

# Optimalno valutno područje: analiza Eurozone

---

Jurković, Anja

Master's thesis / Diplomski rad

2020

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

Permanent link / Trajna poveznica: <https://um.nsk.hr/um:nbn:hr:155:111259>

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

Download date / Datum preuzimanja: **2024-12-01**



SVEUČILIŠTE U DUBROVNIKU  
UNIVERSITY OF DUBROVNIK

Repository / Repozitorij:

[Repository of the University of Dubrovnik](#)



zir.nsk.hr



DIGITALNI AKADEMSKI ARHIVI I REPOZITORIJI

**SVEUČILIŠTE U DUBROVNIKU**  
**ODJEL ZA EKONOMIJU I POSLOVNU EKONOMIJU**  
**EKONOMIJA**

**ANJA JURKOVIĆ**

**OPTIMALNO VALUTNO PODRUČJE: ANALIZA**  
**EUROZONE**

**DIPLOMSKI RAD**

**Dubrovnik, 2020.**

**SVEUČILIŠTE U DUBROVNIKU**  
**ODJEL ZA EKONOMIJU I POSLOVNU EKONOMIJU**  
**EKONOMIJA**

**OPTIMALNO VALUTNO PODRUČJE: ANALIZA EUROZONE**

**DIPLOMSKI RAD**

**Predmet:** Gospodarski sustav EU

**Studij:** Ekonomija

**Smjer:** Ekonomija

**Mentor:** doc. dr. sc. Marija Bečić

**Student:** Anja Jurković

**Dubrovnik, rujan 2020.**

# SADRŽAJ

SAŽETAK.....	4
ABSTRACT .....	5
1. UVOD .....	6
2. TEORIJA OPTIMALNIH VALUTNIH PODRUČJA .....	8
2.1. Zemlje i valute.....	10
2.2. Troškovi i koristi zajedničke valute .....	15
2.3. Kriteriji optimalne valutne zone.....	16
3. EUROZONA.....	21
3.1. Povijest Eurozone.....	24
3.2. Administracija i zastupanje .....	33
3.3. Fiskalna pravila .....	34
3.4. Eurozona kao optimalno valutno područje.....	35
3.4.1. Fleksibilnost cijena i nadnica .....	41
3.4.2. Mobilnost faktora proizvodnje .....	42
3.4.3. Stupanj ekonomske otvorenosti .....	42
3.4.4. Sličnost stopa inflacije .....	43
3.4.5. Integracija financijskog tržišta, fiskalna i politička integracija.....	45
3.5. Otvorenost/unutar regionalna trgovina.....	45
3.6. Mogućnost prilagodbe.....	47

3.7. Transferi .....	49
3.8. Je li EMU optimalno valutno područje? .....	50
4. KRIZA EUROZONE I NJENO UPRAVLJANJE .....	52
4.1. Reakcija Europskog instrumenta financijske stabilnosti na krizu.....	54
4.2. ECB kao krajnji zajmodavac .....	55
4.3. Europski bankarski nadzor .....	56
4.4. Otkup grčkih obveznica .....	56
4.5. Europski pakt otkupljenja.....	57
4.6. Prava devalvacija kroz smanjenje cijena.....	58
4.7. Globalne implikacije i perspektiva.....	59
5. ZAKLJUČAK .....	61
6. LIETERAUTRA .....	63
7. PRILOZI.....	66

## SAŽETAK

Kriza eurozone ili poznata i kao europska kriza državnog duga mogla bi se smatrati jednom od najdugovječnijih kriza u povijesti Europe. Ono što je pokrenuto globalnim financijskim padom 2008. godine, eurozone i dalje ostavlja duboku zbrku. U pokušaju da shvati krizu, ovaj će rad analizirati krizu eurozone kroz okvir optimalnog valutnog područja. Optimalna valutna zona (OCA) je koncept koji je uveo Robert Alexander Mundell 1961. godine. Upravo je taj koncept potaknuo stvaranje eurozone kao jedinstvenog valutnog područja. U svom nastanku, OCA je uveden kao pokušaj rješavanja međunarodnog nejednakosti sustava uzrokovanog sustavom fiksnog tečaja. Vjerovao je da će se postavljanjem kriterija za optimalno valutno područje takva pitanja riješiti. Optimalno valutno područje, poznato i kao optimalna valutna regija, geografsko je područje u kojem bi se maksimizirala ekonomska učinkovitost da cijela regija dijeli jednu valutu. Optimalno valutno područje nudi skup kriterija pomoću kojih se može procijeniti podobnost zemlje za članstvo u valutnoj uniji. Eurozona je monetarna unija 19 zemalja članica u Europsku uniju koje su uvele euro kao glavnu valutu i jedino zakonsko sredstvo plaćanja. Monetarnom politikom svih zemalja eurozone upravljaju Europska središnja banka (ECB) i Eurosustav koji čine ECB i središnje banke država EU koje su se pridružile eurozoni. Europska dužnička kriza, često nazvana kriza eurozone. Kriza eurozone prouzročena je krizom platne bilance (naglo zaustavljanje stranog kapitala u zemljama koje su imale znatne deficite i bile ovisne o stranim zajmovima).

**Ključne riječi:** Eurozona, optimalna valutna područja, Ekonomska monetarna unija, kriza eurozone

## **ABSTRACT**

The eurozone crisis or also known as the European sovereign debt crisis could be considered as one of the longest lasting crisis in the history of Europe. What was triggered by the global financial meltdown in 2008, still leaves the eurozone in a deep mess. In an attempt to make sense of the crisis, this paper will analyse the eurozone crisis through Optimal Currency Area framework. Optimal Currency Area (OCA) is the concept introduced by Robert Alexander Mundell in 1961. It was this concept that sparked the creation of the eurozone as a single currency area. At its origins, the OCA was introduced as an attempt to resolve the international disequilibrium system caused by the fixed exchange rate system. He believed that by providing a criteria for an optimum currency area, such issues would be resolved. An optimal currency area, also known as an optimal currency region, is a geographic area in which economic efficiency would be maximized if the entire region shared a single currency. The optimal currency area offers a set of criteria by which a country's eligibility for membership in a monetary union can be assessed. The eurozone is the monetary union of 19 member states of the European Union that have introduced the euro as their main currency and the only legal tender. The monetary policy of all euro area countries is governed by the European Central Bank (ECB) and the Eurosystem, which consists of the ECB and the central banks of the EU countries that have joined the euro area. The European debt crisis, often called the eurozone crisis. The eurozone crisis was caused by the balance of payments crisis (a sudden halt in foreign capital in countries that had significant deficits and were dependent on foreign loans).

**Keywords:** Eurozone, optimal currency areas, Economic Monetary Union, eurozone crisis

# 1. UVOD

Kriza eurozone otkrila je određene nedostatke ekonomske i monetarne unije (u nastavku rada EMU), poput njene ranjivosti na asimetrične šokove i nesposobnosti djelovanja onako kako je predviđala teorija optimalnih valutnih područja. Iako se udio trgovine unutar EU povećao od uvođenja eura, različitosti u ekonomskoj strukturi u kombinaciji s visokim stupnjem industrijske specijalizacije povećale su ranjivost EMU-a na asimetrične šokove. Nadalje, nedostatak mobilnosti radne snage ili sustav plaćanja putem transfera ograničava sposobnost EMU-a za krizno prilagođavanje. Međutim, većina provedenih i predloženih stabilizacijskih mjera nastoji popraviti ovu ranjivost promicanjem ekonomske integracije, daljnjom fiskalnom disciplinom i otkupom duga.

Kad je 11 europskih zemalja 1999. napustilo svoje nacionalne valute i formiralo Ekonomsku i monetarnu uniju, europski čelnici nadali su se da će zajednička valuta potaknuti gospodarsku integraciju među zemljama članicama. Više od deset godina nakon stvaranja zajedničkog valutnog područja, kriza eurozone stavila je euro pod veliki pritisak i postavila pitanja o tome jesu li početni ciljevi zajedničke valute pretjerano optimistični. Euro se pokazao velikim teretom za neke periferne zemlje kada je monetarnu uniju pogodio asimetrični šok, tj. Financijska kriza 2007.-2008. Čini se da su europske zemlje bile nedovoljno integrirane da bi se pridružile zajedničkoj valuti, kao što je predviđala Mundell-ova teorija optimalnih valutnih područja (u nastavku rada OCA). Nakon krize eurozone posljedice OCA teorije ponovno su postale važne.

Ovaj rad govori o učinku EMU-a kao valutne unije u kontekstu krize eurozone i analizira utjecaj nekoliko stabilizacijskih mjera na eurozonu. Kriza eurozone otkrila je nekoliko nedostataka EMU-a, poput njegove ranjivosti na asimetrične šokove i nesposobnosti odlučnog djelovanja. Stoga želimo analizirati EMU s obzirom na ispunjavanje OCA kriterija kako bismo otkrili gdje su glavne slabosti. Nadalje, istražiti će se jesu li provedene i predložene mjere stabilizacije koje su prvenstveno namijenjene prevladavanju krize u eurozoni također prikladne za dugoročno poboljšanje performansi EMU-a kao valutne unije.

Diplomski rad je strukturiran kroz pet glavnih poglavlja. Kroz uvodno poglavlje se opisati eurozona, navesti cilj i struktura diplomskog rada. Kroz drugo poglavlje naglasak se stavlja na



teoriju optimalnih valutnih područja. Opisati će se njena važnost, te će se prikazati zemlje i valute, troškovi i koristi zajedničke valute, kao i kriteriji optimalne valutne zone. Kroz treće poglavlje će se opisati eurozona kao i njen razvoj kroz povijest. Također će se prikazati administracija i fiskalna pravila, te će se prikazati eurozona kao optimalno valutno područje, gdje će se opisati i kriteriji optimalnog valutnog područja. Kroz četvrto poglavlje naglasak se stavlja na krizu eurozone i njeno upravljanje. Općenito će se prikazati što je kriza eurozone, te kako je došlo do nje. Pored toga prikazati će se na koji je se način upravljalo samom krizom, te odgovori raznih tijela na samu krizu. Kroz peto poglavlje na kraju rada se izvodi zaključno razmatranje. Te će se nakon zaključka navesti popis korištene literature, kao i popis korištenih priloga, odnosno slika i tablica.

## 2. TEORIJA OPTIMALNIH VALUTNIH PODRUČJA

Dilema usvajanja nacionalne valute kao simbola nacionalne suverenosti ili uvođenja zajedničke valute radi poboljšanja alokacijske učinkovitosti nije ništa novo. Robert A. Mundell, otac teorije optimalnih valutnih područja, tvrdio je da su „u stvarnom svijetu, naravno, valute uglavnom izraz nacionalne suverenosti“, stoga bi svaka „stvarna reorganizacija valute biti izvedivo samo ako bi bilo popraćeno dubokim političkim promjenama (Mundell 1961: 661). Stoga rasprava o nacionalnim valutama ili zajedničkim valutama nije staromodna. Zbog ekonomske globalizacije, nacionalne su se ekonomije nepovratno vezale jedna za drugu; više nisu autarkične ekonomije.

Ekonomska globalizacija se, međutim, intenzivirala, ne samo međunarodna trgovina, već i međunarodne financije ili migracije, ne spominjući pojačane aktivnosti transnacionalnih korporacija u svijetu. Unatoč tome, nije ni trivijalno, zašto suverene države inzistiraju na vlastitim valutama, čak i ako su relativno male (npr. Litva) ili prilično velike (poput SAD-a ili Kine). Zašto je slučaj da države u SAD-u koriste samo jednu valutu, američki dolar? Napokon, može li ekonomija pružiti bilo kakvo vjerodostojno objašnjenje ili za širenje nacionalnih valuta ili za formiranje monetarnih zona s jednom valutom? Ili drugačije rečeno, koji su to uvjeti koji mogu natjerati skupinu zemalja da odluče nastaviti s jedinstvenom valutom, odnosno dati primat ekonomskim dobicima (alokacijska učinkovitost) nad političkim razmatranjima (nacionalni suverenitet izražen u lokalnoj valuti).

U ekonomiji, optimalno valutno područje (u nastavku rada OCA – Optimum Currency Area), poznato i kao optimalna valutna regija, geografsko je područje u kojem bi se maksimizirala ekonomska učinkovitost da cijela regija dijeli jednu valutu. Temeljna teorija opisuje optimalne karakteristike za spajanje valuta ili stvaranje nove valute. Teorija se često koristi da bi se utvrdilo je li određena regija spremna postati valutna unija, jedna od završnih faza ekonomske integracije.

Optimalno valutno područje često je veće od zemlje. Primjerice, dio razloga koji se temelji na stvaranju eura jest taj da pojedine zemlje Europe ne tvore optimalno valutno područje, već to čini Europa u cjelini. Stvaranje eura često se navodi jer pruža najmoderniju i najveću primjeru studije slučaja pokušaja identifikacije optimalnog valutnog područja i pruža komparativni model prije i poslije ispitivanja za testiranje načela teorija (Mundell, 1961).

Teoretski bi optimalno valutno područje moglo biti i manje od zemlje. Neki ekonomisti tvrde da Sjedinjene Države, na primjer, imaju neke regije koje se ne uklapaju u optimalno valutno područje s ostatkom zemlje. Teoriju optimalnog valutnog područja uveo je šezdesetih godina prošlog stoljeća ekonomist Robert Mundell. Zasluge su često za Mundella kao pokretača ideje, ali drugi ukazuju na ranije radove koje je Abba Lerner na tom području obavio, dok su Kenen (1969) i McKinnon (1963) bili daljnji razvijajući ove ideje.

Prema teoriji OCA-e, zemlja koja smatra da članstvo u valutnoj uniji mora uravnotežiti gubitak ekonomske stabilnosti (tj. gubitak nacionalne monetarne politike) i porast monetarne učinkovitosti (tj. potaknuti dobitak konkurentnosti zbog pada opće razine cijena) ukupna potražnja i poboljšani izvoz) jedinstvene valute. Baldwin i Wyplosz (2006) ističu da gubitak suverenosti ekonomske monetarne politike postaje najvažniji za članove valutne unije ako se loše integrirane zemlje članice suoče s asimetričnim makroekonomskim šokovima (Baldwin i Wyplosz, 2006).

Ekonomski šok smatra se posebno nesimetričnim ako je samo jedan dio valutne unije pogođen šokom, dok je drugi dio pošteđen ili ako se zemlje članice uvelike razlikuju u smislu utjecaja šoka na njihova gospodarstva. Dakle, ako neke zemlje u valutnoj uniji dožive šok pozitivne (negativne) potražnje, to bi dovelo do neravnoteže, jer bi proizvodnja i cijene u tim zemljama bile previsoke (niske). Zajednička središnja banka unije tada bi mogla povećati svoju novčanu ponudu i pomoći zemljama da se oporave od ekonomske snage, ali samo uz cijenu inflacije (Baldwin i Wyplosz, 2006). Dakle, u prisutnosti asimetričnog šoka, monetarna politika središnje banke za prevladavanje šoka u nekim zemljama dolazi na štetu drugih.

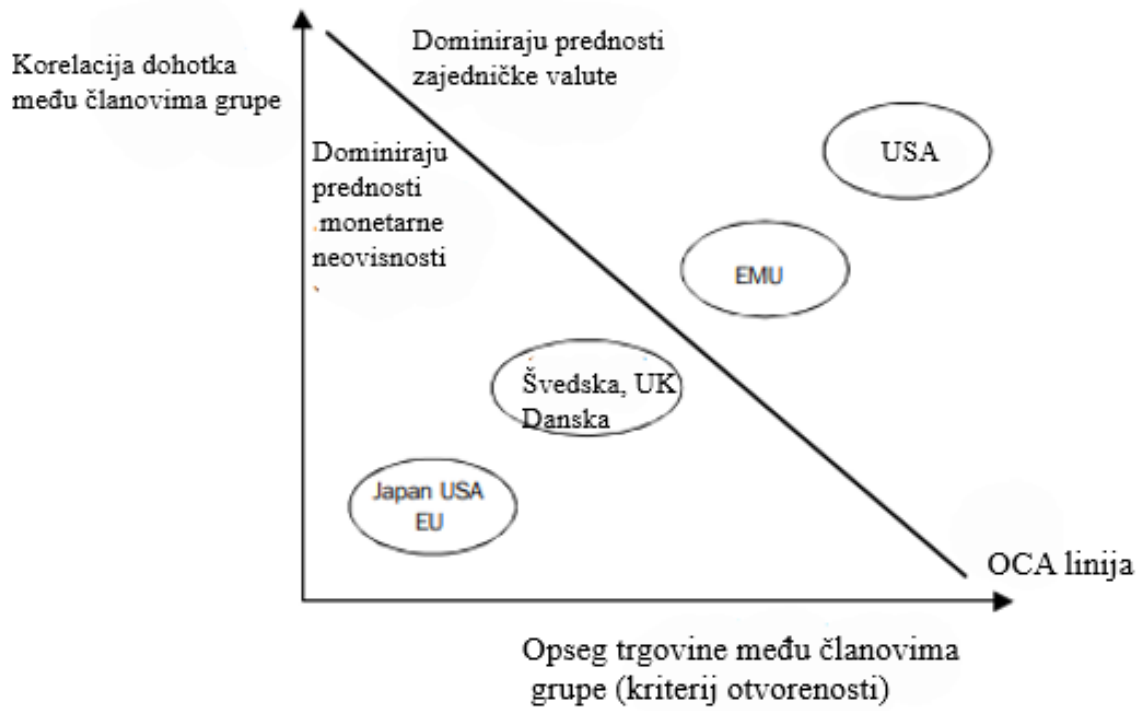
Mnogo je pitanja s kojima se bavi „nova“ teorija optimalnih valutnih područja, ali u ovom će se dijelu istražiti sljedeća pitanja: učinkovitost monetarne politike, vjerodostojnost monetarne politike, hipoteza o endogenosti i specijalizaciji optimalnih valutnih područja, korelacija i varijacija šokovi, karakter šokova, učinkovitost prilagodbi tečaja, institucije tržišta rada, sinkronizacija poslovnih ciklusa i politički čimbenici. Dobar početak u objašnjavanju tih pitanja jest vidjeti što je nedavna literatura rekla o učinkovitosti monetarne politike. Corden (1972) je tvrdio da pridruživanje valutnom području uzrokuje gubitak izravne kontrole nad monetarnom politikom i deviznim tečajem.

Neka nova gledišta izmijenila su ovu presudu. Alesina, Barro i Tenreyero (2002) tvrde da su troškovi odustajanja od monetarne neovisnosti niži što je veće udruživanje šokova među zemljama. No, Méltiz (1991) ističe da bi im se zemlje, ako se suoče s identičnim šokovima, mogle trebati različite političke odgovore na razlike zbog početnih ekonomskih položaja. Calvo i Reinhart (2002) predstavljaju nešto što je kasnije nazvano knjigom „strah od plutanja“. I njih dvoje i drugi ističu da ako zemlja ne bude u mogućnosti adekvatno koristiti monetarnu politiku, gubitak monetarne politike neće predstavljati značajan trošak.

Posljednjih godina pojavilo se posebno pitanje, a to je hipoteza o endogenosti i specijalizaciji. Kao što ističu Frankel i Rose (1997), teorija pokazuje da povećana trgovina u zajedničkom valutnom području može uzrokovati ili povećanu industrijsku specijalizaciju između regija u robama u kojima imaju komparativnu prednost, što dovodi do asinkronih poslovnih ciklusa koji rezultiraju specifičnim šokovima u industriji, ili pak povećana trgovina može rezultirati povećanom korelacijom između njihovih poslovnih ciklusa ako prevladavaju zajednički šokovi potražnje ili ako unutarindustrijska trgovina čini veći dio trgovine. Njihovo je stajalište potonje i oni tvrde da su obrasci međunarodne trgovine i korelacije međunarodnog poslovnog ciklusa endogeni, tako da predstavlja jednostavnu primjenu poznate Lucasove kritike. Slike 1 i 2 pomažu u objašnjavanju ovih problema.

Nagnuta linija OCA pokazuje da prednosti usvajanja zajedničke valute pozitivno ovise o opsegu trgovine i korelacije dohotka između zemalja. Dakle, ako zemlje međusobno trguju i / ili imaju visoku korelaciju dohotka, možda bi im bilo korisno uspostaviti valutnu uniju. Nakon toga našli bismo ih iznad OCA linije na slici 1. Frankel i Rose (1997) također ističu da nije moguće zasebno razmatrati otvorenost (stupanj integracije) i korelaciju dohotka jer korelacija poslovnih ciklusa u različitim zemljama ovisi o trgovinska integracija.

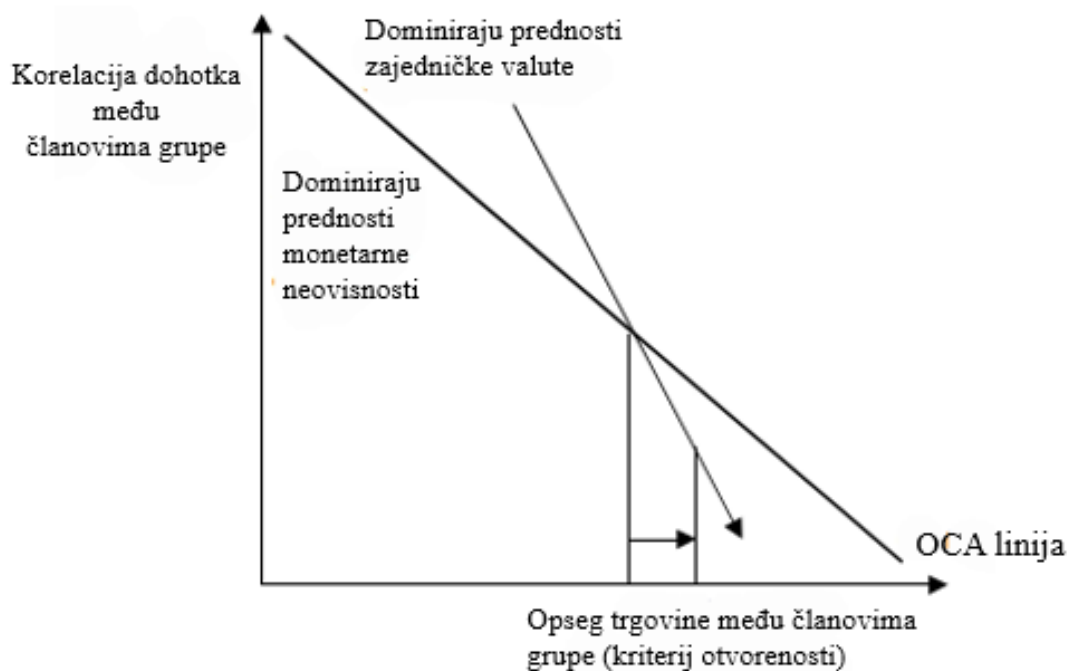
Slika 1. Otvorenost, korelacija dohotka i OCA linija



Izvor: Prevedeno prema (Frankel i Rose, 1997:23)

Frankel i Rose (1997) primjećuju da endogenost OCA kriterija znači da neki parametri poput otvorenosti i korelacije dohotka nisu nepovratno fiksni, već se oni mogu vremenom mijenjati kao odgovor na temeljne politike zemalja i na egzogene čimbenike. To znači da, čak i ako su potencijalni kandidati za valutno područje trenutno ispod OCA linije, nakon što se pridruže valutnom području, daljnja trgovinska integracija povećat će korelaciju dohotka i države će se pomicati gore i udesno kako je prikazano na slici 2, prelazeći OCA liniju.

Slika 2. Krugmanov učinak specijalizacije



Izvor: Prevedeno prema Frankel i Rose (1997:24)

Što se tiče stabilizacijske politike i korelacije šokova, Alesina, Barro i Tenreyro (2002) tvrde da su troškovi gubitka neovisne monetarne politike to niži što je veća povezanost šokova između klijenta (potencijalnog člana valutnog područja) i sidra. Što su šokovi više povezani, to će politika koju odabere sidro biti primjerena i klijentu. Ono što se pokazalo važnim nije korelacija šokova, već varijanca proizvodnje države klijenta izražena kao omjer proizvodnje države sidrišta. Ova varijanci dijelom ovisi o korelaciji rezultata (i, prema tome, temeljnih šokova), a dijelom o pojedinačnoj varijanci outputa. Na primjer, proizvodnja male zemlje može biti u velikoj korelaciji s onom u Sjedinjenim Državama, ali ako su razlike u outputu male zemlje mnogo veće od onih u Sjedinjenim Državama, tada će američka monetarna politika i dalje biti neprikladna za klijenta. "

S druge strane, Berger, Jensen i Schjelderup (2001) postavljaju drugo pitanje: jesu li simetrični šokovi zaista toliko važni? Oni predlažu relativno jednostavan model koji dovodi u pitanje tradicionalnu fleksibilnost u odnosu na vjerodostojnost u pogledu izbora tečaja. U monetarnoj politici koriste paritet kupovne moći i standardni model razdoblja vjerodostojnosti poput Kydlanda i Prescottta (1977) ili Barra i Gordona (1983). Prema svom modelu privatni agenti u maloj zemlji postavljaju svoja očekivanja o inflaciji rano u tom razdoblju, prije nego što se primijete šokovi. Nakon uočavanja šokova, vlasti vode monetarnu politiku kako bi se suprotstavile štetnim učincima.

Model je razvijen kasnije pa je jasno kako stupanj i smjer korelacije između šokova koji se prelijevaju iz zemlje sidra i šokova rođenih u zemlji u zemlji koja veže utječu na domaće gospodarstvo. Izvode tri osnovna zaključka. Prvo, pokazuju da negativno korelirani šokovi jačaju argumente za utvrđivanje tečaja. Drugo, pokazuju da povećanje standardne devijacije šokova nedvosmisleno slabi slučaj za fiksni tečaj onda i samo ako je korelacija šokova nenegativna.

Na kraju, jedna od značajki modela je proxy za nominalne krutosti. Ovaj proxy pokazuje u kojoj mjeri nominalni šokovi imaju stvarne učinke. Oni se koriste prethodnim empirijskim, kao i teoretskim istraživanjima koji pokazuju da, nakon usvajanja klina, nominalne krutosti postaju sve dublje. Ta činjenica, zajedno s negativno koreliranim šokovima, omogućuje im da pokažu da doista dolazi do fleksibilnosti nakon vezivanja.

## **2.1. Zemlje i valute**

Godine 1947. u svijetu je bilo 76 neovisnih država, dok ih danas ima 195 odnosno 193 države članice UN-a i dvije države koje to nisu države, Sveta Stolica i Država Palestina. Mnoge su današnje zemlje male, odnosno 1995. godine 87 zemalja imalo je manje od 5 milijuna stanovnika. U razdoblju između I. i II. Svjetskog rata međunarodna trgovina se srušila, a međunarodne granice gotovo smrznule. Suprotno tome, nakon završetka Drugog svjetskog rata broj se zemalja gotovo utrostručio, a volumen međunarodne trgovine i financijskih transakcija dramatično se povećao. Ova dva razvoja vide se kao međusobno povezane. Prvo, male zemlje su ekonomski održive kad im je tržište u relativno slobodnoj trgovini. Drugo, male zemlje imaju interes za

održavanje otvorenih granica, stoga treba očekivati obrnutu povezanost između prosječne veličine zemlje i stupnja trgovinske otvorenosti i financijske integracije.

Autori Alesina i Spolaore (2002) pokazuju da ta povezanost ne odražava samo označavanje međuregionalne trgovine kao međunarodne trgovine kada se zemlje razdvoje (Alesina i Spolaore, 2002). Zapravo, sličan obrazac povezanosti vrijedi ako se mjeri integracija u svjetsku trgovinu obujmom međunarodne trgovine među zemljama koje nisu promijenile svoje granice. Alesina i Spolaore detaljno govore o ovim pitanjima i iznose trenutne i povijesne dokaze o odnosu između formacije zemalja i međunarodne trgovine.

Broj neovisnih valuta znatno se povećao, do nedavno gotovo istim tempom kao i broj neovisnih zemalja. Godine 1947. u optjecaju je bilo 65 valuta, dok je 2001. bilo 169. Između 1947 i 2001, omjer broja valuta i broja zemalja ostao je otprilike konstantan i iznosio je oko 85 posto (Alesina, Spolaore, 2002).

Dvanaest tih valuta, u Europi, sada je zamijenjeno s eurom, tako da sada imamo 157 valuta. Povećanje broja zemalja i produbljivanje ekonomske integracije trebalo bi stvoriti tendenciju stvaranja valutnih područja u više država, osim ako se ne vjeruje da neka zemlja uvijek definira optimalno valutno područje. Jedna implikacija Mundell-ove analize je da se političke granice i valutne granice ne moraju uvijek podudarati. U stvari, kako navode Alesini i Spolaore, male zemlje mogu napredovati u svijetu slobodne trgovine i otvorenim financijskim tržištima (Alesina, Spolaore, 2002).

Ipak, tim malim zemljama možda nedostaje veličina potrebna da se učinkovito osiguraju neka javna dobra koja su podložna velikim ekonomijama razmjera ili značajnim eksternalijama. Valuta može biti jedna od tih dobara: mala država može biti premala da bi neovisni novac bio učinkovit. Drugim riječima, različite etničke, jezične ili kulturološki različite skupine mogu uživati političku neovisnost stvarajući svoju državu. Istovremeno, ova odvojena država može izbjeći dio troškova ekonomski malih korištenja drugih zemalja pružanjem nekih javnih dobara, poput valute. Zemlja po definiciji predstavlja optimalnu valutnu oblast samo ako narodni novac gleda kao kritični simbol nacionalnog ponosa i identiteta.

Međutim, ponekad oblici nacionalističkog ponosa dovode zemlje u katastrofalne postupke. Stoga, argument da nacionalna valuta zadovoljava nacionalistički ponos ne čini neovisan novac



ekonomski ili politički poželjnim. Što se tiče nacionalnog identiteta, jezik i kultura djeluju mnogo važnije od valute, ali mnoge su zemlje voljno zadržale jezik svojih nekadašnjih kolonizatora. Štoviše, mnoge zemlje u kojima je izložena ekstremna inflacija, poput Južne Amerike, često su mijenjale nazive svog novca, pa čak ni sentimentalna vezanost za naziv „peso“ ili „dolar“ izgleda da nije toliko bitna. U svakom slučaju, kao što je već spomenuto, može se uočiti nedavna tendencija ka formiranju monetarnih područja u više država (Anderson, Wincoop, 2001). U sljedećem desetljeću omjer valuta i neovisnih zemalja može se značajno smanjiti, počevši od uvođenja eura 2002. godine.

## **2.2. Troškovi i koristi zajedničke valute**

Granice zemalja važne su za trgovinske tokove, odnosno dvije regije iste zemlje međusobno se puno više trguju nego što bi to bio slučaj kada bi ih razdvojila međunarodna granica. McCallum (1995) se osvrnuo na američko-kanadsku trgovinu 1988. godine i sugerirao da je taj učinak izuzetno velik, odnosno trgovina između kanadskih pokrajina procjenjuje se na nevjerojatnih 2200% veće nego u ostalim usporedivim pokrajinama i državama (McCallum, 1995). Rad Andersona i van Wincoopa (2001) tvrdi da je taj utjecaj s američko-kanadskom granicom bio pretjeran, ali je i dalje značajan: procjenjuje se da će postojanje međunarodne granice smanjiti trgovinu među industrijski razvijenim zemljama za 30% i između Sjedinjenih Država i Kanade za 44% (Anderson i Wincoop, 2001).

Pitanje je što objašnjava zašto državne granice toliko znače za trgovinu čak i kad ne postoje izričita trgovinska ograničenja. Između ostalog, granice zemlje obično su povezane s različitim valutama. Stoga, s obzirom na to da su granični učinci tako veliki, uklanjanje jednog izvora graničnih troškova - promjena valuta - moglo bi imati velik utjecaj na trgovinu.

Alesina i Barro (2002) istražuju odnos između valutnih sindikata i trgovinskih tokova. Oni modeliraju usvajanje zajedničke valute kao smanjenje troškova trgovanja „ledenim brijegom“ između dviju zemalja (Alesina, Barro, 2002). Utvrđuju da, pod razumnim pretpostavkama o elastičnosti supstitucije između dobara, zemlje koje trguju više jedna s drugom imaju više koristi od prihvaćanja iste valute. Dakle, zemlje koje trguju više jedna s drugom teže dobivaju više od usvajanja iste valute. Također, manje zemlje bi trebale biti sklonije odustati od svojih valuta.

Dakle, kako se broj zemalja povećava (a njihova prosječna veličina smanjuje), broj bi se valuta u svijetu trebao povećavati manje nego proporcionalno.

Razmjeri jedinstvene valute i eurozona ujedno otvaraju nove mogućnosti na razini svjetskoga gospodarstva. Jedinstvena valuta razlog je zbog kojeg je eurozona trećim zemljama privlačna regija za poslovanje te tako doprinosi promicanju trgovine i ulaganja. Zbog razboritog je gospodarskog upravljanja euro postao privlačna rezervna valuta za treće zemlje, a eurozona ima veću težinu na svjetskoj gospodarskoj sceni.

Gospodarska stabilnost eurozone koja je rezultat razmjera i savjesnog upravljanja, čini ga otpornijim na tzv. vanjske gospodarske poremećaje, tj. nagle gospodarske promjene koje mogu nastati izvan eurozone i poremetiti nacionalna gospodarstva, primjerice rast cijena nafte u cijelom svijetu ili previranja na svjetskim valutnim tržištima. Veličina i snaga eurozone omogućuju mu da lakše apsorbira takve vanjske poremećaje bez gubitka radnih mjesta i smanjenja rasta (Alesina, Barro, 2002).

### **2.3. Kriteriji optimalne valutne zone**

OCA teorija nudi skup kriterija pomoću kojih se može procijeniti podobnost zemlje za članstvo u valutnoj uniji. Ovi se kriteriji mogu podijeliti u dvije skupine. Prvu skupinu čine kriteriji koji smanjuju izloženost zemalja članica asimetričnim šokovima, odnosno sličnost ekonomske strukture, otvorenost/unutarregionalna trgovina i nizak stupanj specijalizacije. Drugi sadrži kriterije koji olakšavaju prilagođavanje asimetričnim šokovima, tj. homogenost preferencija, mobilnost faktora i transferna plaćanja.

Teorija optimalnog područja valuta (OCA) kaže da bi određena područja koja nisu ograničena nacionalnim granicama imala koristi od zajedničke valute. Drugim riječima, geografskim regijama možda bi bilo bolje koristiti istu valutu umjesto da svaka zemlja unutar te geografske regije koristi svoju valutu. Teoriju optimalnog područja valuta (OCA) 1961. razvio je kanadski ekonomist Robert Mundell na temelju ranijih radova Abbe Lerner.

Pretpostavlja se da postoji optimalno geopolitičko područje koje bi trebalo dijeliti valutu, ali to geopolitičko područje ne mora nužno odgovarati nacionalnim granicama (Feenstra, Taylor,

2014). Optimalno valutno područje može biti više nacija, dijelovi nekoliko zemalja i regija unutar jedne nacije. Koncept se temelji na ideji da se ekonomska učinkovitost maksimizira na temelju područja koja dijele određene osobine.

Teorija kaže da postoje četiri kriterija za optimalno valutno područje (Feenstra, Taylor, 2014):

1. Veliko, dostupno i integrirano tržište rada koje omogućava radnicima da se slobodno kreću po cijelom području i izgladuju nezaposlenost u bilo kojoj pojedinoj zoni.
2. Fleksibilnost cijena i plaća, zajedno s mobilnošću kapitala, kako bi se eliminirale regionalne trgovinske neravnoteže.
3. Centralizirani proračun ili kontrola za preraspodjelu bogatstva na dijelove područja koji trpe zbog radne snage i mobilnosti kapitala. Ovo je politički teško, jer bogati dijelovi regije možda neće htjeti raspodijeliti svoj višak onima kojima nedostaje.
4. Regije koje sudjeluju imaju slične poslovne cikluse i vremenske okvire za dobivanje ekonomskih podataka kako bi se izbjegli ekonomski šokovi u bilo kojem području.

Gledajući prvu skupinu kriterija, Eichengreen (1997) ukazuje na važnost sličnosti zemalja u gospodarskoj strukturi. Izloženost valutne unije asimetričnim šokovima smanjuje se ako su razlike među državama članicama male. To je zato što je osjetljivost na ekonomski šok usporediva u svim zemljama, a monetarna će politika služiti svim zemljama članicama na sličan način. Kriterij otvorenosti koji su opisali Baldwin i Wyplosz (2006) a prvotno ih je uveo McKinnon, sugerira da prethodni tečaj ne znači ozbiljan gubitak neovisnosti politike za zemlje članice koje su vrlo otvorene za međunarodnu trgovinu (Eichengreen, 1997).

Nominalni tečaj više nije važan alat za prilagođavanje vrlo otvorenih zemalja, jer promjene njegove nominalne vrijednosti brzo prate promjene domaćih cijena, čime stvarni tečaj ne utječe. Smatra se da će unutarregionalna trgovina unutar monetarne unije potaknuti integraciju proizvodnih tržišta i stoga poticati ekonomsku integraciju uskim trgovinskim vezama. Konačno, nizak stupanj specijalizacije podrazumijeva da je učinak šokova specifičnih za sektor relativno mali ako zemlje proizvode širok spektar proizvoda.

Kad se radi o drugoj skupini kriterija OCA, homogenost preferencija smatra se ključnim preduvjetom kako bi se zajamčilo učinkovito upravljanje krizama. Kako se monetarna politika prebacuje na nadnacionalnu razinu, konsenzus o načinu rješavanja asimetričnih šokova postaje

nužni uvjet monetarne politike koja služi kao jedinstveni pristup cijeloj valutnoj uniji. Faktorska mobilnost obuhvaća slobodno kretanje radne snage i kapitala. Kako Mundell (1961) ističe, stanovnici slabijih regija mogu preći u napredne regije (Engel i Rogers, 2004). Uz to, Eichengreen identificira kretanje kapitala kao alternativni alat za stabilizaciju.

Međunarodni tokovi kapitala smanjuju opasnost od problema s platnom bilancom koji rezultiraju devalvacijom i gubicima kapitala za strane ulagače, jer se novac lako može preusmjeriti u povoljnija ulaganja. Prijenosni sustav također može pridonijeti prevladavanju ekonomskih šokova. Transferi plaćanja mogu podržati oporavak depresivnih zemalja ako zemlja koja riskira klizanje u recesiju primi transferna plaćanja iz drugih zemalja članica (Baldwin i Wyplosz, 2006).

Kriteriji konvergencije eura (poznati i kao kriteriji iz Maastrichta) kriteriji su koje države članice Europske unije moraju ispuniti za ulazak u treću fazu Ekonomske i monetarne unije (EMU) i usvajanje eura kao svoje valute. Punopravno članstvo u EMU otvoreno je samo za države članice EU. Međutim, europske mikro države Andora, Monako, San Marino i Vatikan, koje nisu članice EU, potpisale su monetarne sporazume s EU koji im omogućuju službeno usvajanje eura i izdavanje vlastite varijante euro kovanica. Sve su te države prethodno koristile jednu od valuta eurozone zamijenjenu eurom ili valutu vezanu za jednu od njih. Te države nisu članice eurozone i nemaju sjedište u Europskoj središnjoj banci (ECB) ili Euroskupini (Baldwin, Wyplosz, 2006).

Kao dio ugovora o EU, sve države članice EU obvezne su se pridržavati Pakta stabilnosti i rasta, koji služi kao okvir za osiguravanje stabilnosti cijena i fiskalne odgovornosti, usvojile su identična ograničenja za vladin proračunski deficit i dug kao kriteriji konvergencije. Zbog činjenice da nekoliko zemalja nije izvršilo dovoljnu razinu fiskalne odgovornosti tijekom prvih 10 godina života eura, nedavno su uvedene dvije velike reforme. Prva reforma bila je *Sixpack* koja je na snagu stupila u prosincu 2011. godine, a u siječnju 2013. godine uslijedio je još ambiciozniji Fiskalni ugovor, koji je potpisalo 25 od tada 27 država članica EU (Baldwin, 2006).

Prvi fiskalni kriterij konvergencije nalaže kako razina proračunskog manjka ne smije prelaziti 3% BDP-a. Drugi fiskalni kriterij konvergencije nalaže kako razina javnog duga ne smije prelaziti 60% BDP-a. Stabilnost cijena glavni je cilj Europske središnje banke u provođenju monetarne politike. Kako bi se osiguralo da se razina cijena nalazi u prihvatljivim intervalima, ugovorom iz

Maastrichta uvjetuju se države članice koje se spremaju prihvatiti euro da se pridržavaju inflacijskog kriterija (Baldwin i Wyplosz, 2006).

Naime, Maastrichtom se nalaže da inflacija ne bude viša od 1,5 postotnih bodova u odnosu na prosjek inflacije triju zemalja s najnižom stopom inflacije. Četvrti Maastrichtški kriterij odnosi se na kamatne stope. Naime, predviđeno je da dugoročna nominalna kamatna stopa ne bude biti viša od 2 postotna boda u odnosu na prosječnu visinu dugoročnih kamatnih stopa triju zemalja s najnižim dugoročnim kamatnim stopama (Engel i Rogers, 2004).

Profesor na Princetonu i međunarodni ekonomist Peter Kenen predložio je dodavanje petog kriterija diverzifikacije proizvodnje u geopolitičkom području. Neki ekonomisti također tvrde da bi Sjedinjene Države trebale biti podijeljene na nekoliko manjih valutnih područja, jer država u cjelini ne odgovara kriterijima navedenim u Mundellovoj izvornoj teoriji OCA. Ekonomisti su izračunali da se jugoistočna i jugozapadna regija Sjedinjenih Država ne uklapaju nužno u ostatak zemlje kao optimalno valutno područje (Baldwin, 2006).

Često citirani kao glavni primjer teorije optimalne valute, mnogi ukazuju na euro kao dokaz djelovanja OCA teorije. Međutim, neki tvrde da to područje nije zadovoljilo četiri kriterija kako ih je postavila Mundellova teorija u vrijeme stvaranja eura 1991. Taj je nedostatak udovoljavanja, kako kažu, razlog zbog kojeg se eurozona borila od svog osnutka (Mundell, 1961). Zapravo, teorija OCA stavljena je na kušnju 2010. godine jer su problemi s državnim dugom s kojima su se suočavale mnoge teško zadužene države u Europi prijetili opstojnosti Europske unije, stvarajući ozbiljan pritisak na euro.

Prema Global Financial Integrity, neprofitna organizacija smještena u Washingtonu DC, periferne zemlje EU-a poput Irske, Portugala, Španjolske i Grčke doživjele su usporeni rast, nedostatak međunarodne konkurentnosti i posjedovanje radne snage koja je bila neproduktivna. Kako su se te ekonomije usporevale, privatni je kapital bježao, neki u druga jača gospodarstva eurozone, a neki u druge zemlje. Također, zbog jezika, kulture i poteškoća na daljinu, radna snaga u eurozoni nije fluidna ili pokretna. Plaće nisu ujednačene ni u geopolitičkom području (Feenstra, Taylor, 2014).

Europa doista postiže dobre rezultate u nekim mjerama koje karakteriziraju OKS (poput simetrije šokova). Promatrajući korelaciju stope rasta BDP-a u regiji s cijelom zonom, zemlje eurozone

pokazuju nešto veće korelacije u odnosu na države SAD-a. Međutim, mobilnost radne snage niža je od Sjedinjenih Država, vjerojatno zbog jezičnih i kulturoloških razlika. Prema O'Rourkeovom radu, više od 40% stanovnika SAD-a rođeno je izvan države u kojoj žive. U eurozoni je samo 14% ljudi rođeno u zemlji koja nije drugačija od one u kojoj žive.

Zapravo, američko se gospodarstvo približavalo jedinstvenom tržištu rada u devetnaestom stoljeću. Međutim, za većinu dijelova eurozone takve razine mobilnosti radne snage i integracije tržišta rada i dalje su daleka perspektiva. Nadalje, američko gospodarstvo, sa središnjom saveznom fiskalnom vlašću, ima stabilizacijske transfere. Kada je država u SAD-u u recesiji, svaki pad BDP-a te države za 1 USD imao bi nadoknađujući transfer od 28 centi. Takvi stabilizacijski transferi nisu prisutni ni u eurozoni ni u EU, stoga se ne mogu osloniti na fiskalni federalizam da izgladi regionalne ekonomske poremećaje. Europska kriza, međutim, možda gura EU prema više saveznim moćima u fiskalnoj politici (Baldwin, 2006).

### 3. EUROZONA

Eurozona je monetarna unija 19 zemalja članica u Europsku uniju koje su uvele euro kao glavnu valutu i jedino zakonsko sredstvo plaćanja. eurozonu čine Austrija, Belgija, Cipar, Estonija, Finska, Francuska, Njemačka, Grčka, Irska, Italija, Latvija, Litva, Luksemburg, Malta, Nizozemska, Portugal, Slovačka, Slovenija i Španjolska. Ostale države EU (osim Danske) obvezne su se pridružiti kad ispune kriterije za to. Andora, Monako, San Marino i Vatikan imaju formalne sporazume s EU da euro koriste kao službenu valutu i izdaju vlastite kovanice. ESB, kojim upravlja predsjednik i odbor šefova nacionalnih središnjih banaka, određuje monetarnu politiku zone (Alesina, Spolaore, 2002).

Glavni zadatak ECB-a je držati inflaciju pod kontrolom. Iako za valutnu uniju ne postoji zajednička zastupljenost, upravljanje ili fiskalna politika, određena suradnja odvija se kroz Euroskupinu, koja donosi političke odluke u vezi s eurozonom i eurom. Euroskupinu čine ministri financija država eurozone, ali u hitnim slučajevima nacionalni čelnici također čine Euroskupinu. Od financijske krize 2007.-2008., eurozona je uspostavila i koristila odredbe za odobravanje hitnih zajmova državama članicama u zamjenu za donošenje ekonomskih reformi.

Eurozona se odnosi na gospodarsku i geografsku regiju koja se sastoji od svih zemalja Europske unije (EU) koje euro uključuju kao svoju nacionalnu valutu. 1992. godine Ugovorom iz Maastrichta stvorena je EU i utrt put za stvaranje zajedničke ekonomske i monetarne unije koja se sastoji od središnjeg bankarskog sustava, zajedničke valute i zajedničke ekonomske regije, eurozone (De Grauwe, 2011).

Eurozona je jedna od najvećih ekonomskih regija na svijetu, a njena valuta euro smatra se jednom od najlikvidnijih u usporedbi s drugima. Valuta ove regije nastavlja se razvijati s vremenom i zauzima istaknutiji položaj u rezervama mnogih središnjih banaka. Često se koristi kao primjer pri proučavanju trilema, ekonomske teorije koja pretpostavlja da nacije imaju tri mogućnosti pri donošenju odluka u vezi s međunarodnom monetarnom politikom.

Iz različitih razloga nisu sve države EU članice eurozone. Na primjer Danska se isključila iz pridruživanja, iako to može učiniti u budućnosti. Neke države EU još nisu ispunile uvjete potrebne za pridruživanje eurozoni. Druge se zemlje odlučuju za korištenje vlastite valute

održavanja svoje financijske neovisnosti u pogledu ključnih ekonomskih i monetarnih pitanja (De Grauwe, 2011).

Da bi se pridružile eurozoni i koristile euro kao svoju valutu, države EU moraju ispuniti određene konvergencijske kriterije ili zahtjeve. Kriteriji se sastoje od četiri makroekonomska pokazatelja koja se usredotočuju na stabilnost cijena, zdrave i održive javne financije, trajnost konvergencije i stabilnost tečaja. Da bi država EU pokazala stabilnost cijena, mora imati održiv cjenovni učinak i prosječnu inflaciju ne veću od 1,5 postotnih bodova iznad stope tri države članice s najboljim učinkom.

Da bi se pokazale zdrave javne financije, vladini se deficiti i dugovi preispituju i moraju pokazati da vlada nije pod pretjeranim pritiskom deficita. Trajnost konvergencije nacije procjenjuje se kroz njene dugoročne kamatne stope, koje ne bi trebale biti veće od 2 postotna boda iznad stope tri države članice s najboljim učinkom u smislu stabilnosti cijena. Na kraju, država mora pokazati stabilnost deviznog tečaja sudjelujući u Mehanizmu deviznih tečajeva najmanje dvije godine bez ozbiljnih tenzija i bez devalvacije u odnosu na euro (Busch, Grömling, Matthes, 2011).

Usvajanjem eura, gospodarstva članica eurozone postaju integriranija. Ovom ekonomskom integracijom mora se pravilno upravljati kako bi se spoznale sve blagodati jedinstvene valute. Stoga se eurozona također razlikuje od ostalih dijelova EU-a svojim ekonomskim upravljanjem - posebno oblikovanjem monetarne i ekonomske politike (De Larosière, 2012).

1. Monetarna politika u eurozone u rukama je neovisnog Eurosustava koji se sastoji od Europske središnje banke (ECB) sa sjedištem u Frankfurtu u Njemačkoj i nacionalnih središnjih banaka država članica eurozone. Kroz svoje Upravno vijeće, ESB definira monetarnu politiku za cijelu eurozonu- jedinstvenu monetarnu vlast s jedinstvenom monetarnom politikom i primarnim ciljem održavanja stabilnosti cijena.
2. Unutar eurozone ekonomska politika ostaje u velikoj mjeri odgovornost država članica, ali nacionalne vlade moraju koordinirati svoje ekonomske politike kako bi postigle zajedničke ciljeve stabilnosti, rasta i zapošljavanja. Koordinacija se postiže nizom struktura i instrumenata, a Pakt stabilnosti i rasta (SGP) je središnji. SGP sadrži dogovorena pravila za fiskalnu disciplinu, poput ograničenja vladinog deficita i državnog



duga, koja moraju poštivati sve države članice EU-a, iako samo države eurozone podliježu sankcijama - financijskim ili na neki drugi način - u slučaju da ne -usklađenost.

3. Provedba gospodarskog upravljanja EU-om organizira se svake godine u ciklusu, poznatom kao Europski semestar (De Larosière, 2012).

Zemlje dobivaju brojne pogodnosti za usvajanje eura. Manji imaju prednost što ih podržavaju europska moćna gospodarstva, Njemačka i Francuska. Euro ovim slabijim zemljama omogućuje uživanje nižih kamatnih stopa . To je zato što euro ulagačima nije bio toliko rizičan kao valuta s manje potražnje korisnika i trgovaca. Tijekom godina ove niže kamatne stope dovele su do više stranih ulaganja . To je potaknulo ekonomije manjih država.

Neki kažu da su razvijenije zemlje požnjele veće nagrade od eura. Njihove veće tvrtke mogle bi proizvoditi više po nižim troškovima, što bi imalo koristi od ekonomije razmjera . Svoju jeftinu robu izvezili su u manje razvijene zemlje eurozone. Manje tvrtke nisu mogle konkurirati.

Te su veće tvrtke također profitirale od jeftinih ulaganja u manje razvijena gospodarstva. To je povećalo cijene i plaće u manjim zemljama, ali ne i one veće. Veće tvrtke stekle su još veću konkurentsku prednost . U određenom smislu, euro im je omogućio izvoz inflacije koja obično dolazi s fazom širenja poslovnog ciklusa . Uživali su u prednostima velike potražnje i proizvodnje bez plaćanja veće cijene (De Grauwe, 2011).

Uz sve ove prednosti, zašto preostalih osam članica EU nisu usvojile euro? Neke se zemlje nerado odriču nekih ovlasti nad svojom monetarnom i fiskalnom politikom kad se pridruže eurozoni. Usvajanje eura znači da zemlje također gube mogućnost ispisa svoje valute. Ta im sposobnost omogućuje kontrolu inflacije povećanjem kamatnih stopa ili ograničavanjem novčane mase. Moraju zadržati godišnji proračunski deficit manji od 3% bruto domaćeg proizvoda. Njihov omjer duga i BDP-a mora biti manji od 60%. Mnogi jednostavno nisu uspjeli smanjiti potrošnju dovoljno da bi ispunili ovaj kriterij.

Tablica 1. Omjer javnog duga i BDP-a u postocima za zemlje eurozone. Kriterij konvergencije eura iznosi 60%.

Zemlja	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Eurozona</b>	90.7	92.6	92.8	90.9	90	87.8	85.8	84.1
<b>Austrija</b>	81.9	81.3	84	84.9	89.2	78.3	74	70.4
<b>Belgija</b>	104.8	105.5	107	105.2	104.9	101.7	99.8	98.6
<b>Cipar</b>	80.3	104	109.2	107.5	103.4	93.9	100.6	95.5
<b>Estonija</b>	9.8	10.2	10.6	10	10.2	9.3	8.4	8.4
<b>Finska</b>	53.6	56.2	59.8	63.6	63.2	61.3	59.6	59.4
<b>Francuska</b>	90.6	93.4	94.9	95.6	98	98.3	98.1	98.1
<b>Njemačka</b>	81.1	78.7	75.7	72.1	69.2	65.3	61.9	59.8
<b>Grčka</b>	159.6	177.4	178.9	175.9	178.5	176.2	181.2	176.6
<b>Irska</b>	119.9	119.9	104.4	76.7	73.8	67.7	63.5	58.8
<b>Italija</b>	126.5	132.5	135.4	135.3	134.8	134.1	134.8	134.8
<b>Latvija</b>	42.4	40.3	41.6	37.3	40.9	39.3	37.2	36.9
<b>Litva</b>	39.8	38.7	40.6	42.6	39.7	39.1	33.8	36.3
<b>Luksemburg</b>	22	23.7	22.7	22	20.1	22.3	21	22.1
<b>Malta</b>	67.8	68.4	63.4	58	55.5	50.3	45.6	43.1
<b>Nizozemska</b>	66.2	67.7	67.8	64.6	61.9	56.9	52.4	48.6
<b>Portugal</b>	129	131.4	132.9	131.2	131.5	126.1	122	117.7
<b>Slovačka</b>	51.8	54.7	53.5	51.9	52	51.3	49.4	48
<b>Slovenija</b>	53.6	70	80.3	82.6	78.7	74.1	70.4	66.1
<b>Španjolska</b>	86.3	95.8	100.7	99.3	99.2	98.6	97.6	95.5

Izvor:

(<https://ec.europa.eu/eurostat/tgm/table.do?tab=table&init=1&language=en&pcode=teina225&plugin=1>)

### 3.1. Povijest Eurozone

Francuski ministar vanjskih poslova Robert Schuman 9. svibnja 1950. godine predložio je prve sastavne dijelove onoga što će kasnije postati jedan od najvećih eksperimenata u političkoj, ekonomskoj i socijalnoj integraciji dvadeset prvog stoljeća i šire: Europska unija. Stvaranjem Europske zajednice za ugljen i čelik (ECSC) u Pariškom ugovoru, potpisanom 1951., zemlje zapadne Europe, koje su se stoljećima borile i uništavale dva svjetska rata, konačno su povezale svoju tešku industriju ugljena i proizvodnja čelika kako bi se spriječilo bilo koju državu da samostalno gradi oružje neophodno za buduće sukobe (Engel, Rogers, 2004). Ono što bi uslijedilo u sljedećih šezdeset godina ne bi bilo ništa posebno.

Europu su ozbiljno oslabile valutna previranja krajem 1960-ih i početkom 1970-ih. Kombinirani učinak devalvacije francuskog franaka, revalorizacija njemačke marke prema gore i kolaps Bretton Woods International Monetarnog sustava destabilizirali su europska tržišta. Nadalje, devizni tečajevi između valuta država članica morali su biti utvrđeni prije stvaranja zajedničkog tržišta. Njemački ministar financija i ekonomskih poslova Karl Schiller zagovarao je rigoroznu politiku stabilnosti u cilju rješavanja krize. Francuska je isprva oklijevala, ali onda je podržala njemačku ideju postizanja monetarne stabilnosti. Europska valuta zmijski stvorena je Sporazumom iz Bazela potpisanim 10. travnja 1972. godine (De Grauwe, 2011).

Prema tom sporazumu, guverneri središnjih banaka smanjili su maržu unutar koje bi tečaj valuta EEZ mogao varirati. Dok je pod sustavom zmijski u tunelu valuta mogla fluktuirati 2,25% s obje strane fiksnog pariteta, zmijski sustav dopuštao je maksimalni zanos od 2,25% oko fiksnog pariteta. Kao rezultat toga, marža je smanjena za polovinu u odnosu na ono što je dogovoreno u Smithsonian Institution u Washingtonu 18. prosinca 1971. Intervencija središnjih banaka EEZ-a automatski je pokrenuta kada su dosegnute vanjske granice fluktuacije (Eichengreen, 1997).

Računska jedinica, čija je vrijednost definirana u odnosu na zlato, zamijenila je dolar kao obračunsku valutu u Europskoj ekonomskoj zajednici. Tako je stvorena europska valuta zmijski, kojoj je dopušteno kretanje u svom tunelu s maksimalnom varijacijom od 4,5%. U nedostatku prave monetarne unije, zmijski je djelovala kao steznik koji je pružio zonu relativne stabilnosti u pozadini međunarodnog monetarnog kaosa. Tri buduće članice EEZ-a - Ujedinjeno Kraljevstvo, Irska i Danska - već su bile u tunelu i pridružile se zmijskom sustavu 1. svibnja 1972. Međutim,

nisu dugo ostale jer su njihove valute bile pod špekulativnim napadom i nisu mogle držati se uskih margina koje nameće sustav. Tada je funta sterlinga, irski punt i danska kruna smjeli plutati. Funta funte sterlinga čak je bila prisiljena napustiti tunel u lipnju 1972. godine. Napetosti između Francuske i Njemačke ponovno su se pojavile kad je Karl Schiller zahtijevao da Francuska nastavi podržavati dolar (Calvo, Reinhart, 2002). Već pod žestokom vatrom zbog svog ranijeg prijedloga da sve europske valute trebaju plutati, njemački ministar financija i ekonomskih poslova bio je ovom prilikom kritiziran do te mjere da je bio prisiljen dati ostavku u srpnju 1972. godine.

Maksimalni raspon između najjače i najslabije EEZ valute naglo se suzio rano u ožujku 1972. kada je postao poznat sporazum između ministara financija o smanjenju unutareuropskih marži. Predviđajući službenu akciju, tržišni operateri brzo su ponudili najslabiju valutu Zajednice - talijansku liru, koja je prethodno kotirala na oko 3,20 posto ispod najjačih valuta Zajednice, belgijskog franka i nizozemskog guldana - u roku od narednih dana sastanku ministara financija. Tako je utvrđen maksimalni dogovoreni raspon između europskih valuta prije nego što je shema formalno puštena u rad 24. travnja 1972 (Busch, Grömling, Matthes, 2011).

Do sredine lipnja zmiya je ostala uglavnom stabilna u gornjoj polovici tunela. Francuski i belgijski franak, kotirani blizu njihovih gornjih interventnih točaka prema američkom dolaru, činili su gornju granicu, dok su talijanska lira i kasnije sterlingi i danska kruna predstavljali donju granicu oko svojih središnjih stopa. U međuvremenu se povećala tjeskoba oko izgleda britanske platne bilance i pritisak na sterling doveo je funtu na donju granicu opsega Zajednice. U trećem tjednu lipnja, Engleska banka i ostale središnje banke zemalja članica morale su kupiti oko 1.000 milijuna funti kako bi održale dogovoreni raspon (De Larosière, 2012).

Kako bi spriječila daljnji gubitak pričuva, britanska vlada odlučila je 23. lipnja privremeno obustaviti poštivanje tečajnih marži i dopustila sterlingu da pluta u odnosu na druge valute. Kad se pojačao pritisak na sterlinge, talijanska lira i danska kruna također su naglo opale. Većina sredstava iz tih zemalja, posebno Ujedinjenog Kraljevstva, slijevala se u druge jače valute Zajednice, ali dio je također prebačen u američke dolare. Kako su tri valute depresirale u odnosu na američki dolar, ostale su valute Zajednice također padale u odnosu na dolar, povlačeći zmiyu niže u tunelu (De Larosière, 2012).

Neposredno nakon što je sterlingu dopušteno plutati, špekulativna pažnja preusmjerena je na američki dolar i jače su valute Zajednice naglo porasle, što odražava sumnju hoće li se zadržati struktura tečaja dogovorenog na Smithsonianu. Brojne su središnje banke intervenirale u velikoj mjeri na deviznim tržištima kako bi spriječile rast svojih valuta iznad dopuštenih marži. Suočeni s masovnim priljevima sredstava, monetarne vlasti većine europskih zemalja službeno su zatvorile devizna tržišta 23. lipnja, a većina tržišta ostala su zatvorena do 28. lipnja. Ministri financija Zajednice održali su hitni sastanak 26. i 27. lipnja, nakon čega su potvrdili odlučnost njihovih vlada da brane i strukturu tečaja Smithsoniana i sužene marže Zajednice. Međutim, privremeno je dogovoreno da se izmijene intervencijski postupci za Italiju, tržišne operacije potpore liri mogle su se provoditi u američkim dolarima do kraja 1972. Samo su se danske vlasti osjećale nesposobnima nastaviti se pridržavati užeg pojasa; zasad bi se kruni moglo kretati unutar širih Smithsonovih granica (Eichengreen, 1997).

Nakon ponovnog otvaranja europskih deviznih tržišta, špekulativna prodaja američkih dolara protiv jakih valuta Zajednice nastavila se neko vrijeme unatoč novim mjerama kontrole tečaja koje su poduzele brojne zemlje. Tečajna su tržišta postala mirnija u drugom dijelu srpnja, posebno nakon sastanka ministara financija Zajednice u Londonu 17. i 18. srpnja, kada su sudionici tržišta postali uvjereni da druge vodeće europske valute neće biti u stanju plutati. Daljnje pooštavanje devizne kontrole u Europi i kupnja američkih dolara s njemačkom markom u New Yorku od strane Federalne rezervne banke New Yorka također su pridonijeli smirivanju tržišta (De Larosière, 2012).

Nakon ovih zbivanja, špekulativna aktivnost se znatno povukla i američki je dolar postupno oporavio. Međutim, neke su valute Zajednice - belgijski i francuski franak na početku, a kasnije samo francuski franak - ostale vrlo čvrste i kotirale su malo ispod njihovih gornjih granica, dok je talijanska lira, najslabija valuta, ostala malo iznad svog središnjeg tečaja. Kao rezultat toga, položaj opsega Zajednice ostao je prilično nepomičan u gornjoj polovici tunela u razdoblju između kraja lipnja i sredine rujna. Većina ostalih valuta Zajednice oscilirala je uvelike, uravnotežujući se postupno prema dolaru, kao što se može vidjeti iz grafikona (Calvo, Reinhart, 2002).

Oporavak dolara ubrzan je nakon sredine rujna kada su se kratkoročni fondovi slili natrag u dolarsku imovinu što je odražavalo povećano povjerenje među sudionicima na tržištu u strukturu tečaja Smithsoniana. Francuski franak, slijedeći trend ostalih valuta Zajednice, počeo je propadati, što je dopuštalo talijanskim vlastima da omoguće ublažavanje lire i prvi put u gotovo tri mjeseca sam bend Zajednice počeo se nizati. Nakon privremenog pomicanja prema gore sredinom prosinca, odražavajući prvenstveno priljev kapitala u Dansku zbog kojeg je danska kruna oblikovala gornju granicu, opseg Zajednice dosegao je najnižu razinu unutar tunela sredinom siječnja 1973. godine, kada su talijanske vlasti obnovile tržišnu intervenciju u valutama Zajednice (Calvo, Reinhart, 2002).

Do početka siječnja 1973., službene intervencije središnjih banaka Zajednice na deviznim tržištima bile su na razmjerno malim razmjerima, osim prilično česte prodaje američkih dolara od strane Talijanske banke. Međutim, Nizozemska banka povremeno je prodavala ograničene količine belgijskih franaka pod uvjetima Beneluškog sporazuma kako bi ograničila fluktuacije među valutama Beneluksa na 1,5 posto s obje strane unakrsnog pariteta.

Mirniji uvjeti na deviznim tržištima i jačanje američkog dolara naglo su završili kad su se vodeća tržišta pretvorila u nervozu i užurbanost nakon uvođenja dvostupanjskog sustava razmjene u Italiji i odluke švicarskih vlasti da se privremeno suzdrže od intervencije u razmjene. Obilna prodaja američkih dolara u gotovo svim većim centrima rezultirala je ostrim porastom valuta Zajednice, a početkom veljače masovna apsorpcija američkih dolara od strane središnje banke ponovno je postala potrebna kada su kotacije dosegle vanjske granice Smithsonianovog opsega.

Gotovo sva glavna devizna tržišta bila su zatvorena od 12. do 13. veljače. Američka vlada objavila je da traži od Kongresa da odobri smanjenje nominalne vrijednosti američkog dolara za 10 posto, a većina središnjih ili službenih tečajeva najavila je većina članova Zajednice, što odražava revalorizaciju valuta od 11,1 posto u odnosu na američki dolar. Međutim, talijanske su vlasti odlučile dopustiti da lira pluta i na komercijalnom i na financijskom tržištu, a funta sterlinga nastavila je plutati na burzama (De Larosière, 2012).

Predložena devalvacija američkog dolara i posljedična aprecijacija valuta Zajednice nisu doveli do očekivanog opuštanja spekulativnih pozicija u bilo kojem značajnijem opsegu i nisu uspjeli

uspostaviti normalnije uvjete na deviznim tržištima. Špekulativni pritisci u početku su se prebacili na međunarodna tržišta zlata, ali potkraj veljače opće nepovjerenje u postojeći sustav razmjene dovelo je do obnove masovne prodaje američkih dolara na kontinentalnim tržištima. U tim su okolnostima zemlje Zajednice odlučile da neće intervenirati na svojim deviznim tržištima nakon I. ožujka, dok su započete intenzivne konzultacije kako bi se pronašlo rješenje. Međutim, bilo je dopušteno devizno poslovanje između domaćih i stranih komercijalnih banaka te s klijentima. Kada su razmjene službeno otvorene 19. ožujka, šest članica Zajednice - Belgija, Danska, Francuska, Njemačka, Luksemburg i Nizozemska - dopustile su da njihove valute plutaju prema američkom dolaru, dok su se dogovorile da će zadržati maksimalni raspon od 2,25 posto između svojih valuta, u tu bi svrhu nastavili intervenirati u valutama Zajednice (Eichengreen, 1997).

Istodobno je njemačka marka revalorizirana za 3 posto u pogledu posebnih prava vučenja, a time i u odnosu na partnerske valute. Norveškom i Švedskoj također su se pridružile ovaj sporazum. Dakle, "zmija" je ostala živa, ali "tunel" je prestao postojati. nastavili bi intervenirati u valutama Zajednice. Istodobno je njemačka marka revalorizirana za 3 posto u pogledu posebnih prava vučenja, a time i u odnosu na partnerske valute. Norveška i Švedska također su se pridružile ovom sporazumu. Dakle, "zmija" je ostala živa, ali "tunel" je prestao postojati. nastavili bi intervenirati u valutama Zajednice. Istodobno je njemačka marka revalorizirana za 3 posto u pogledu posebnih prava vučenja, a time i u odnosu na partnerske valute. Norveška i Švedska također su se pridružile ovom sporazumu. Dakle, "zmija" je ostala živa, ali "tunel" je prestao postojati (De Larosière, 2012).

Na sastanku u Parizu 19. i 20. listopada, šefovi država ili vlada proširene Zajednice odlučili su uspostaviti Europski fond za monetarnu suradnju prije 1. travnja 1973. godine kako bi pomogli u uspostavljanju fiksnih, ali prilagodljivih pariteta između valuta država članica zemljama. Ideja o zajedničkom rezervnom fondu za intervencije i središnjem klirinškom računu za podmirivanje dugova unutar Zajednice bila je u pregledu već neko vrijeme; doista, takav je fond predložen Wernerovim izvještajem i Rezolucijom Vijeća ministara od 21. ožujka 1972. zatraženo je podnošenje izvješća o njemu. Fondom će upravljati Odbor guvernera središnjih banaka u kontekstu općih smjernica o ekonomskoj politici koje je utvrdilo Vijeće ministara. U početnoj fazi Fond će raditi na sljedećim osnovama (Eichengreen, 1997):

1. usklađeno djelovanje središnjih banaka u svrhu sužavanja marži fluktuacije između njihovih valuta,
2. multilateralizacija pozicija koja proizlazi iz intervencija u valutama Zajednice i multilateralizacija naselja unutar Zajednice,
3. korištenje u tu svrhu europske monetarne obračunske jedinice,
4. upravljanje postojećim aranžmanom kratkotrajne potpore između središnjih banaka i
5. kratkoročno financiranje na temelju sporazuma o sužavanju marži i gore spomenute kratkoročne potpore preustrojit će se u Fond.

Zemlje Zajednice također su nastavile raspravljati o izmjenama postupaka sporazuma o smanjenim maržama u svjetlu iskustva tijekom posljednjih mjeseci. Posebna pažnja posvećena je aspektima sporazuma i namirivanju sporazuma, povezanim s neizvjesnošću u pogledu buduće uloge i službene cijene zlata u kontekstu svjetske monetarne reforme. Kako su se privatne cijene zlata znatno povećale, a nesklad između službene i privatne cijene zlata proširio, zemlje su općenito oklijevale koristiti svoja bogatstva zlata procijenjena po službenoj cijeni za poravnanje međunarodnih transakcija (De Larosière, 2012).

Mala zajednica ugljena i čelika proširila bi se, povećala i evoluirala u jedinstveno tržište, razbijajući ekonomske, političke i kulturne barijere između zemalja i rastući na većem dijelu europskog kontinenta. S ukupnim bruto domaćim proizvodom (BDP-om) Europske unije u 2011. od 12.629 milijarde u 2011. (Eurostat), 1 je najveći gospodarski subjekt po BDP-u u svijetu, a eurozona čini preko sedamdeset i pet posto BDP-a ili 9,4 milijardi eura. Zapravo, proces političke i ekonomske integracije, posebno u eurozoni, doveo je do nekih od najbržih integracija ikada viđenih tijekom prvog desetljeća dvadeset prvog stoljeća. 1993. stupio je na snagu Maastrichtski ugovor koji je uveo put uvođenju eura 1999. godine i protoku novčanica i kovanica eura 2002 (Busch, Grömling, Matthes, 2011).

1992. godine zemlje koje čine Europsku zajednicu (EZ) potpisale su Ugovor iz Maastrichta, stvarajući tako EU. Stvaranje EU imalo je nekoliko područja s velikim utjecajem - promicalo je veću koordinaciju i suradnju u politici, široko govoreći, ali imalo je specifične učinke na državljanstvo, sigurnosnu i obrambenu politiku i ekonomsku politiku. Što se tiče ekonomske



politike, Maastrichtski ugovor imao je za cilj stvaranje zajedničke ekonomske i monetarne unije, sa središnjim bankarskim sustavom - Europskom središnjom bankom (ECB) - i zajedničkom valutom (euro). Da bi se to postiglo, ugovor je pozvao na slobodno kretanje kapitala između država članica, što je potom preraslo u povećanu suradnju između nacionalnih središnjih banaka i povećano usklađivanje ekonomske politike među državama članicama. Posljednji korak bio je uvođenje samog eura, zajedno s provedbom pojedinačne monetarne politike koja dolazi iz ESB-a.

Podrijetlo eura ležalo je u Europskoj uniji Ugovor iz Maastrichta (1991.), sporazum između tadašnjih 12 zemalja članica Europske zajednice (danas Europske unije), odnosno Ujedinjenog Kraljevstva, Francuske, Njemačke, Italije, Irske, Belgije, Danske, Nizozemske, Španjolske, Portugala, Grčke i Luksemburg i to je uključivalo stvaranje ekonomske i monetarne unije (EMU). Ugovor je tražio zajedničku mjeničnu jedinicu, euro, i postavio stroge kriterije za prelazak na euro i sudjelovanje u EMU.

Ti su zahtjevi uključivali godišnji proračunski deficit koji nije veći od 3 posto bruto domaćeg proizvoda (BDP), javni dug ispod 60 posto BDP-a, stabilnost deviznog tečaja, stope inflacije unutar 1,5 posto tri najniže stope inflacije u EU i dugoročnu inflaciju stope unutar 2 posto. Iako je nekoliko država imalo omjere javnog duga iznad 60 posto - stope su premašile 120 posto u Italiji i Belgiji. Europska komisija (izvršna grana EU) preporučila je njihov ulazak u EMU, navodeći značajne korake koje je svaka zemlja poduzela kako bi smanjila svoj omjer duga.

Maastrichtski ugovor uspostavio je i ključne kriterije konvergencije za zemlje članice novopredložene valutne zone, što bi hipotetički održalo neku sličnost i kongruenciju između gospodarstava zemalja članica, kako bi se, spriječile vrste regionalnih šokova ili različiti uvjeti koji takvu monetarnu uniju mogu učiniti neizvodljivom. Pakt za stabilnost i rast posebno je osmišljen kako bi jamčio takvu konvergenciju i osigurao stabilnost cijena i fiskalnu odgovornost među članicama.

Gotovo desetljeće nakon uvođenja eura, zemlje eurozone uživale su iste niske kamatne stope, stabilan rast i relativni međudržavni politički sklad. Ipak, nakon globalne financijske krize 2007.-2008., Europska su tržišta postala podložna strahovima od neplaćanja državnog duga, a kamate su naglo skočile, a velike su banke i države mogle proći na rubu fiskalnog kolapsa (Busch, Grömling, Matthes, 2011).

Pristalice eura ustvrdile su da će jedinstvena europska valuta potaknuti trgovinu uklanjanjem fluktuacija deviza i smanjenjem cijena. Iako je bilo zabrinutosti u vezi s jedinstvenom valutom, uključujući zabrinutost zbog krivotvorenja i gubitka nacionalnog suvereniteta i nacionalnog identiteta, 11 zemalja (Austrija, Belgija, Finska, Francuska, Njemačka, Irska, Italija, Luksemburg, Nizozemska, Portugal i Španjolska) službeno pridružila se EMU-u 1998. godine. Britanija i Švedska odgodile su pridruživanje, iako su neka poduzeća u Britaniji odlučila prihvatiti plaćanje u eurima. Birači u Danskoj usko su odbili euro na referendumu u rujnu 2000. godine. Grčka u početku nije ispunjavala ekonomske zahtjeve, ali je primljena u siječnju 2001. nakon što je popravila svoje gospodarstvo.

Slovenija je 2007. postala prva bivša komunistička zemlja koja je usvojila euro. Pokazavši fiskalnu stabilnost od ulaska u EU 2004. godine, i Malta i ciparski grčki sektor Cipra usvojili su euro 2008. Ostale zemlje koje su usvojile valutu uključuju Slovačku (2009.), Estoniju (2011.), Latviju (2014.) i Litvu (2015). (Euro je također službena valuta u nekoliko područja izvan EU-a, uključujući Andoru, Crnu Goru, Kosovo i San Marino).

Godine 1998 Europska središnja banka (ECB) osnovana je za upravljanje novom valutom. Sa sjedištem u Frankfurtu u Njemačkoj, ECB je neovisno i neutralno tijelo na čelu s imenovanim predsjednikom kojeg sve države članice odobravaju na osam godina. Euro je lansiran 1. siječnja 1999. godine, zamjenjujući ecu prekursora u vrijednosti 1: 1. Do prometa novčanica i kovanog novca 2002. godine, euro su koristila samo financijska tržišta i određena poduzeća. Mnogi su stručnjaci predviđali da bi euro na kraju mogao parirati američkom dolaru kao međunarodnoj valuti.

Za razliku od većine nacionalnih valuta koje su zamijenili, na novčanicama eura ne prikazuju se poznate nacionalne brojke. Sedam šarenih novčanica, koje je dizajnirao austrijski umjetnik Robert Kalina, a čija je nominalna vrijednost od 5 do 500 eura, simboliziraju jedinstvo Europe i sadrže kartu Europe, zastavu EU, lukove, mostove, prolaze i prozore. Kovanice se kreću u apoenima od jednog centa do dva eura. Novčići imaju jednu stranu zajedničkog dizajna, dizajni naličja razlikuju se u svakoj od pojedinačnih zemalja sudionica.

### 3.2. Administracija i zastupanje

Monetarnom politikom svih zemalja eurozone upravljaju Europska središnja banka (ECB – European Central Bank) i Eurosustav koji čine ECB i središnje banke država EU koje su se pridružile eurozoni. Zemlje izvan eurozone nisu zastupljene u tim institucijama. Iako su sve države članice EU-a dio Europskog sustava središnjih banaka (ESCB), države članice koje nisu članice EU-a nemaju pravo glasa u sve tri institucije, čak ni one s monetarnim sporazumima poput Monaka. ECB ima pravo odobriti dizajn i tiskanje euro novčanica i količinu eurokovanih kovanica (Rose i Wincoop, 2001).

Europska središnja banka (ECB) je središnja banka u eurozoni. Osnovana Amsterdamskim ugovorom, ECB je jedna od najvažnijih svjetskih središnjih banaka i služi kao jedna od sedam institucija Europske unije, koja je ugrađena u Ugovor o Europskoj uniji. Primarni je cilj ECB-a, koji je propisan člankom 2. Statuta ECB-a, održati stabilnost cijena u eurozoni. Njene osnovne zadaće, propisane u članku 3. Statuta, su provoditi monetarnu politiku za eurozoni, za obavljanje deviznog poslovanja, te briga o deviznih rezervama u Europskom sustavu središnjih banaka i rad infrastrukture financijskog tržišta u sustavu plaćanja TARGET2 (vrijednosni papiri) i tehničke platforme (koja se trenutno razvija) za namiru vrijednosnih papira u Europi (Melitz, 2001). ECB ima, prema članku 16. svog Statuta, ekskluzivno pravo da odobri izdavanje novčanica eura. Države članice mogu izdavati kovanice eura, ali iznos mora prethodno odobriti ECB.

Europska središnja banka je nasljednica Europskog monetarnog instituta (EMI). EMI je uspostavljen na početku druge faze Ekonomske i monetarne unije EU radi rješavanja prijelaznih pitanja država koje usvajaju euro i pripreme za stvaranje ECB-a i Europskog sustava središnjih banaka. ECB je službeno zamijenio EMI 1. lipnja 1998. na temelju Ugovora o Europskoj uniji međutim svoje pune ovlasti nije izvršavala do uvođenja eura 1. siječnja 1999.

Primarni cilj Europske središnje banke, utvrđen u članku 127. stavku 1. Ugovora o funkcioniranju Europske unije, jest održavanje cjenovne stabilnosti u eurozoni. Ne dovodeći u pitanje cilj stabilnosti cijena, Ugovor također navodi da "ESCB podupire opće ekonomske politike Unije s ciljem doprinosa postizanju ciljeva Unije" (Feenstra, Taylor, 2014).

Izvršni odbor odgovoran je za provedbu monetarne politike i može donositi odluke nacionalnim središnjim bankama, a također može izvršavati ovlasti koje joj je dodijelilo Upravno vijeće. Upravno vijeće je glavno tijelo za donošenje odluka o Eurosustava astoji se od članova Izvršnog odbora (ukupno šest) i guvernera nacionalnih središnjih banaka zemalja eurozone. Generalno vijeće tijelo je koje se bavi prijelaznim pitanjima usvajanja eura, na primjer, utvrđivanjem tečaja valuta koje zamjenjuje euro.

Nadzorni odbor sastaje se dva puta mjesečno radi rasprave, planiranja i izvršavanja nadzornih zadataka ESB-a. Predlaže nacрте odluka Upravnom vijeću u skladu s postupkom bez prigovora. Sastoji se od predsjedatelja (imenovanog na mandat od pet godina koji se ne može obnoviti), zamjenika predsjedatelja (izabranog između članova Izvršnog odbora ESB-a), četiri predstavnika ESB-a i predstavnika nacionalnih nadzornika (Baldwin, 2006).

Europska središnja banka često se smatra "najsamostalnijom središnjom bankom na svijetu". Općenito, to znači da se o zadacima i politikama Eurosustava može raspravljati, dizajnirati, odlučivati i provoditi u punoj autonomiji, bez pritiska ili potrebe za uputama bilo kojeg vanjskog tijela. Glavno opravdanje za neovisnost ECB-a je što takav institucionalni okvir pomaže u održavanju stabilnosti cijena.

Od globalne financijske krize od 2007. do 2008., Euro grupa se sastajala neredovno, ne kao ministri financija, već kao šefovi država i vlada (poput Europskog vijeća). Na ovom forumu, sastanku na vrhu Euro-a, odlučeno je o mnogim reformama eurozone. Godine 2011. bivši francuski predsjednik Nicolas Sarkozy poticao je da ti sastanci na vrhu budu redoviti i dva puta godišnje kako bi bila "prava ekonomska vlada".

### **3.3. Fiskalna pravila**

Osnovno sredstvo za fiskalnu koordinaciju unutar EU nalazi se u širokim smjernicama ekonomske politike koje su napisane za svaku državu članicu, ali s posebnim osvrtom na 19 sadašnjih članica eurozone. Ove smjernice nisu obvezujuće, ali imaju za cilj da predstavljaju koordinaciju politika među državama članicama EU-a kako bi se uzele u obzir povezane strukture njihovih gospodarstava. Članice eurozone zbog međusobnog uvjerenja i stabilnosti valute moraju

poštivati Pakt o stabilnosti i rastu, koji utvrđuje dogovorena ograničenja deficita i državnog duga, uz pridružene sankcije za odstupanje.

Pakt je izvorno odredio granicu od 3% BDP-a za godišnji deficit svih država članica eurozone s novčanim kaznama za bilo koju državu koja je premašila taj iznos. U 2005., Portugal, Njemačka i Francuska sve su premašile taj iznos, ali Vijeće ministara nije izglasalo novčane kazne za te države (Rose, Wincoop, 2001).

Nakon toga su usvojene reforme kako bi se osigurala veća fleksibilnost i osiguralo da kriteriji za deficit uzimaju u obzir ekonomske uvjete zemalja članica i dodatne faktore. Fiskalni sporazum (formalno, Ugovor o stabilnosti, koordinaciji i upravljanju u Ekonomskoj i monetarnoj uniji), je međuvladin sporazum uveo kao novi strožer verzije Pakta o stabilnosti i rastu, potpisan 2. ožujka 2012. godine sve države članice Europske unije (EU), osim Češke, Ujedinjenog Kraljevstva, i Hrvatske. Ugovor je stupio na snagu 1. siječnja 2013. za 16 država koje su završile ratifikaciju prije ovog datuma. Od 1. travnja 2014. ratificirana je i stupila na snagu za svih 25 zemalja potpisnica (Eichengreen, 1997).

### **3.4. Eurozona kao optimalno valutno područje**

Dijeljenje zajedničke valute osnivači iz Maastrichtskog ugovora vidjeli su kao još jedan korak na putu ka potpunijoj ekonomskoj integraciji i jedinstvenom tržištu. S dvije važne faze uvođenja zajedničke valute, eura 1999. i 2002., države eurozone prešle su najbliže ekonomskoj integraciji, povezujući svoje tečajeve zajedno i pristajući denominirati sve dugove u eurima, Bila je to najveća ekonomska integracija valutnog područja koju je svijet vidio od ujedinjavanja (Melitz, 2001). Međutim, jednostavno dijeljenje zajedničke valute ne znači ekonomsku simetriju i integraciju, niti ne predstavlja neograničenu i beskonačnu ekonomsku i političku harmoniju.

Važno je u analizi monetarne unije u Europi okrenuti se pionirskom radu kanadskog ekonomista Nobelove nagrade Roberta Mundella koji je prvi put u 1960-ima opisao ono što je danas poznato kao teorija optimalnih valutnih područja (OCA). U svom radu, „*Teorija optimalnih valutnih područja*“ Mundell je ustvrdio da je potrebna ravnoteža pri odlučivanju da li dijeliti neku valutu ili ne, na osnovu troškova i koristi povezanih s odlukom i efektima monetarne unije (Mundell,

1961). I dok su se mnogi ekonomski konstrukti i institucije 1960-ih razvijali ili mijenjali danas (ponajviše kraj Bretton-Woodsovog sustava vezanog tečaja), Mundellov rad i dalje ima važne implikacije na bilo koju valutu koja se dijeli između više država, uključujući euro.

Što je, dakle, optimalno valutno područje? U svom najjednostavnijem obliku, kako ga opisuje Mundell, optimalno valutno područje je regija ili područje gdje prednosti dijeljenja zajedničke valute nadmašuju troškove, područje u kojem bi jedna valuta stvorila najveću ekonomsku učinkovitost ili korist. Takva regija ne mora biti nadnacionalna, u stvari, veći dio Mundell-ovog originalnog eseja o optimalnim valutnim područjima usredotočio se na ideju o unutarnacionalnim ili subnacionalnim regijama kao optimalnim valutnim područjima (Obstfeld, Rogoff, 2000). Tek nakon što se ideja europske integracije zauzela u drugoj polovici dvadesetog stoljeća, Mundell-ova je teorija praktički primijenjena na međunarodni entitet, odnosno eurozonu.

Koje su prednosti dijeljenja zajedničke valute? Prema Mundellu i drugim uglednim ekonomistima, jedna od najočitijih prednosti su smanjeni transakcijski troškovi, to jest trošak obavljanja ekonomske razmjene. U smislu eurozone, to se prije svega odnosi na troškove koji nastaju prilikom poslovanja ili obavljanja ekonomske transakcije, s drugom državom s drugačijom valutom. Složenost više od desetak valuta u tako relativno malom zemljopisnom području (kao što je Europa) u kojem bi poslovanje moglo vjerojatno dovesti do mnogih glavobolja i neugodnosti zbog potrebe razmjene valuta po različitim tečajevima, osobito nakon pada Brettona Woods sustava 1970-ih i pojavljivanje promjenjivih tečaja (De Larosière, 2012). Postoje i druge pogodnosti optimalnog valutnog područja.

Jedna od najvažnijih je povećana mobilnost kapitala ili fleksibilnost kojom investitori, bilo da pojedinci ili tvrtke, mogu kretati kapital na cijelom području. To je postalo posebno važno u drugoj polovici dvadesetog stoljeća, s povećanim fokusom na izravna strana ulaganja u Europu i podrijetlom iz njih. Pored mobilnosti kapitala, mobilnost radne snage također je ključna prednost za optimalno valutno područje.

U optimalnom valutnom području radna snaga, poput kapitala, trebala bi biti uglavnom pokretna, to jest, radnici bi trebali biti slobodni i moći se preseliti iz jednog dijela regije u drugi, ovisno o tome gdje je zaposlenost najviše dostupna (Issing, 2001). Važno je primijetiti potencijalnu poteškoću za Europu s njezinom gustom kombinacijom nacionalnih kultura i jezika na relativno

malom geografskom području, posebno u usporedbi s drugim velikim ekonomskim sudionicima u svijetu (npr. Sjedinjenim Državama, Kini itd.).

Ovo je vrlo važno razmatranje. Koliki su, dakle, troškovi dijeljenja zajedničke valute? Postoje mnogi, a vjerojatno i drugi koji tek treba otkriti ili razumjeti, međutim, najočitiye dolazi u obliku gubitka svakog sudionika (bilo da je riječ o naciji, provinciji itd.) u optimalnom valutnom području neke, ako ne i sve, njihove autonomije nad fiskalnom i monetarnom politikom, a s njom, gubitak intervencijskih alata koji bi se mogli upotrijebiti za stabilizaciju gospodarstva u slučaju regionalnog šoka (Obstfeld, Rogoff, 2000).

Kada regionalni šok pogodi jednu regiju valutnog područja, kao što je pad potražnje za robom za određenu regiju, a nezaposlenost raste u toj regiji, sve ostale jednake u ostalim regijama valutnog područja, donositelji politika ili tijelo centralnog bankarstva što učiniti?

Povećanje novčane mase zaustavilo bi nezaposlenost u pogođenoj regiji, ali uzrokovalo bi inflaciju u ostalim regijama, gdje se nije osjetio usporedivi ekonomski šok. Prema tome, tvrdi Rockoff tempo inflacije bio bi "postavljen spremnošću središnjih vlasti da omoguće nezaposlenost u deficitarnim regijama", odnosno u regiji koja asimetrično doživljava ekonomski šok. Stoga, spajanje dvaju ili više političkih subjekata ili zemljopisnih područja ili podregija, ruku ruku fiskalnih i monetarnih politika dovodi u nejasno, barem do neke mjere (Rockoff, 2000).

Dovoljno je ovdje napomenuti da, iako su eurozonu mnogi, uključujući i Mundell, smatrali idealnim kandidatom za testiranje teorije optimalne valutne zone u godinama koje su dovele do globalne financijske krize 2007-08. sumnja u to da li eurozona održava ili ne može ili je uopće sposobna održati - kriterije potrebne za označavanje optimalnim valutnim područjem, o čemu svjedoči znatna ekonomska divergencija među državama članicama (Melitz, 2001).

Neke sumnje u to hoće li Europa ispuniti kriterije za optimalno valutno područje izražene su hipotetski u 80-ima i 1990-ima, čak i prije nego što su postojali konkretni planovi za stvaranje monetarne unije u Europi, ekonomisti poput Barryja Eichengreen-a i Martin Feldstein. Doista, mnogi ekonomisti su Europu smatrali idealnim kandidatom za testiranje Mundell-ove teorije optimalnog valutnog područja, ali drugi su vidjeli previše čimbenika (u obliku različitih i različitih država) u ekonomskoj stvarnosti država da bi učiniti stvarnu, funkcionalnu monetarnu uniju izvedljivom u Europi (Obstfeld, Rogoff, 2000). Međutim, većina ovih pitanja bavila se

skepticizmom općenito prema teoriji optimalnih valutnih područja, to jest, upozoravali su na politički nesklad koji proizlazi iz ekonomskog kaosa ako odgovarajuće političke strukture ne bi bile uspostavljene.

Kao što ističe Jacques de Larosière (2012), bivši direktor Međunarodnog monetarnog fonda i bivši guverner Banque de France, tržišta su bila slijepa za to je li Europa zaista optimalno valutno područje. U osnovi je postojala pretpostavka da zajednička valuta znači zajednički rizik (a samim tim i pretpostavka o "spašavanju" u nekom obliku, ako je potrebno). Nigdje ta lažna pretpostavka nije očiglednija nego u ispitivanju kamatnih stopa nekih ključnih zemalja eurozone (Melitz, 2001).

Zbog vjerovanja u zajednički rizik, kamatne stope za zemlje eurozone, od Njemačke do Grčke, pratile su gotovo identičan put u razdoblju od 2000. do 2009. godine. Tek su se 2009. godine, prema de Larosièreu i o čemu svjedoče ovdje prikazane kamatne stope, tržišta "probudila" i shvatila da grčke obveznice, a kasnije i obveznice drugih zemalja na periferiji, nisu toliko sigurne kao mnoge druge Obveznice članica eurozone uglavnom su rezultat ekonomskih razlika između članica eurozone (De Larosière, 2012).

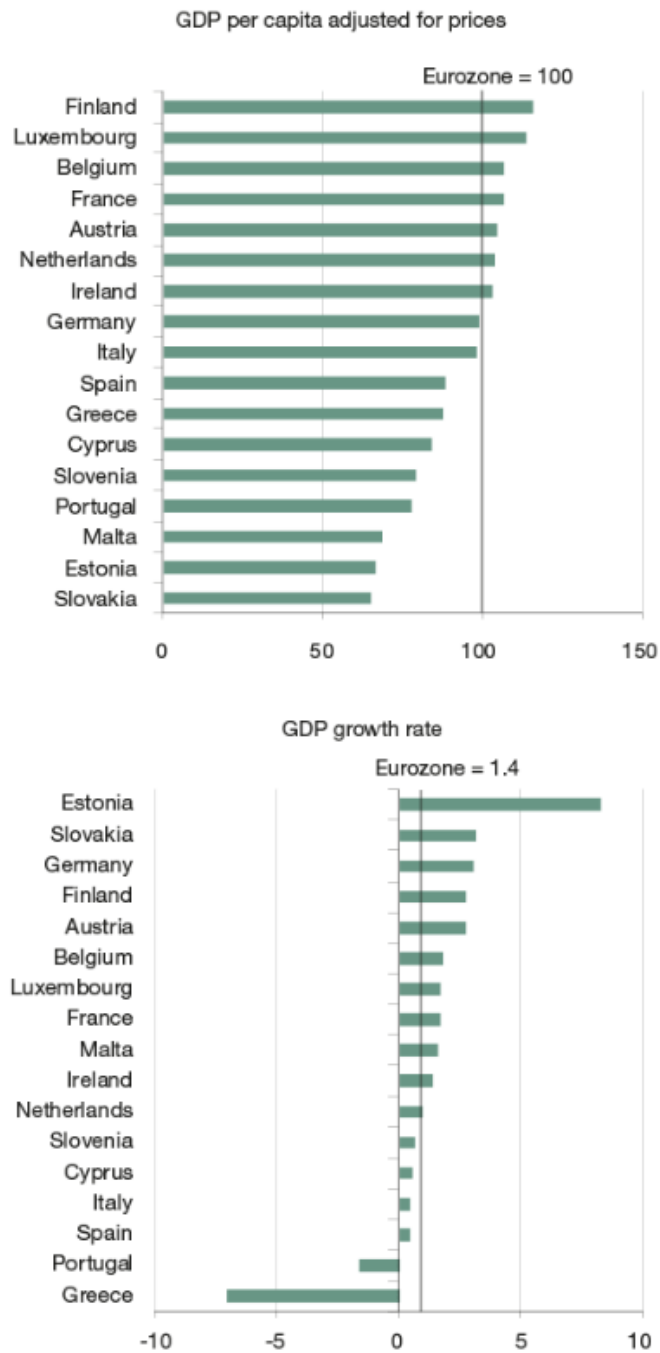
Busch, Grömling i Matthes (2011) ističu da je ideja o europskoj ekonomskoj integraciji bila i još uvijek se temelji na hipotezi o endogenosti koja kaže da politička integracija automatski prati povećanje blagostanja stečenog ekonomskom integracijom (Busch, Grömling, Matthes, 2011). Optimisti ekonomsko monetarne unije (u nastavku rada EMU) vjerovali su da će zajednička valuta dodatno potaknuti mobilnost radne snage i kapitala i na taj način potaknuti veći stupanj ekonomske integracije.

Ipak, pesimisti i zagovornici hipoteze o heterogenosti, poput Baldwin i Wyplosz, upozorili su da EMU može doprinijeti daljnjem pogoršanju ekonomskih odstupanja i stoga su tvrdili da bi uvođenje zajedničke valute trebalo odgoditi dok eurozona ne bude postojala i postigla potrebna svojstva OCA (Baldwin, Wyplosz, 2006).

Sada će se prikazati osjetljivost EMU-a na asimetrične šokove prema sličnosti njegovih članova u ekonomskoj strukturi, otvorenosti / unutarregionalnoj trgovini i niskom stupnju specijalizacije. Prihod je heterogeno raspodijeljen u eurozoni. Slika 3. prikazuje regionalni BDP po stanovniku prilagođen cijenama na lijevoj ploči i stope rasta BDP-a na desnoj ploči, obje za 2011. godinu.



Slika 3. Razlika u dohotku i stopi rasta u eurozoni, 2011. u %

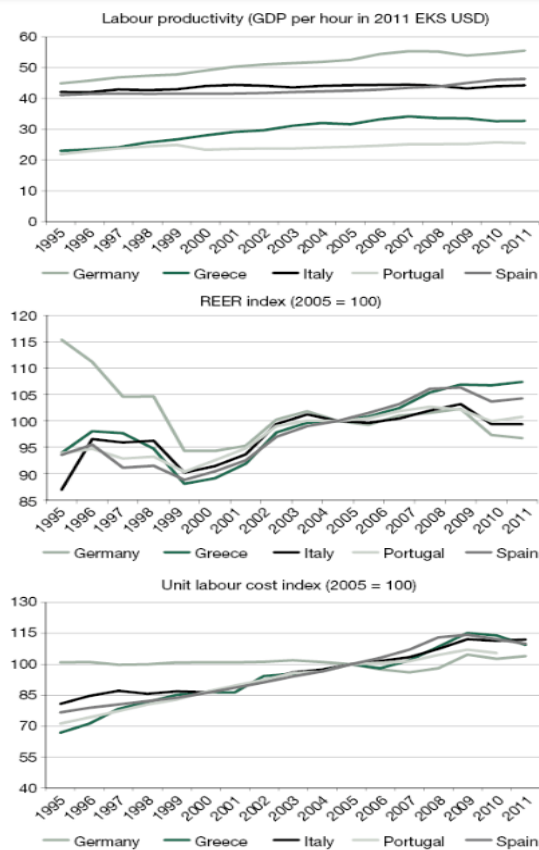


Izvor: (Busch, Grömling, Matthes, 2011: 41)

Postoje velike razlike u prihodima između zemalja EMU-a i prosjeka eurozone, u rasponu od 65% prosjeka eurozone u Slovačkoj do 115% u Finskoj. Razlike u stopama rasta također su velike i kreću se od -7,11% u Grčkoj do 8,28% u Estoniji u 2011. Osim toga, Micco, i sur. ističu da su razlike u eurozoni očigledne kad se pogleda situacija na tržištu rada. 13 U 2012. godini stopa nezaposlenosti u Španjolskoj popela se na 24,4%, dok je nezaposlenost u Njemačkoj opala na 6,5%. 14 Visoka razina nezaposlenosti u Španjolskoj, kao i u Grčkoj (17,7%) i Irskoj (14,66%), može se pripisati recesijskim kretanjima u dotičnim zemljama nakon izbijanja krize 2008. godine (Micco, Stein, Ordonez, 2003).

Kako bi se odredila konkurentnost jezgre i periferije EMU-a, na slici 4. se prikazuje razvoj produktivnosti rada i domaćih cijena i troškova između 1995. i 2011. za Njemačku, Grčku, Italiju, Portugal i Španjolsku.

*Slika 4. Produktivnost rada, REER i jedinični troškovi rada*



Izvor: (Busch, Grömling, Matthes, 2011: 42)

Zemlje članice EMU-a znatno se razlikuju u pogledu produktivnosti rada. Gornji graf na slici 2 prikazuje produktivnost rada u stalnim američkim dolarima između 1995. i 2011. Kao što ta slika jasno pokazuje, jaz između produktivnosti povećao se s vremenom, a do 2011. radna snaga u Njemačkoj postala je dvostruko produktivnija od rada u Portugalu, na primjer, Uz to, čini se da kriza nije imala znatan utjecaj na produktivnost rada, jer razlike u produktivnosti rada između jezgre i periferije EMU-a i dalje ostaju velike kao u godinama prije krize. Busch i sur. predlažete korištenje stvarnog efektivnog tečaja (REER) kao referentne vrijednosti za povezivanje nominalnog tečaja s pokazateljima cijene i troškova (Busch, Grömling, Matthes, 2011).

REER se izračunava korištenjem nominalnog efektivnog tečaja i indeksa domaćih i stranih troškova, gdje niži REER znači stvarnu devalvaciju. Srednji graf na Slici 2 pokazuje kako se konkurentnost Njemačke povećala od 2009. godine, dok to nije slučaj u perifernim zemljama. I na kraju, donji graf slike 2 prikazuje razvoj jediničnih troškova rada. Troškovi rada na periferiji eurozone neprestano su rasli između 1995. i 2008. i od tada stagniraju. Suprotno tome, troškovi rada u Njemačkoj su ostali relativno stabilni i nadmašili ih u 2005. u perifernim državama (Busch, Grömling, Matthes, 2011). Podudaranje domene fiskalne i monetarne politike se smatra uvjet optimalnog valutnog područja. Mogu se izdvojiti neki kriteriji koji će biti opisani u nastavku.

### **3.4.1. Fleksibilnost cijena i nadnica**

Članice eurozone koje se suočavaju s posljedicama ozbiljnih asimetričnih šokova mogu se, u nedostatku radne mobilnosti, prilagoditi fiskalnim transferima. Da bi izbjegla jednosmjernu transfenu uniju iz jezgre u periferiju, EU mora riješiti strukturne neravnoteže i trajne deficite i suficite na tekućem računu koji su posljedica stvarnog neusklađenosti tečaja. Iz tog razloga čelnici EU-a počeli su zagovarati jaču integraciju ekonomske politike usredotočene na konkurentnost i konvergenciju zemalja eurozone i ranije ove godine dogovorili se o paktu o konkurentnosti (Pakt Euro-Plus).

Kako su nominalni tečajevi u valutnoj uniji fiksni, razina cijena jedini je instrument za države članice da ispravi stvarnu neusklađenost tečaja. Kako bi se povećala konkurentnost cijena

proizvoda na svjetskim tržištima, rast jediničnih troškova rada na nacionalnoj razini trebao bi biti umjeren. To podrazumijeva da bi države članice trebale uskladiti rast nominalnih plaća s rastom produktivnosti rada, kako propisuje pakt o konkurentnosti. Ukoliko su cijene i nadnice fleksibilne među zemljama to dovodi do smanjenja negativnog utjecaja mogućih šokova na inflaciju i zaposlenosti.

### **3.4.2. Mobilnost faktora proizvodnje**

Povećana integracija tržišta rada i kapitala stvara značajne izazove državama blagostanja moderne Europe. Oporezivanje kapitala i rada kojim se financiraju opsežni programi gotovinske i stvarne preraspodjele stvara poticaje vlasnicima kapitala i radnicima da se lociraju u regijama u kojima dobivaju povoljan fiskalni tretman. Natjecanje među zemljama za mobilne resurse ograničava njihovu sposobnost da promijene raspodjelu dohotka i može dovesti do smanjenja veličine i opsega redistribucijskih politika.

Međutim, mobilnost rada i kapitala nije savršena. Najnoviji trendovi ukazuju na to da rad i kapital nisu ni potpuno pokretni ni savršeno nepokretni, već se postupno prilagođavaju tržišnim uvjetima i ekonomskim politikama. Mundell (1961) je u svojim radovima ukazao da uvođenje zajedničke valute znatno utječe na samu važnost mobilnosti proizvodnih faktora među zemljama, posebice kada je u pitanju zaposlenost. Prema Mundellu (1961) smanjila bi se potreba za promjenama realnih cijena faktora i mogućeg nominalnog šoka kada je su u pitanju ekonomski šokovi.

### **3.4.3. Stupanj ekonomske otvorenosti**

Ekonomska otvorenost, u političkoj ekonomiji stupanj je u kojem se odvijaju ne-domaće transakcije (uvoz i izvoz) i utječu na veličinu i rast nacionalne ekonomije. Stupanj otvorenosti mjeri se stvarnom veličinom registriranog uvoza i izvoza unutar nacionalnog gospodarstva. Ovu mjeru trenutno koristi većina političkih ekonomista u empirijskoj analizi utjecaja i posljedica trgovine na socijalnu i ekonomsku situaciju u zemlji. Pojam ekonomska otvorenost prvi se put

pojaviu u literaturi usporedne političke ekonomije početkom 1980-ih. Međutim, kao koncept, ekonomska otvorenost ima mnogo dužu povijest, posebno u području međunarodne ekonomije.

Zapravo, povijest proučavanja uzroka i posljedica otvorene ekonomije datira još iz 18. stoljeća i ima istaknuto mjesto u radu klasičnih ekonomista poput Adama Smitha i Davida Ricarda. Ovi klasični ekonomisti bili su zabrinuti zbog posljedica međunarodno trgovanje na domaće gospodarstvo kao i pozitivni i negativni učinci slobodne trgovine. Izvorno je fokus analize bio na robnoj razmjeni i tečajevima, no trenutno je fokus više na posljedicama ekonomske otvorenosti na domaće gospodarske sustave same po sebi. Ekonomska otvorenost je važna za razumijevanje gospodarskog razvoja zemlje. Trenutno je odnos između domaće ekonomije (razina i rast outputa) i međunarodne trgovine (obraci razmjene na svjetskom tržištu) sveprisutan i utječe na bogatstvo i prosperitet društva (za stvaranje dohotka i njegovu preraspodjelu). Čini se da ekonomska otvorenost, iako pod utjecajem čimbenika poput geografskih varijabli (veličina stanovništva i resursi), pridonosi bogatstvu nacije. Međunarodne cijene će indirektno i direktno utjecati na domaće cijene što je stupanj ekonomske otvorenosti veći.

#### **3.4.4. Sličnost stopa inflacije**

Iako su razlike u inflaciji normalna pojava u bilo kojoj monetarnoj uniji, njihova pojava u kontekstu eurozone kombinira se s institucionalnim i ekonomskim značajkama koje su u velikoj mjeri jedinstvene, poput ograničene mobilnosti radne snage, krutosti na tržištu rada i proizvoda, nedostatak značajnih centraliziranih mehanizama fiskalnog prijenosa i decentralizirane odgovornosti za fiskalne i druge ekonomske politike. U tim su okolnostima razlike u makroekonomskim rezultatima, općenito, i kretanjima cijena, posebno u zemljama eurozone, privukle značajnu pozornost javnosti od uvođenja eura.

Raspršenost inflacije u zemljama eurozone uglavnom se stabilizirala od uspostave eura. Osvrćući se na početak 1990-ih, stupanj disperzije inflacije, mjeren kao (neponderirano) standardno odstupanje među 12 država članica eurozone, karakterizirao je snažan trend smanjenja. Visok stupanj disperzije, od oko 6 postotnih bodova, uočen početkom 1990-ih, uglavnom je rezultat vrlo visoke razine inflacije u nekoliko zemalja. Između 1994. i 1998. disperzija inflacije nastavila

je opadati, dosegnuvši najnižu razinu od početka treće faze EMU-a, odnosno manje od 1 postotnog boda, oko druge polovice 1999. Od tada, s izuzetkom umjerenog povećanja razdoblje od 2000. do 2002, razina disperzije inflacije u eurozoni promijenila se vrlo malo.

Istodobno, čini se da su razlike u inflaciji u eurozoni vrlo trajne, u smislu da su mnoge zemlje od uvođenja eura sustavno održavale ili pozitivnu ili negativnu inflacijsku razliku u odnosu na prosjek eurozone. Čini se da je ova postojanost razlika u inflaciji značajka specifična za euro područje, gdje je sedam od 12 gospodarstava zabilježilo godišnje stope inflacije koje su ili postojano iznad ili stalno ispod prosjeka eurozone od 1999. godine.

Prvi uvid u moguće uzroke postojanja razlika u inflaciji u eurozoni može se steći proučavanjem njihovih temeljnih odrednica, naime unutarnjih čimbenika - poput jediničnih troškova rada, marže dobiti i neto neizravnih poreza - i vanjskih čimbenika - poput uvozne cijene. U 9 od 12 zemalja unutarnji čimbenici najvažnije su pridonijeli razlikama u inflaciji u odnosu na prosjek eurozone. Troškovi uvoza također su igrali glavnu ulogu u nekoliko slučajeva (Belgija, Francuska i Luksemburg).

Što se tiče internih izvora razlika u inflaciji, glavni doprinos razlikama dali su jedinični troškovi rada i bruto operativni višak. Posebno u Njemačkoj, Francuskoj i Finskoj, ispodprosječna dinamika u pogledu jediničnih troškova rada i bruto operativnog viška značajno je pridonijela negativnim razlikama u inflaciji tih zemalja u odnosu na prosjek eurozone. Suprotno tome, pozitivne razlike u Grčkoj, Irskoj, Italiji i Španjolskoj rezultat su dinamike iznad prosjeka eurozone i u jediničnim troškovima rada i u dobiti.

Raznolikost stopa inflacije među zemljama eurozone također ima važnu sektorsku dimenziju. Sveukupno, stupanj disperzije u rastućem kretanju cijena usluga u zemljama eurozone i dalje je viši od onog primijećenog za Harmonizirani indeks potrošačkih cijena (HICP) u cjelini. Suprotno tome, stope rasta cijena neenergetske industrijske robe značajno su se približile tijekom 1990-ih i izjednačile se na niskoj razini disperzije od 1999. nadalje.

Niska razina disperzije u ovom sektoru vjerojatno je bila rezultat procesa konvergencije razina cijena uočenih u zemljama eurozone. Ovaj je proces dao značajan zamah provedbom Programa jedinstvenog tržišta u prvoj polovici 1990-ih i nastavio se s uvođenjem jedinstvene valute.

Sveukupno, nekoliko se elemenata može identificirati kao važne u računovodstvu postojanosti razlika u inflaciji eurozone, poput dinamike plaća, uloge sektora usluga i različitih stupnjeva otvorenosti nacionalnih gospodarstava međunarodnoj trgovini. Međutim, dostupni dokazi ukazuju da ne postoji niti jedan čimbenik koji objašnjava postojanje razlika u inflaciji u gospodarstvima eurozone. Uvjeti trgovine su stabilni ukoliko su stope inflacije među zemljama niske ili slične.

### **3.4.5. Integracija financijskog tržišta, fiskalna i politička integracija**

Eurosustav je zainteresiran za integraciju, strukturu i razvoj financijskog sustava u Europi, a posebno u eurozoni. Sve tri komuniciraju s provedbom monetarne politike i utječu na njezin prijenos u cijeloj eurozoni. Veličina financijskog sustava eurozone bila je uglavnom stabilna u posljednjih nekoliko godina na razini od šest do sedam puta veći od BDP-a, otprilike u skladu s relativnom veličinom financijskih sustava u drugim većim zemljama. Ukupna veličina financijskog sustava može se, između ostalog, procijeniti iz imovine financijskih posrednika ili iz obveza svih gospodarskih sektora. Ukoliko postoji visok stupanj financijske integracije, čak i najmanja promjena kamatnih stopa vodit će ravnotežnom kretanju kapitala među zemljama.

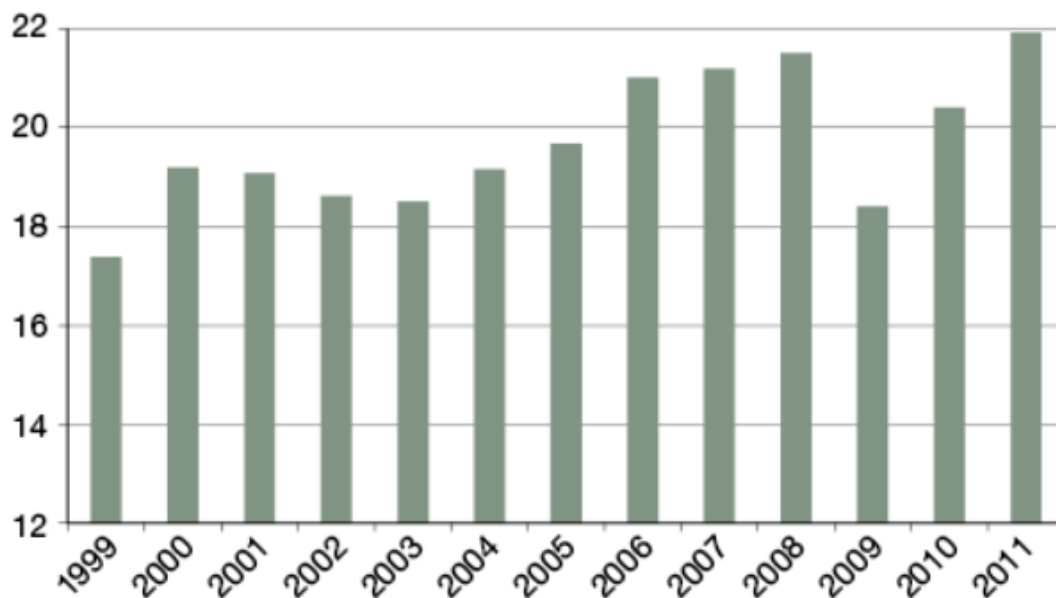
### **3.5. Otvorenost/unutar regionalna trgovina**

Stupanj sudjelovanja u međunarodnoj trgovini odražava otvorenost zemlje, koju Engel, Rogers definiraju kao udio ekonomske aktivnosti koja je posvećena međunarodnoj trgovini. Koristeći podatke Svjetske banke, izračunava se omjer ukupnog izvoza i uvoza u BDP-u za 2011. i godišnjih stopa rasta između 2000. i 2011. za države EU i SAD. Podaci potvrđuju da su europske zemlje, posebno male zemlje poput Luksemburga (161%) i Malte (96%), vrlo otvorene. Nadalje, EU i eurozona premašuju SAD u pogledu otvorenosti, jer je prosječni udio uvoza i izvoza eurozone gotovo tri puta veći od odgovarajućeg udjela u SAD-u (Engel, Rogers, 2004).

Slika 5. prikazuje trgovinu unutar EU-a između 1999. i 2011. Unatoč naglom padu u 2009., trgovina unutar EU-a u ovom se razdoblju povećala za gotovo pet postotnih bodova. Iako je udio

trgovine unutar EU-a općenito bio visok i prije pokretanja eura (što se uglavnom može pripisati programu jedinstvenog tržišta 1992.), postoje određeni dokazi za daljnju trgovinsku integraciju nakon uvođenja eura. Međutim, ovo povećanje je niže nego što se u početku očekivalo. Rose i van Wincoop očekivali su da će euro povećati trgovinu unutar EU-a za preko 50%. Studija Micco i sur. (2003) također su pronašli dokaze za pozitivan utjecaj. Međutim, utjecaj eura bio je manje značajan i uzrokovao je da se trgovina unutar valutne unije povećala za samo 8-16%.

Slika 5. Trgovina unutar EU-27 u % BDP-a



Izvor: (Busch, Grömling, Matthes, 2011: 45)

Studija Persson (2011) koristi Krugmanov indeks specijalizacije da ispita je li zajednička valuta povećala industrijsku specijalizaciju u SAD-u i EU-u nakon uvođenja zajedničke valute. Prema studiji, podaci EU-a pokazuju da su europske zemlje doživjele umjereno povećanje specijalizacije, pri čemu je srednja vrijednost svih indeksa između 1993. i 2008. porasla s 0,39 na 0,43. Međutim, američki indeksi ne daju jasnu sliku. Od 1970. do 2008. godine, srednje vrijednosti kretale su se u rasponu od 0,45 do 0,51 uz opetovana uspona i padove.



Persson (2011) zaključuje da su portfelj industrije pojedinih europskih zemalja postali specijaliziraniji i da se proizvodnja preselila u zemlje s razmjernom prednošću u proizvodnji određene robe. Slijedom toga, zemlje članice EMU postale su manje slične u svojoj osjetljivosti na makroekonomske turbulencije, a povećala se i ranjivost EMU-a na asimetrične šokove (Busch, Grömling, Matthes, 2011). To je u suprotnosti s nepostojećim učinkom dolara na tendencije specijalizacije u SAD-u.

### **3.6. Mogućnost prilagodbe**

Kako bi se procijenila sposobnost monetarne unije da se nosi s asimetričnim šokima i prilagodi se njima, sada se skreće pozornost na homogenost preferencija, mobilnost faktora i transferna plaćanja.

Kada se skupina zemalja odluči odreći nacionalnih valuta i formirati valutnu uniju, ona obično slijedi zajednički cilj. Više od deset godina nakon dovršetka EMU-a, zemlje članice čine se daleko od zajedničke podrške ideji europske integracije. Ludwig shvaća da je nedavna rasprava o budućem razvoju EMU-a također znak neučinkovitih procesa odlučivanja u eurozoni. Napominje da bi njemačka vlada promicala ekonomsku integraciju kako bi EMU pretvorila u pravu fiskalnu uniju.

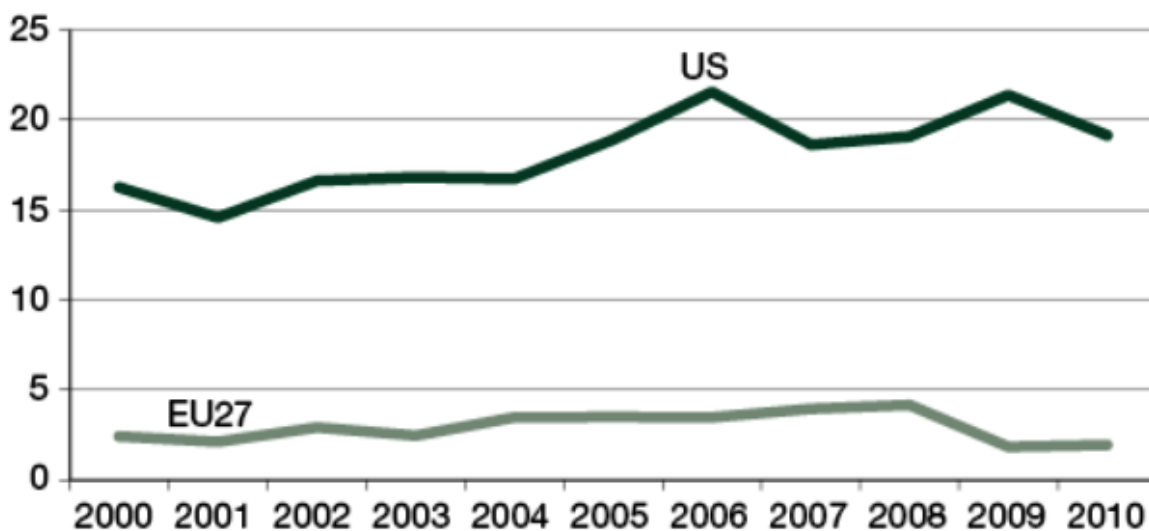
Nasuprot tome, periferne zemlje podržavaju ideju euroobveznica kako bi se unificirali europski dugovi, ideju koju njemačka vlada odbacuje (Micco, Stein, Ordonez, 2003). Različita mišljenja logičan su rezultat raznolikih učinaka krize na različite zemlje EMU-a i time uvelike različite preferencije u vezi s fiskalnom politikom. Europska identifikacija čini se ograničenom, a sklonosti među europskim liderima ne podudaraju se. Slijedi da proces odlučivanja ostaje decentraliziran i ograničava sposobnost eurozone da djeluje.

Brojne studije otkrile su da su europska tržišta rada među najnefleksibilnijima na svijetu, posebno u usporedbi s američkim kolegama. Ova se nefleksibilnost uglavnom može pripisati trajnoj rigidnosti tržišta rada i maloj mobilnosti radne snage. Geografska mobilnost radnika u EU vrlo je mala preko granica eurozone kao i unutar njihovih zemalja. Slika 6. koristi podatke Eurostata i

američkog ureda za popis stanovništva kako bi prikazali bruto stope migracije u EU i SAD između 2000. i 2010.

Rezultati potvrđuju niske razine europske migracije utvrđene prethodnim studijama. Iako Slika 4. sugerira blagu konvergenciju stopa bruto migracije između 2000. i 2008., Europljani se i dalje izgledaju mnogo manje spremni za kretanje od američkih građana. Zbog toga će asimetrični šokovi vjerojatno dovesti do porasta stope nezaposlenosti, jer je utjecaj mobilnosti radne snage na ublažavanje negativnih učinaka asimetričnih šokova unutar EU-a ograničen (Engel, Rogers, 2004).

Slika 6. *Bruto migracijske stope u EU27 i SAD-u, 2000.-2010.* (Busch, Grömling, Matthes, 2011)



Izvor: (Busch, Grömling, Matthes, 2011: 46)

Jedna od najvećih prednosti ulaska u EMU su dublje integrirana i jedinstvena finansijska tržišta. Eichengreen, je mjerio udio međunarodnih portfelja u zemljama EMU-a koji su dodijeljeni partnerima iz eurozone i zaključio da se taj udio primjetno povećao između 1997. i 2003 (Eichengreen, 1997). Busch i sur. ustanovili su da je euro također poboljšao izravna strana

ulaganja između država članica, budući da je veći udio tokova izravnih stranih ulaganja otišao u države u eurozoni nego u zemlje EU koje ne koriste euro (Busch, Grömling, Matthes, 2011).

Engel i Rogers pokazuju da iako se integracija na tržište kapitala može smatrati potpuno razvijenom u SAD-u i u EMU-u, protok kapitala u SAD-u može nadoknaditi veće dijelove ekonomskih šokova nego u eurozoni. Procjenjuje da američka tržišta kapitala mogu redistribuirati gotovo 48% asimetričnih šokova u proizvodnji koji se događaju na državnoj razini (Engel, Rogers, 2004). U eurozoni se preraspodjela asimetričnih šokova u proizvodnji na nacionalnoj razini procjenjuje na 15% (Engel, Rogers, 2004).

### **3.7. Transferi**

Uoči asimetričnog šoka, sustav plaćanja putem transfera dragocjena je značajka u valutnoj uniji koja pomaže uspostaviti ekonomsku ravnotežu. Dok se SAD mogu osvrnuti na dugu tradiciju fiskalnog federalizma, usporedivi sustav još ne postoji u EMU-u. Međutim, značajno povećanje europskog proračuna u skoroj budućnosti nije vjerojatno. Pravila transfera ciljaju regionalne razlike u nominalnom BDP-u, potrošnji potrošnje, dohotku od rada i fiskalnim deficitima. Možda je najvažnija činjenica da bi se činilo da je sustav federalnih fiskalnih transfera jedini način da se uravnoteže sistemske razlike u produktivnosti rada i dohotku po stanovniku pronađene u današnjoj Eurozoni, kao i jedan od najučinkovitijih načina za borbu protiv učinaka ostalih makroekonomskih razlika (Alesina, Barro, Tenreyero, 2002).

Gledajući iskustvo Sjedinjenih Država, može se vidjeti da povećana socijalna potrošnja u određenim državama kompenzira različite razlike, bilo da je riječ o većoj nezaposlenosti, regionalnim šokovima ili recesiji zbog ekonomskog sastava te države, veće inflacije ili drugih razlika. Međutim, provedba ovog sustava trajala je prilično vremena u slučaju Sjedinjenih Država, a bilo bi nemoguće brzo ga implementirati u Europi (Baldwin, 2006). Povećanje federalne potrošnje i paneuropskog proračuna na dvadeset posto BDP-a trebale bi godine za širenje proračuna Europske unije čak i do razine na kojoj bi to imalo učinak putem saveznih fiskalnih transfera trajalo bi najmanje nekoliko godina, a vjerojatno i desetljeće ili više.

Uz to, takav bi potez dramatično izmijenio potrošnju na nacionalnoj razini za gotovo svaku vladu u Europi, a takvo restrukturiranje nacionalnih proračuna u odnosu na proračun EU-a, ako se izvrši, vjerojatno bi se pokazalo nepovratnim zbog pretpostavljenih ekonomskih posljedica za bilo koju zemlju nastojeći ga pomaknuti (Aslund, 2012). Još je važnije razmatranje politička reakcija na koju bi kreatori politike mogli naići u svojim zemljama u pokušaju provedbe takvog programa fiskalnih transfera. Iako bi takvom programu nesumnjivo trebale godine da bi se ostvario, reakcije birača i nacionalne razlike u kulturi i stereotipima potaknule bi ogorčenje zemalja donatora. Takva reakcija vjerojatno bi natjerala kreatore politike da dodatno usporavaju provedbu takvog programa (Baldwin, 2006).

### **3.8. Je li EMU optimalno valutno područje?**

Ova evaluacija EMU-a jasno pokazuje da trenutno ne predstavlja optimalno valutno područje. Mnogo je nedostataka koje je potrebno riješiti. Zemlje članice razlikuju se u pogledu ekonomskog učinka i strukture. Posebno je zajednička valuta potaknula veću industrijsku specijalizaciju, što je zauzvrat povećalo ranjivost eurozone na asimetrične šokove. Štoviše, sposobnost EMU-a je da djeluje ograničena, jer se nacionalne preferencije u pogledu odlučivanja i upravljanja krizama uvelike razlikuju. Nedostaju alternativni alati za naknadu poput mobilnosti radne snage i transfera koji bi pomogli ublažavanju negativnih učinaka asimetričnog šoka (Eichengreen, 1997).

Te slabosti odražavaju poteškoće EMU-a u odgovarajućem reagiranju na asimetrične šokove na način koji služi svim zemljama članicama. Iako su poduzeti određeni koraci za jačanje fiskalne i ekonomske harmonizacije, razlike u eurozoni i dalje su velike, a faktorska tržišta nisu dovoljno ujednačena. Stoga je eurozonu „kombinacija brze migracije kapitala i ograničene migracije radne snage“, a ne ekonomski dobro integrirana valutna unija (Krugman i Obstfeld, 2009).

### 3.9. Makroekonomske koristi eurozone

Korisnost eura raste zbog njegove šire upotrebe u zemljama članicama. Nestabilnost i nesigurnost nominalnih tečajeva znatno su niže kao rezultat upotrebe jedinstvene valute. Dakle, troškovi transakcija i zaštite su niski. Povećava se trgovina u zemljama unutar eurozone bez zabilježenih preusmjerenja trgovine. Financijska integracija među zemljama je dublja. S padom troškova vlastitog kapitala i financiranja obveznicama, financijska integracija može svjedočiti porastu. Veća transparentnost cijena potiče manju segmentaciju tržišta i obeshrabruje cjenovnu diskriminaciju. ECB je vjerojatno srušio inflaciju u zemljama članicama (Gross, Thygesen, 1992).

Čak i tijekom fiskalne krize, nakon lansiranja eura, očekivanja od inflacije bila su niža. Pad kamatnih stopa pretvorio se u potporu rastu i ulaganjima te smanjenje servisiranja javnog duga. Stabilne cijene doprinose ukupnoj makroekonomskoj stabilnosti. Eurozona je gotovo otporna na šokove i vanjska zbivanja. Međutim, početni troškovi usvajanja nove valute za sve države članice, kao i pravni, administrativni troškovi i promjene, nametnuli su ogroman trošak.

Kako države članice više nisu mogle izvršavati izravnu kontrolu nad monetarnom politikom ili deviznim tečajevima, podrazumijevalo se da će se članice eurozone s rigidnim plaćama i višim nominalnim cijenama u početku suočiti s nezaposlenošću. Očekivalo se da će to dovesti do kratkoročnih fluktuacija proizvodnje i nezaposlenosti u onim zemljama u kojima su tržišta proizvoda i rada manje fleksibilna (Melitz, Weber, 1997).

Realni se tečajevi promijenili nakon uvođenja eura, a teret prilagodbe više je pao na zemlje u deficitu jer nisu mogle obezvrijediti. Došlo je do konsolidacije gospodarskog upravljanja kako se financijska integracija produbljivala, a cirkulacija valute širila. Vrijeme je igralo važnu ulogu u oblikovanju fiskalne sudbine eurozone.

Unatoč koristiti za jednu valutu, eurozona je heterogena mješavina gospodarstava. Za opći uspjeh moraju se ukloniti razlike u institucijama, financijskim strukturama i pravnim sustavima. Ogromna koncentracija moći na vrhu s ovlastima koje donose odluke predstavlja prijetnju pojedinačnoj slobodi država članica. Međutim, ne može se poreći da upotreba zajedničke valute olakšava razmjenu, specijalizaciju i integraciju nacionalnih tržišta u šire tržište (Mongelli, 2002).

## 4. KRIZA EUROZONE I NJENO UPRAVLJANJE

Europska dužnička kriza, često nazvana kriza eurozone. Kriza eurozone prouzročena je krizom platne bilance (naglo zaustavljanje stranog kapitala u zemljama koje su imale znatne deficite i bile ovisne o stranim zajmovima). Krizu je pogoršala nesposobnost država da pribjegu devalvaciji (smanjenju vrijednosti nacionalne valute). Akumulacija duga u nekim članicama eurozone dijelom je posljedica makroekonomskih razlika među zemljama članicama eurozone prije usvajanja eura. Europska središnja banka usvojila je kamatnu stopu koja je poticala ulagače u zemljama sjeverne eurozone da daju zajmove Jugu, dok je Jug poticao da se zadužuje jer su kamate bile vrlo niske (Aslund, 2012).

S vremenom je to dovelo do nakupljanja deficita na Jugu, prvenstveno od strane privatnih gospodarskih čimbenika. Nedostatak koordinacije fiskalne politike među državama članicama eurozone pridonio je neuravnoteženim protocima kapitala u eurozoni. Detaljni uzroci krize varirali su od zemlje do zemlje. U nekoliko su zemalja privatni dugovi proizašli iz balona imovine prebačeni u državni dug kao rezultat spašavanja bankarskog sustava i vladinih reakcija na usporavanje gospodarstava nakon balona. Europske banke posjeduju značajnu količinu državnog duga, tako da zabrinutost u vezi s solventnošću bankovnih sustava ili država negativno jača.

Kriza je započela krajem 2009. godine kada je grčka vlada otkrila da su njezini proračunski deficiti daleko veći nego što se prije mislilo. Grčka je početkom 2010. zatražila vanjsku pomoć, primivši paket pomoći EU-MMF-a u svibnju 2010. Europske su države provodile niz mjera financijske potpore poput Europskog fonda za financijsku stabilnost (EFSF) početkom 2010. i Europski mehanizam za stabilnost (ESM) krajem 2010. ECB je također pridonio rješavanju krize snižavanjem kamatnih stopa i pružanje jeftinih zajmova više od jednog bilijuna eura kako bi se održali novčani tokovi između europskih banaka (Aslund, 2012).

ESB je 6. rujna 2012. smirio financijska tržišta najavivši besplatnu neograničenu potporu svim zemljama eurozone uključenim u suvereni državni program spašavanja / predostrožnosti iz EFSF-a / ESM-a, kroz određeni prinos koji je smanjio Izravne monetarne transakcije. Povratak gospodarskom rastu i poboljšani strukturni deficiti omogućili su Irskoj i Portugalu da napuste

svoje programe spašavanja u srpnju 2014. Grčka i Cipar uspjeli su djelomično povratiti pristup tržištu 2014. Španjolska nikada službeno nije dobila program spašavanja. Njen paket spašavanja iz ESM-a namijenjen je za fond za dokapitalizaciju banaka i nije sadržavao financijsku potporu samoj vladi. Kriza je imala značajne nepovoljne gospodarske učinke i učinke na tržište rada, a stope nezaposlenosti u Grčkoj i Španjolskoj dosegle su 27% (Feenstra, Taylor, 2014).

Kriza eurozone rezultat je strukturnog problema eurozone i kombinacije složenih čimbenika. Postoji konsenzus da je korijen krize eurozone ležao u krizi platne bilance, a da je ta kriza pogoršana činjenicom da države nisu mogle pribjeći devalvaciji. Ostali važni čimbenici uključuju globalizaciju financija, lagani kreditni uvjeti tijekom razdoblja 2002–2008. koji su poticali visoko rizične prakse posuđivanja i zaduživanja, financijska kriza 2007-08 međunarodne trgovinske neravnoteže, Velika Recesija od 2008-2012, izbor fiskalne politike koji se odnosi na državne prihode i rashode i pristupi koje države koriste za spašavanje problematične bankarske industrije i vlasnika privatnih obveznica, pod pretpostavkom tereta privatnog duga ili gubitaka u socijalizaciji (Feenstra, Taylor, 2014).

Kriza eurozone rezultat je strukturnog problema eurozone i kombinacije složenih čimbenika. Postoji konsenzus da je korijen krize eurozone ležao u krizi platne bilance, a da je ta kriza pogoršana činjenicom da države nisu mogle pribjeći devalvaciji. Ostali važni čimbenici uključuju globalizaciju financija, lagani kreditni uvjeti tijekom razdoblja 2002–2008. koji su poticali visoko rizične prakse posuđivanja i zaduživanja, financijska kriza 2007-08, međunarodne trgovinske neravnoteže; mjehurići nekretnina koji su u međuvremenu pukli, Velika Recesija od 2008-2012, izbor fiskalne politike koji se odnosi na državne prihode i rashode, i pristupi koje države koriste za spašavanje problematične bankarske industrije i vlasnika privatnih obveznica, pod pretpostavkom tereta privatnog duga ili gubitaka u socijalizaciji (Feenstra i Taylor, 2014).

Države članice eurozone mogle su ublažiti neravnotežu u protoku kapitala i akumulaciji duga na jugu koordinacijom nacionalnih fiskalnih politika. Njemačka je mogla usvojiti ekspanzivne fiskalne politike (za poticanje domaće potražnje i smanjenje odljeva kapitala), a države članice južne eurozone mogle su usvojiti restriktivnije fiskalne politike (za smanjivanje domaće potražnje i smanjenje zaduživanja sa sjevera) (Feenstra i Taylor, 2014)..

Fragmentirana financijska regulacija pridonijela je neodgovornom kreditiranju u godinama prije krize. U eurozoni je svaka zemlja imala vlastite financijske propise koji su financijskim institucijama omogućavali da iskoriste praznine u nadzoru i regulatornu odgovornost pribjegavajući kreditima s visokim prinosom, ali vrlo rizičnim. Harmonizacija ili centralizacija u financijskim propisima mogla je ublažiti problem rizičnih zajmova. Još jedan čimbenik koji je poticao rizične financijske transakcije bio je taj što se nacionalne vlade nisu mogle vjerodostojno obvezati da neće spasiti financijske institucije koje su uzele rizične zajmove, što je uzrokovalo problem moralnog hazarda (Feenstra i Taylor, 2014).

Prema Europskoj komisiji, najveći uspjeh u prevladavanju krize eura bili su intervencija Europske središnje banke (ECB) kao krajnjeg zajmodavca, sporazum o nadzoru europskog bankarstva i otkup grčkih državnih obveznica u prosincu 2012. Nadalje, nekoliko nedavnih prijedloga također pokušava pridonijeti poboljšanju trenutne gospodarske situacije u EMU-u, poput prijedloga njemačkog Vijeća ekonomskih stručnjaka za stvaranje Europskog pakta otkupa (ERP) kojim bi se donio omjer javnog duga zemalja EMU-a ispod mastrichtske referentne vrijednosti od 60%. Odvojeni prijedlog zalaže se za devalvaciju valuta kroz smanjenje cijena na periferiji eurozone kako bi se vratila konkurentnost (Baldwin, Wyplosz, 2006). S obzirom na dramatičan ishod makroekonomskog šoka na periferiji EMU-a, da bi stabilizacijske mjere bile učinkovite, trebale bi smiriti financijska tržišta, ublažiti špekulativne pritiske na euro i stabilizirati eurozonu.

#### **4.1. Reakcija Europskog instrumenta financijske stabilnosti na krizu**

Dana 9. svibnja 2010. godine, 27 država članica EU dogovorile su se da će stvoriti Europski instrument financijske stabilnosti, pravni instrument čiji je cilj očuvanje financijske stabilnosti u Europi, pružanjem financijske pomoći državama eurozone u poteškoćama. EFSF može izdavati obveznice ili druge dužničke instrumente na tržištu uz potporu Njemačkog ureda za upravljanje dugom kako bi prikupio sredstva potrebna za kreditiranje zemalja eurozone u financijskim problemima, dokapitalizaciju banaka ili kupnju državnog duga. Emisije obveznica potkrijepljene su jamstvima država članica eurozone proporcionalno njihovom udjelu u uplaćenom kapitalu Europske središnje banke (Feenstra, Taylor, 2014).



Kapacitet zajma u iznosu od 440 milijardi eura zajednički i pojedinačno jamče vlade zemalja eurozone i mogu se kombinirati s zajmovima do 60 milijardi eura iz Europskog mehanizma financijske stabilizacije (oslanjajući se na sredstva prikupljena od Europske komisije korištenjem proračuna EU-a kao kolateral) i do 250 milijardi eura od Međunarodnog monetarnog fonda (MMF) za dobivanje financijske sigurnosne mreže.

#### **4.2. ECB kao krajnji zajmodavac**

ECB je prvo najavila svoju odluku o provedbi programa tržišta vrijednosnih papira 14. svibnja 2010. godine. Program je trebao biti ograničenog trajanja i trebao je povećati likvidnost na neuspjelim tržištima i stabilizirati kamatne stope, potičući pritom kreditiranje realne ekonomije. Međutim, ECB-ovom programu neograničenog otkupa obveznica protive se mnogi kritičari (Baldwin, Wyplosz, 2006). Pojavila se bojazan da će ECB prekršiti svoj monetarni mandat i kompromitirati njegovu neovisnost kupnjom državnih obveznica kriznih zemalja.

Nedostatak pravne osnove za kupnju duga ECB često se kritizira. Sester (2012) tvrdi da program kupnje obveznica ECB-a krši zabranu monetarnog financiranja vlada, što je utvrđeno člankom 123. Ugovora o funkcioniranju Europske unije (UFEU) (Sester, 2012). Smanjuje li program kupnje obveznica ECB rizik od špekulativnih napada na valutu?

Iako intervencija ECB-a na tržištu državnih obveznica nije utjelovljena u pravnom smislu, najava programa kupovine obveznica uklonila je bojazan da bi euro mogao propasti. S obzirom na negativne špekulacije o stabilnosti eura, Eichengreen navodi da bi središnja banka trebala biti odgovorna za uklanjanje ili barem ublažavanje nepovoljnih očekivanja koja bi mogla stvoriti samoispunjavajuće strepnje krize konvertibilnosti u valutnoj uniji.

Stoga je, s ECB-om zaduženom za financijsku stabilnost, rizik od budućih gubitaka povjerenja u stabilnost eura smanjen. Prema tome, intervencija ECB-a kao krajnjeg zajmodavca smanjuje i rizik od špekulativnih napada valute i ranjivost EMU-a na asimetrične šokove (Feenstra, Taylor, 2014).

### **4.3. Europski bankarski nadzor**

Nakon višemjesečne borbe, Europska komisija objavila je 13. prosinca 2012. godine da su se europski čelnici složili da velike banke u eurozoni stave pod izravni nadzor ECB-a. Manje banke ostat će pod nadzorom nacionalnih regulatora, ali ECB će moći stupiti i preuzeti kontrolu u određenim opravdanim slučajevima. Međutim, i dalje postoje dvojbe oko toga mogu li se učinkovito razdvojiti nadzor nad bankama i monetarna politika.

Kanter (2012) tvrdi da bi neovisno povjerenstvo osiguralo da zadaci bankarskog nadzora i monetarna politika ne mogu biti u korelaciji (Kanter, 2012). Engelen (2012) se, međutim, brine što je ECB, koji je sada također zadužen za bankarsku kontrolu i nadzor, spreman postati najmoćnija institucija u eurozoni (Engelen, 2012). Stabilizira li europski bankarski nadzor EMU?

Uspostavljanje regulatornog tijela na razini cijele EU za bankarski sektor važan je korak prema jačanju EMU-a kao valutne unije. Postizanje ujednačenosti u europskom bankarskom sektoru kroz dosljedna pravila i sankcije vjerojatno će potaknuti daljnju koordinaciju fiskalne politike i pojednostavljenje nadnacionalnog odlučivanja u barem financijskom sektoru. Zaključno, europski bankarski nadzor potiče dublju ekonomsku integraciju kao i poboljšanje sposobnosti EMU-a za djelovanje proširivanjem područja politike koja je podložna regulaciji na europskoj razini (Baldwin, Wyplosz, 2006). To stabilizira EMU i njegovu zajedničku valutu.

### **4.4. Otkup grčkih obveznica**

U prosincu 2012. Grčka je izbrisala 20 milijardi eura duga nakon što je otkupila 31,9 milijardi eura vlastitih obveznica na 33,8% njihove nominalne vrijednosti, čime je osigurala podršku Međunarodnog monetarnog fonda, koji je nametnuo zahtjev za otplatu duga kako bi Grčka mogla dobiti svoj sljedeći krug financiranja pomoći. Iako su se mnogi ulagači nadali da će otkup postaviti grčko gospodarstvo na put oporavka, Welter ističe da otkup obveznica grčki dug nije smanjio za onoliko koliko se očekivalo (Welter, 2012). Povećavaju li financijske potpore sposobnost EMU-a da se prilagodi asimetričnim šokovima?

Posljedica jamstvenih plaćanja Europskog fonda za financijsku stabilnost (EFSF) neizravno je financiranje grčkog duga od strane država članica EMU-a. Dakle, države članice osiguravaju financijsku potporu zemljama koje su u financijskim teškoćama. Slijedom toga, u eurozoni se *de facto* događaju transferi, iako nisu dio fiskalnog federalnog sustava. Uspostavljanje sustava za spašavanje EFSF-a može se smatrati prvim korakom za realizaciju određene vrste sustava za prijenos kako bi se poboljšala sposobnost EMU-a za prilagodbu asimetričnim udarima (Krugman, Obstfeld, 2009).

#### **4.5. Europski pakt otkupljenja**

Ključna ideja prijedloga ERP-a njemačkog Vijeća ekonomskih stručnjaka je prenijeti sav javni dug iznad maastrihtske granice u Europski fond za otkup (ERF), za koji bi članice EMU-a bile solidarno odgovorne. Svaka zemlja sudionica bila bi obvezna redovito plaćati ERP kako bi otkupila preneseni dug. Količina ERF-a kontinuirano bi opadala redovnim plaćanjima, a ERF bi prestao postojati čim je sav preneseni dug bio otkupljen. Kombinacija otkupa duga i disciplinskih mjera u ERP-u vjerojatno će trajno stabilizirati eurozonu nametanjem maksimalne razine duga od 60% BDP-a (Busch, Grömling, Matthes, 2011). No, Siegling kritizira da zajednička odgovornost ERP-a podrazumijeva da bi treće strane preuzele obveze za svoje zemlje članice (Siegling, 2012). Koja je posljedica Europskog pakta otkupa za EMU?

Siegling tvrdi da bi ERP trebao biti cilj fiskalnoj disciplini među članicama EMU-a. Pridržavajući se strogih pravila konsolidacije, države članice odrekle bi se dijela svog fiskalnog autoriteta i tako prenijele dio svog suvereniteta na nadnacionalnu razinu. Doluca i sur. Pretpostavlja se da apsolutna obveza smanjenja duga i držanja omjera nacionalnog duga ispod 60% BDP-a podrazumijeva povećanu financijsku disciplinu i daljnju koordinaciju fiskalne politike među državama članicama (Siegling, 2012). Budući da bi zemlje članice EMU bile solidarno odgovorne za dio prenesenog duga, proširivanje kamatnih stopa po eurozoni vjerojatno će se smanjiti jer ulagači steknu povjerenje u solventnost eurozone kao cjeline, što bi smanjilo ranjivost EMU-a na asimetrične šokovi.

#### 4.6. Prava devalvacija kroz smanjenje cijena

Prava devalvacija za zemlje unutar valutne unije postiže se samo smanjenjem cijena u pojedinim zemljama. Smanjenja cijena stvaraju viškove na tekućem računu i zbog toga se zemlje koje se bore stavljaju u položaj da povrate konkurentsku sposobnost i otplate svoj inozemni dug. Osim toga, De Grauwe (2011) predlaže "euro sabat", u kojem bi zemlje mogle privremeno napustiti eurozonu ako ne žele podnijeti skupe pad cijena. Na taj način oni bi mogli devalvirati svoju lokalnu valutu i poboljšati svoju konkurentnost uz zadržavanje mogućnosti ponovnog ulaska u zajedničko područje valute (De Grauwe, 2011). Lane ističe da bi stvarna devalvacija perifernih zemalja imala suprotne učinke za temeljne zemlje (Lane, 2006).

Primjerice, Njemačka bi trebala prihvatiti povećanje domaće razine cijena, čime bi izgubila dio svoje konkurentnosti. Štoviše, De Grauwe tvrdi da programi prilagodbe koji imaju za cilj smanjenje razine domaćih cijena (npr. smanjenje državne potrošnje, socijalne naknade i nominalne plaće) povećavaju rizik od recesije, jer će se vjerojatno povećati nezaposlenost i proračunski deficit (De Grauwe, 2011).. Bi li stvarna devalvacija smanjenjem cijena povećala produktivnost zemalja EMU-a?

Ako se zemlja u nevolji odluči zadržati u EMU-u i povratiti konkurentnost smanjenjem domaćih razina cijena, konkurentnost jačih gospodarstava eurozone će opadati. Dok bi neke zemlje mogle povećati svoju konkurentnost, druge će države vjerojatno izgubiti konkurentski kapacitet. Štoviše, (privremeno) napuštanje valutnog područja moglo bi umanjiti divergentne pritiske na valutu ako svaka zemlja koja je pretrpjela gubitak konkurentnosti napusti EMU. Međutim, Lane ističe da bi se zemlje koje privremeno napuštaju EMU morale nositi sa znatno višim premijama za rizik, zbog čega se mogućnost da sve zemlje u nevolji napuste eurozonu smatraju malo vjerojatnim (Lane, 2006).

Većina provedenih/predloženih stabilizacijskih mjera smanjuje ranjivost EMU-a na asimetrične šokove ili povećava njegovu sposobnost djelovanja. EMU se i dalje suočava s poteškoćama u prilagođavanju kao reakciji na makroekonomske poremećaje, budući da je mobilnost radne snage i dalje niska, a financijski transferi odobreni samo kao hitna plaćanja, a ne kao dugoročni stabilizacijski mehanizam za regije s financijskim problemima (Busch, Grömling, Matthes, 2011).

#### 4.7. Globalne implikacije i perspektiva

Kriza eurozone nije ograničena na Europu, postoje neki važni aspekti teme jedinstvene valute koje je potrebno prepoznati i istražiti. Možda je najvažnije da je kriza eurozone kriza s globalnim posljedicama. Učinke krize, bilo pozitivne ili negativne, osjećaju tržišta diljem svijeta i imaju važne svjetske ekonomske posljedice. Svjetska su tržišta pratila politička i ekonomska kretanja u eurozoni s velikom pažnjom i detaljima, reagirajući ponekad na takav razvoj događaja.

Reakcije tržišta na krizu pokazuju visoku zabrinutost zbog krize; na primjer, reakcije svjetskih tržišta nakon odluka od 29. lipnja 2012., a također nakon presude njemačkog Ustavnog suda od 12. rujna 2012., kojom je Europski mehanizam za stabilnost utvrđen ustavnim, učinkovito utrljavajući put zajedničkom euro sredstava koja će se koristiti za kupnju državnog duga izravno od problematičnih vlada (Issing, 2001).

Rješavanje i učinci ove krize više se ne zaustavljaju na rubu europskog kontinenta. Međutim, treba razlučiti između definiranja krize kao globalne krize i definiranja kao krize s globalnim posljedicama. Prema Jacquesu de Larosièreu (2012), dok europski donositelji politika moraju imati na umu globalne učinke svojih odluka, kriza je europska, s europskim uzrocima i čimbenicima: „Kriza u eurozoni proizvod je politika koje provode europski tvorci politika (De Larosière, 2012). Znaju da će se učinci predloženih rješenja osjetiti i izvan Europe. Ali ta se rješenja moraju sami osmisliti, u stvari, probleme Europe mora riješiti Europa“.

Što je još važnije, de Larosière i drugi su primijetili, kriza eura zahtijeva i kratkoročno „popravljanje“ i dugoročnije, više strukturno zasnovano rješenje. Iako su mnogi donositelji politika odbili podržati specifične ciljne prijedloge u vezi s smanjenjem potrošnje, povećanjem prihoda i slično, prema de Larosièreu postoji raširena saglasnost da temeljni strukturni problemi s kojima se suočava jedinstveno tržište neće i ne mogu biti rješava se samo privremenim „popravkom“ koji se može iskoristiti za zaustavljanje krize u neposrednoj budućnosti (Grauwe de, 2000).

Jednostavno dogovaranje o Europskom mehanizmu za stabilnost ili o sljedećem spajanju grčkih ili španjolskih banaka dugoročno neće riješiti krizu eurozone, čak i ako takvi koraci smiruju svjetska tržišta i dovedu do nižih kamatnih stopa u kratkom roku (Feldstein, 1997). Koji su,

dakle, dugoročni strukturni problemi s kojima se suočava jedinstveno tržište? Ili je možda točnije preoblikovati pitanje kao: koja su dugoročna strukturna pitanja s kojima se suočavaju države članice u eurozoni koja su dovela do toliko teškoća u rješavanju trenutne krize? Je li se ekspanzija eurozone kao valutnog područja dogodila prebrzo? Kakve se usporedbe mogu usporediti sa Sjedinjenim Državama i njenim nastankom kao optimalnim valutnim područjem? Koje se lekcije mogu naučiti?

Sve su to važna pitanja s kojima će se europski kreatori politika nesumnjivo boriti, obaviješteni dosadašnjom povijesti Europske unije i jedinstvenog tržišta. Važno je i prepoznati, kako je navedeno u djelima Rockoff, Lars-a Jonung-a, Hugh-a Rockoffa, Jacquesa de Larosièrea i drugih, da nijedna razina političke unije ne može prisiliti ekonomsku integraciju fijatom i, što je najvažnije, da se dijeli valuta sama po sebi ne omogućava ekonomsku konvergenciju (Rockoff, 2000). Zapravo, velik dio dosadašnje gospodarske integracije eurozone sastojao se od svojevrsne „*de jure*“ integracije u jedinstveno valutno područje, nedostajući široki alati široke politike za stvaranje i poticanje makroekonomske konvergencije među državama članicama.

To znači, političke strukture i institucije poput eura, Europske središnje banke, pa čak i Schengenskog prostora stvorene su za nadzor nad ekonomski integriranom Europom, ali malo je učinjeno na poticanju stvarne ekonomske konvergencije. Tek kada se postigne ekonomska konvergencija, eurozona će steći „*de facto*“ osjećaj stvarne integracije, bilo putem prirodne konvergencije na tržištu ili, što je vjerojatnije, državnom intervencijom u gospodarstvo. Takva intervencija može biti u više oblika; međutim, tek kada se postignu stabilnost i stvarna integracija, druga ekonomska pitanja postaju manje prijetnja. Iz ekonomskih razloga bit će vrlo teško nadvladati ukorijenjene političke institucije Europske unije i jedinstvenu valutu (Obstfeld, Rogoff, 2000).

To bi značilo potkopati velik dio ekonomske i političke integracije u posljednjih šezdeset godina. Ali način na koji kreatori politika i državnici pristupe rješenjima trenutnog problema imat će dalekosežne učinke i posljedice - ne samo na ekonomsko i financijsko stanje eurozone, već i na upravljanje Unijom, društvenim i kulturnim tokovima i razmjenama na cijelom kontinentu. i globalna ekonomija.

## 5. ZAKLJUČAK

Gotovo 45 godina od Mundellova (1961) osnovnog rada, teorija optimalnog valutnog područja se razvila. Uvedeni su mnogi dodatni kriteriji i teorija je poslužila kao važan čimbenik u formiranju Europske monetarne unije. Istodobno, unatoč razvoju teorije, tradicionalni su doprinosi i dalje vrlo važni. Međutim, ne postoji jednostavna mjera koja bi mogla jasno odrediti treba li se zemlja pridružiti zajedničkom valutnom području ili ne. Kriterije razvijene u ovih 45 godina često je teško provesti kako bi se dobio jasan odgovor. Često su politički čimbenici oni koji upravljaju odlukama o pridruživanju / formiranju zajedničkog valutnog područja.

Godine 1979, Europska komisija uspostavila je aranžman Europskog monetarnog sustava, u kojem je sudjelovao veliki broj zemalja koje su bile dio Europske ekonomske zajednice, a utvrdile su svoje tečajeve na temelju jedinstva poznatog kao Europska valutna jedinica, Nakon ovog događaja pojavile su se rasprave o mogućnosti da euro zona postane optimalno valutno područje. U siječnju 1999. Europska unija je uvela euro kao svoju zajedničku valutu, euro. U početku je euro služio svojoj svrsi kao elektronička valuta koju banke koriste. U siječnju 2002. Euro je uveden kao novčanice i korišten je kao legalno sredstvo plaćanja za sve transakcije u 12 zemalja, uključujući Austriju, Belgiju, Finsku, Francusku, Njemačku, Grčku, Irsku, Italiju, Luksemburg, Nizozemsku, Portugal i Španjolsku.

Euro nije promicao daljnju gospodarsku integraciju unutar EMU-a. Iako se udio trgovine unutar EU povećavao, različitosti u ekonomskoj strukturi, u kombinaciji s visokim stupnjem industrijske specijalizacije, povećale su ranjivost EMU-a na asimetričan šok. Nadalje, nedostatak alata za prilagodbu poput mobilnosti radne snage ili sustava plaćanja putem transfera čini EMU vrlo skupom za oporavak od trenutne krize. Većina provedenih i predloženih stabilizacijskih mjera pokušava se uhvatiti u koštac s problemom visoke osjetljivosti eurozone na makroekonomske nevolje poticanjem ekonomske integracije, fiskalne discipline i otkupa duga. Uspostava programa spašavanja poput EFSF-a odnosi se na ograničenu sposobnost EMU-a za prilagođavanje asimetričnim šokima, budući da ti programi predstavljaju oblik plaćanja putem transfera, čak i ako je u potpunosti razvijeni fiskalni federalizam vrlo vjerovatno. Međutim, čini se da je ograničena mobilnost radne snage među europskim zemljama kruta i ostaje glavna prepreka sposobnostima EMU-a za prilagodbu.

Gubitak ekonomske stabilnosti iz prethodnih tečajeva i nacionalnih monetarnih politika veći je od povećanja monetarne učinkovitosti - posebno za europske periferne zemlje. Europska ekonomska integracija još je u povojima i zahtijeva daljnje mjere kako bi smanjila svoje buduće troškove i tako EMU učinila otpornijom na makroekonomske poremećaje. Svijest o potrebnim koracima koje treba poduzeti polako raste. Napori u prevladavanju trenutne ekonomske krize istodobno će poboljšati dugoročnu učinkovitost EMU-a kao valutne unije.

Iz gornje analize može se činiti jasnim da kriza u eurozoni nije rezultat šoka zbog globalne ekonomije, već više desetljeća lošeg upravljanja i nedostatka prepreka za ulazak u eurozonu. Kako bi poduzeo mjere predostrožnosti za budućnost, EMU-u su potrebne strože mjere za pristup državnoj potrošnji svake države unutar eurozone i stroži pristup novim sudionicima. Međutim, takve će stroge mjere bez sumnje stalno osporavati politička država svakog naroda, što se vidi i dužinom vremena potrebnim za štrajk u dogovoru s grčkom krizom državnog duga.

Također je presudno da ECB vodi Grčku u provedbi politika opskrbe jer je očigledno da to pitanje u Grčkoj nije samo rezultat pada ukupne potražnje, već i rezultat pada ukupne ponude uzrokovanog dugim periodima krize, eurozona bi mogla naučiti lekcije iz Istočne Azije i primijeniti velike procese segmentacije trgovine. Njemačka bi mogla izvesti raniji dio proizvodnog procesa u područja poput Grčke gdje su plaće niže. To ne bi moglo samo ojačati gospodarstvo eurozone već i sinkronizirati poslovne cikluse među državama.



## LITERATURA

1. Alesina A., Barro, R., Tenreyero, S. (2002). Optimal currency areas. NBER Working Paper, No. 9072.
2. Alesina, A., Barro, R. (2002). Currency Unions. *Quarterly Journal of Economics*, May, 409-36.
3. Alesina, A., Spolaore, E. (2002). *The Size of Nations*, Cambridge MA: MIT Press.
4. Anderson, J., Wincoop, J.V. (2001). *Borders, Trade and Welfare*. Brookings Trade Forum 2001.
5. Aslund, A. (2012). Why a break up of the Euro area must be avoided; lessons from previous break ups. Peterson Institute for International Economics, number PB12-20.
6. Baldwin, R. (2006). *In or Out: Does it Matter? An Evidence-Based Analysis of the Euro's Trade Effects*. London: Centre for Economic Policy Research.
7. Baldwin, R.E., Wyplosz, C. (2006). *The economics of European integration*, 2nd ed. London: McGraw-Hill Education.
8. Barro, R. J., Gordon, D. B. (1983). Rules, Discretion, and Reputation in a Model of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*, July, 101-121.
9. Berger, H., Jensen H., Schjelderup, G. (2001). To peg or not to peg? A simple model of exchange rate choice in small economies. *Economic Letters*, 73, 161-167.
10. Busch, B., Grömling, M., Matthes, J. (2011). *Ungleichgewichte in der Eurozone, Ursachenanalyse und wirtschaftspolitische Empfehlungen*. Köln: Institut der Deutschen Wirtschaft.
11. Calvo, G., Reinhart, C. (2002). Fear of Floating. *The Quarterly Journal of Economics*, 117 (2), 379-408.
12. Corden, W. (1972). *Monetary Integration, Essays in International Finance*. International Finance Section No. 93, Princeton University.
13. De Grauwe P. (2011). *The governance of a fragile eurozone*. CEPS working document, Brussels, No. 346.
14. De Larosière, J. (2012). *The Long-term Outlook for the European Project and the Single Currency*. Washington, D.C.: The Group of Thirty.

15. Eichengreen, B.J. (1997). European monetary unification. Theory, practice and analysis. Cambridge: MIT Press.
16. Engel, C., Rogers, J.H. (2004). European product market integration after the euro. *Economic Policy*, Vol. 19, No. 39:347-384.
17. Engelen, K.C. (2012). Die Bankenunion ist eine Falle. *Handelsblatt*, No. 203:10-11.
18. Feenstra, R. C., Taylor, A.M. (2014). *International Macroeconomics*. New York: Worth.
19. Feldstein, M. (1997). EMU and International Conflict. *Foreign Affairs* Nov.-Dec. 60-73.
20. Frankel, J. (1999). No Single Currency Regime is Right for All Countries or at All Times. NBER Working Paper, No. 7338.
21. Frankel, J., Rose, A. (1997). A Panel Project on Purchasing Power Parity: Mean Reversion Within and Between Countries. *Journal of International Economics*, 40, 209-224.
22. Grauwe de, P. (2000). *Economics of monetary union*. Oxford: Oxford University Press
23. Gross, D., Thygesen, N., (1992). *European Monetary Integration from EMS to EMU*. London: Longman
24. Issing, O. (2001), The Single Monetary Policy of the European Central Bank: One Size Fits All, *International Finance*, 4: 441-62.
25. Kanter, J. (2012). European Leaders Hail Accord on Banking Supervision. *New York Times*, 14 December.
26. Krugman, P.R., Obstfeld, M. (2009). *International economics. Theory and policy*, 8th ed. Boston: Pearson Addison-Wesley.
27. Kydland, F., Prescott, E. (1977). Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans. *Journal of Political Economy*, 85, 473-491.
28. Lane, P.R. (2006). The Real Effects of European Monetary Union. *The Journal of Economic Perspectives*, Vol. 20, No. 4:47-66.
29. McCallum, J. (1995). National Borders Matter: Canadian-U.S. Regional Trade Patterns. *American Economic Review*, June, 615-623.
30. Mélitz, J. (1991). Brussels on a Single Money. *Open Economies Review*, 2, 323-336.
31. Melitz, J. (2001). Geography, Trade and Currency Unions. CEPR Discussion Paper No. 2987.

32. Melitz, J. Weber, A. (1997). The Costs/Benefits of a Common Monetary Policy in France and Germany and Possible Lessons for Monetary Union. European University Institute, Florence, Robert Schuman Centre, 1997, Working Paper RSC No.97/37.
33. Micco, A., Stein, E., Ordóñez, G (2003). The Currency Union Effect on Trade: Early Evidence from EMU. *Economic Policy*, Vol. 18, No. 37:315-336.
34. Mongelli, F.P. (2002). „New” views on the optimum currency area theory: What is EMU telling us? ECB Working Paper No 138.
35. Mundell, R.A. (1961). A Theory of Optimum Currency Areas. *American Economic Review*, Vol. 51, No. 4:657-665.
36. Obstfeld, M., Rogoff, K. (2000). *The Six Major Puzzles in International Macroeconomics: Is There a Common Cause*. Cambridge MA: MIT Press.
37. Persson, K. (2011). *Endogeneity and Specialization Theories of Optimal Currency Areas: A Comparative European Study*. Lund: Lund University.
38. Rockoff, H. (2000). *How Long Did It Take the United States to Become an Optimal Currency Area?* Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
39. Rose, A.K., Wincoop, E. (2001). National Money as a Barrier to International Trade: The Real Case for Currency Union. *American Economic Review*, Vol. 91, No. 2:386-390.
40. Sester, P. (2012). The ECB’s Controversial Securities Market Programme (SMP) and its role in relation to the modified EFSF and the future ESM. *European Company and Financial Law Review*, Vol. 9, No. 2:156-178.
41. Siegling, C. (2012). Ein Schuldentilgungspakt für Europa, dostupno na: [http://www.carsten-sieling.de/files/Beitrag\\_Governancetriolog\\_Staatsschuldenkrise\\_final.pdf](http://www.carsten-sieling.de/files/Beitrag_Governancetriolog_Staatsschuldenkrise_final.pdf)
42. Welter, P. (2012). Griechen kaufen Griechen. *Frankfurter Allgemeine Sonntagszeitung*, No. 41:39.

## 7. PRILOZI

### Popis slika:

Slika 1. *Otvorenost, korelacija dohotka i OCA linija*

Slika 2. *Krugmanov učinak specijalizacije*

Slika 3. *Razlika u dohotku i stopi rasta u eurozoni, 2011. u %*

Slika 4. *Produktivnost rada, REER i jedinični troškovi rada*

Slika 5. *Trgovina unutar EU-27 u % BDP-a*

Slika 6. *Bruto migracijske stope u EU27 i SAD-u, 2000.-2010.*

### Popis tablica:

Tablica 1. *Omjer javnog duga i BDP-a u postocima za zemlje eurozone. Kriterij konvergencije eura iznosi*