coronavirus pandemic crisis of 2020. It was clarified that the Economic and Monetary Union (EMU) was formed on the basis of historical dynamics of international relations aimed at European integration as an expression of political will that by renunciation of monetary sovereignty exchange rate risk will be eliminated in order to encourage international trade. The difference between standard monetary policy instruments and non-standard measures subsequently introduced in response to the negative effects of the Eurosystem's global economic crisis, which undermined the efficiency of the traditional interest rate transmission channel of monetary policy, was explained. The results of scientific research using an econometric model with a panel method of fixed and random effects, which confirmed the main hypothesis, are presented. In the observed sixteen-year period (2005-2020), the European Central Bank and the Eurosystem, through standard instruments and non-standard monetary policy measures, had a positive effect on the economic growth of nineteen euro area Member States and partly on increasing their international trade. This impact of the single monetary policy was significantly smaller for the control group of the nine remaining EU Member States that have not yet adopted the euro. Eurosystem monetary policy is not adjusted to the needs of the European Union as a whole, but only to the needs of the euro area, and therefore non-Eurosystem central banks need to maintain sovereign monetary policies adjusted to the needs of the national economy until joining EMU. In addition, an analysis of the consolidated balance sheet of the Eurosystem and the unconsolidated balance sheets of the national central banks and the European Central Bank from the point of view of significant balance sheet positions showed that in times of crisis the importance of the European monetary framework in achieving economic and thus political stability was increased. It was concluded that the European Central Bank is the most important link on the path to completing Economic and Monetary Union, which includes a fiscal union with a single euro budget.

**KEYWORDS:**

Economic and Monetary Union (EMU), European Central Bank, Eurosystem, monetary policy, euro area, European integration

## POPIS KRATICA

ABSPP	<i>Engl. Asset-backed securities purchase programme</i> <i>Hrv. Program kupnje vrijednosnica osiguranih imovinom</i>
APP	<i>Engl. Asset purchase programmes</i> <i>Hrv. Programi kupnje imovine (vrijednosnih papira)</i>
BDP	<i>Hrv. Bruto domaći proizvod</i> <i>Engl. Gross Domestic Product - GDP</i>
BIS	<i>Engl. Bank for International Settlement</i> <i>Hrv. Banka za međunarodna poravnanja</i>
CBPP	<i>Engl. Covered Bond Purchase Programme</i> <i>Hrv. Program kupnje pokrivenih obveznica</i>
CSPP	<i>Engl. Corporate Sector Purchase Programme</i> <i>Hrv. Program kupnje korporativnih vrijednosnica</i>
EA	<i>Engl. Euroarea (Eurozone)</i> <i>Hrv. Europodručje (Eurozona)</i>
EBA	<i>Engl. European Banking Authority</i> <i>Hrv. Europsko nadzorno tijelo za bankarstvo</i>
ECOFIN	<i>Engl. Economic and Financial Affairs Council</i> <i>Hrv. Vijeće za ekonomske i financijske poslove</i>
EDIS	<i>Engl. European Deposit Insurance Scheme</i> <i>Hrv. Europski sustav osiguranja depozita</i>
EFSF	<i>Engl. European Financial Stability Facility</i> <i>Hrv. Europski fond za financijsku stabilnost</i>
EFSM	<i>Engl. European Financial Stabilisation Mechanism</i> <i>Hrv. Europski mehanizam financijske stabilnosti</i>
EMI	<i>Engl. European Monetary Institute</i> <i>Hrv. Europski monetarni institut</i>
EMS	<i>Engl. European Monetary System</i> <i>Hrv. Europski monetarni sustav</i>
EMU	<i>Engl. Economic and Monetary Union</i> <i>Hrv. Ekonomska i monetarna unija</i>
ERM II	<i>Engl. Exchange Rate Mechanism II</i>

	<i>Hrv.</i> Europski tečajni mehanizam II
ESB	<i>Hrv.</i> Europska središnja banka <i>Engl.</i> <i>European Central Bank - ECB</i>
ESM	<i>Engl.</i> <i>European Stability Mechanism</i> <i>Hrv.</i> Europski stabilizacijski mehanizam
ESSB	<i>Hrv.</i> Europski sustav središnjih banaka <i>Engl.</i> <i>European System of Central Banks - ESCB</i>
FDI	<i>Engl.</i> <i>Foreign Direct Investment</i> <i>Hrv.</i> Inozemna izravna ulaganja
HICP	<i>Engl.</i> <i>Harmonised Index of Consumer Prices</i> <i>Hrv.</i> Harmonizirani indeks potrošačkih cijena
LTRO	<i>Engl.</i> <i>Longer-term Refinancing Operations</i> <i>Hrv.</i> Operacije dugoročnijeg refinanciranja
MRO	<i>Engl.</i> <i>Main Refinancing Operations</i> <i>Hrv.</i> Glavne operacije refinanciranja
OMT	<i>Engl.</i> <i>Outright Monetary Transactions</i> <i>Hrv.</i> Izravne monetarne transakcije
PEPP	<i>Engl.</i> <i>Pandemic Emergency Purchase Programme</i> <i>Hrv.</i> Program hitne kupnje zbog pandemije
PELTRO	<i>Engl.</i> <i>Pandemic Emergency Longer-term Refinancing Operations</i> <i>Hrv.</i> Operacije dugoročnijeg refinanciranja zbog pandemije
PSPP	<i>Engl.</i> <i>Public Sector Purchase Programme</i> <i>Hrv.</i> Program kupnje vrijednosnica javnog sektora
SMP	<i>Engl.</i> <i>Securities Markets Programme</i> <i>Hrv.</i> Program kupnje vrijednosnih papira
SRM	<i>Engl.</i> <i>Single Resolution Mechanism</i> <i>Hrv.</i> Jedinstveni sanacijski mehanizam
SSM	<i>Engl.</i> <i>Single Supervisory Mechanism</i> <i>Hrv.</i> Jedinstveni nadzorni mehanizam
TEU	<i>Engl.</i> <i>Treaty on European Union (Maastricht Treaty)</i> <i>Hrv.</i> Ugovor o Europskoj uniji (UEU)
TFEU	<i>Engl.</i> <i>Treaty on the Functioning of the European union</i> <i>Hrv.</i> Ugovor o funkcioniranju Europske unije (UFEU)

TLTRO	<i>Engl. Targeted Long-term Refinancing Operations</i> <i>Hrv. Ciljane dugoročne operacije refinanciranja</i>
QE	<i>Engl. Quantitative easing</i> <i>Hrv. Kvantitativno popuštanje</i>



## POPIS TABLICA, GRAFIKONA I SLIKA

### POPIS TABLICA

Tablica 1. Države članice europodručja / nacionalne središnje banke članice Eurosustava....	34
Tablica 2. Države članice EU izvan europodručja / nacionalne središnje banke izvan Eurosustava.....	32
Tablica 3. Pregled kretanja ključnih kamatnih stopa Europske središnje banke u razdoblju 2005.-2019.....	122
Tablica 4. Tradicionalni instrumenti monetarne politike Eurosustava – tipovi transakcija, frekvencija i rok dospijeca.....	123
Tablica 5: Monetarni agregati Eurosustava.....	130
Tablica 6. Monetarni agregati europodručja za razdoblje od II. do IV. kvartala 2021.....	131
Tablica 7. Utjecaj monetarne politike Europske središnje banke mjeren indikatorom stresa na države izvan europodručja u razdoblju 1999.-2019.....	141
Tablica 8. Realni rast BDP-a per capita u europodručju za razdoblje 2000.-2020. (u postocima).....	163
Tablica 9. Ekonometrijski model za pomoćnu hipotezu PH1 – varijable i indikatori.....	172
Tablica 10. Rezultati istraživanja – zavisna varijabla gospodarski rast za europodručje u cijelom razdoblju (2005.-2020.).....	178
Tablica 11. Rezultati istraživanja – zavisna varijabla gospodarski rast za europodručje u 1. podrazdoblju (2005.-2013.).....	180
Tablica 12. Rezultati istraživanja – zavisna varijabla gospodarski rast za europodručje u 2. podrazdoblju (2014.-2020.).....	182
Tablica 13. Indeks ekonomske otvorenosti europodručja za razdoblje 1999.-2020.....	188
Tablica 14. Ekonometrijski model za pomoćnu hipotezu PH2 – varijable i indikatori.....	192
Tablica 15. Rezultati istraživanja – zavisna varijabla međunarodna razmjena za europodručje u cijelom razdoblju (2005.-2020.).....	195
Tablica 16. Rezultati istraživanja – zavisna varijabla međunarodna razmjena za europodručje u 1. podrazdoblju (2005.-2013.).....	197
Tablica 17. Rezultati istraživanja – zavisna varijabla međunarodna razmjena za europodručje u 2. podrazdoblju (2014.-2020.).....	198

Tablica 18. Ekonometrijski model za pomoćnu hipotezu PH3 – varijable i indikatori za gospodarski rast.....	204
Tablica 19. Ekonometrijski model za pomoćnu hipotezu PH3 – varijable i indikatori za međunarodnu razmjenu.....	205
Tablica 20. Rezultati istraživanja – zavisna varijabla gospodarski rast za države izvan europodručja u cijelom razdoblju (2005.-2020.).....	207
Tablica 21. Rezultati istraživanja – zavisna varijabla međunarodna razmjena za države izvan europodručja u cijelom razdoblju (2005.-2020.).....	208
Tablica 22. Analiza odabranih pozicija konsolidirane bilance Eurosustava za razdoblje 2005.-2020.....	212
Tablica 23. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Austrije za razdoblje 2005.-2020.....	221
Tablica 24. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Belgije za razdoblje 2005.-2020.....	222
Tablica 25. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Cipra za razdoblje 2008.-2020.....	223
Tablica 26. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Estonije za razdoblje 2011.-2020.....	224
Tablica 27. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Finske za razdoblje 2005.-2020.....	225
Tablica 28. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Francuske za razdoblje 2005.-2020.....	226
Tablica 29. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Grčke za razdoblje 2005.-2020.....	227
Tablica 30. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Irske za razdoblje 2005.-2020.....	228
Tablica 31. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Italije za razdoblje 2005.-2020.....	229
Tablica 32. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Latvije za razdoblje 2014.-2020.....	230
Tablica 33. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Litve za razdoblje 2015.-2020.....	231
Tablica 34. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Luksemburga za razdoblje 2005.-2020.....	232

Tablica 35. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Malte za razdoblje 2008.-2020.....	233
Tablica 36. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Nizozemske za razdoblje 2005.-2020.....	234
Tablica 37. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Njemačke za razdoblje 2005.-2020.....	235
Tablica 38. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Portugala za razdoblje 2005.-2020.....	236
Tablica 39. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Slovačke za razdoblje 2009.-2020.....	237
Tablica 40. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Slovenije za razdoblje 2007.-2020.....	238
Tablica 41. Analiza odabranih pozicija bilance središnje banke Španjolske za razdoblje 2005.-2020.....	239
Tablica 42. Analiza odabranih pozicija nekonsolidirane bilance Europske središnje banke za razdoblje 2005.-2020.....	240

## POPIS GRAFIKONA

Grafikon 1. Relativni udio eura u međunarodnom monetarnom sustavu u 2020. (u postocima).....	61
Grafikon 2. Udio eura, američkog dolara i ostalih valuta u globalnim međunarodnim deviznim pričuvama u razdoblju 1999.-2020.....	62
Grafikon 3. Kretanje tečaja EUR vs. USD u razdoblju 1999.-2020.....	63
Grafikon 4. Rangiranje država članica europodručja / Europske unije po institucionalnom progresu u razdoblju 2008.-2016.....	74
Grafikon 5. Četiri cikličke faze monetarne politike Europske središnje banke - ključni ekonomsko-politički događaji u razdoblju 1999.-2018.....	102
Grafikon 6. Četiri cikličke faze monetarne politike Europske središnje banke – oblici djelovanja monetarne politike u razdoblju 1999.-2018.....	103
Grafikon 7. Negativna veza između stope rasta i stope inflacije.....	106
Grafikon 8. Kretanje inflacije u Europskoj uniji (EU) i europodručju (EA) za razdoblje 01.2008.-01.2022. ....	110
Grafikon 9. Pozitivna korelacija između rasta novčane ponude i povećanja stope inflacije u razdoblju 1960.-1990. na uzorku 110 zemalja.....	112
Grafikon 10. Nepostojanje korelacije između rasta novčane ponude i povećanja stope realnog rasta proizvodnje u razdoblju 1960.-1990. na uzorku 110 zemalja.....	113
Grafikon 11. Kretanje godišnje stope rasta monetarnih agregata europodručja u razdoblju 2000.-2020.....	133
Grafikon 12. Kretanje mjesečnih kupnji u programima Eurosustava za kupnje imovine (APP) u razdoblju 2015.-2021.....	143
Grafikon 13. Pregled izdavatelja obveznica javnog sektora kupljenih u programu PSPP – stanje na dan 31.12.2021.....	145
Grafikon 14. Kretanje stope rasta monetarnih agregata M1 i M2, inflacije, nezaposlenosti i duga opće države kao udjela u BDP-u u Europskoj uniji za razdoblje 2009.-2019.....	146
Grafikon 15. Kretanje bilančnih pozicija u konsolidiranoj bilanci Eurosustava u razdoblju nakon velike financijske krize 2008.-2010.....	147
Grafikon 16. Kretanje bilančne aktive središnjih banaka (kao postotka BDP-a) u razdoblju 2007.-2021.....	151

Grafikon 17. Monetarna politika Eurosustava - Operacije na otvorenom tržištu u razdoblju od siječnja 2016. do siječnja 2020.....	153
Grafikon 18. Grafički prikaz kretanja bilančne pozicije 7.1 "Vrijednosni papiri koji se drže u svrhu monetarne politike" za razdoblje 2005.-2020.....	157
Grafikon 19. Kretanje BDP-a per capita u EUR za europodručje u razdoblju 2012.-2020...	161
Grafikon 20. Kretanje BDP-a per capita u USD za europodručje u razdoblju 1999.-2020...	159
Grafikon 21. Grafički prikaz kretanja realnog rasta BDP-a per capita (%) u europodručju za razdoblje 2000.-2020.....	165
Grafikon 22. Indeks ekonomske otvorenosti europodručja u razdoblju 1999.-2020.....	190
Grafikon 23. Grafički prikaz kretanja ukupne aktive, kredita i vrijednosnica u konsolidiranoj bilanci Eurosustava za razdoblje 2005.-2020.....	214
Grafikon 24. Kretanje relativnog postotnog udjela kredita u ukupnoj aktivi Eurosustava i godišnja promjena kredita (%) u razdoblju 2005.-2020.....	216
Grafikon 25. Kretanje relativnog postotnog udjela vrijednosnica u ukupnoj aktivi Eurosustava i godišnja promjena vrijednosnica (%) u razdoblju 2005.-2020.....	218

## POPIS SLIKA

Slika 1. Potpisivanje Ugovora iz Maastrichta 7. veljače 1992.....	16
Slika 2. Organizacijska shema Europske središnje banke (prosinac 2021.).....	23
Slika 3. Toranj nove zgrade Europske središnje banke u Frankfurtu.....	28
Slika 4. Karta europodručja.....	32
Slika 5. Izvještaj o konvergenciji za 2020. (naslovna strana).....	57
Slika 6. Konverzijski tečajevi nacionalnih valuta država članica EMU na dan 1. 1. 1999. (jedinica nacionalne valute za 1 euro).....	59
Slika 7. Odluka Vijeća Europske unije o usvajanju eura u Litvi objavljena u Službenom listu Europske unije (naslovna strana).....	70
Slika 8. Transmisijski mehanizam monetarne politike Eurosustava od kamatnih stopa do promjene cijena proizvoda i usluga.....	134
Slika 9. Konsolidirana bilanca Eurosustava na dan 31.12.2009. – aktiva (imovina).....	155
Slika 10. Istraživački problem.....	159
Slika 11. Države članice europodručja, države u tečajnom mehanizmu ERM II i ostale članice Europske unije izvan europodručja.....	168

## PRILOZI

### Prilog 1. Statistički podaci za zavisnu varijablu - gospodarski rast

Zavisna varijabla gospodarski rast - stopa realnog rasta BDP-a per capita (engl. GDP per capita growth - annual percentage)																
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>EUROPODRUČJE:</b>																
Austrija	1,55	2,94	3,39	1,14	-4,02	1,59	2,58	0,22	-0,56	-0,12	-0,11	0,89	1,55	2,00	1,04	-7,12
Belgija	1,76	1,88	2,92	-0,34	-2,81	1,93	0,38	0,12	-0,01	1,13	1,45	0,76	1,23	1,36	1,60	-6,21
Cipar	3,35	2,98	2,88	1,08	-4,61	-0,62	-2,13	-4,91	-6,34	-0,74	3,81	5,95	4,18	3,96	1,69	-6,39
Estonija	10,15	10,41	8,07	-4,88	-14,46	2,68	7,59	3,60	1,82	3,28	1,79	3,13	5,66	3,77	3,71	-3,25
Finska	2,43	3,63	4,85	0,32	-8,51	2,71	2,07	-1,87	-1,36	-0,78	0,21	2,52	2,95	1,01	1,23	-3,03
Francuska	0,90	1,74	1,79	-0,30	-3,37	1,45	1,70	-0,17	0,06	0,48	0,75	0,83	1,99	1,59	1,62	-8,05
Grčka	0,30	5,34	3,01	-0,60	-4,55	-5,60	-10,02	-6,58	-1,81	1,15	0,46	-0,07	1,29	1,87	1,91	-8,97
Irska	3,46	2,19	2,30	-6,41	-6,06	1,20	0,63	-0,47	0,74	7,92	24,00	0,90	7,76	7,69	3,49	4,59
Italija	0,32	1,49	0,98	-1,62	-5,71	1,40	0,53	-3,24	-2,97	-0,92	0,88	1,47	1,82	1,12	1,57	-8,67
Latvija	11,92	13,00	10,84	-2,22	-12,82	-2,46	4,45	8,37	3,11	2,86	4,74	3,31	4,23	4,80	3,20	-3,00
Litva	9,50	9,14	12,44	3,68	-13,89	3,81	8,46	5,25	4,60	4,43	2,99	3,83	5,75	4,99	4,85	-0,15
Luksemburg	0,93	4,34	6,44	-2,07	-5,01	1,88	-1,18	-0,76	0,81	0,23	-0,12	2,74	-1,12	0,06	1,28	-3,68
Malta	2,73	2,14	4,41	3,15	-1,88	5,03	0,04	3,19	4,00	5,51	7,02	1,74	5,20	1,57	1,47	-10,76
Nizozemska	1,81	3,29	3,55	1,77	-4,16	0,82	1,08	-1,40	-0,42	1,06	1,51	1,65	2,30	1,76	1,29	-4,33
Njemačka	0,79	3,93	3,11	1,15	-5,45	4,34	5,87	0,23	0,16	1,78	0,62	1,41	2,30	0,78	0,83	-4,74
Portugal	0,60	1,44	2,31	0,17	-3,21	1,69	-1,55	-3,67	-0,38	1,34	2,21	2,34	3,76	3,01	2,66	-8,61
Slovačka	6,61	8,49	10,80	5,48	-5,58	6,19	2,51	1,19	0,55	2,62	5,12	1,80	2,82	3,65	2,47	-4,44
Slovenija	3,62	5,41	6,38	3,35	-8,38	0,90	0,65	-2,84	-1,16	2,67	2,13	3,12	4,75	4,04	2,53	-4,76
Španjolska	1,92	2,36	1,70	-0,71	-4,61	-0,30	-1,17	-3,02	-1,11	1,69	3,92	2,94	2,73	1,84	1,36	-11,23
<b>IZVAN EUROPODRUČJA:</b>																
Bugarska	7,87	7,62	7,38	6,86	-2,65	2,21	2,76	1,34	0,00	1,54	4,09	3,77	3,52	3,43	4,77	-3,81
Češka	6,45	6,48	4,96	1,84	-5,20	2,14	1,55	-0,92	-0,08	2,15	5,18	2,34	4,89	2,85	2,62	-6,03
Danska	2,06	3,57	0,46	-1,09	-5,41	1,42	0,92	-0,15	0,51	1,11	1,62	2,44	2,16	1,49	1,75	-2,35
Hrvatska	4,18	4,91	4,94	1,91	-7,18	-1,03	0,26	-1,98	-0,09	0,06	3,37	4,26	4,66	3,82	4,06	-7,69
Mađarska	4,50	4,11	0,43	1,18	-6,45	1,31	2,15	-0,75	2,09	4,50	3,95	2,49	4,55	5,49	4,60	-4,47
Poljska	3,55	6,20	7,12	4,19	2,76	4,04	4,70	1,33	1,19	3,46	4,31	3,19	4,82	5,35	4,77	-2,50
Rumunjska	5,32	8,67	8,83	11,14	-4,73	-3,33	2,41	2,50	4,16	4,00	3,44	5,31	7,94	5,09	4,74	-3,50
Švedska	2,45	4,08	2,68	-1,22	-5,15	5,05	2,42	-1,32	0,33	1,64	3,39	0,80	1,20	0,77	0,96	-3,65
Velika Britanija	1,89	1,83	1,48	-1,02	-4,97	1,33	0,67	0,77	1,21	2,24	1,81	1,49	1,44	1,04	1,10	-10,20

Izvor: Statistički podaci Svjetske banke: <https://data.worldbank.org/indicator/NY.GDP.PCAP.KD.ZG?locations=EU> (pristup: 10. 1. 2022.)

Prilog 2. Statistički podaci za zavisnu varijablu - međunarodna razmjena

Zavisna varijabla međunarodne razmjene - indeks ekonomske otvorenosti (engl. Economic Openness index)																
EUROPODRUČJE	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Austrija	94,03	98,09	100,73	102,07	87,06	99,02	105,10	105,15	104,07	103,50	102,43	100,98	104,94	107,88	107,48	100,00
Belgija	144,53	149,57	152,47	161,09	135,41	150,00	161,49	160,75	157,85	158,78	154,19	157,67	165,33	166,31	163,72	158,62
Cipar	111,92	109,81	111,27	112,93	102,79	109,10	110,82	112,54	121,14	131,12	137,59	139,38	148,36	148,85	150,97	154,58
Estonija	135,94	136,64	133,99	136,69	116,76	143,68	167,39	170,76	166,45	160,24	150,94	150,41	147,56	146,34	143,94	141,87
Finska	76,58	81,98	82,86	86,18	70,12	75,46	78,58	79,17	77,09	74,11	71,38	70,90	75,05	78,19	79,53	72,03
Francuska	53,98	56,10	56,42	57,40	50,46	54,87	58,79	59,70	59,76	60,48	61,75	61,10	62,96	64,44	64,14	57,77
Grčka	50,90	52,85	57,52	59,33	47,74	51,20	56,83	62,06	62,88	66,53	65,28	64,02	71,58	80,15	81,99	71,58
Irska	148,18	150,02	153,40	160,04	173,59	189,84	187,81	191,10	188,78	201,87	215,16	227,40	220,15	217,43	252,34	239,95
Italija	49,30	53,17	55,06	54,49	45,42	52,01	55,15	55,65	54,87	55,32	56,42	55,37	58,60	60,30	59,95	55,09
Latvija	100,24	100,13	95,57	91,18	86,41	108,60	125,49	128,23	125,16	125,21	122,23	118,83	123,79	123,66	120,38	119,48
Litva	117,48	124,34	116,39	126,85	105,34	129,89	148,45	155,84	155,89	142,72	138,55	134,45	144,87	148,59	149,37	137,72
Luksemburg	284,08	305,88	307,49	292,21	263,53	293,67	308,71	311,79	320,53	333,43	351,13	348,44	353,79	360,13	380,10	376,30
Malta	217,60	253,84	262,32	298,82	294,95	301,84	319,70	322,68	304,33	287,64	299,47	289,55	283,75	268,90	271,44	271,55
Nizozemska	122,81	127,77	130,46	131,06	116,89	131,52	142,47	149,27	149,55	150,05	157,82	148,86	156,03	158,82	155,27	145,30
Njemačka	70,92	77,45	79,87	81,52	71,23	79,87	85,21	86,51	85,08	84,62	86,25	84,77	87,24	88,43	87,60	81,11
Portugal	62,94	68,55	69,95	72,08	61,49	67,78	73,10	76,05	78,11	80,28	80,49	79,27	84,44	86,43	86,56	76,18
Slovačka	147,73	164,63	166,33	162,07	136,24	154,04	168,70	176,85	181,96	178,60	180,68	184,56	188,47	190,70	184,13	169,95
Slovenija	120,26	129,79	137,13	134,73	113,12	127,49	139,28	142,38	143,76	145,55	146,30	146,66	157,27	161,19	159,28	146,54
Španjolska	54,76	56,18	57,75	55,98	46,99	52,93	58,79	60,85	62,00	63,87	64,21	63,77	66,69	67,61	66,98	59,77
<b>IZVAN EUROPODRUČJA:</b>																
Bugarska	99,71	111,05	123,61	124,79	92,69	103,41	117,46	123,99	129,73	130,29	126,70	122,83	129,68	128,85	124,64	109,18
Češka	121,30	127,03	129,78	123,74	112,80	128,03	137,86	146,53	146,42	157,57	155,18	150,59	150,53	147,98	141,80	135,15
Danska	89,40	97,37	100,07	104,83	89,76	94,10	101,25	103,24	103,05	102,26	104,05	100,17	102,98	106,97	110,61	103,31
Hrvatska	81,54	83,67	83,55	82,46	70,40	73,28	78,44	79,71	81,71	85,94	91,36	92,87	97,89	99,85	101,80	90,81
Mađarska	127,78	148,96	155,45	158,28	144,95	157,40	166,37	165,59	164,29	168,34	167,27	164,37	165,20	163,24	161,24	157,26
Poljska	70,53	77,97	80,83	80,91	75,27	81,93	86,95	89,27	90,56	93,47	95,43	100,08	104,55	107,42	106,04	105,58
Rumunjska	59,36	61,68	63,51	65,17	58,47	71,40	80,00	80,35	80,97	83,28	83,59	84,60	86,52	87,14	84,89	78,98
Švedska	83,75	88,20	89,16	92,56	81,51	84,25	85,79	85,28	80,82	82,93	83,72	82,32	84,93	89,13	91,43	84,53
Velika Britanija	52,46	56,61	52,72	56,22	54,17	58,25	62,43	61,11	60,85	57,98	55,92	58,08	61,35	62,31	62,93	55,55

Izvor: Statistički podaci Svjetske banke: <https://data.worldbank.org/indicator/NE.TRD.GNFS.ZS?locations=EU> (pristup: 10. 1.2022.)



Prilog 3. Statistički podaci za nezavisnu varijablu - ključna kamatna stopa Europske središnje banke

**Nezavisna varijabla ključna kamatna stopa Europske središnje banke  
(engl. Main Refinancing Operations rate, MRO)**

godina                      kamatna stopa na glavne operacije refinanciranja

2005	2,25
2006	3,50
2007	4,00
2008	2,50
2009	1,00
2010	1,00
2011	1,00
2012	0,75
2013	0,25
2014	0,05
2015	0,05
2016	0,00
2017	0,00
2018	0,00
2019	0,00
2020	0,00

Izvor: Statistički podaci Europske središnje banke:

[https://www.ecb.europa.eu/stats/policy\\_and\\_exchange\\_rates/key\\_ecb\\_interest\\_rates/html/index.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/policy_and_exchange_rates/key_ecb_interest_rates/html/index.en.html) (pristup: 7. 1. 2022.)

Prilog 4. Računovodstveni podaci za nezavisne varijable: Krediti koje je odobrio Eurosustav za potrebe monetarne politike (BP5) i Vrijednosni papiri koje je otkupio Eurosustav za potrebe monetarne politike (BP7.1)

godina	ukupna aktiva konsolidirane bilance Eurosustava u mil. eura	BP5. krediti Eurosustava u mil. eura	VARIJABLA br. 2: udio BP5 u odnosu na ukupnu aktivu (%)	7.1. vrijednosnice koje se drže u svrhu monetarne politike	VARIJABLA br. 3: udio BP7.1 u odnosu na ukupnu aktivu (%)
2005	1.038.616	405.966	39,09%	0	0,00%
2006	1.150.030	450.541	39,18%	0	0,00%
2007	1.507.981	637.175	42,25%	0	0,00%
2008	2.075.107	860.312	41,46%	0	0,00%
2009	1.903.024	749.890	39,41%	28.782	1,51%
2010	2.002.210	546.747	27,31%	134.829	6,73%
2011	2.733.267	863.568	31,59%	273.854	10,02%
2012	2.962.613	1.126.019	38,01%	277.153	9,36%
2013	2.273.267	752.288	33,09%	235.930	10,38%
2014	2.208.238	630.341	28,54%	217.242	9,84%
2015	2.781.145	558.989	20,10%	803.135	28,88%
2016	3.661.439	595.873	16,27%	1.653.995	45,17%
2017	4.471.563	764.310	17,09%	2.386.012	53,36%
2018	4.702.733	734.381	15,62%	2.651.281	56,38%
2019	4.671.425	624.232	13,36%	2.632.025	56,34%
2020	6.979.324	1.793.194	25,69%	3.694.642	52,94%

Izvor: Godišnji financijski izvještaji Europske središnje banke 2005.-2020.

[https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/annual-accounts/html/all\\_accounts.en.html](https://www.ecb.europa.eu/pub/annual/annual-accounts/html/all_accounts.en.html) (pristup: 15. 1. 2022.)

Prilog 5. Statistički podaci za nezavisnu varijablu – inozemna izravna ulaganja

Nezavisna varijabla inozemna izravna ulaganja - direktne investicije u izvještajnu ekonomiju (engl. Direct investments in the reporting economy, DIRE)											
	iznosi u mil. eura										
	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>EUROPODRUČJE:</b>											
Austrija	90.915	92.004	89.188	94.263	104.967	111.028	144.829	112.738	122.736	144.304	122.767
Belgija	286.390	295.814	334.095	384.749	391.251	455.756	470.981	458.901	441.380	416.891	438.049
Cipar	29.321	22.692	86.272	116.568	121.585	130.110	145.660	153.755	107.120	104.931	119.380
Estonija	9.467	9.597	10.525	11.292	13.060	13.836	14.297	15.619	16.638	18.537	20.319
Finska	47.953	53.352	54.271	60.293	59.170	70.106	67.492	69.143	69.158	56.691	62.359
Francuska	506.417	556.134	390.331	379.293	399.800	423.449	457.947	476.660	494.832	529.647	561.793
Grčka	21.422	24.697	18.547	14.898	15.357	13.260	17.712	18.685	21.785	23.910	31.160
Irska	130.210	128.485	156.164	211.290	221.803	247.291	343.653	322.167	454.223	290.959	252.644
Italija	216.659	217.332	216.859	244.802	237.351	260.350	279.182	299.495	316.076	333.760	349.930
Latvija	6.174	6.004	6.808	7.391	8.065	9.210	10.176	9.935	11.336	11.593	12.283
Litva	2.369	2.706	2.567	3.058	11.197	11.321	11.837	12.407	13.701	14.436	15.609
Luksemburg	774.385	861.677	993.034	976.240	967.151	1.182.426	1.592.322	1.675.700	1.538.864	1.436.541	1.474.396
Malta	3.271	8.497	8.342	8.438	7.859	4.737	5.353	107.462	113.981	119.484	125.306
Nizozemska	1.300.650	1.306.540	1.409.736	1.502.789	1.669.384	1.807.955	1.926.495	1.862.794	2.050.873	2.067.409	1.894.504
Njemačka	459.470	502.063	510.575	535.654	530.576	535.715	544.081	555.790	566.884	563.669	621.439
Portugal	66.427	72.089	73.790	82.640	98.373	100.351	109.191	112.952	118.394	114.445	121.358
Slovačka	30.668	34.593	36.018	38.300	38.297	37.008	38.257	41.980	46.436	49.216	51.144
Slovenija	6.416	6.591	7.367	7.644	7.340	8.632	9.771	10.971	11.721	12.806	13.226
Španjolska	328.882	356.872	357.573	357.961	388.169	406.576	420.268	457.746	471.371	520.324	549.425
<b>IZVAN EUROPODRUČJA:</b>											
Bugarska	23.425	24.855	25.643	27.679	29.241	29.449	31.093	31.899	33.484	35.182	36.879
Češka	76.195	85.161	81.165	87.459	84.650	88.077	90.936	99.053	114.858	127.578	134.795
Danska	58.025	60.891	53.955	51.482	56.597	72.709	74.095	89.047	90.917	101.239	87.612
Hrvatska	23.261	23.967	21.746	22.344	19.855	20.822	20.516	22.853	24.471	20.643	22.598
Madžarska	103.446	93.238	102.389	113.488	112.334	119.248	124.423	175.707	155.817	87.848	84.913
Poljska	109.800	136.089	137.830	156.257	152.673	160.564	157.753	166.037	185.552	185.545	193.184
Rumunjska	43.188	44.944	47.431	51.051	54.440	54.468	57.883	63.473	68.129	73.895	80.101
Švedska	159.762	197.011	208.494	210.381	216.650	205.957	224.199	225.888	234.648	226.608	229.042
Velika Britanija	397.314	438.005	461.344	301.571	549.571	636.472	600.629	632.532	645.998	647.321	677.375

Izvor: Statistički podaci Eurostata: [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/BOP\\_FDI6\\_GEO\\_\\_custom\\_1819891/default/table](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/BOP_FDI6_GEO__custom_1819891/default/table) (pristup: 27.12.2021.)

Prilog 6. Statistički podaci za nezavisnu varijablu – stopa inflacije

Nezavisna varijabla stopa inflacije u europodručju - HICP indeks																
EUROPODRUČJE:	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Austrija	82,30	83,69	85,53	88,29	88,64	90,14	93,35	95,75	97,77	99,20	100,00	100,97	103,22	105,41	106,98	108,47
Belgija	82,67	84,60	86,13	90,00	89,99	92,09	95,18	97,68	98,90	99,38	100,00	101,77	104,03	106,44	107,77	108,23
Cipar	84,88	86,79	88,67	92,55	92,71	95,09	98,40	101,45	101,84	101,57	100,00	98,78	99,45	100,23	100,78	99,67
Estonija	69,29	72,37	77,25	85,45	85,62	87,96	92,43	96,33	99,46	99,93	100,00	100,80	104,48	108,05	110,50	109,80
Finska	82,21	83,26	84,57	87,89	89,32	90,83	93,85	96,81	98,96	100,16	100,00	100,39	101,23	102,42	103,58	103,98
Francuska	86,47	88,10	89,52	92,34	92,44	94,05	96,20	98,33	99,31	99,91	100,00	100,31	101,47	103,60	104,95	105,50
Grčka	84,35	87,14	89,75	93,55	94,81	99,27	102,36	103,42	102,54	101,11	100,00	100,02	101,15	101,94	102,46	101,17
Irska	91,3	93,7	96,4	99,5	97,8	96,2	97,4	99,2	99,7	100,0	100,0	99,8	100,1	100,8	101,7	101,2
Italija	83,7	85,6	87,3	90,4	91,1	92,6	95,3	98,4	99,7	99,9	100,0	99,9	101,3	102,5	103,2	103,0
Latvija	67,40	71,83	79,08	91,14	94,11	92,96	96,88	99,09	99,11	99,79	100,00	100,10	103,00	105,63	108,53	108,62
Litva	71,89	74,59	78,93	87,69	91,34	92,43	96,24	99,28	100,44	100,68	100,00	100,68	104,42	107,07	109,47	110,63
Luksemburg	80,85	83,24	85,45	88,94	88,95	91,44	94,85	97,59	99,25	99,94	100,00	100,04	102,15	104,21	105,93	105,93
Malta	81,69	83,79	84,38	88,33	89,95	91,79	94,10	97,13	98,08	98,84	100,00	100,90	102,18	103,95	105,54	106,37
Nizozemska	85,57	86,99	88,36	90,32	91,20	92,05	94,32	96,99	99,47	99,79	100,00	100,11	101,40	103,02	105,78	106,96
Njemačka	85,5	87,0	89,0	91,4	91,6	92,7	95,0	97,0	98,6	99,3	100,0	100,4	102,1	104,0	105,5	105,8
Portugal	85,64	88,25	90,39	92,78	91,95	93,22	96,54	99,22	99,65	99,50	100,00	100,64	102,20	103,40	103,71	103,58
Slovačka	81,71	85,19	86,80	90,22	91,05	91,69	95,43	99,00	100,45	100,35	100,00	99,52	100,90	103,46	106,33	108,47
Slovenija	81,19	83,25	86,42	91,19	91,97	93,86	95,81	98,50	100,40	100,77	100,00	99,85	101,40	103,36	105,11	104,82
Španjolska	83,33	86,29	88,75	92,41	92,19	94,08	96,94	99,31	100,83	100,63	100,00	99,66	101,69	103,46	104,26	103,91
<b>IZVAN EUROPODRUČJA:</b>																
Bugarska	70,78	76,02	81,78	91,55	93,81	96,66	99,94	102,33	102,72	101,08	100,00	98,68	99,85	102,48	104,99	106,27
Češka	81,5	83,2	85,6	91,0	91,5	92,6	94,6	98,0	99,3	99,8	100,0	100,7	103,1	105,1	107,8	111,4
Danska	85,0	86,5	88,0	91,2	92,1	94,1	96,6	98,9	99,4	99,8	100,0	100,0	101,1	101,8	102,5	102,9
Hrvatska	79,83	82,46	84,65	89,56	91,56	92,55	94,59	97,76	100,04	100,26	100,00	99,37	100,67	102,23	103,04	103,06
Mađarska	68,98	71,76	77,45	82,12	85,43	89,47	92,98	98,24	99,92	99,94	100,00	100,45	102,84	105,84	109,46	113,15
Poljska	80,2	81,2	83,3	86,8	90,3	92,7	96,3	99,8	100,6	100,7	100,0	99,8	101,4	102,6	104,8	108,6
Rumunjska	64,90	69,19	72,58	78,33	82,70	87,73	92,84	95,98	99,04	100,41	100,00	98,93	100,00	104,08	108,15	110,67
Švedska	87,03	88,34	89,82	92,83	94,63	96,43	97,75	98,66	99,10	99,30	100,00	101,14	103,02	105,12	106,93	107,63
Velika Britanija	78,1	79,9	81,8	84,7	86,6	89,4	93,4	96,1	98,5	100,0	100,0	100,7	103,4	105,9	107,8	107,8

Izvor: Statistički podaci Eurostata: [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/prc\\_hicp\\_aind/default/table?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/prc_hicp_aind/default/table?lang=en) (pristup 9. 12. 2021.)

Prilog 7. Statistički podaci za nezavisnu varijablu – državna potrošnja

Nezavisna varijabla državna potrošnja kao postotak BDP-a (engl. General Government consumption - percentage of Gross Domestic Product)																
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
<b>EUROPODRUČJE:</b>																
Austrija	19,3	19,3	18,7	19,3	20,7	20,5	19,9	19,9	19,9	19,8	19,8	19,7	19,5	19,3	19,5	21,2
Belgija	22,1	21,9	21,6	22,7	24,2	23,7	24,0	24,3	24,3	24,2	23,6	23,3	23,0	23,1	23,0	24,8
Cipar	16,5	16,9	16,4	17,1	18,8	18,5	19,1	18,8	18,5	16,8	16,4	15,2	14,8	14,6	16,1	20,0
Estonija	16,9	15,8	15,9	18,4	20,5	19,6	18,4	18,2	18,6	18,7	19,6	19,7	19,3	19,2	19,5	21,3
Finska	21,4	21,3	20,8	21,6	24,1	23,7	23,4	24,1	24,5	24,5	24,4	23,7	22,8	22,9	23,2	24,4
Francuska	23,1	22,8	22,4	22,6	24,1	24,0	23,7	24,0	24,1	24,1	23,8	23,7	23,6	23,3	23,0	25,1
Grčka	20,0	20,2	20,5	20,7	23,3	22,4	22,1	22,3	20,7	20,6	20,6	20,6	20,5	19,8	20,0	22,8
Irska	16,1	16,2	16,8	18,7	20,0	18,7	19,1	18,2	17,1	16,4	12,5	12,7	12,3	11,9	11,9	12,6
Italija	19,6	19,5	19,0	19,6	20,7	20,6	19,8	19,8	19,8	19,5	19,1	19,0	18,8	18,9	18,6	20,9
Latvija	17,9	17,2	17,6	19,7	19,0	18,4	18,8	17,5	17,9	18,0	18,4	18,1	18,3	18,2	19,3	20,2
Litva	18,5	19,1	17,5	18,7	21,3	19,8	18,3	17,5	16,7	16,6	17,2	17,0	16,3	16,4	16,9	18,5
Luksemburg	16,6	15,2	14,4	14,5	16,1	15,8	16,0	16,3	16,4	16,1	16,0	15,7	16,2	16,7	17,2	18,3
Malta	18,4	18,8	18,2	19,8	19,7	19,1	19,6	19,8	18,8	18,5	17,1	15,9	14,5	15,4	16,6	20,9
Nizozemska	22,3	23,2	23,2	23,5	26,0	26,2	25,8	26,0	25,8	25,7	25,0	24,7	24,3	24,4	24,6	26,0
Njemačka	18,8	18,3	17,9	18,3	20,0	19,6	19,1	19,3	19,6	19,6	19,7	19,9	19,8	19,9	20,3	22,4
Portugal	21,0	20,3	19,6	19,8	21,3	20,6	19,7	18,3	18,8	18,4	17,9	17,6	17,2	17,0	17,0	19,1
Slovačka	18,5	18,8	17,1	17,5	20,0	19,3	18,4	17,9	18,1	18,4	18,6	18,9	18,9	18,6	19,5	21,5
Slovenija	18,9	18,7	17,5	18,2	20,2	20,4	20,6	20,4	19,6	18,9	18,8	19,0	18,5	18,3	18,3	20,6
Španjolska	17,3	17,4	17,7	18,8	20,6	20,6	20,7	20,0	19,9	19,6	19,5	19,1	18,6	18,7	18,8	21,9
<b>IZVAN EUROPODRUČJA:</b>																
Bugarska	18,2	18,1	16,7	17,2	16,7	16,5	15,9	15,8	17,1	16,8	16,1	15,6	15,6	16,4	16,7	19,5
Češka	20,3	19,9	19,1	19,1	20,7	20,5	19,8	19,5	19,7	19,3	18,9	19,0	18,8	19,4	19,6	21,6
Danska	24,5	24,2	24,3	25,1	27,9	27,4	26,6	26,5	26,0	25,8	25,5	24,9	24,4	24,3	24,1	24,7
Hrvatska	19,2	19,1	19,9	19,4	21,3	21,3	21,5	21,6	21,5	21,8	21,1	20,7	20,6	20,6	20,6	24,0
Mađarska	22,1	22,0	20,8	21,4	22,0	21,4	20,6	19,9	19,7	20,0	19,7	20,0	20,2	19,7	19,8	21,1
Poljska	18,3	18,5	18,2	18,7	18,8	19,2	18,1	18,1	18,3	18,3	18,1	17,9	17,7	17,7	18,0	19,2
Rumunjska	16,2	15,9	15,4	15,9	16,1	15,5	14,3	14,6	14,3	14,5	14,0	15,1	15,7	16,8	17,7	18,9
Švedska	24,9	24,6	24,1	24,6	26,0	25,0	24,9	25,8	26,2	26,1	25,7	26,4	26,0	26,1	25,8	26,7
Velika Britanija	19,8	19,9	19,7	20,5	22,1	21,6	21,0	20,8	20,2	19,9	19,5	19,1	18,7	18,6	19,1	19,1

Izvor: Statistički podaci Eurostata: [https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/nama\\_10\\_gdp/default/table?lang=en](https://ec.europa.eu/eurostat/databrowser/view/nama_10_gdp/default/table?lang=en) (pristup: 9.12.2021.)

Prilog 8. Levin-Lin-Chu test jediničnih korijena

$H_0$  paneli sadrže jedinični korijen.

$H_1$  paneli su stacionarni.

Levin-Lin-Chu test jediničnih korijena

Varijabla	t-statistika	p - vrijednost
Gospodarski rast / međunarodna razmjena	-12,5963	0,000
Ključna kamatna stopa Europske središnje banke	-14,2864	0,000
Krediti koje je odobrio Eurosustav za potrebe monetarne politike	-10,4060	0,000
Vrijednosni papiri koje je otkupio Eurosustav za potrebe monetarne politike	-10,9449	0,000
Inozemna izravna ulaganja	-7,6130	0,000
Stopa inflacije u europodručju	-8,3319	0,006
Državna potrošnja	-5,7802	0,018

Broj panela: 11, broj razdoblja: 16

## ŽIVOTOPIS AUTORA

Završio osnovnu i srednju školu u Zagrebu gdje je i rođen 1973. Diplomirao 1995. na Ekonomskom fakultetu Sveučilišta u Zagrebu, a 2001. na istom fakultetu obranio znanstveni magistarski rad čime je stekao akademski stupanj magistra znanosti (mr.sc.). Objavio niz znanstvenih i stručnih članaka u domaćim i inozemnim časopisima te aktivno sudjelovao na međunarodnim konferencijama, što je vidljivo iz priloženog popisa objavljenih radova.

U profesionalnoj karijeri područja interesa su centralno bankarstvo i financijsko izvještavanje. Prvo zapošljavanje 1995. godine u velikom trgovačkom poduzeću „Jabuka“ usmjerilo ga je na poslove financija i računovodstva, a 1997. prelazi u Hrvatsku narodnu banku gdje najprije radi u Odjelu financijskog plana, a 1998. preuzima dužnost voditelja Odjela centralnog računovodstva koji je odgovoran za sastavljanje temeljnih financijskih izvještaja HNB-a. Imenovan je 2017. za direktora Direkcije računovodstva, najveće direkcije u HNB-u. Imenovan 2006. za jednog od predstavnika HNB-a u postupku pregovaranja s Europskom komisijom za ulazak Republike Hrvatske u Europsku uniju, a od 2013. sudjeluje kao punopravni član na redovnim kvartalnim sastancima AMICO odbora za monetarni prihod i financijsko izvještavanje kod Europske središnje banke u Frankfurtu.

Pored redovnog zaposlenja ima i osamnaestogodišnje predavačko iskustvo koje je stekao kao vanjski suradnik – viši predavač na Zagrebačkoj školi ekonomije i menadžmenta (ZŠEM) od 2004. do danas. Predavao je brojne financijske i računovodstvene kolegije na dodiplomskom studiju i na diplomskom MBA studiju na hrvatskom i engleskom jeziku. Od 2018. povremeno predaje kao gost predavač na preddiplomskom stručnom studiju na Libertas međunarodnom sveučilištu. Stručno se usavršavao na brojnim radionicama i seminarima u zemlji i inozemstvu. Aktivno govori engleski jezik, a služi se i talijanskim jezikom. Oženjen i otac dvoje djece.

## POPIS OBJAVLJENIH RADOVA I AKTIVNIH SUDJELOVANJA NA ZNANSTVENIM SKUPOVIMA

### Znanstveni radovi

1. Varović Mario, Volarević Hrvoje: "*Internal model for IFRS 9 – Expected credit losses calculation*", Ekonomski pregled, Vol. 69, str. 269-297, lipanj 2018.
2. Varović Mario, Vojvodić Rosenzweig Višnja, Volarević Hrvoje: "*A multi-criteria analysis of the banking system in the Republic of Croatia*", Financial Theory and Practice, science article, page 403-422, Vol. 37, No. 4, 2013., Zagreb
3. Varović Mario, Vojvodić Rosenzweig Višnja, Volarević Hrvoje: "*Profitability as a business goal: the multicriteria approach to the ranking of the five largest Croatian banks*", Business Systems Research (BSR), science article, page 37-48, Vol. 3, No. 1, June 2012., Zagreb
4. Varović Mario, Anić-Antić Paško, Volarević Hrvoje: "*Utjecaj metoda vrednovanja ulaganja u dugotrajnu materijalnu imovinu na financijski i porezni položaj trgovačkog društva prema MRS-u 40*", Ekonomski pregled, strana 789-808, broj 11, godina 57, 2006, Zagreb. ISSN 0424-7558.

### Stručni radovi

1. Varović Mario, Diana Jakelić, Hrvoje Volarević: "*Motivacija zaposlenika kontrolinga s osvrtom na podršku računovodstvene funkcije*", zbornik radova "Kontroling u praksi – Menadžment i kontroling", 8. kontroling konferencija održana 9.6.2018. u Zagrebu (The Westin Zagreb), Poslovna učinkovitost d.o.o. za poslovno savjetovanje, Zagreb
2. Varović Mario, Dario Silić, Ana Šimić: "*Trenutno stanje leasing industrije u Republici Hrvatskoj*", Lizing 1/2012, ISSN 2074-8035, <http://lizing.panor.ru>, Moskva
3. Varović Mario, Šimić Ana, Alajbeg Denis; "*Leasing – računovodstveni aspekt i utjecaj na izvještavanje*", Financije pravo i porezi, str. 26-37, TEB 7/2012, Zagreb
4. Varović Mario: "*Naknadno mjerenje goodwilla*", Računovodstvo danas, 10/2012., Zagreb
5. Varović Mario, Hrvoje Volarević, Ana Šimić: "*Pravni i porezni aspekt leasinga u Republici Hrvatskoj*", Lizing 12/2011, ISSN 2074-8035, <http://lizing.panor.ru>, Moskva



6. Varović Mario, Višnja Vojvodić Rosenzweig, Hrvoje Volarević: "*A Goal Programming Approach to Ranking Banks*", zbornik radova, str. 149-156, ISBN 978-961-6165-35-8, Proceedings of the 11th International conference on Operational Research - SOR 2011, D.Toplice, Slovenia, September 28-30, 2011.
7. Varović Mario, Hrvoje Volarević: "*Pregled tehnika kapitalnog budžetiranja u svijetu i njihova moguća primjena u BiH*", Časopis "Financijski propisi i praksa", broj 01/2011, FIRCON d.o.o., Mostar, BiH, 01/2011.
8. Varović Mario, Hrvoje Volarević: "*Kapitalno budžetiranje (II. dio)*", Časopis "Financijski propisi i praksa", broj 08/2010, FIRCON d.o.o., Mostar, BiH, 10/2010
9. Varović Mario, Ana Klikovac, Hrvoje Volarević: "*Procjena vremenske neograničenosti poslovanja prema MRevS-u 570 korištenjem analize financijskih izvještaja*", Časopis "Financijski propisi i praksa", broj 01/2010, FIRCON d.o.o., Mostar, BiH, 01/2010.

#### **Sudjelovanje na znanstvenim skupovima (međunarodne konferencije)**

1. Varović Mario, Volarević Hrvoje, Marko Perić: "*Importance of returns in specialised allocation – Investments models for securities at the voluntary pension funds*", sudjelovanje na međunarodnoj znanstvenoj konferenciji "Public Sector Economics 2020 Conference – The State and perspectives of pension reforms" u organizaciji Instituta za javne financije i Friedrich Ebert Foundation, Zagreb (virtualno), 6.11.2020.
2. Varović Mario, Višnja Vojvodić Rosenzweig, Hrvoje Volarević: "*A Goal Programming Approach to Ranking Banks*", sudjelovanje na međunarodnoj znanstvenoj konferenciji "11th International conference on Operational Research - SOR 2011." u organizaciji Slovenskog društva informatike, D. Toplice, Slovenija, 28.-30.09.2011.